Народна банка Србије

2025

август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2025 август

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.

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. августа 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
EMBI – 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
OPEC – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
ПДВ – порез на додату вредност
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FOMC – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

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

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији 9

III. Кретање инфлације 13

Осврт 1: Утицај неповољних временских прилика на понуду и цене воћа 16
Осврт 2: Стабилност тржишта хране као услов за ценовну стабилност 21

IV. Детерминанте инфлације 25

1. Кретања на финансијском тржишту 25

2. Новац и кредити 30

3. Агрегатна тражња 34
Осврт 3: Ревизије података о извозу робе и спољном дугу 37

4. Економска активност 41

5. Кретања на тржишту рада 42

V. Пројекција 45

Осврт 4: Какве ће бити монетарне политике централних банака у наредном периоду 53
Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције 75

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 78
Табела Б. Основни макроекономски показатељи 79

Списак графикона 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

У периоду од претходног извештаја, изгледи глобалног привредног раста су побољшани, на шта се одражава повећана светска трговина током првог тромесечја у очекивању виших царина у наставку године, али и ниже ефективне царинске стопе од претпостављених у априлу и повољнији глобални финансијски услови.

Према оцени Међународног монетарног фонда, **изгледи глобалног привредног раста** су побољшани у односу на пројекцију из априла, и то за 0,2 процентна поена за ову годину, на 3,0%, а за наредну годину за 0,1 процентни поен, на 3,1%, али је то и даље испод раста у 2024. (3,3%) и вишегодишњег просека од 3,7%. На повољније изгледе привредног раста одражава се повећана светска трговина током првог тромесечја ове године у очекивању виших царина у наставку године, али и ниже ефективне царинске стопе од претпостављених у априлу и повољнији глобални финансијски услови. Пројектовани привредни раст зоне евра за ову годину виши је за 0,2 процентна поена у односу на очекивања из априла и износи 1,0% и, као и у претходној пројекцији, требало би да убрза у наредној години на 1,2%, при чему је пројекција привредног раста за ову годину коригована навише за Немачку и Италију, које су наши најважнији партнери унутар зоне евра.

Глобална инфлација ће наставити да опада, при чему ће због смањења ефективне царинске стопе успоравање инфлације у поређењу с претходном пројекцијом бити веће, пре свега за Сједињене Америчке Државе.

Глобална инфлација наставила је да се снижава у овој години, пре свега под утицајем нижих цена енергената, а нешто споријом динамиком снижавана је и базна инфлација услед попуштања ефеката реалног раста зарада и ефеката претходног заоштравања монетарних политика. Ипак, инфлација у већини земаља и даље се налази изнад претпандемијског вишегодишњег просека. Поред тога, инфлација у земљама у региону средње и југоисточне Европе у јуну је углавном убрзала, доминантно због виших цена хране, на које су утицале неповољне временске прилике, као и раст цена нафтних деривата након избијања сукоба између Израела и Ирана. Када је реч о кретању глобалне инфлације у наредном периоду, очекује се да ће се она смањити с просечног нивоа од 4,2% у овој години на 3,6% у 2026, при чему преовлађује став да ће повећање царина деловати инфлаторно у земљама које царине примењују, пре свега на Сједињене Америчке Државе, док ће се земље према којима се царине уводе, попут земаља Европске уније, суочавати с негативним шоком на страни тражње, што ће деловати дезинфлаторно. Када је реч о зони евра, пројектује се да ће просечна инфлација у

овој години бити на циљу, а наредне године благо испод циља и да ће износити 1,8%.

У периоду од претходног извештаја неизвесност на светским робним и финансијским тржиштима смањена је, као резултат смањења ефективне царинске стопе коју ће примењивати нова америчка администрација на увоз из других земаља.

Неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту смањена је у периоду од претходног извештаја, пре свега услед смањења ефективне царинске стопе коју ће примењивати Сједињене Америчке Државе на увоз из других земаља, посебно након постизања договора са Европском унијом. Међутим, глобална неизвесност је и даље повишена. Централне банке су током другог тромесечја или наставиле да ублажавају монетарну политику или су задржале референтне каматне стопе на непромењеном нивоу. Иако је Европска централна банка у јуну наставила да ублажава монетарну политику у условима достизања циља за инфлацију, за разлику од Система федералних резерви, који је због очекивања да ће царине повећати инфлацију задржао референтне каматне стопе, долар је наставио да слаби према евру. На слабљење долара утицала су смањена очекивања у погледу изгледа привредног раста Сједињених Америчких Држава, као и смањење њиховог кредитног рејтинга.

Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која од септембра прошле године износи 5,75%, процењујући да је и даље неопходна опрезност монетарне политике због изражених геополитичких тензија, растућег протекционизма, као и већег од очекиваног раста цена хране последњих месеци и на међународном и на домаћем тржишту.

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије **задржао је референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,75%**. Приликом доношења одлука, Извршни одбор је имао пре свега у виду да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, јер домаћа инфлација у великој мери зависи од дешавања на светским робним и финансијским тржиштима, која карактерише повећана волатилност због геополитичких тензија и ескалације сукоба на Блиском истоку, као и растућег протекционизма. Поред тога, Извршни одбор је имао у виду да су раст цена појединих прехрамбених сировина на светским берзама, прошлогодишња суша и по том основу снижене залихе пољопривредних производа, као и неповољне временске прилике на почетку ове сезоне, деловали на то да цене хране на домаћем тржишту убрзају међугодишњу динамику раста током другог тромесечја, што ће утицати на то да инфлација и наредних месеци буде око горње границе дозвољеног одступања од циља. Такође, цене нафтних деривата, након избијања сукоба између Израела и Ирана, нашле су се на вишем нивоу од пројектованог у мајској пројекцији.

Под утицајем повољнијих услова задуживања, током другог тромесечја настављен је двоцифрени међугодишњи раст кредита немонетарном сектору.

Каматна стопа на динарске кредите привреди незнатно је коригована навише током другог тромесечја, али се и даље креће испод нивоа с краја 2024, док су каматне стопе на динарске кредите становништву наставиле да се смањују, пре свега

захваљујући појефтињењу готовинских кредита. И каматне стопе на дуг по кредитној картици, и прекорачења на текућем рачуну физичких лица наставили су да бележе пад и да буду испод прописаних ограничења дефинисаним изменама Закона о заштити корисника финансијских услуга. Поред тога, ублажавање монетарне политике Европске централне банке одразило се и на нижу цену задуживања у евро знаку, а код сектора становништва нижој каматној стопи допринело је и одобравање субвенционисаних кредита по повољнијим условима у оквиру државног програма „Стамбени кредити за младе". Повољнији трошкови задуживања, уз ублажавање кредитних стандарда, допринели су наставку двоцифреног међугодишњег раста **кредитне активности према немонетарном сектору**, који је у јуну износио 10,8%. Међугодишњи раст кредита привреди био је сличан као у марту (7,1%), а водили су га кредити за обртна средства и инвестициони кредити, док је према становништву убрзан на 14%, чему је допринео бржи раст и готовинских и стамбених кредита. Раст кредитне активности, уз очување квалитета активе банака, допринео је да учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у јуну износи минимална 2,3%.

Фискална кретања у првој половини ове године карактерише дефицит сектора државе од 21,3 милијарде динара (–0,4% БДП-а) и суфицит примарног буџета од 66,2 милијарде динара (1,3% БДП-а). Реално посматрано, укупни приходи виши су за 1,9% међугодишње, вођени пре свега растом пореза на доходак услед наставка позитивних трендова на тржишту рада, док су, и поред раста расположивог дохотка за потрошњу, приходи од пореза на додату вредност нижи него у истом периоду претходне године. Поред тога, приходи од пореза на добит нижи су међугодишње посматрано, јер је у 2024. остварена нижа профитабилност привреде него у претходној години, али је она и даље висока и, према подацима Агенције за привредне регистре, износила је 866 млрд динара. Истовремено, расходи, реално посматрано, већи су за 4,8%, вођени већим издацима за пензије и плате запослених у јавном сектору, као и капиталним издацима. На крају јуна учешће јавног дуга сектора државе у бруто домаћем производу износило је 44,0%. *Фискалном стратегијом за 2026. са пројекцијама за 2027. и 2028. годину* предвиђено је да фискални дефицит ове и у наредне две године буде на нивоу од 3% бруто домаћег производа, чему ће допринети реализација капиталних инвестиција у саставу програма „Експо 2027", по ком основу ће фискална политика имати благо експанзиван карактер, а затим

И поред очекиваног повећања фискалног дефицита на 3% бруто домаћег производа у овој и наредне две године, пројектује се наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу.

ће се у 2028. дефицит снизити на 2,5%. Ипак, то не би требало да наруши опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које би са 46,8% на крају 2025. требало до краја 2028. године да се спусти на 46,2%.

У шест месеци ове године и извоз и увоз робе бележе двоцифрени раст у поређењу са истим периодом прошле године, уз нешто бржу динамику увоза.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у шест месеци ове године износио је 2,0 милијарди евра (4,7% бруто домаћег производа), што је за 957 милиона више него у истом периоду претходне године, при чему је око половине тог прираста последица већег дефицита робне размене. Извоз робе је у периоду јануар–јун повећан за 10,8% међугодишње и био је вођен већим извозом прерађивачке индустрије, при чему расту највише доприносе гране повезане са ауто-индустријом. Поред тога, ревизија података о робном извозу за прошлу годину и прво тромесечје ове године од стране Републичког завода за статистику од преко 2 милијарде евра показује да је извоз показао високу отпорност на негативне ефекте и даље ниске екстерне тражње и проблеме у европској аутомобилској индустрији. Раст робног увоза у шест месеци ове године износио је 11,4% међугодишње услед већег увоза репроматеријала и потрошне робе. Прилив по основу страних директних инвестиција износио је 1,5 милијарди евра, што је било за око 40% мање него у истом периоду 2024, делом као последица изнадпросечних једнократних прилива у прошлој години, затим смањеног инвестиционог поверења глобално посматрано, али и одлагања одређених инвестиција због протеста и блокада у земљи. Повољнија платнобилансна кретања и смањена тражња увозника енергената за девизама утицали су на јачање апрецијацијских притисака од априла, тако да је Народна банка Србије, ради очувања релативне стабилности курса динара према евру, на девизном тржишту углавном била нето купац девиза. Не само да је у потпуности надокнађен износ продаја девиза с почетка године, већ је по основу интервенција Народне банке Србије на девизном тржишту остварен и раст девизних резерви од 130 милиона евра, закључно с крајем јула. Девизне резерве земље на крају јула износе 28,3 милијарде евра и даље су знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност и представљају важан стуб одбране од екстерних ризика.

Раст бруто домаћег производа имао је исту динамику као у првом тромесечју и износио је 2% међугодишње, при чему су расту допринели ефекти инвестиција у аутомобилску индустрију, док је у супротном смеру деловала смањена активност у грађевинарству.

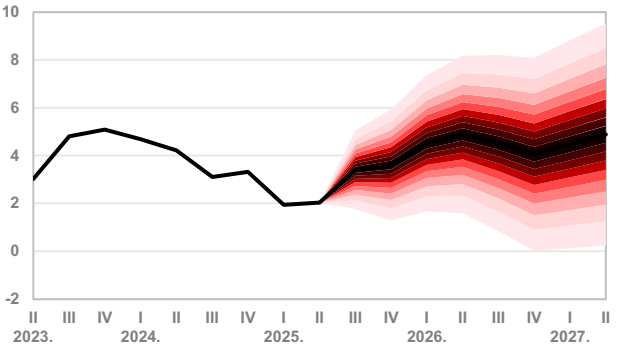
Према процени Републичког завода за статистику, **економска активност** у Србији је и у другом тромесечју забележила међугодишњи раст од 2,0%. Као последица неповољног деловања фактора из међународног окружења, али и протеста и блокада у земљи, смањено је инвестиционо и потрошачко поверење, што се одразило на нижи остварени раст у

другом тромесечју од наших очекивања из претходног извештаја. Слично претходним тромесечјима, раст бруто домаћег производа, према нашој процени, био је вођен услужним секторима, а затим прерађивачком индустријом, где се виде ефекти раста серијске производње електричних возила у „Стелантису" у Крагујевцу, као и убрзање раста производње аутомобилских гума, док је негативан ефекат потицао од грађевинарства и енергетике. Посматрано с расходне стране, привредни раст је био вођен домаћом тражњом, пре свега личном потрошњом, док је негативан допринос потицао од нето извоза због бржег реалног раста увоза робе и услуга од извоза, на шта се одражавају инвестиције планиране програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027" и раст расположивог дохотка.

Наша нова пројекција **раста бруто домаћег производа** за ову годину нижа је од мајске и износи 2,75%, на шта се одражава пре свега нижа активност у грађевинарству у досадашњем току године, посматрано с производне стране, односно мањи раст приватне потрошње и инвестиција од претходно очекиваног, посматрано с расходне стране. Поред тога, узимајући у обзир расположиве податке Републичког завода за статистику о производњи пшенице и појединих сорти воћа, као и о засејаним површинама јесењих култура, али и с обзиром на релативно неповољне временске прилике током претходних месеци, процењујемо да ће овогодишња **пољопривредна сезона** бити лошија од просечне, коју смо претпостављали у мајској пројекцији, а ипак боља од прошлогодишње. Такође, због и даље ниског хидропотенцијала, као и смањених залиха угља, ни енергетика се није опоравила у складу са очекивањима. Ипак, у другој половини године очекује се убрзање економске активности, чему треба да допринесу даљи раст производње и извоза аутомобилске индустрије, као и реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027". У погледу кључних извора привредног раста, слична су и очекивања за наредне две године, с тим да се у 2027. години очекује знатнији раст доприноса сектора услуга посматрано с производне стране, односно нето извоза посматрано са становишта употребе, због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо". Расту приватне потрошње допринеће већи расположиви доходак и позитивни трендови на тржишту рада, а расту инвестиција у основна средства профитабилност привреде из претходних година, наставак прилива страних директних инвестиција у власнички капитал, планирани капитални издаци државе за пројекте у области

Према нашој новој пројекцији, раст бруто домаћег производа ове године износиће 2,75%, а за наредне две године пројектујемо да ће бити у распону 4–5%, при чему у 2027. години због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо" очекујемо да ће бити ближи горњој граници пројектованог распона.

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



саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и повољнији услови кредитног задужења услед започетог ублажавања монетарних услова. Позитиван допринос извозу од наредне године треба да пружи и очекивано убрзање привредног раста наших најважнијих трговинских партнера, али ће због планираних инвестиција и раста домаће потрошње и наредне године увоз брже расти од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза. У складу с таквим кретањима, очекујемо да ће се **учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу** ове и наредне године кретати у распону 5–5,5% и да ће у великој мери бити покривено нето приливима по основу страних директних инвестиција, који се пројектују на око 4,5% бруто домаћег производа. Затим, у 2027. години, под утицајем већег извоза услуга, требало би да учешће дефицита текућег рачуна буде снижено на око 4% бруто домаћег производа и да у пуној мери буде покривено нето приливима страних директних инвестиција.

Међугодишња инфлација у Србији је наставила да успорава у априлу и мају, под утицајем ниже базне инфлације, да би у јуну убрзала на 4,6% под утицајем раста цена непрерађене хране у условима неповољних ефеката климатских фактора и пораста светске цене нафте.

Међугодишња инфлација је током априла и маја наставила да успорава у складу с нашим очекивањима из претходног извештаја, али је у јуну убрзала на 4,6%, највише по основу снажног раста цена непрерађене хране, до којег је дошло под утицајем неповољних временских прилика (хладног времена праћеног мразом током пролећа и високих температура и недостатка падавина током јуна), као и ефекта ниске базе из истог периода прошле године. Поред тога, пораст светских цена нафте у јуну утицао је на спорији међугодишњи пад цена нафтних деривата на домаћем тржишту. Сличну динамику током другог тромесечја имала је и **базна инфлација** (мерена индексом потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) – у априлу и мају је успоравала, а затим је у јуну благо убрзала, на 4,7% међугодишње, тако да се нашла близу укупне инфлације и на нижем нивоу него у марту. Снижењу базне инфлације првенствено је допринело успоравање раста цена услуга, али је смањен и допринос цена индустријских производа.

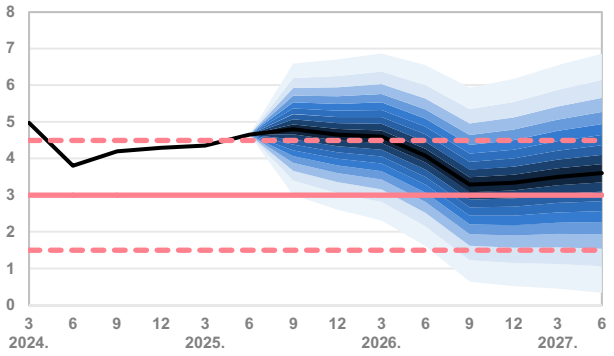
Према нашој новој пројекцији, инфлација би у остатку године требало да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља, а затим да успори у наредној години у просеку на 4,0%.

Према нашој августовској централној пројекцији, **међугодишња инфлација** ће и у остатку ове године наставити да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља (3 ± 1,5%), због утицаја неповољних временских прилика на почетку овогодишње пољопривредне сезоне и виших цена воћа и поврћа, као и услед раста светске цене нафте. Након тога, инфлација ће постепено успоравати у наредној години и у просеку ће износити 4,0%, при чему ће се крајем године приближити централној

вредности циља. Фактори који ће утицати на очекивано успоравање инфлације током хоризонта пројекције и даље су рестриктивни монетарни услови, висока база код цена хране, пре свега воћа и поврћа, нижа увозна инфлација и слабљење долара према евру. У поређењу с претходном пројекцијом из маја, нова пројекција инфлације је на вишем нивоу, пре свега због утицаја неповољних временских прилика на цене свежег воћа и поврћа, виших цена прерађене хране, више светске цене нафте, као и бржег пројектованог реалног раста зарада услед планираног ванредног повећања минималне зараде у октобру ове године.

Ризици пројекције инфлације и бруто домаћег производа у највећој мери потичу од и даље изражених геополитичких тензија, а делом од, иако смањених, и даље присутних ризика по питању трговинских политика водећих светских економија. Ризици пројекције потичу и од исхода глобалне и домаће пољопривредне сезоне, као и од брзине раста домаће тражње, а, укупно посматрано, једнако су 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.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



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

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

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

Извршни одбор је имао у виду и да су раст цена појединих прехрамбених сировина на светским берзама, прошлогодишња суша и смањена понуда воћа и поврћа из претходне сезоне, као и неповољне временске прилике на почетку ове сезоне (мраз и хладно време у априлу и мају, а затим високе температуре током јуна, праћене недостатком падавина), деловали на то да цене хране на домаћем тржишту убрзају мг. динамику раста током Т2. Такође, цене нафтних деривата, након избијања сукоба између Израела и Ирана, нашле су се на вишем нивоу од пројектованог у мајској пројекцији.

Образложење одлука у јуну и јулу

Извршни одбор Народне банке Србије на састанцима у јуну и јулу задржао је референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,75%. Референтна каматна стопа се на том нивоу налази од септембра 2024, када је смањена по трећи пут у текућем циклусу ублажавања монетарне политике.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у јуну и јулу представљала је **мајска средњорочна пројекција инфлације**, према којој се очекивало да ће се инфлација током целог хоризонта пројекције (у наредне две године) кретати у границама циља (3 ± 1,5%). Таквом кретању инфлације требало је највише да допринесу и даље рестриктивни монетарни услови, очекивано ниже светске цене енергената и нижа увозна инфлација, затим долазак нове пољопривредне сезоне, под претпоставком да она буде просечна, као и пројектовано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности.

Подаци о **оствареној инфлацији** током априла и маја били су у складу са очекивањима Извршног одбора. Укупна мг. инфлација је у априлу успорила на 4,0%, а затим и у мају на 3,8%, чему су у највећој мери допринели ниже цене енергената, пре свега нафтних деривата, и успоравање базне инфлације. У односу на мај прошле године, цене енергената су биле ниже за 3,5%, док се базна инфлација (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) приближила горњој граници циљаног одступања, успоривши раст на 4,6%, што је њен најнижи ниво у претходних 12 месеци. Међутим, због неповољних временских прилика, раст цена хране у мају је убрзао на 5,7% мг. То је, заједно с повећањем цена нафтних деривата услед раста светске цене нафте током јуна, дало основа за очекивања Извршног одбора да ће се мг. инфлација у наредним месецима вероватно привремено убрзати и кретати око горње границе дозвољеног одступања од циља.

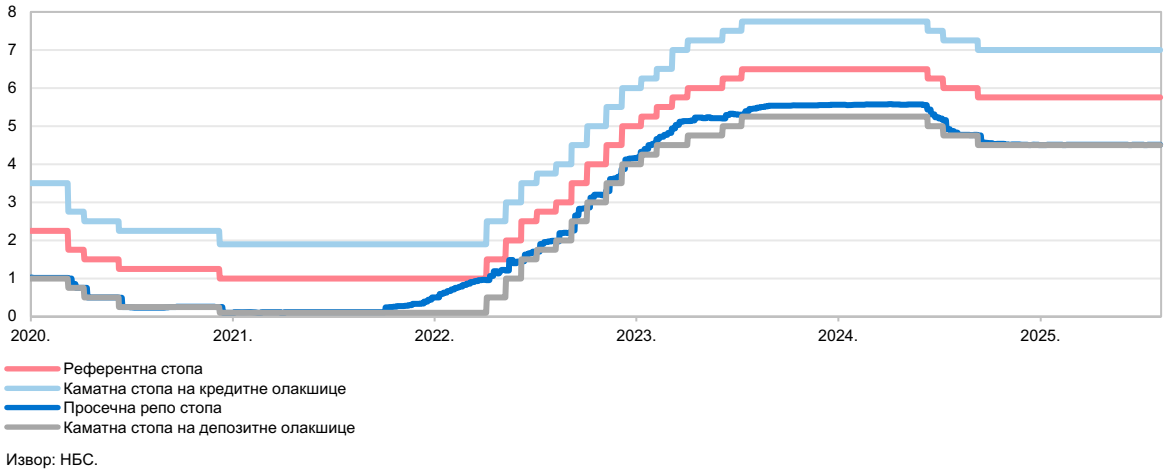
Одлучујући о монетарној политици у јуну и јулу, Извршни одбор је узео у обзир то да су краткорочна и средњорочна **инфлациона очекивања** финансијског сектора и током Т2 наставила да се крећу у границама циља, где се налазе од почетка 2024. године, као и чињеницу да се инфлациона очекивања привреде од децембра 2024. налазе на непромењеном нивоу од 5%, као и да су се на истом нивоу у јуну налазила очекивања привреде и за две и за три године унапред.

Разматрајући кретања у **реалном сектору**, Извршни одбор је имао у виду да се глобална неизвесност, увођење нових царина и проблеми у аутомобилској индустрији у Европи, уз блокаде и протесте у земљи, одражавају на привредни раст Србије, у највећој мери по основу одлагања инвестиција и потрошње. Према проценама РЗС-а, у периоду јануар–мај 2025. године мг. раст индустријске производње износио је 2,5% и био је пре свега вођен растом активности у прерађивачкој индустрији (4,2%), где се виде ефекти раста инвестиција у аутомобилску индустрију. Релативно висок и двоцифрен мг. раст по овом основу бележи и робни извоз, док је услед реализације инвестиционог циклуса и раста расположивог дохотка робни увоз растао брже. И показатељи активности у сектору услуга били су повољнији у мају него у априлу и током Т1, на шта упућује пре свега повећан промет у трговини на мало од 5,6% мг. у мају, након 0,8% у прва четири месеца ове године. Извршни одбор је очекивао да ће се у наставку године економска активност убрзати, чему ће првенствено допринети фактори на страни понуде, пре свега започето убрзање производње у аутомобилској индустрији, као и реализација инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Подршку привредном расту пружа и двоцифрен раст кредитне активности према сектору привреде и становништва, који је резултат претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а и повољнијих трошкова задуживања.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио факторе из међународног окружења и истицао да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, имајући пре свега у виду **геополитичке тензије и ескалацију сукоба на Блиском истоку, неизвесност у погледу протекционистичких мера и фрагментације светског тржишта**, што повећава забринутост да би могло доћи до истовременог повећања инфлације и успоравања раста економске активности на глобалном нивоу. Неизвесност у погледу сукоба на Блиском истоку одражава се првенствено на волатилност светских цена нафте и природног гаса, док увођење високих царина и неизвесне трговинске политике погоршавају изгледе глобалног привредног раста и утичу на пад цена примарних производа. Ипак, трговинске тензије повећавају ризик да би могло доћи до застоја у глобалним ланцима снабдевања и раста цена оних производа који су директно погођени царинама, што би могло да подстакне раст глобалне инфлације.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација је за сада стабилизована близу циља од 2%, а инфлациона очекивања су усидрена. Очекује се да ће се инфлација кретати око циљане вредности ове године, а да ће следеће године додатно успорити захваљујући јачању евра према долару, нижим ценама енергената и јефтинијем увозу из Кине. Званичници ЕЦБ-а су наводили да би раст царина средњорочно ипак могао бити инфлаторан због виших трошкова и мање ефикасних ланаца снабдевања, што није укључено у стандардне моделе за пројекције. У исто време, економска активност зоне евра показала је већу отпорност него што се процењивало, уз очекивани снажан фискални импулс услед раста фискалних издатака у Немачкој, што је побољшало економске изгледе Европе.

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



Извор: НБС.

Као што се очекивало, **ЕЦБ** је наставила да ублажава монетарну политику, смањујући своје основне каматне стопе у јуну, али уз процену да се оне налазе близу неутралног нивоа. Тржишни учесници очекивали су још једно смањење основних каматних стопа ЕЦБ-а до краја ове године. Постепено смањење цене евроиндексираног задуживања на домаћем тржишту по основу нижих каматних стопа на тржишту новца у зони евра, заједно с нижим трошковима динарског кредитирања као резултат претходног снижавања референтне каматне стопе Народне банке Србије, доприносило је даљем расту кредитне активности на око 11% мг., а тиме и БДП-а, али без стварања знатнијих инфлаторних притисака.

Промене у спољнотрговинској политици САД налагале су већу опрезност у вођењу монетарне политике **ФЕД-а**, који није мењао висину распона референтне каматне стопе (4,25–4,50%). Из ФЕД-а су стизале оцене да ће економски ефекти царина укључивати вишу инфлацију и спорији раст, али да још увек није јасно који је одговарајући пут за монетарну политику док се не види да ли ће се царине одразити на раст цена само у кратком року или ће њихов ефекат на инфлацију ипак бити евидентан у дужем периоду.

Разматрајући **екстерну тражњу**, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду пројекције релевантних међународних институција да ће и привреде развијених земаља и земаља у успону расти споријим темпом не само због фундаменталних изазова већ и због повећане неизвесности услед растућег протекционизма. Светска економија је показала знатну отпорност на бројне изазове од почетка ове године, али се процењује да су ту отпорност подстакли потрошачи и привреда САД, који су услед очекиваног раста царина унапред повећали своје наруџбине из других земаља, што је подстакло извозну и економску активност у зони евра и Кини. У наставку ове године очекује се успоравање привредног раста на глобалном нивоу, на шта све више указују глобални трговински показатељи услед повећаних царина. Очекивано убрзање привредног раста Немачке, нашег најважнијег трговинског партнера, између осталог захваљујући новом пакету инфраструктурних и одбрамбених државних инвестиција, требало би од наредне године позитивно да се одрази и на наш привредни раст.

Неизвесне процене глобалне понуде и тражње, уз сукоб на Блиском истоку, геополитичке тензије и очекиване нове санкције Русији, уносе нестабилност на глобално тржиште **сирове нафте, али и других енергената и примарних производа**.

Такође, опрезност монетарне политике била је потребна и када су у питању **светске цене хране**. Извршни одбор је имао у виду да ће цене појединих прехрамбених сировина на светским берзама (какаоа и кафе) које су недавно достигле рекордни ниво деловати још неко време на цене хране, с тим да би променљиве временске прилике, протекционистичке мере и трговинске рестрикције могле још више да погурају цене хране навише. Поред тога, неповољне временске прилике и мраз у априлу и хладно време у мају одразили су се на нижи род воћа у Србији, а због суше током јуна изостао је и сезонски уобичајен пад цена поврћа. Вероватно ће по основу неповољних временских прилика током јуна и род осталих ратарских култура бити нижи од пројектованог у мајској пројекцији, тако да је Извршни одбор приликом доношења одлуке у јулу имао у виду да ће инфлација у кратком року бити виша од пројектоване у мају.

Образложење одлуке у августу

На састанку у августу Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе, имајући у виду да је нова пројекција инфлације на вишем нивоу од претходне. Извршни одбор је истакао да су и даље изражене геополитичке тензије, растући протекционизам, као и да је раст цена хране последњих месеци био већи од очекиваног и на међународном и на домаћем тржишту.

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

III. Кретање инфлације

Мг. инфлација је током априла и маја наставила да успорава у складу с нашим очекивањима, али је у јуну убрзала на 4,6%, највише по основу снажног раста цена непрерађене хране, до којег је дошло под утицајем неповољних временских прилика (мраза током пролећа и високих температура и недостатка падавина током јуна), као и ефекта ниске базе из истог периода прошле године. Поред тога, пораст светских цена нафте у јуну утицао је на спорији мг. пад цена нафтних деривата на домаћем тржишту. Сличну мг. динамику током Т2 имала је и базна инфлација, али је њено убрзање у јуну (4,7%) било знатно блаже, тако да се нашла близу укупне инфлације.

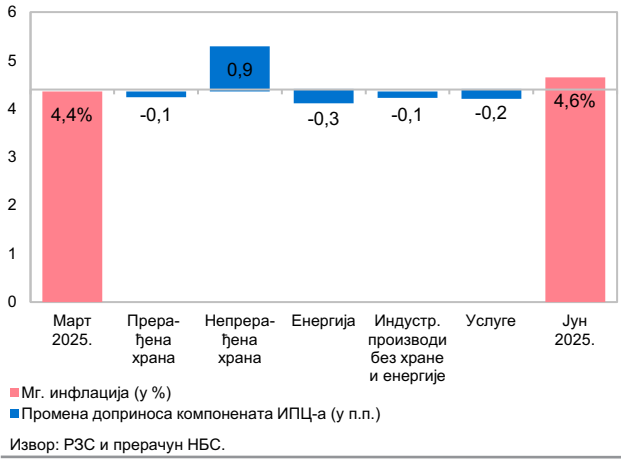
Инфлациона очекивања финансијског сектора и за једну и за две године унапред наставила су да се крећу унутар граница дозвољеног одступања од циља од 3 ± 1,5%, што је потврда очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т2

Након што је у априлу и мају **мг. инфлација** додатно успорена на 4,0% и 3,8%, респективно, у јуну је убрзана на 4,6%, на шта је пре свега утицао повећан допринос цена хране и безалкохолних пића, које су у јуну објашњавале готово половину остварене мг. инфлације, забележивши стопу раста од 7,4% мг. То је у највећој мери последица убрзаног мг. раста цена воћа и поврћа, затим цена свежег меса под утицајем раста њихових светских цена, а делом и наставка раста цена кафе и чоколаде, иако су њихове светске цене у паду последњих месеци. У истом смеру је деловао и спорији мг. пад цена нафтних деривата у јуну у односу на април и мај, услед поновног раста светских цена сирове нафте у јуну. И у земљама средње и југоисточне Европе – Чешкој, Румунији, Мађарској и Пољској, које спроводе сличан режим монетарне политике као Србија, забележено је убрзање мг. инфлације у јуну, такође под утицајем бржег раста цена хране и виших цена нафтних деривата. Изведена мера укупне инфлације, тзв. **моментум инфлације**,[1] такође је убрзала раст с нивоа од испод 2% у априлу и мају на 3,6% у јуну, што је слично нивоу који је имала у марту.

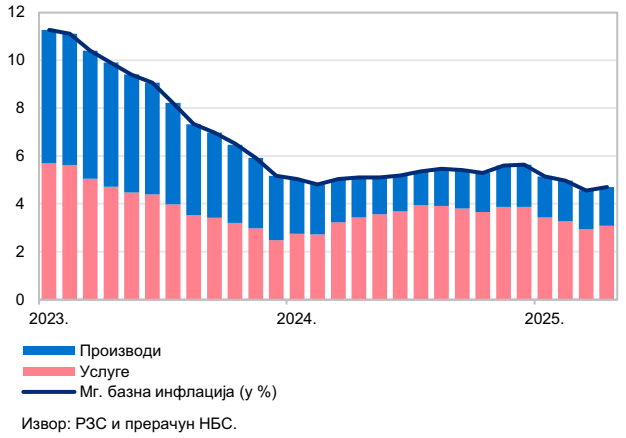
Базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) од 4,7% мг. у јуну била је нижа него у марту (5,1% мг.),

Графикон III.0.1. **Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији**
(у %, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. **Доприноси компонената мг. базној инфлацији**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

[1] **Моментум инфлације** добијен је на бази тромесечних покретних просека дсз. месечних стопа инфлације прерачунатим на годишњи ниво.

Графикон III.0.3. **Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији**
(у п.п.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т2 2025.**

	Пондери	Тромесечно		Јун мг.	
		Стопе раста (у %)	Допри-носи (у п.п.)	Стопе раста (у %)	Допри-носи (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	**100,0**	**1,4**	**1,4**	**4,6**	**4,6**
Непрерађена храна	10,7	7,9	0,8	11,5	1,2
Прерађена храна	20,8	0,6	0,1	5,4	1,1
Индустријски производи без хране и енергије	28,2	1,0	0,3	4,3	1,2
Енергија	15,7	-1,4	-0,2	-1,9	-0,3
Услуге	24,6	1,5	0,4	5,7	1,4
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	**45,7**	**1,3**	**0,6**	**4,7**	**2,2**
Регулисане цене	**18,3**	**0,7**	**0,1**	**4,3**	**0,8**

Извор: РЗС и прерачун НБС.

уз нижи мг. допринос и цена производа и цена услуга. Међутим, цене услуга убрзале су мг. раст у јуну и тиме утицале на благо убрзање мг. базне инфлације у односу на мај. Ако се прати динамика базне инфлације током Т2, њене изведене мере – ***trimmed mean*** (добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера) и **моментум базне инфлације** – у јуну су биле више него у априлу и мају.

На нивоу тромесечја, **потрошачке цене су у Т2 повећане за 1,4%**, што је нешто већи раст него у претходним тромесечјима. То је у највећој мери последица вишег од очекиваног раста цена **хране и безалкохолних пића** од 3,1% у Т2 (уз допринос инфлацији од 1,0 п.п.). Посебно су **цене непрерађене хране** убрзале раст, на 7,9% у Т2, по основу снажног поскупљења свежег воћа (28%, уз допринос инфлацији од 0,6 п.п.), чија је понуда на домаћем тржишту битно смањена због неповољних временских прилика током Т2. У Т2 су повећане и цене свежег меса, за 7,1% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), на шта се одразио и знатан раст цена скоро свих категорија меса на светском тржишту. Насупрот томе, цене свежег поврћа у Т2 су снижене за 1,1%, али је тај пад био нижи од очекиваног и испод вишегодишњег просека. **Цене прерађене хране** знатно су успориле тромесечни раст, на 0,6% у Т2 (са 1,8% у Т1), по основу спорије раста цена безалкохолних пића и кондиторских производа (посебно кафе и какаоа), као и појефтињења више прехрамбених категорија (пшеничних производа, уља и масти и месних прерађевина).

Цене енергије су у Т2 снижене за 1,4% (уз негативан допринос инфлацији од 0,2 п.п.), у целости као резултат појефтињења нафтних деривата од 3,9%, које је регистровано у априлу и мају, по основу снижене и светске цене сирове нафте, док су у јуну, пратећи раст светске цене нафте, након избијања сукоба Израела и Ирана цене деривата повећане за 1,4%. Цене осталих енергената на домаћем тржишту биле су стабилне током Т2.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) повећане су за 1,0% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), под утицајем мајске корекције цена цигарета (2,4%) услед повећања акциза, као и сезонског поскупљења одеће и обуће (3,2%). Допринос цена осталих индустријских производа инфлацији у Т2 био је незнатан.

Цене услуга су повећане за 1,5% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), првенствено вођене сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана (25,1%). У истом смеру су деловале више цене угоститељских, личних и занатских услуга, које се убрајају у радно интензивне услуге, а делом и цене каско осигурања и одржавања текућег рачуна. Раст цена услуга, на који делују и повећани трошкови рада и већи расположиви доходак потрошача, определио је раст цена унутар базне инфлације од 1,3% у Т2. Остварена динамика раста **цена унутар базне инфлације** у Т2 била је у складу с нашим очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији.

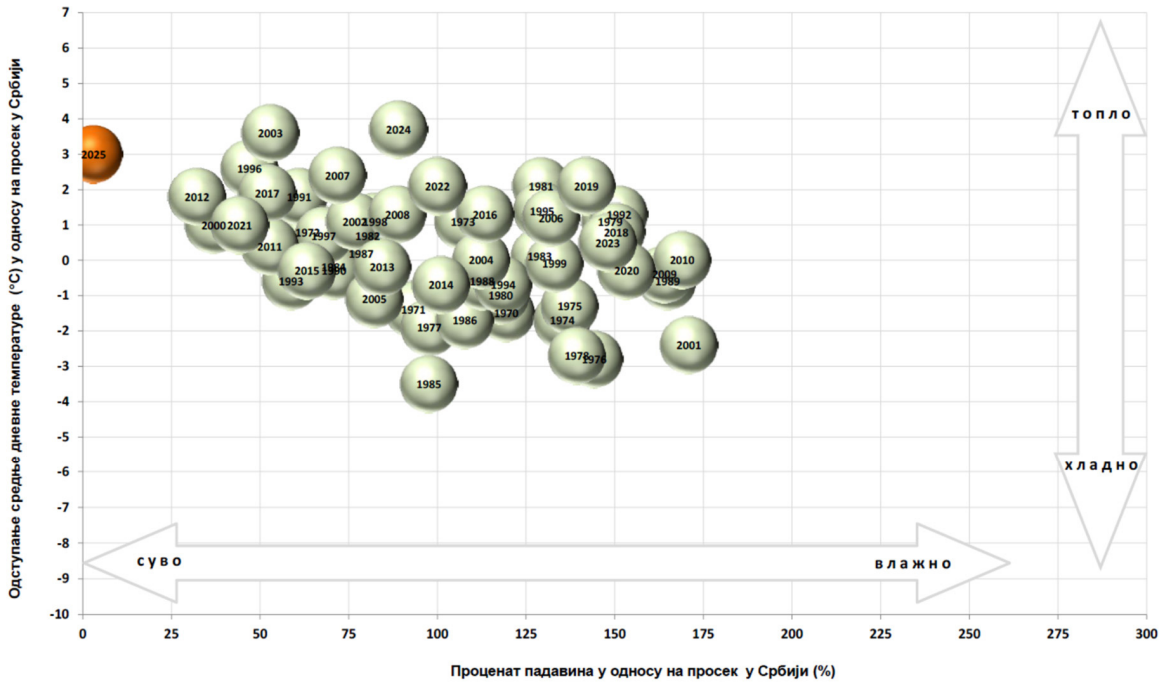
Регулисане цене, које директно или индиректно одређује Влада, у Т2 су забележиле двоструко нижи раст него у Т1 (0,7% насупрот 1,4%), уз допринос инфлацији од 0,1 п.п., који се у потпуности дугује поменутом поскупљењу цигарета. Мг. посматрано, регулисане цене бележе стабилан раст од 4,3% у протекла четири месеца.

Осврт 1: Утицај неповољних временских прилика на понуду и цене воћа

Опште карактеристике климатских промена у Србији, које се испољавају кроз пораст средње температуре (који је уз то најизраженији током летњих месеци), промену годишње расподеле падавина, односно продужавање сушније сезоне и померање просечног месечног максимума падавина ка ранијем периоду у пролеће, повећавају учесталост и интензитет суша. Ако се има у виду структура наше воћарске производње, готово све врсте су под ризиком интензивних климатских промена. Како су временске прилике у досадашњем току године и у Србији, али и у региону, биле неповољне за производњу воћа, у овом осврту анализираћемо њихове ефекте на цене воћа.

У досадашњем периоду године, неповољни временски услови манифестовали су се у виду мраза у периоду вегетативног развоја и екстремно сушног почетка лета, праћеног високим температурама. Најпре, у марту је период топлијег времена од уобичајеног условио раније цветање појединих сорти воћа (трешње, кајсије, шљиве, брескве), да би крајем месеца и током априла уследили мразеви, који су се неповољно одразили на воћарске културе. Након тога, јун је обележило врло топло и суво време са изузетно малом количином падавина. Иначе, јун је месец с највећом количином падавина, а ове године скоро и да није било кише, што га чини најсушнијим јуном у последњих 55 година.

Графикон О.1.1 **Проценат падавина у односу на просек у Србији и одступање дневних температура у односу на просек у Србији, јун 2025.**



Извор: Републички хидрометеоролошки завод Србије.

Анализирањем воћарске производње у Србији уочава се да површине под засадима воћа не бележе знатније осцилације у дужем посматраном периоду, али се код приноса најзаступљенијих воћарских култура (шљиве, јабуке, вишње, малине) бележи пад, што утиче на мању понуду на тржишту и следствено притисак на веће цене. Управо се у паду приноса, поред утицаја осталих фактора, може уочити негативно дејство климатских промена на цене воћа.

Када је реч о овој години, прве процене РЗС-а указују на знатан пад код производње малина у односу на прошлогодишњу (–12,2%) и вишања (–42,3%). Узимајући у обзир наведене податке и досадашње агрометеоролошке услове, проценили смо да ће приноси у укупном воћарству ове године бити нижи него прошле године.

У П1 ове године цене воћа су порасле за 28%, уз допринос укупној инфлацији од 0,7 п.п. Тај раст је двоструко већи од петогодишњег просека за исти период, у чији обрачун улази и 2020. година, која је, што се тиче кретања цена воћа, неуобичајена с обзиром на тадашњу епидемију вируса корона. У овогодишњој динамици раст цена воћа убрзао је, посебно током Т2, забележивши тромесечни раст од 25%, чиме је определио готово половину остварене инфлације у том периоду и кључно допринео (са 0,5 п.п.) да мг. инфлација у јуну буде изнад инфлације забележене у марту, као и да она одступи навише од наше мајске пројекције.

Поред воћа чији нови род сезонски стиже на тржиште током Т2 (трешње, јагоде, брескве, кајсије, малине) и које у тим месецима уобичајено бележе изузетно високе месечне стопе раста, у јуну је висок раст цена забележен и код јабука (17,8% месечно и 51% мг.), лимуна (16,7% месечно и 39% мг.) и поморанџи (9,3% месечно и 31% мг.). Тиме су цене воћа у јуну допринеле месечној инфлацији са око 0,3 п.п., тј. око трећине укупне месечне инфлације изазвано је поскупљењем само ове групе производа.

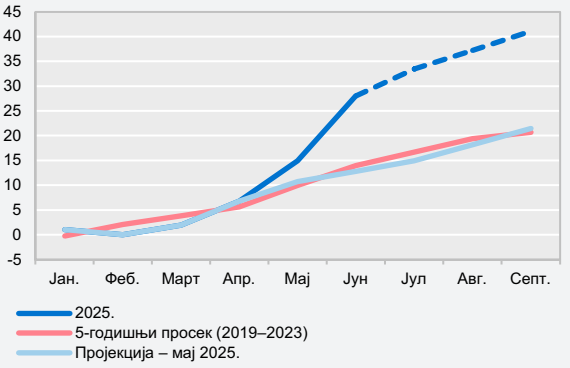
У једној од анализа посматрали смо и корелационо везу између приноса и потрошачких цена воћа које производимо, а које има знатније учешће у потрошачкој корпи, у два периода, 2010–2016. и 2017–2024. Резултати показују да је у каснијем посматраном периоду смањена негативна корелација између приноса и промене цена (пре свега у случају јабука и грожђа, на –0,5 и –0,3, са –0,9 и –0,8, респективно), при чему је код појединих категорија као што су јагоде и ораси ова веза постала позитивна (на 0,7 и 0,2, са –0,1 и –0,5, респективно). Практично, по овом основу требало би да буде смањена волатилност цена на промене у производњи, што је нарочито важно у случају неповољних временских прилика. Смањен интензитет реакције цене на промене у приносима могао би се довести у везу с могућношћу супституције недостајућих количина из увоза. Могућност јефтиније супституције ипак зависи и од обима понуде на тржиштима европских земаља из којих највише увозимо поједине воћне културе.

Доступни извештаји Европске комисије о стању на тржиштима појединих врста воћа (јабуке, цитруси, брескве) показују да је процењена производња јабука у ЕУ за 2024. била нижа за 10% у односу на 2023. годину, при чему је тај пад у Пољској, као највећем европском произвођачу, био још израженији и износио је 20%, што се одражава на низак ниво залиха овог воћа до доласка новог рода и притисак на цене. Процењена прошлогодишња производња лимуна такође је мања у односу на 2023. Поред тога, Турска, као један од највећих светских извозника лимуна и земља из које у највећој мери увозимо лимун, овог пролећа суочавала се с великом штетом по нови род услед неповољних временских прилика, па је почетком априла Министарство трговине чак донело одлуку о привременој забрани извоза лимуна, која је ипак убрзо укинута.

Таква кретања на страни понуде утицала су на цене на европском тржишту. Актуелне велепродајне цене у Европи у односу на упоредиви период прошле године веће су за око 15% код јабука, бресака и лимуна, а за око 30% код поморанџи, што у нашем случају увоз чини скупљим и могло би објаснити високе стопе раста цена јужног воћа које су бележене током Т2.

Последњи подаци *Eurostat*-а указују на раст цена воћа у П1 2025. године у готово свим посматраним земљама, који је знатно већи у

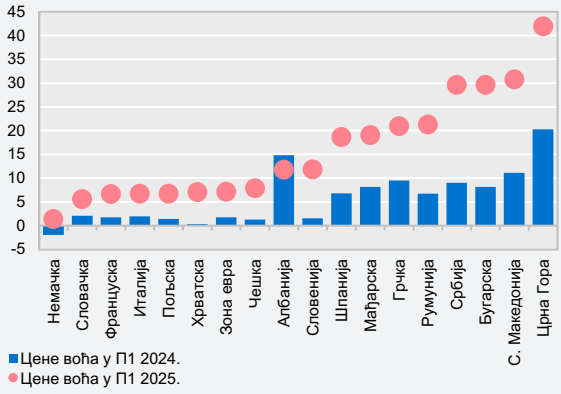
Графикон О.1.2. **Кумулативан раст цена воћа**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

поређењу са истим периодом претходне године (Графикон О.1.3). Раст цена воћа већи од 20%, осим у Србији, бележи се у Грчкој, Румунији, Бугарској, Северној Македонији и Црној Гори, указујући на регионални карактер неповољних временских прилика и смањену понуду воћа и могућност супституције увозом у целом региону.

Графикон О.1.3. **Кумулативне стопе раста цена воћа у П1 ове и претходне године**
(у %)



Извор: *Eurostat*, прерачун НБС.

Повишене цене воћа под утицајем смањене понуде и у остатку ове године вршиће притиске и на укупну инфлацију, али би тај утицај требало да постепено слаби, с обзиром и на релативно високу базу, јер је и у прошлој години била суша. По овом основу допринос цена воћа укупној инфлацији смањиће се са око 0,75 п.п. у јуну на 0,4 п.п. крајем године.

Јасно је да измењени климатски услови у великој мери утичу на пољопривреду и захтевају реакцију носилаца економске политике, због чега је важно то што су државне институције предузеле кораке ка смањењу негативних последица измењених климатских услова. Конкретно, у оквиру Програма прилагођавања на измењене климатске услове за период од 2023. до 2030. године,[1] које је израдило Министарство животне средине, представљен је скуп конкретних мера и активности које би требало спровести како би се обезбедили услови да сектор пољопривреде буде у већој мери прилагодљив климатским променама у будућности. Мере и активности које се директно односе на воћарску производњу подразумевају повећање укупног капацитета и ефикасности наводњавања, одбрану засада од мраза у вегетацији, олуја и града, као и од високих температура, а у процесу планирања засада – евентуални избор отпорнијих сорти и локација с нижим ризиком. Поменуте мере би ублажиле негативне последице климатских промена на воћарску производњу и волатилност цена воћа, при чему њихово спровођење и ефектуирање изискује дужи период, као и плански и организован приступ државе, произвођача и других учесника у ланцу производње и снабдевања.

[1] *https://www.ekologija.gov.rs/dokumenta/klimatske-promene/program*

Произвођачке и увозне цене у Т2

Мг. посматрано, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште**, после пада у априлу и мају, благо су порасле у јуну, за 0,3%. До тог раста је дошло доминантно због повећања произвођачких **цена нетрајних производа за широку потрошњу**, пре свега цена у производњи хране, а у мањој мери и виших цена капиталних производа, посебно грађевинског материјала и моторних возила. Насупрот томе, **цене у производњи енергената**, нарочито нафтних деривата, и у јуну су исказале мг. пад (–2,8%), који је евидентиран и код **цена интермедијарних производа**, посебно производа од метала. Произвођачке **цене трајних производа за широку потрошњу** у јуну су стагнирале. Тромесечно посматрано, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште снижене су за 0,2% у Т2, што указује на и даље **ниске трошковне притиске у сектору индустрије**.

Цене елемената и материјала за уградњу у грађевинарству у Т2 су повећане за 1,2%, а мг. посматрано изашле су из негативне зоне и забележиле незнатан раст од 0,1%.

Готово све компоненте **увозне инфлације изражене у динарима**[2] пружиле су нижи допринос мг. динамици увозних цена у јуну у односу на март. При томе, позитиван допринос цена услуга из увоза (апроксимиране базном инфлацијом у зони евра), као и опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимиране извозним ценама Немачке), надмашио је негативан допринос светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, као и цена гаса из увоза, тако да су увозне цене у јуну, мг. посматрано, смањене за 0,2%. На нивоу тромесечја, увозне цене исказане у динарима у Т2 су снижене за 2,0%, највише по основу нижих увозних цена енергената.

Инфлациона очекивања

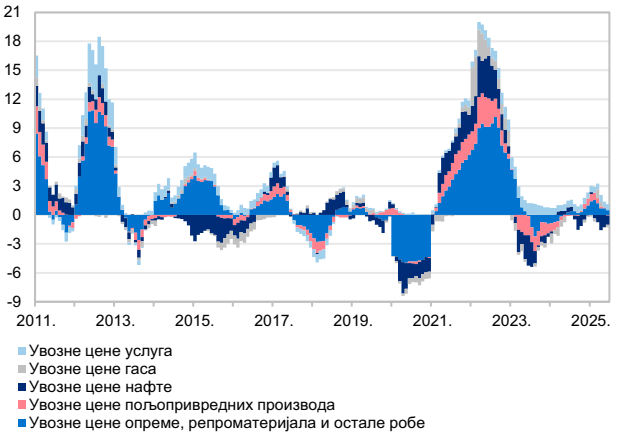
Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и у Т2 наставила су да се крећу у границама циља, где се налазе од почетка 2024. године, што је потврда адекватности мера монетарне политике које предузима Народна банка Србије.

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

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

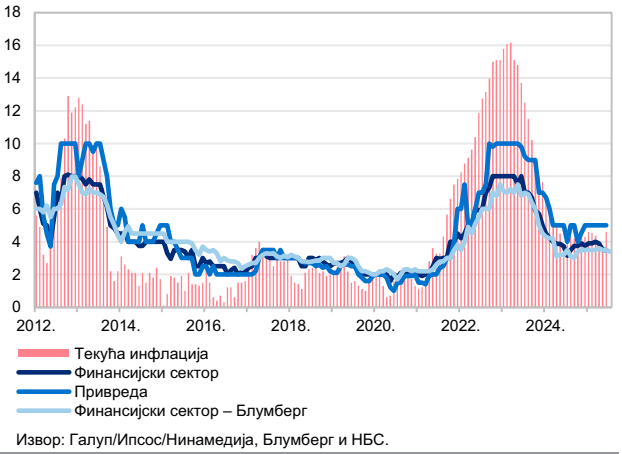
Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

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



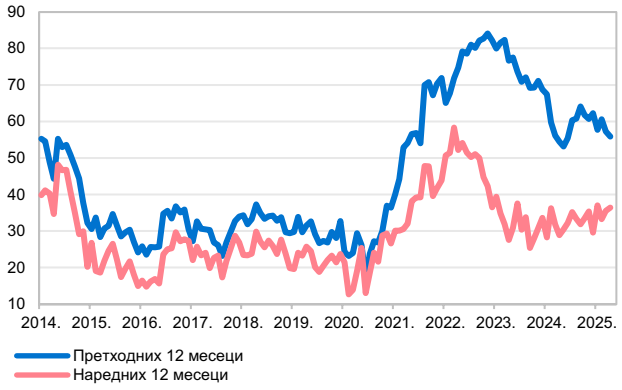
Извор: *Destatis*, ФАО, Блумберг, *Eurostat*, РЗС и прерачун НБС.

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



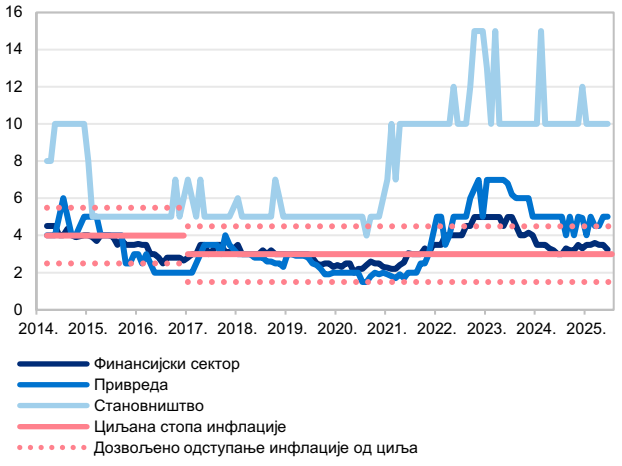
Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.

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



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

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



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

Према резултатима јунске анкете агенције Нинамедија, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** задржала су се на 3,5%, након снижења са 3,9% у априлу на 3,5% у мају, што представља најнижи ниво од августа 2024. године. При томе, очекивања свих финансијских институција налазе се унутар граница циља Народне банке Србије. Према резултатима јулске анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања овог сектора за годину дана унапред додатно су снижена и износе 3,4%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред непромењена су од децембра 2024, на нивоу од 5%, колико износе и у јунској анкети. Тренд смањења учешћа испитаника који у наредна три месеца, као и у наредних 12 месеци, очекују раст цена и инпута у производњи и цена својих готових производа и услуга настављен је у Т2, у корист повећаног учешћа испитаника који очекују да ће цене остати непромењене.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва задржана су у јуну на нивоу од 15,0%. Према резултатима квалитативне анкете,[3] становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана, на шта указује индекс очекиване инфлације, који је у јуну износио 36,4 поена и био нижи од перципиране инфлације (55,9 поена).

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора у јуну су смањена, те за две и три године унапред износе 3,2%. **Средњорочна инфлациона очекивања привреде** за две и три године унапред у јуну су била на нивоу од 5,0%. Средњорочна очекивања становништва виша су од осталих сектора и износе 10%.

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

Осврт 2: Стабилност тржишта хране као услов за ценовну стабилност

Савремена пољопривреда, уз ослонац на индустрију, аутоматизацију и селекционисање, током претходних деценија знатно је унапредила продуктивност и успешно одговорила на изазове ограничених ресурса. Међутим, постепено се отварају нови изазови који се односе на дугорочну одрживост пољопривредне производње, међу којима се издвајају енергетска сигурност и неопходност додатних улагања у заштиту ресурса од претераног исцрпљивања. Поред тога, климатске промене, сада ургентно, захтевају прилагођавање структуре пољопривредне производње новим околностима, с тим да већ присутне манифестације ових промена у виду учесталих временских непогода постају фактор који додатно отежава усклађивање понуде са захтевима потрошача, и то не само у структури већ и у обиму. Превазилажење ризика у пољопривредној производњи истовремено је услов и одрживог развоја виших фаза прераде хране. Због чињенице да активирање ових растућих ризика може повећати макроекономску волатилност и ослабити финансијски сектор, пољопривредна производња је све више у фокусу носилаца економске политике, а нарочито централних банака.

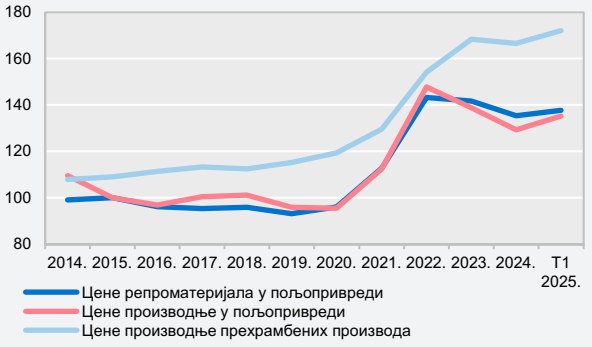
Када је конкретно реч о значају праћења климатских фактора за централне банке, пре свега треба имати у виду да неповољне временске прилике директно могу утицати на снабдевеност тржишта и цене хране, а тиме и на остварење ценовне стабилности, која је основни циљ већине централних банака у свету. Наиме, док је раније у економској теорији преовладавало становиште да су ефекти климатских фактора углавном краткорочни и да су то у принципу шокови на страни понуде на које мере монетарне политике немају утицај, њихова учесталост и све јачи ефекти учинили су да утицај на цене хране буде перзистентнији, као и да климатски фактори постану значајна детерминанта инфлационих очекивања, што повећава потребу за реакцијом монетарне политике. Поред тога, климатски фактори могу утицати и на нижи ниво привредне активности, што за последицу може имати смањену могућност корисника кредита да уредно сервисирају своје обавезе, затим могу довести до нагле и знатне промене цене активе која се користи као колатерал, што све заједно може ослабити финансијски сектор и трансмисиони механизам монетарне политике путем кредитног канала, а тиме и отежати оцену карактера монетарне политике. Истовремено, у таквим околностима носиоци монетарне политике често се суочавају с потребом да балансирају између смањења инфлације и раста економске активности. Због тога све већи број централних банака узима у обзир утицај климатских фактора на ценовну и финансијску стабилност не само кроз извођење тзв. алтернативних сценарија, који посматрају утицај шокова по основу климатских фактора на пројекције инфлације и економске активности, или стрес-тестова оцене стабилности финансијског сектора већ и у самом процесу формулисања циљева и одлучивања о монетарној политици.

Средњорочна ценовна стабилност јесте наш основни циљ, због чега се Народна банка Србије директно као институција највише залаже да сви фактори доприносе ниској и стабилној инфлацији, укључујући и факторе који утичу на цене хране, јер оне и даље имају релативно високо учешће у структури потрошачке корпе и могу знатно да определе укупну инфлацију. Ипак, отклањање тржишних неправилности и структурних проблема у пољопривредној производњи и преради хране не може мерама монетарне политике да решава сама Народна банка Србије. Решење треба тражити у ширем укључивању свих државних институција, али и представника привреде, од примарних произвођача, њихових снабдевача и прерађивача, па до велетрговаца и малопродаје.

Имајући све претходно у виду, у оквиру овог осврта детаљније смо се бавили анализом како се могу смањити неповољни утицаји климатских фактора на производњу хране, а тиме и на снабдевеност тржишта и њене цене, уважавајући специфичности Србије у овој области.

У оквиру ланца производње хране у Србији у периоду од 2014. до 2020. нису у знатној мери били изражени трошковни притисци, што се одразило и на укупну стабилност цена. Почев од 2021. трошковни притисци у производњи хране расту, узроковани глобалним кретањима, тј. застојима у ланцима производње и снабдевања након пандемије, на које су се надовезали енергетска криза и почетак сукоба у Украјини. Све је то утицало да индекс цена репродукционог материјала, средстава рада и услуга у пољопривреди у 2021. и 2022. години забележи кумулативни раст од око 50%, вођен пре свега растом трошкова вештачког ђубрива и горива, да би

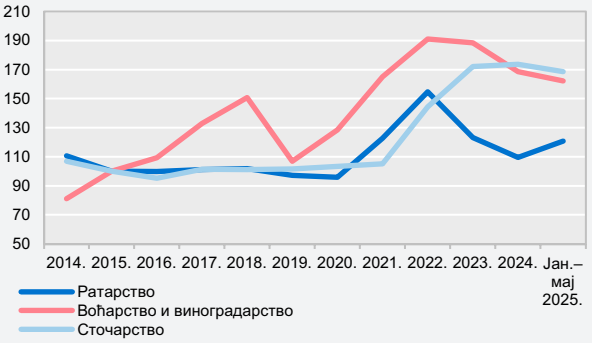
Графикон О.2.1. **Индекси цена у ланцу производње хране**
(базни индекси, 2015 = 100)



Извор: РЗС.

након постепеног ишчезавања притисака у 2023. и 2024. овај индекс био смањен за око 10%, али се и даље налази на око 40% вишем нивоу него пре пандемије (Графикон О.2.1). Раст трошкова примарне пољопривредне производње био је праћен растом цена произвођача у пољопривреди сличном динамиком посматрано на нивоу целе пољопривреде, при чему су у оквиру различитих група забележена дивергентна кретања. За разлику од ратарства, где је индекс цена пратио кретање цена репроматеријала и забележио релативно висок пад током 2023. и 2024, код произвођачких цена у воћарству и сточарству остао је релативно висок (Графикон О.2.2). Сличну путању у посматраном периоду бележио је и индекс цена произвођача прехрамбених производа, што указује на то да су се повећани трошкови пренели кроз цео ланац у производњи хране. Заједничка карактеристика кретања свих описаних индекса цена јесте да су се након снажног раста у 2021. и 2022. стабилизовали у 2023–2024, али су се задржали на знатно вишем нивоу него у периоду пре 2020. године, чиме се делом могу објаснити и више цене хране у малопродаји у односу на претпандемијски период.

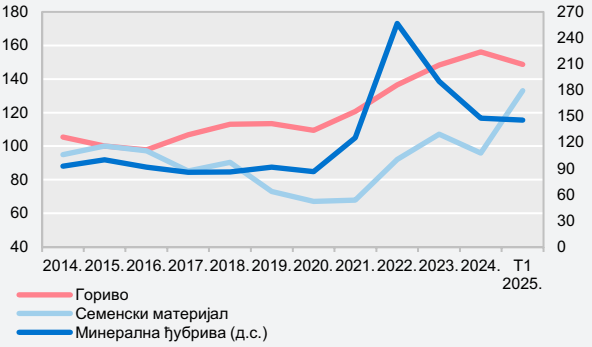
Графикон О.2.2. **Цене произвођача у пољопривреди по областима**
(базни индекси, 2015 = 100)



Извор: РЗС.

Када је реч о укупној понуди, мерено бруто додатом вредности у ценама референтне године, у периоду од 2012. до 2023. године, пољопривреда Србије је остварила годишњу тренд стопу раста од 0,60%. То је у начелу довољно да се обезбеди прехрамбена сигурност у условима развијене трговине пољопривредно-прехрамбеним производима и с обзиром на динамику броја потрошача. У периоду до 2020. године та стопа је достизала чак 1,55%, али након тога она је била негативна и износила је –1,72%. То јасно указује на потенцијалне последице које може да изазове ефектуирање претходно набројаних ризика – од геополитичких тензија које су се одразиле на поскупљење енергената и физичка ограничења слободног протока пољопривредних производа, али у све већој мери и негативних ефеката неповољних временских фактора (дуготрајније екстремне суше, учестали и разорни олујни процеси, поплаве и пожари) који погађају најзначајнија пољопривредна подручја у свету, укључујући и Србију.

Графикон О.2.3. **Трошкови репроматеријала у пољопривреди по врстама**
(базни индекси, 2015 = 100)



Извор: РЗС.

Понуда пољопривредних производа је оптерећена и растућим трошковима. Конкретно, у посматраном периоду знатно су повећани и трошкови енергената – и директни (у 2021. износили су чак 18,3% међуфазне потрошње) и индиректни (пре свега кроз трошкове вештачког ђубрива који су у међуфазној потрошњи учестовали са максималних 13,6% у 2022). Имајући у виду обим

поскупљења енергената (посебно течних горива), закључујемо да су ови трошкови могли бити и значајнији да није дошло до њихове рационализације на терет примене агротехничких мера и коришћења средстава за унапређење квалитета земљишта, што се негативно одразило на приносе. Као крајњи резултат, додатно је нарушена финансијска позиција у којој се налази пољопривреда, па се намеће закључак да је смањење негативних последица климатских промена могуће само уз најширу друштвену акцију усмерену на успоравање тих промена и прилагођавање новим околностима с циљем да се становништву обезбеди храна по приступачним и стабилним ценама. Ову акцију, која мора имати дугорочни карактер, треба да иницирају институције државе, уважавајући чињеницу да она не може бити окренута само ка пољопривреди већ према свим социјалним и економским активностима, од енергетике до здравства и демографске политике. Овде истичемо пољопривреду уважавајући њену изразиту осетљивост на климатске услове, као и специфичности финансијског и тржишног положаја, тако да успешност одговора на климатске изазове претпоставља укључење свих актера у ланцу – од произвођача хране, њихових снабдевача, трговине, туризма, финансијског сектора, државе, али и појединаца.

Санирање негативних утицаја климатских промена захтева доследно спровођење конзистентних мера у дужем временском периоду које су усмерене на успоравање ових промена, али пре свега на прилагођавање економске активности, посебно у пољопривреди, новом климатском обрасцу. У том смислу, важно је да као држава имамо **дугорочну стратегију одговора на климатске промене у свим областима које су или могу бити погођене**. На основу тога могуће је израдити нову **стратегију развоја пољопривреде и руралног развоја**, како би се усагласиле дугорочне, средњорочне и краткорочне мере усмерене на обезбеђење прехрамбене сигурности земље.

Стратегија ће захтевати не само иновативна институционална решења већ и већу регионалну сарадњу. Поред тога, биће неопходна и знатна **улагања у развој адекватне инфраструктуре, посебно у области водопривреде и снабдевања водом, примену информационих технологија у мониторингу стања у биљној производњи у реалном времену и на том основу рационализација употребе ресурса (посебно воде и вештачких ђубрива), као и одабир биљних врста отпорних на нестабилне временске услове, дуже сушне периоде, високе температуре и штеточине**. Такође, неопходно је радити и на новим модалитетима организационог повезивања како би ојачале везе унутар репродукционих ланаца, али и на едукацији и произвођача и потрошача о значају климатских промена и начину на који се можемо прилагодити. Све наведено у дужем временском периоду треба да доприносе да се структура пољопривредне производње успешно и релативно брзо прилагоди измењеним околностима.

Паралелно с дугорочним мерама, потребно је наставити и са активностима које доприносе стабилизацији тржишта пољопривредних и прехрамбених производа у средњем року. То се односи и на **систем робних резерви, који треба да обезбеди прехрамбену сигурност у кризним моментима ангажовањем расположивих резерви, формираних у условима знатно веће домаће понуде у односу на тражњу**, а тиме и стабилизацију тржишта пољопривредних и прехрамбених производа. Такође, функционални систем јавних складишта омогућио би да се робни записи користе као колатерал за обезбеђење кредитних извора за финансирање пољопривредне производње.

Имајући у виду своје надлежности, Народна банка Србије очекује да ће се у овај процес активно укључити и финансијски сектор како би превентивно допринео очувању финансијске стабилности и у наредном периоду. То се пре свега односи на банкарски сектор, који мора бити један од издашнијих извора за финансирање структурних промена у пољопривреди, и сектор осигурања, који може да ублажи финансијске последице временских непогода на произвођаче пољопривредних производа. Поред тога, ублажавању негативних ефеката климатских фактора може помоћи и веће коришћење финансијских инструмената који подстичу очување природних ресурса и енергетску транзицију – укључујући зелене обвезнице и коришћење средстава међународних финансијских институција за финансирање одрживих енергетских и климатских пројеката.

Кредити сектору пољопривреде у укупној структури кредита привреди учествују са око 5% и стање тих кредита је умерено снижено током претходне две године, са 94 млрд динара крајем 2022. на око 84 млрд динара крајем прошле године, док је у овој години њихово стање готово непромењено. Сличан ниво кредита претходних година односи се на регистроване пољопривредне произвођаче који су у категорији сектора становништва, с тим да се код ове категорије кредита бележи благи раст, који је у јуну ове године износио 5,4% мг. и бележи убрзање са око 2% мг. крајем 2024. године. Полазећи од економске ситуације у којој су се нашли поједини

пољопривредни произвођачи, Народна банка Србије је у претходном периоду предузимала регулаторне мере које су имале за циљ подршку пољопривредним произвођачима омогућавањем репрограма кредита. Тако је у октобру 2022. године (с проширењем обухвата мере и на лица која се баве откупом и складиштењем воћа у хладњачама у јануару 2023) омогућен репрограм постојећих обавеза код банака и давалаца лизинга, при чему се захтев за репрограм могао поднети до 30. априла 2023. године. Овом мером је омогућено да, закључно с јуном 2023. године, 6.238 кредитних партија пољопривредних кредита у износу од 24,2 млрд динара, укључујући и кредите одобрене лицима која се баве откупом и складиштењем воћа у хладњачама, буде репрограмирано. Поред тога, од марта 2024. године банке су у обавези да на основу извршене анализе финансијског положаја дужника понуде уступке у отплати кредита дужницима који су уписани у регистар пољопривредних газдинстава и лицима која се баве откупом и складиштењем воћа у хладњачама. По том основу, закључно с јуном ове године, 14 банака је одобрило олакшице у отплати кредита у укупном износу од 5,4 млрд динара.

Када је реч о осигурању пољопривредне производње, подаци Народне банке Србије за протеклих десет година указују да је до пандемије вируса корона био присутан тренд повећања броја осигурања у овој области, а да је затим у 2020. тај тренд привремено прекинут. Ипак, након опоравка у 2021. и 2022. години, у претходне две године поново је смањен број осигурања у овој области на нешто више од 40 хиљада у 2024. и чини свега око 4% укупног броја имовинских осигурања. Притом, број осигураних пољопривредних газдинстава смањен је с више од 27 хиљада у 2023. години на нешто више од 21 хиљаде у 2024. години. Укупна премија осигурања у пољопривреди успорила је раст у претходне две године, али је у свим годинама, са изузетком 2023, када су нарочито били погођени усеви у Војводини ефектима суперћелијских олуја, била виша од исплаћених штета, што указује да и осигуравачи могу да нађу интерес да подстичу осигурање у овој области. Притом, важно је да се нагласи да држава, у складу с важећим прописима, субвенционише премије осигурања у пољопривреди у износу од 40% до 70%, како би премија осигурања била приступачнија пољопривредним произвођачима. Иако осигурање пољопривредне производње може олакшати положај пољопривредних произвођача и допринети њиховој заинтересованости да наставе да се баве овом делатношћу, ипак не може да реши проблем смањене понуде на тржишту у години суше и осталих неповољних климатских фактора.

Да резимирамо. Мере монетарне политике не могу непосредно да спрече раст цена хране или енергената, који је често и у све већој мери под утицајем климатских фактора. То, с обзиром на учешће хране у потрошачкој корпи, и те како може отежати постизање циља средњорочне ценовне стабилности, што је мандатна одговорност Народне банке Србије, али и услов одрживог раста наше економије. Због тога се централне банке залажу за свеобухватан, међуинституционални и међусекторски одговор који треба да ублажи негативне ефекте климатских фактора, који су постали нова нормалност. Део институционалног одговора Народне банке Србије на климатске промене јесте транспарентна комуникација њиховог потенцијалног утицаја на обезбеђење одрживог привредног раста и развоја, јер то доприноси јачању друштвене свести о овом проблему. Поред тога, одговор Народне банке Србије укључује и предлагање конкретних мера које, по нашим оценама, могу да ублаже негативне ефекте климатских фактора на понуду и цене хране, укључујући и активности у оквиру финансијског сектора. На крају, Народна банка Србије активно учествује у раду међународне мреже за озелењавање финансијског система (*Network for Greening the Financial System – NGFS*), с обзиром на то да су климатске промене не само локални већ пре свега глобални проблем.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Каматна стопа на динарске кредите привреди незнатно је коригована навише током Т2, док су каматне стопе на динарске кредите становништву смањене услед даљег појефтињења готовинских кредита. Настављено ублажавање монетарне политике ЕЦБ-а одразило се и на нижу цену задуживања у евро знаку, а код сектора становништва нижој каматној стопи допринело је одобравање субвенционисаних кредита по повољнијим условима у оквиру државног програма „Стамбени кредити за младе".

Каматне стопе на кредите физичким лицима наставиле су да се крећу до нивоа прописаних Законом о заштити корисника финансијских услуга, при чему су каматне стопе по основу дуга по кредитним картицама и прекорачења на текућим рачунима физичких лица наставиле да опадају.

Каматне стопе

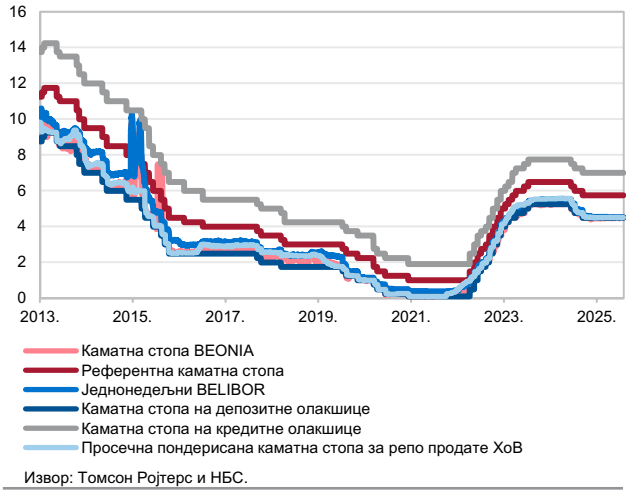
На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током Т2 **референтна каматна стопа и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице** задржане су на нивоима од 5,75%, 7,00% и 4,50%, респективно, што је допринело и да осцилације каматних стопа на тржишту новца буду минималне.

Каматна стопа на **преконоћном међубанкарском тржишту новца**, *BEONIA*, остала је готово непромењена у Т2 и износила је 4,46% крајем јуна, што је био случај и с каматним стопама *BELIBOR*, које су се кретале у распону од 4,50% за најкраћу рочност до 4,72% за рочност од шест месеци. Када су у питању вишкови динарске ликвидности банака, просечно стање репо продатих ХоВ смањено је у односу на март за 79,1 млрд динара, на 367,8 млрд динара у јуну, при чему је репо стопа остала непромењена, на нивоу од 4,51%. У нешто мањој мери смањени су и просечни преконоћно депоновани вишкови банака код Народне банке Србије – за 23,8 млрд динара, на 106,1 млрд динара.

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

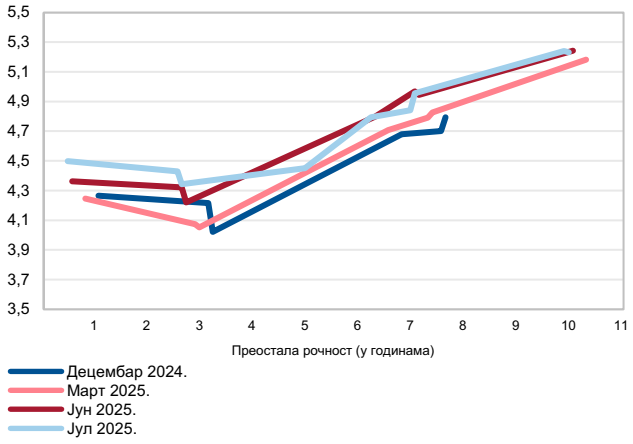
Извор: НБС.

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.

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ,** током Т2 одржано је друго реотварање аукције из јануара за продају десетипогодишњих динарских обвезница, које су продате у номиналном износу од 15,0 млрд динара (тражња је износила 22,1 млрд динара), уз благо смањење стопе приноса у односу на прво реотварање из марта, на 5,16% у мају. Како није било доспећа претходно емитованих ХоВ, стање портфеља динарских ХоВ повећано је на ниво од 908,1 млрд динара крајем јуна.

Када су у питању **државне ХоВ у еврима**, током Т2 нису организоване аукције, али су доспеле претходно емитоване седмогодишње обвезнице у номиналном износу од 65,1 млн евра, тако да је крајем јуна стање портфеља ХоВ у еврима смањено на 1.441,2 млн евра.

Током Т2, на **секундарном тржишту динарских ХоВ** промет је смањен за 40% у односу на Т1 и износио је 56,7 млрд динара. Просечни пондерисани приноси свих рочности благо су повећани, у распону 6–24 б.п., и кретали су се од 4,36% за преосталу рочност до седам месеци до 5,24% за обвезнице преостале рочности до десет година.

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

	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2024.	2025.		2024.	2025.	
	Т4	Т1	Т2	Т4	Т1	Т2
Укупни кредити становништву*	9,9	9,9	9,6	5,5	5,4	4,6
Готовински кредити	10,2	9,9	9,6	2,4	3,6	3,6
Стамбени кредити	10,6	10,3	11,0	4,9	5,0	4,3
Потрошачки кредити	2,5	2,9	2,8	6,2	5,8	5,6
Остали кредити	8,2	10,0	9,8	8,7	6,6	6,2
Укупни кредити привреди*	6,9	6,3	6,4	5,6	5,3	4,7
Кред. за обртна сред.	6,9	6,0	6,2	5,4	5,2	4,5
Инвестициони кред.	6,9	7,0	7,5	5,7	5,5	5,3
Остали кредити	7,0	6,9	6,8	5,8	5,4	4,7
Кредити за увоз	-	-	-	5,6	4,8	3,4

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.

Каматна стопа на динарске кредите привреди благо је коригована навише током Т2, за 0,1 п.п., на 6,4% у јуну, док је **каматна стопа на нове динарске кредите становништву** снижена за 0,3 п.п., на 9,6%, услед настављеног тренда појефтињења готовинских кредита.[4]

Посматрано по наменама кредитирања, на благо повећање **просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите привреди** утицали су раст каматне стопе на кредите за обртна средства, за 0,2 п.п., на 6,2% (који чине око 79% динарског кредитирања привреде), и каматне стопе на инвестиционе кредите, за 0,5 п.п., на 7,5%, што је делом компензовано падом каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,1 п.п., на 6,8%. Унутар структуре **динарског кредитирања становништва**, доминантан је ефекат смањења каматне стопе на готовинске кредите, за 0,3 п.п., на 9,6% (најнижи ниво од јуна 2022), који су

[4] Каматне стопе на кредите физичким лицима наставиле су да се крећу до нивоа прописаних Законом о заштити корисника финансијских услуга, којим је за стамбене кредите у динарима и еврима на снази ограничење од 5,00% до краја 2025, док су за остале врсте кредита дефинисана нова ограничења за период 1. јун – 30. новембар 2025. године: 13,75% за динарске и 6,96% за кредите у страној валути. Ограничење каматних стопа на прекорачења по текућем рачуну износило је 19,75%, док су за дуг по кредитним картицама у динарима и страној валути износила 17,75% и 14,40%, респективно, што се одразило на знатно смањење каматних стопа на ове категорије у односу на децембар 2024: за 7,3 п.п., на 15,1%, и за 10,0 п.п., на 17,9% у јуну, респективно.

са учешћем од 86% у структури динарских кредита становништву најзаступљенији и који су бележили рекордну реализацију у априлу и мају, што се може довести у везу с повољним кредитним стандардима, растом зарада становништва, као и ефектима деловања конкуренције на тржишту ове категорије кредитирања.

Настављено смањење референтне каматне стопе ЕЦБ-а определило је даљи пад **каматне стопе на кредите привреди у евро знаку** током Т2, за 0,6 п.п., на 4,7% у јуну, који је био вођен смањењем каматних стопа код кредита за обртна средства и осталих некатегорисаних кредита, за по 0,7 п.п., на 4,5% и 4,7%, респективно. Ублажавање монетарних услова на тржишту новца у зони евра и реализација програма субвенционисаних кредита по повољнијим условима у оквиру државног програма „Стамбени кредити за младе" одразили су се и на појефтињење кредита становништву у евро знаку, за 0,8 п.п., на ниво од 4,6% у јуну. По том основу каматна стопа на стамбене кредите смањена је за 0,7 п.п., на 4,3%.

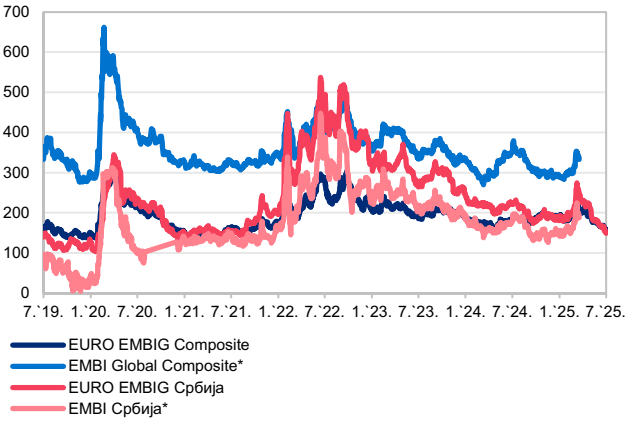
Графикон IV.1.4. **Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите**
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

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

Премија ризика

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, ***EURO EMBIG Composite***, смањена је у Т2 за 20 б.п., а у јулу за 17 б.п., на 159 б.п. крајем месеца. Упркос појачаним геополитичким тензијама током Т2, премије ризика земаља у успону смањене су првенствено као резултат наставка ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, што је подстакло прилив капитала ка тржиштима у развоју. Нижој премији ризика допринело је и ублажавање трговинских тензија на глобалном нивоу, с обзиром на постигнуте трговинске споразуме САД са Уједињеним Краљевством, Кином, Јапаном и ЕУ.

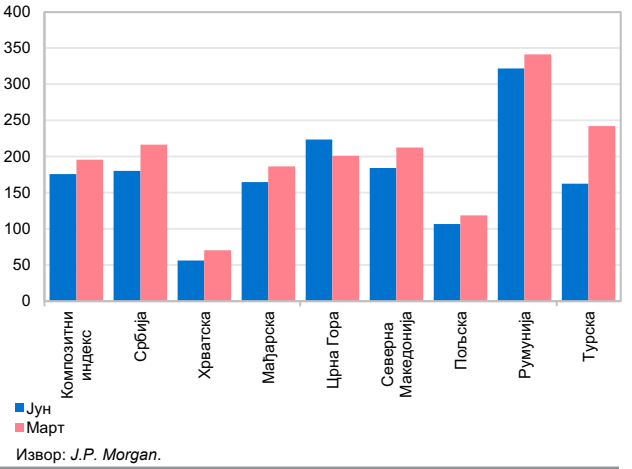
Графикон IV.1.5. **Показатељи премије ризика**
(дневни подаци, у б.п.)



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

Посматрано по земљама у окружењу, најизраженији пад премије ризика на дуг у еврима током Т2 забележен је у Турској (за 80 б.п., на 162 б.п. крајем јуна), затим у Северној Македонији (за 28 б.п., на 184 б.п. крајем јуна) и Мађарској (за 22 б.п., на 165 б.п. крајем јуна). Једини раст премије ризика на дуг у еврима у току Т2 забележен је у Црној Гори (за 22 б.п., на 223 б.п. крајем јуна).

Графикон IV.1.6. **Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима**
(крај месеца, у б.п.)



Извор: *J.P. Morgan.*

Када је реч о кретању **премије ризика *EURO EMBIG* за Србију**, у Т2 је она смањена за 36 б.п., на 180 б.п. крајем јуна, што представља друго највеће смањење међу посматраним земљама у региону, одмах након Турске. У јулу је **премија ризика *EURO EMBIG* за Србију** смањена за 31 б.п., на 149 б.п. крајем месеца.

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

	2020.	2021.	2022.	2024.	
S&P	*BB+*/стабилни[3]	*BB+*/позитивни[7]	*BB+*/стабилни[4]	*BB+*/позитивни[2]	***BBB-*/стабилни**[6]
Fitch				*BB+*/позитивни[5]	
Moody's		*Ba2*/стабилни[1]		*Ba2*/позитивни[5]	

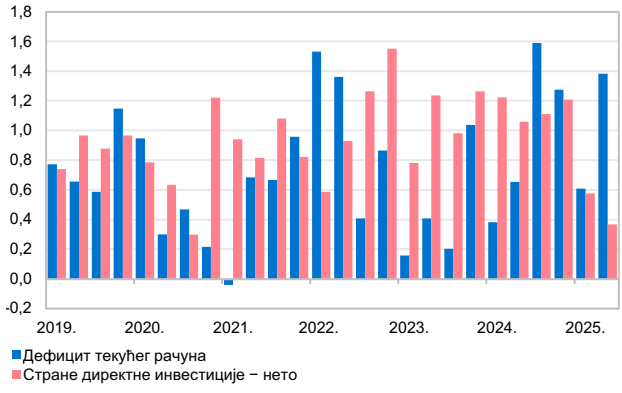
Извор: НБС.
[1] Март, [2] Април, [3] Мај, [4] Јун, [5] Август, [6] Октобар, [7] Децембар.
Напомена: У 2023. није било промене рејтинга и изгледа.

Рејтинг агенција *Fitch* у јулу је задржала кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга. Као кључне факторе за такву одлуку агенција је истакла адекватно вођену економску политику, пре свега одговорно управљање јавним финансијама и раст девизних резерви, као и виши ниво економске развијености од просека земаља истог нивоа кредитног рејтинга. На позитивну оцену рејтинга одражава се и чињеница да ће привредни раст водити инвестиције у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027", јачање екстерне позиције и опадајућа путања јавног дуга, као и стабилизација инфлације.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса и у Т2 чинили су приливи по основу СДИ и финансијских кредита, за којима следе приливи по основу смањења средстава на рачунима домаћих банака у иностранству и трговинских кредита. Ти приливи су надмашили одливе забележене по основу портфолио инвестиција и смањења средстава на рачунима нерезидената у земљи.

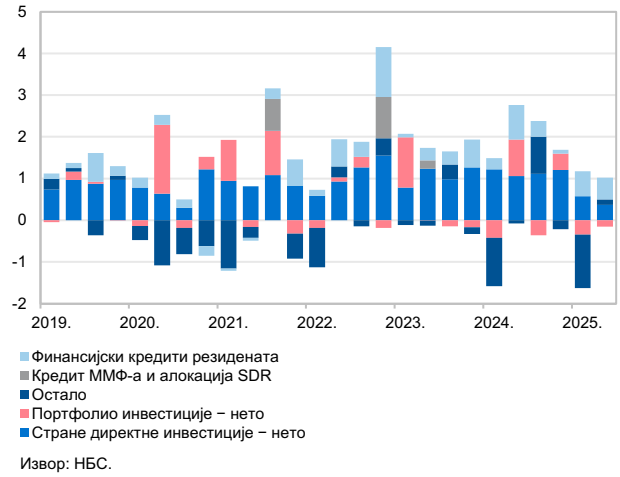
Графикон IV.1.7. **Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ**
(у млрд EUR)



Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2025.

Прилив СДИ у Т2 износио је 813,1 млн евра. Као и у Т1, тај прилив је био нижи у односу на исти период претходне године, када су СДИ забележиле рекордну вредност, али и ако се упореди с просечним приливом из постпандемијског периода. Током Т2 резиденти су повећали улагања у иностранство (446,8 млн евра), што је утицало на то да у Т2 буде остварен нето прилив СДИ од 366,3 млн евра. Посматрано на нивоу П1, прилив СДИ у Србију премашио је 1,5 млрд евра и имао је повољну структуру – СДИ су биле претежно у облику власничког капитала и реинвестиране добити, уз задржану географску и пројектну распрострањеност.

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



Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2025.

У току Т2 нерезиденти су смањили улагања у државне ХоВ. Истовремено, резиденти су смањили улагања у иностране ХоВ, али тај прилив капитала није био довољан да покрије одливе по основу смањених улагања нерезидената, тако да је по основу **портфолио инвестиција** у Т2 регистрован нето одлив капитала од 152,4 млн евра.

По основу **финансијских кредита** у Т2 је забележен нето прилив у износу од 526,7 млн евра. Прилив је био опредељен растом задужења предузећа, док су банке и држава смањиле кредитне обавезе према иностранству. Истовремено, домаће банке су смањиле средства на рачунима у иностранству у већој мери

него што је износило смањење средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, што је утицало на то да по основу **готовог новца и депозита** у Т2 буде забележен прилив од 50,8 млн евра. И по основу **трговинских кредита и аванса** регистрован је прилив у износу од 64,0 млн евра.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

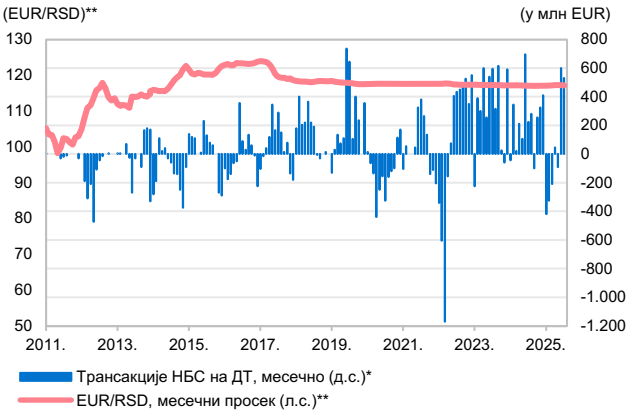
Динар је наставио релативно стабилно кретање према евру и током Т2. Номинално посматрано, вредност динара према евру крајем јуна била је готово непромењена у односу на крај марта, док је у односу на крај 2024. године динар ослабио према евру за 0,1%. Истовремено, под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је у Т2 номинално ојачао према долару за 8,3%, а за 12,6% посматрано на нивоу П1.

Понуда девиза је повећана у Т2, док је тражња смањена, што је резултирало јачањем апрецијацијских притисака, који су били посебно изражени у јуну. Томе је највише допринела нето индексирана имовина банака,[5] чији је раст у Т2 био готово двоструко већи него у истом периоду претходне године. На страни понуде деловала је и нето продаја девиза резидената, као и нето откуп ефективног страног новца. С друге стране, тражњу за девизама креирали су пре свега нерезиденти, а у истом смеру деловало је и скраћење девизне позиције банака по основу платних картица.

Да би одржала релативну стабилност курса динара према евру, Народна банка Србије је на МДТ-у у априлу и мају интервенисала и продајом и куповином девиза, а у јуну и јулу само на страни куповине. Тиме је, закључно с јулом, Народна банка Србије на МДТ-у од почетка године нето купила 130 млн евра. Девизне резерве су крајем јула износиле 28,3 млрд евра и знатно су изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност – покривају више од шест месеци увоза робе и услуга и 165% новчане масе М1.

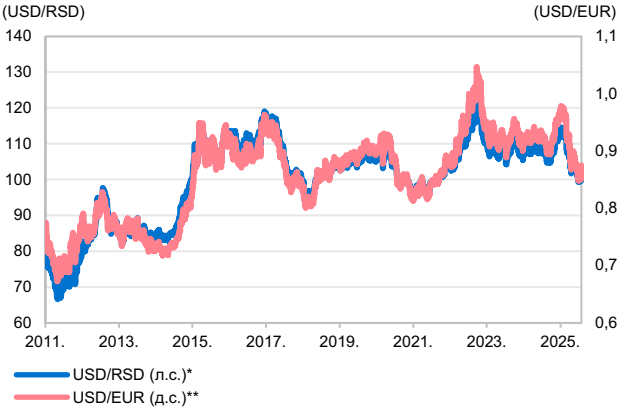
Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације бележиле су дивергентна кретања према евру током Т2. Ојачале су чешка круна (0,9%) и мађарска форинта (0,7%), док су ослабили пољски злот (1,4%), румунски леј (2,0%) и турска лира (12,2%).

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



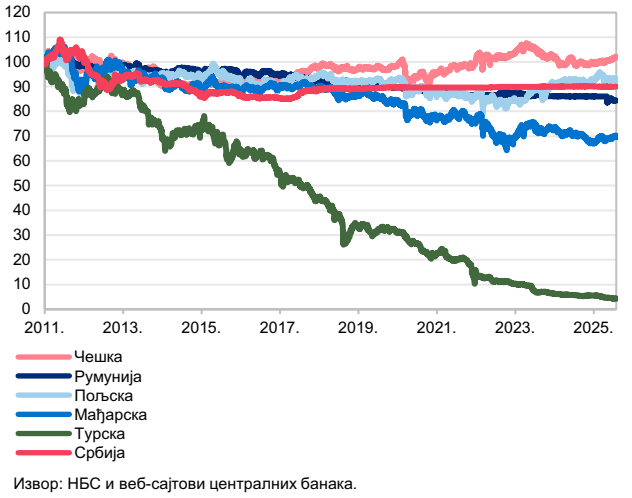
Извор: НБС.
* + нето куповина; - нето продаја.
** 1 EUR у RSD.

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



Извор: НБС.
* 1 USD у RSD.
** 1 USD у EUR.

Графикон IV.1.11. **Кретање курсева одређених националних валута према евру***
(дневни подаци, 31. децембар 2010 = 100)



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

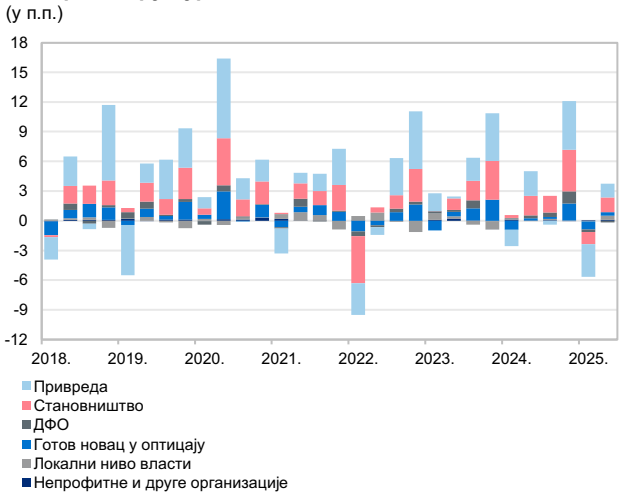
[5] У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 благо је успорила мг. раст у Т2, а оваква динамика забележена је и по појединачним категоријама монетарних агрегата. Динарска штедња резидената наставила је да расте умеренијим темпом него претходних тромесечја, како би на крају јуна достигла ниво од 192,0 млрд динара.

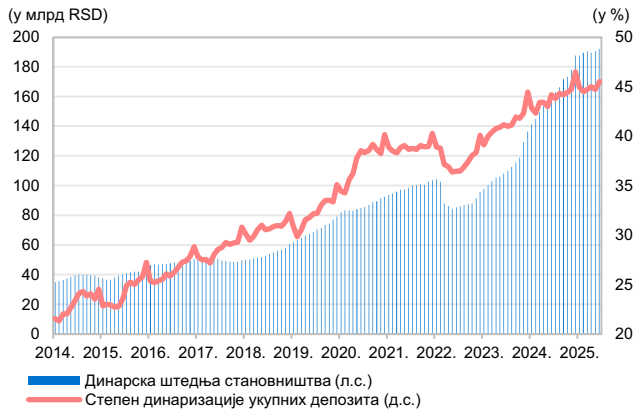
Повољније каматне стопе и ублажени кредитни стандарди допринели су наставку убрзања мг. раста кредитне активности према немонетарном сектору, који је у јуну износио 10,8%. Учешће NPL у укупним кредитима задржало се на мартовском минимуму (2,3%).

Графикон IV.2.1. **Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура**



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, забележио је у Т2 раст од 2,4%, првенствено вођен растом најликвидније компоненте, и то динарских депозита по виђењу привреде и становништва, а у нешто мањој мери и повећањем девизне штедње становништва.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски **депозити по виђењу** повећани су у Т2 за 78,4 млрд динара, услед раста трансакционих депозита становништва и привреде (пре свега од сектора трговине на велико и мало, и грађевинарства). **Динарски орочени депозити** повећани су за 3,3 млрд динара, од чега је штедња становништва повећана за 1,7 млрд динара и на крају јуна је достигла ниво од 192,0 млрд динара.[6]

Девизни депозити немонетарних сектора у Т2 повећани су за 282,3 млн евра, што је у највећој мери резултат раста девизне штедње становништва, за 232,4 млн евра (која је достигла нови највиши ниво од 14,9 млрд евра), док код других сектора нису бележене значајније промене стања на девизном рачуну.

Степен динаризације депозита привреде и становништва током Т2 повећан је за 0,8 п.п., на ниво од 45,5% у јуну, што је у највећој мери резултат раста динарских депозита и привреде и становништва, уз истовремени благи пад девизних депозита привреде.

[6] Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају јуна износила 195,7 млрд динара, а девизна штедња 15,7 млрд евра.

Посматрано на мг. нивоу, новчана маса М3 током Т2 успорила је раст у поређењу с Т1, који је у јуну износио 9,5%, што је било опредељено умеренијим растом свих категорија монетарних агрегата.

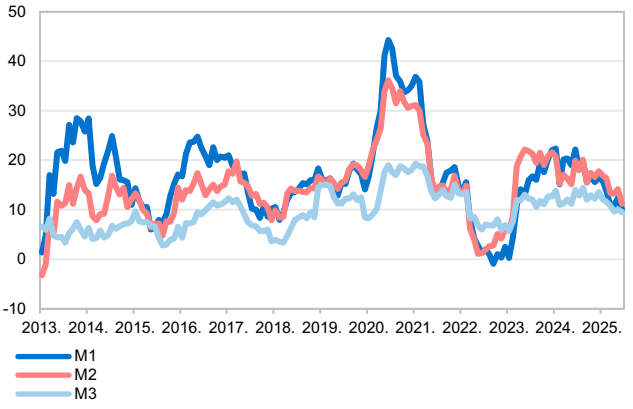
Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору додатно су убрзали мг. раст у Т2, који је у јуну, по искључењу ефекта промене девизног курса,[7] износио 10,8%. Раст је био вођен **кредитирањем становништва**, које је убрзало мг. раст на 14,0%, а затим следи **кредитирање привреде**, које је у јуну више за 7,1% него пре годину дана.

Под утицајем пре свега високе реализације у јуну, **кредити привреди** су у Т2 повећани за 65,6 млрд динара. Раст кредита се у потпуности односио на задужење привредних друштава (75,9 млрд динара) и био је вођен одобравањем кредита за ликвидност и обртна средства (42,0 млрд динара), за којим следе инвестициони кредити (20,6 млрд динара). Повећано је и задужење по текућим рачунима, а после дужег времена бележи се и одобравање кредита за извоз, док су обавезе по кредитима за увоз смањене. Таква кретања су утицала на то да учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током Т2 за 0,6 п.п., на 47,9% у јуну, док је њихово стање било за 8,2% више него пре годину дана. Истовремено, учешће инвестиционих кредита смањено је за 0,4 п.п., на 42,1%, док је њихов мг. раст убрзан на 11,8% у јуну. Посматрано по делатностима, током Т2 највише су се задуживала трговинска предузећа, за којима следе предузећа из прерађивачке индустрије, грађевинарства и пословања некретнинама, док су пад задужења забележила само предузећа из области саобраћаја. Већи део прираста у Т2 (око 55%) односио се на кредите великим предузећима, што је утицало на то да учешће кредита одобрених сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа у укупним кредитима привреди буде смањено за 0,6 п.п., на 60,3% у јуну, док је њихов мг. раст успорен на 9,0%.

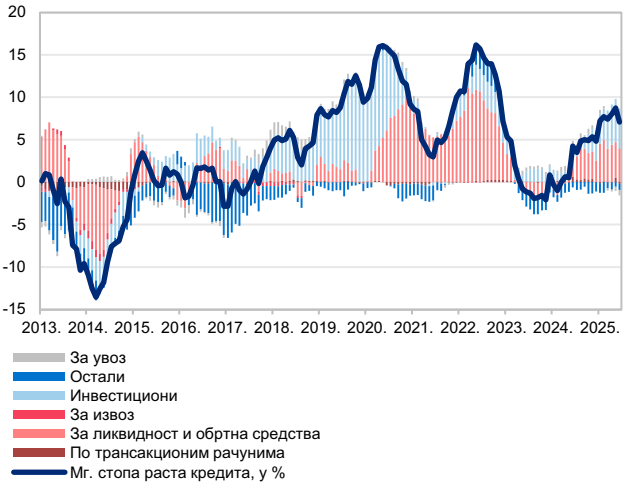
Захваљујући расту динарских кредита, који су чинили око две петине прираста у Т2, степен **динаризације пласмана привреди** повећан је за 0,8 п.п. и у јуну је достигао 22,0%. На раст динаризације утицале су одредбе Одлуке о адекватности капитала банке, којима се приликом обрачуна показатеља

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



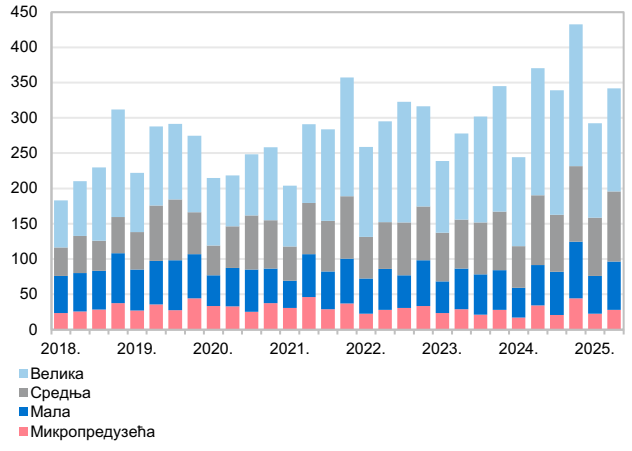
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

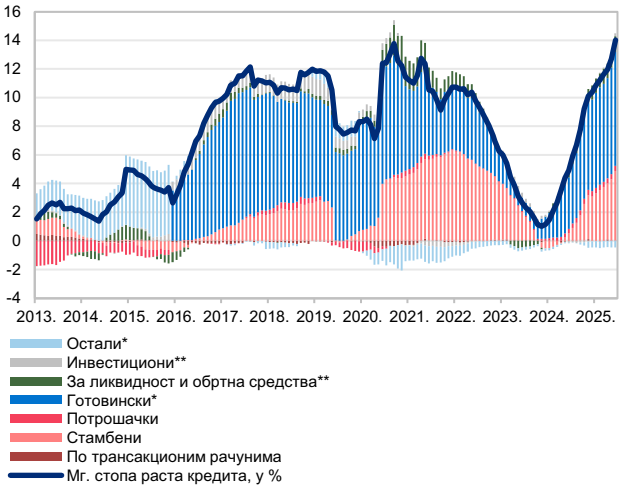


Извор: НБС.

[7] Рачунато по новом програмском курсу на дан 30. септембра 2024.

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).[8]

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

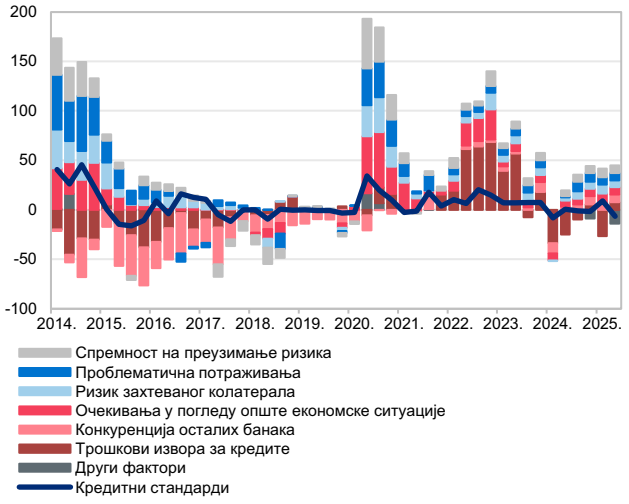


Извор: НБС.
* До децембра 2015. допринос готовинских кредита приказан је у оквиру доприноса осталих кредита.
** Кредити одобрени предузетницима.

Обим новоодобрених кредита привреди у Т2 износио је 341,8 млрд динара, што је за 7,7% мање него у истом периоду 2024. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили две трећине новоодобрених кредита привреди, а више од половине (54%) користила су микропредузећа, мала и средња предузећа. На инвестиционе кредите односило се 22% нових кредита, а 72% тих кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

Кредити становништву су повећани током Т2 за 90,9 млрд динара, што је највећи тромесечни прираст још од Т3 2008. године. Томе је допринела рекордна реализација готовинских кредита (46,8 млрд динара), за којом следи раст стамбених кредита (32,2 млрд динара), потпомогнут одобравањем кредита из програма за младе, који су чинили две петине тог раста. Повећано је и задуживање грађана по потрошачким кредитима, осталим некатегорисаним кредитима и текућим рачунима. Раст кредита становништву подржан је ублаженим кредитним стандардима, нижим каматним стопама, промотивним понудама банака, али и растом зарада. Таква кретања су утицала на то да учешће готовинских кредита у укупним кредитима становништву у Т2 буде повећано за 0,3 п.п., на 46,7% у јуну. Следећи по заступљености су стамбени кредити, са учешћем од 38,2%, при чему ови кредити од априла бележе двоцифрен мг. раст, који је у јуну износио 12,6%. Грађани су наставили да се претежно задужују у динарима, што је утицало на то да **динаризација пласмана становништву** у Т2 буде повећана за додатна 0,3 п.п., на 55,8% у јуну.

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



Извор: НБС.
Напомена: Раст вредности указује на пооштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

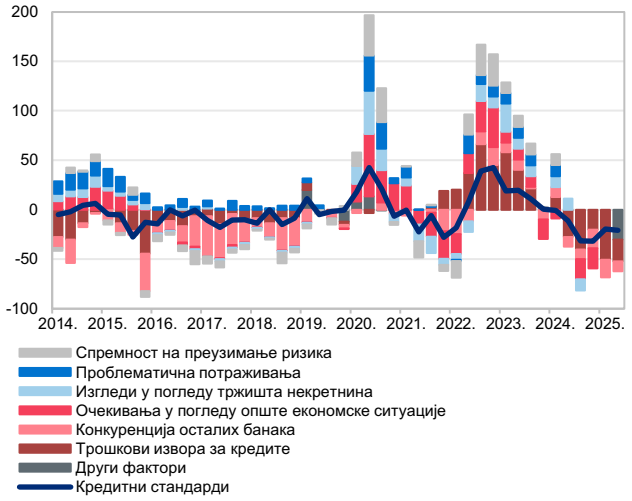
Обим новоодобрених кредита становништву у Т2 износио је 270,6 млрд динара и био је за 42,0% виши него у истом периоду 2024. захваљујући већем износу новоодобрених готовинских и стамбених кредита. Готовински кредити су били најзаступљенији и чинили су нешто више од две трећине нових кредита становништву, а за њима следе стамбени кредити, са учешћем од 18%.

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

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке у Т2 ублажиле стандарде за динарске кредите привреди, док су стандарди за девизно индексиране кредите пооштрени. Иако је већина фактора деловала у смеру пооштравања стандарда, поједине банке су оциниле да су посебне кампање ка клијентима и обезбеђење средстава из повољнијих извора (обухваћени у оквиру „других фактора") деловали у смеру ублажавања, што је определило и укупну оцену да су стандарди за привреду ублажени. Код сектора становништва кредитни стандарди су додатно ублажени, и то највише за девизно индексиране стамбене и потрошачке кредите, као и за динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање. На ублажавање стандарда за кредите становништву утицали су нижи трошкови извора финансирања и деловање конкуренције, а према појединим банкама томе је допринео и програм субвенционисаних стамбених кредита за младе. Банке су оциниле да је у Т2 тражња привреде за динарским и за девизно индексираним кредитима готово подједнако повећана, при чему је раст тражње био опредељен финансирањем обртних средстава, као и да је био израженији на сегменту малих и средњих предузећа. Становништво је највише повећало тражњу за девизно индексираним стамбеним кредитима, за којима следе динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање, а осетнији раст тражње бележи се и за потрошачким кредитима. Према оцени банака, раст тражње је био опредељен потребама за рефинансирањем постојећих кредита, набавком трајних потрошних добара, куповином непокретности и растом зарада, а поједине банке навеле су и да је на повећану тражњу за кредитима утицало и ограничавање каматних стопа у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга. У Т3 банке очекују даље ублажавање стандарда и раст тражње за кредитима и за привреду и за становништво.

Бруто ***NPL* показатељ** задржао се током Т2 на мартовском минимуму од 2,3%. При томе, бруто *NPL* показатељ сектора привреде[9] повећан је за 0,1 п.п., на 1,7%, док је за сектор становништва[10] овај показатељ смањен за 0,2 п.п., на нову најнижу вредност од 3,0% у јуну. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 112,4% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 61,0% *NPL*.

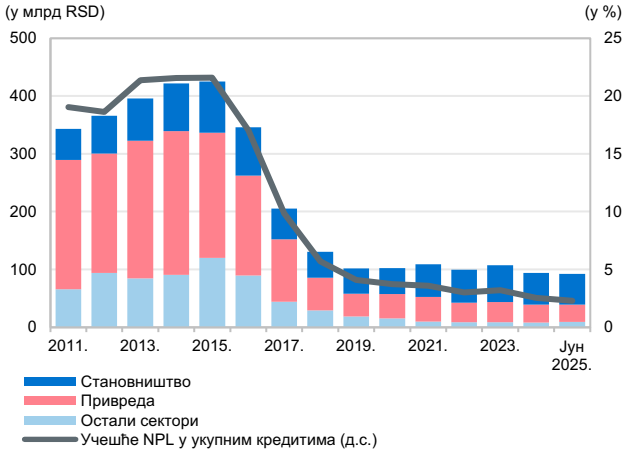
Графикон IV.2.8. **Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора**
(у нето %)



Извор: НБС.

Напомена: Раст вредности указује на пооштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

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



Извор: НБС.

[9] Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима такође је повећано за 0,1 п.п. и у јуну је износило 1,9%.
[10] Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

Показатељ адекватности капитала на крају Т2 износио је 21,3%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Процењујемо да је, као и у претходним тромесечјима, раст БДП-а од 2,0% мг. у Т2 био вођен домаћом тражњом, пре свега личном потрошњом, али је позитиван допринос потицао и од јавних инвестиција. Нето извоз је негативно доприносио расту економске активности и у Т2, услед бржег раста увоза од извоза у условима текућег инвестиционог циклуса и раста личне потрошње по основу већег расположивог дохотка.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинстава, према нашој процени, благо је убрзала раст у Т2 и била је већа за 2,5% мг., што је обезбедило 1,6 п.п. расту БДП-а. На даљи раст приватне потрошње указује промет у трговини на мало, који је у Т2 порастао за 3,4% мг., као и повећан увоз потрошне робе од 8,4% мг., подржан и растом расположивог дохотка становништва. С друге стране, у Т2 је настављено смањење броја долазака и ноћења домаћих туриста, за 5,7% и 8,7%, респективно, у поређењу са истим периодом претходне године.

Ако се посматрају извори личне потрошње, раст потрошње домаћинстава у Т2, као и у претходном периоду, био је вођен њеним основним извором – масом зарада, која наставља да бележи двоцифрени номинални мг. раст (10,3% у периоду април–мај), док је због успоравања инфлације реални раст масе зарада у истом периоду износио 6,1% мг. Истовремено, номинални раст пензија у Т2 износио је 10,8% (реално 6,6% мг.). Повољнији услови кредитирања, као резултат досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, обезбедили су додатну подршку потрошњи домаћинстава преко раста кредита намењених потрошњи, који су наставили двоцифрени мг. раст (15,8% у Т2). С друге стране, дознаке становништва су наставиле да се смањују у односу на исти период претходне године, за 14,5% у Т2, што се може довести у везу с лошијим перформансама економске активности у Европи, одакле по правилу долази највећи прилив дознака у нашу земљу.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т2 2025.

Табела IV.3.1. **Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава**
(реалне мг. стопе раста, у %)

	2024.		2025.	
	Т3	Т4	Т1	Т2
Потрошња домаћинстава	**3,9**	**3,8**	**1,8**	**2,5 ***
Показатељи				
Промет у трговини на мало	4,8	1,9	0,9	3,4
Промет у угоститељству	-2,3	-5,3	-6,8	
Број домаћих туриста	-11,8	1,9	-3,7	-5,7
Број ноћења домаћих туриста	-17,1	-4,3	-8,4	-8,7
Увоз потрошне робе (*BEC* класификација), номинално	13,5	10,5	17,1	8,4
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	14,6	13,6	11,4	10,3 **
Нето прилив дознака, номинално	-16,5	4,6	-16,0	-14,5
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	10,3	13,1	14,7	15,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Април–мај.

Према нашој процени, **државна потрошња** у Т2 порасла је за 3,6% мг., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,6 п.п. у Т2), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и за набавку робе и услуга. Наведена кретања су утицала на то да **укупна потрошња** у Т2 оствари мг. раст од 2,8%.

Према нашој процени, приватне инвестиције су у Т2 смањене за 2,7% у поређењу са истим периодом претходне године, што је негативно допринело расту БДП-а са 0,5 п.п. На пад приватних инвестиција у Т2 упућују пре свега подаци из области грађевинарства, с обзиром на то да је, мг. посматрано, број издатих грађевинских дозвола у априлу и мају био нижи за 12,3%, док је увоз опреме мањи за 3,6%, а производња домаћих машина и опреме за 16,9%.

У погледу извора финансирања инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран сопственим средствима услед остварене високе профитабилности предузећа из претходних година (866 млрд динара у 2024. години). Такође, током Т2 остварен је прилив СДИ од 813 млн евра, док су инвестициони кредити забележили мг. раст од 13,5%.

Захваљујући наставку реализације значајних инфраструктурних пројеката које финансира држава, допринос **државних инвестиција** расту БДП-а у Т2, према нашој процени, износи 0,3 п.п., при чему су оне забележиле раст од 4,5% у односу на исти период претходне године. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** смањене за 1,0% мг., уз негативан допринос расту БДП-а од 0,2 п.п. у Т2.

Повећање залиха индустријских производа, према нашој процени, позитивно је допринело расту БДП-а у Т2 (са 1,5 п.п.).

Нето екстерна тражња

Реални раст извоза робе и услуга Србије у Т2, према нашој процени, износио је 5,2% мг. Истовремено, **увоз** је реално повећан за 7,1% мг., због чега је допринос **нето извоза** расту БДП-а и у Т2 био негативан (–1,5 п.п.). У условима текућег инвестиционог циклуса, као и већег расположивог дохотка становништва, бржи раст увоза од извоза очекиван је и у складу је с нашим пројекцијама.

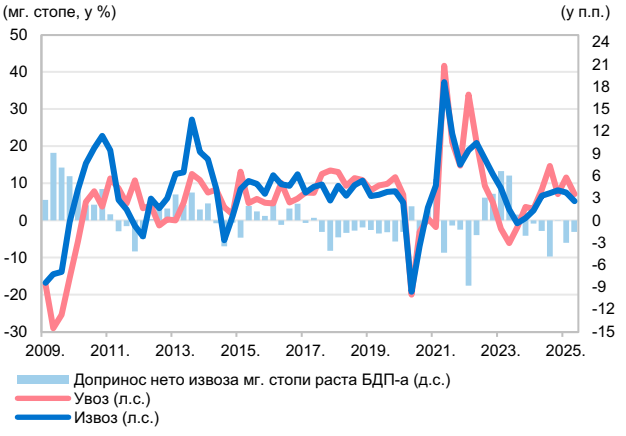
Робни извоз изражен у еврима у Т2 повећан је за 8,7% мг. Раст извоза је највећим делом резултат повећаног извоза **прерађивачке индустрије** (12,1% мг.), у

Табела IV.3.2. **Показатељи кретања инвестиција**

	2024.		2025.	
	Т3	Т4	Т1	Т2
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	8,4	1,1	-1,0	-1,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-0,3	-5,8	-5,6	-5,8 *
Инвестиције државе	17,7	19,4	5,0	4,5 *
Број издатих грађевинских дозвола	-6,8	-5,7	-2,8	-12,3 **
Производња грађевинског материјала	-6,6	-0,1	1,9	0,8
Вредност изведених радова	-1,4	-6,8	-5,6	
Увоз опреме, номинално	13,2	-2,6	-2,3	-3,6
Производња домаћих машина и опреме	4,0	-11,3	-11,4	-16,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Април–мај.

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



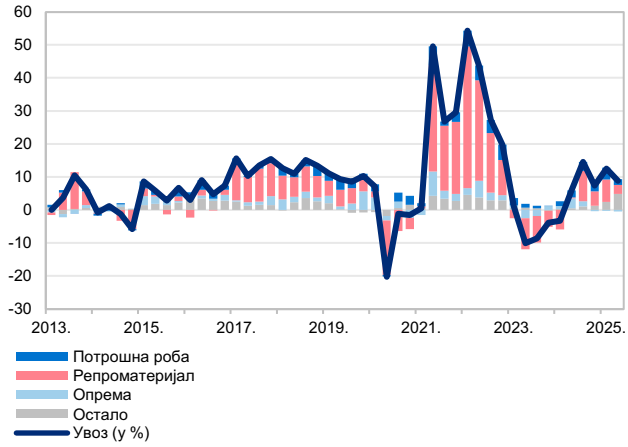
Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т2 2025.

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

Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

оквиру које је забележен раст у 19 од 23 гране, захваљујући производној и географској распрострањености извозне понуде и инвестиција из претходног периода. Посебно се издваја раст извоза моторних возила и производа од гуме и пластике, што је резултат повећаних инвестиција у аутомобилску индустрију. Раст је забележен и код извоза електричне енергије (23,5% мг.), што се може довести у везу с почетком рада новог блока Б3 у Костолцу, а делом и базним ефектом услед смањеног хидропотенцијала у претходној години. С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на ниже залихе и пад извоза пољопривреде у Т2 (–20,3% мг.), при чему је забележен и смањен извоз рударства за 14,4% мг.

Робни увоз изражен у еврима повећан је у Т2 за 8,9% на мг. нивоу. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), средства за репродукцију допринела су том расту са 2,7 п.п., а увоз потрошне робе са 1,8 п.п.

Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у Т2, забележивши суфицит у износу од 543 млн евра. Међутим, за разлику од претходних периода, када је извоз услуга бележио снажан раст, у Т2 је тај раст успорен на 1,5% у односу на исти период претходне године. Ово је последица пре свега смањеног извоза туристичких услуга и услуга транспорта, док извоз ИКТ и пословних услуга наставља стабилно да расте. Истовремено, увоз услуга је повећан у Т2 (за 11,6% мг.), чему су највише доприносиле туристичке и пословне услуге.

Покривеност робног увоза извозом остала је непромењена у односу на крај Т1 и у јуну[11] је износила 78,9% (вредност овог показатеља по укључењу услуга у јуну износи 89,1%).

[11] Мерено 12-месечним покретним просеком.

Осврт 3: Ревизије података о извозу робе и спољном дугу

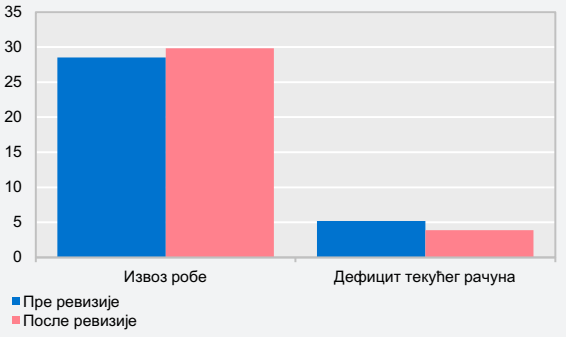
У овом осврту бавићемо се разлозима извршених ревизија података о извозу робе и спољном дугу и њиховим ефектима на макроекономске показатеље и пројекције.

Ревизија података о извозу робе

Са објављивањем априлских података о спољној трговини, РЗС је извршио ревизију раније објављених података о робном извозу за 2024, као и за Т1 2025. године. У образложењу извршене ревизије података РЗС-а наведено је да је у току редовних провера и анализа утврђено да у прелиминарним резултатима из фебруара 2025. нису у потпуности били обухваћени подаци о извозу робе из слободних зона. Разлог за то лежи у увођењу две нове царинске процедуре, које су утицале на начин евидентирања података у царинском систему. Након извршене ревизије, вредност извоза робе у 2024. виша је за 1,3 млрд евра, а за Т1 2025. за 801 млн евра.

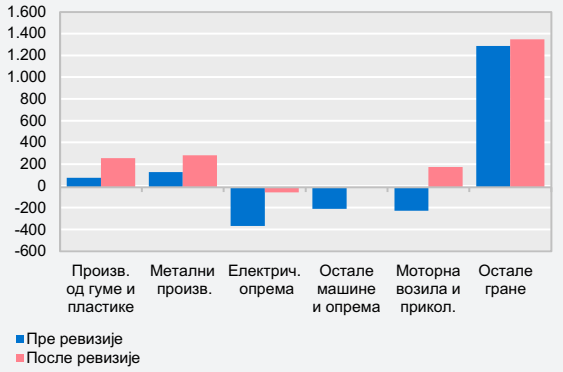
Према платнобилансној методологији, укупан извоз робе у 2024. износио је 29,8 млрд евра (уместо првобитно објављених 28,5 млрд евра). У складу с тим, и укупан извоз робе и услуга у 2024. износио је 44,3 млрд евра (уместо 43,0 млрд евра), тј. његов раст у 2024. износио је 8,0% (уместо 4,8%). Ефекти ревизије података за Т1 2025. односе се на повећање укупног извоза робе према платнобилансној методологији са 7,2 млрд евра на 8,0 млрд евра, док је укупан извоз робе и услуга износио 11,6 млрд евра (уместо 10,8 млрд евра) и био је виши за 11,9% мг. (уместо 5,1% мг.). Ревизија података статистике спољне трговине одразила се и на трговинске кредите (активу и пасиву), који су категорија у оквиру финансијског рачуна платног биланса, тако да, укупно посматрано, по том основу није дошло до промене девизних резерви у односу на првобитно објављене.

Графикон О.3.1. **Извоз робе и дефицит текућег рачуна у 2024, пре и после ревизије**
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Графикон О.3.2. **Раст извоза прерађивачке индустрије у 2024, по гранама, пре и после ревизије**
(у млн EUR)



Извор: РЗС и прорачун НБС.

Посматрано по областима, у подацима за 2024. годину корекције се односе на извоз прерађивачке индустрије, који је у односу на 2023. повећан за 8,0%, тј. за скоро 2 млрд евра (уместо првобитно објављеног повећања од 2,7%, или скоро 700 млн евра). Тиме је, између осталог, потврђено да је у условима ниске екстерне тражње српски извоз показао знатну отпорност и наставио раст и у 2024. години. При томе, 93% укупне корекције односило се на извоз пет грана (од 23) прерађивачке индустрије – извоз моторних возила, електричне опреме, осталих машина и опреме, производа од гуме и пластике и металних производа, чији је извоз већи за 1,2 млрд евра од првобитно објављеног. Такође, у Т1 2025. највеће корекције извоза робе (око 86%, односно око 687 млн евра) односиле су се на исте гране прерађивачке индустрије. У тим гранама послују предузећа из ауто-кластера (произвођачи електричних проводника, делова и прибора за моторна возила, гума, акумулатора и др.). Ова предузећа су у 2024. извезла робу у вредности од 3,8 млрд евра, док је укључујући и извоз аутомобила тај износ премашио 3,9 млрд евра. У 2024. извоз ауто-кластера повећан је за

365 млн евра, што је потврда да је ауто-кластер показао релативну отпорност упркос кризи у светској аутомобилској индустрији, а у шест месеци ове године повећан је за 433 млн евра.

Ревизија се одразила на корекцију макроекономских показатеља који се израчунавају на основу података о извозу робе – укупног извоза роба и услуга, дефицита текућег рачуна, као и на пројекције ових показатеља за наредни период. Корекција података о извозу утицала је на смањење дефицита текућег рачуна у 2024. са 5,2 млрд евра (6,3% БДП-а) на 3,9 млрд евра (4,7% БДП-а). Када је реч о Т1 2025, дефицит текућег рачуна износио је 609 млн евра, односно 3,0% БДП-а (а не 1,4 млрд евра, односно 7,0% БДП-а). С обзиром на ниже вредности дефицита текућег рачуна, наниже су кориговане и пројекције за наредни период, па се очекује да ће у овој и наредној години дефицит текућег рачуна износити нешто више од 5% БДП-а (наспрам ранијих очекивања од око 6% БДП-а), да би се у 2027. смањио на око 4% БДП-а.

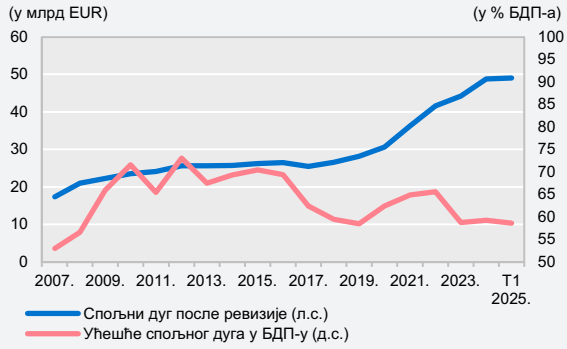
Да је ово реалнија оцена остварених кретања, посредно потврђује чињеница да су у већем делу 2024. преовладавали апрецијацијски притисци, што је више у складу са знатно нижим дефицитом текућег рачуна од првобитно оцењеног. Овако су боље објашњена кретања на МДТ-у, на коме је Народна банка Србије, ради одржавања релативне стабилности курса динара према евру, у 2024. години нето купила више од 2,7 млрд евра, при чему су расту понуде девиза највише доприносили резиденти (домаћа предузећа), који су банкама нето продали више од 1,3 млрд евра.

Ревизија података о спољном дугу Републике Србије

Спољни дуг Републике Србије, према међународној методологији, обухвата износ дуга по главници и износ доспеле, а неплаћене камате у посматраном периоду. Спољни дуг се дели на дуг јавног и приватног сектора. Спољни дуг јавног сектора Републике Србије обухвата дуг централне државе, Народне банке Србије, локалне самоуправе, фондова и агенција које је основала држава и дуг за који је издата државна гаранција. Спољни дуг приватног сектора Републике Србије обухвата дуг банака, предузећа и физичких лица (осталих сектора).

Ревизија података о спољном дугу представља редован поступак, који је у складу с међународним статистичким стандардима и препорукама. Детаљном компаративном анализом свих расположивих извора података, укључујући и административне изворе, Народна банка Србије извршила је ревизију података спољног дуга Републике Србије за износ доцњи предузећа (укључујући предузећа обрисана из базе Агенције за привредне регистре, као и предузећа која су у стечају или у поступку ликвидације) по иностраним кредитима за које је утврђено да обавезе више не постоје, за период од краја 2007. до Т1 2025. Такође, одређени број предузећа није Народну банку Србије благовремено известио о измиреним обавезама према иностранству, тако да су те обавезе и даље биле евидентиране у бази кредитних односа са иностранством Народне банке Србије. Према стању спољног дуга на дан 31. марта 2025, **умањење доспеле главнице и камате по основу отписа поменутих обавеза према иностранству за које је утврђено да више не постоје износило је 1,1 млрд евра**.

Графикон О.3.3. **Спољни дуг у периоду од краја 2007. до Т1 2025.**



Извор: НБС.

Након извршене ревизије укупно стање спољног дуга Републике Србије на дан 31. марта 2025. године износило је 49,0 млрд евра (58,6% БДП-а). Од тог износа, на спољни дуг јавног сектора односи се 26,4 млрд евра, што представља 53,8% укупног дуга, док се преосталих 22,6 млрд евра, односно 46,2%, односи на спољни дуг приватног сектора. У оквиру приватног сектора, банкарски сектор учествује са 3,5 млрд евра (7,2% укупног спољног дуга), док се на предузећа и остале дужнике односи 19,1 млрд евра, или 39,0% укупног дуга.

Највећи део спољног дуга јавног сектора чини дуг по основу емитованих еврообвезница Републике Србије на међународном тржишту, који износи приближно 9 млрд евра, за којим следи дуг према међународним финансијским институцијама у износу од 7,8 млрд евра (у који је укључен и дуг према ММФ-у од 2,4 млрд евра). Такође, значајан део дуга представљају обавезе према страним владама, развојним банкама и агенцијама страних влада, укупне вредности од 7,2 млрд евра. Дуг државе према ММФ-у чини 9% укупног спољног дуга државе и половина дуга односи се на средства ММФ-а по основу алокације *SDR*, а друга половина на средства повучена у оквиру стендбај аранжмана из 2022. године. Напомињемо да Народна банка Србије нема дуг према ММФ-у. При томе, средства која су била планирана стендбај аранжманом из 2022. године у укупном износу од 1,9 млрд *SDR* (око 2,4 млрд евра), а која су била намењена макроекономској стабилности у условима светске енергетске кризе, нису повучена у целости, већ је кроз две транше повучена половина планираних средстава. Такође, важно је нагласити да алокације *SDR* немају обавезу враћања главнице, већ се само камата измирује на тромесечном нивоу, а имају за циљ да утичу позитивно на јачање резерви и отпорности земље на екстерне ризике.

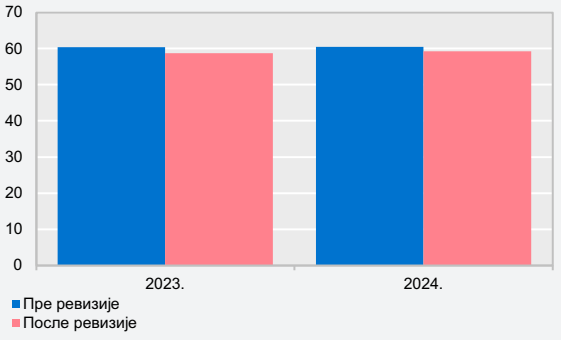
Посматрано по преосталој рочности, укупан спољни дуг јавног сектора (који чине општа држава и Народна банка Србије) дугорочног је карактера, а око 60,2% уговорено је по фиксној каматној стопи. У јавном спољном дугу доминирају две валуте – евро (70,6%) и долар (19,7%), а битно је истаћи да је валутна структура девизних резерви у великој мери усклађена с валутном структуром јавног спољног дуга, чиме је у знатној мери умањен валутни ризик.

У структури спољног дуга приватног сектора највећи део односи се на дуг предузећа (око 83,7%). Преко 88% дуга предузећа деноминовано је у еврима, а због чињенице да се истовремено око 82% наплата извоза извршава у еврима, валутни ризик по основу спољног дуга предузећа је низак. Поред тога, 51,1% дуга је уговорено по фиксној каматној стопи. Посматрано према преосталој рочности, око 95% дуга предузећа је дугорочног карактера. Када се посматра спољни дуг банака, око 97% деноминовано је у еврима, а 91,2% уговорено је по варијабилној каматној стопи. Посматрано према преосталој рочности, скоро 91% спољног дуга банкарског сектора (ако се изузму депозити) дугорочног је карактера.

Ревизија података спољног дуга одразила се на побољшање показатеља екстерне позиције и одрживости спољног дуга (учешће у БДП-у, однос према извозу роба и услуга, сервисирање спољног дуга). На Графикону О.3.4. приказани су упоредни подаци о учешћу спољног дуга у БДП-у пре и након ревизије за 2023. и 2024. годину. У оба случаја приметно је смањење овог показатеља након ревизије, и то са 60,4% на 58,7% за 2023. и са 60,5% на 59,2% за 2024. годину. Уколико се посматрају подаци од 2007. до Т1 2025. године, примећује се да је удео спољног дуга у БДП-у, након снажног раста до 2012. године, показао тенденцију опадања и стабилизације у последњим годинама услед релативно бржег раста БДП-а у односу на задуживање.

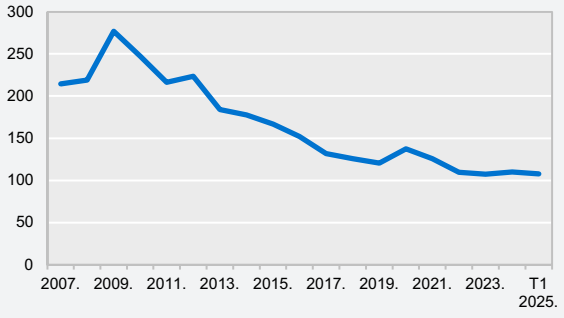
Учешће спољног дуга у извозу робе и услуга Србије у периоду од 2007. до Т1 2025. године такође је забележило опадајући тренд. Удео спољног дуга у извозу на почетку периода био је веома висок, с врхунцем око 2009. године, када је премашио 250%,

Графикон О.3.4. **Упоредни приказ учешћа спољног дуга у БДП-у у 2023. и 2024, пре и после ревизије**
(у %)



Извор: НБС.

Графикон О.3.5. **Учешће спољног дуга у извозу робе и услуга, после ревизије**
(у %)



Извор: НБС.

што указује на то да је у том периоду обим извоза био недовољан да подржи ниво задужености. Међутим, након 2011. године видљив је константан тренд опадања овог показатеља и његова стабилизација на нивоу од око 100% (2022 – T1 2025), што представља знатно побољшање одрживости спољне позиције.

У последњој анализи одрживости спољног дуга ММФ[1] је оценио да је учешће спољног дуга Републике Србије у БДП-у одрживо у средњем року и да се, упркос повећању дефицита текућег рачуна, очекује његово даље опадање. С обзиром на то да је ова анализа рађена на основу података пре извршених ревизија спољног дуга о којима смо говорили у овом осврту, може се закључити да би ове оцене биле и повољније када би узеле у обзир нове ревидиране податке.

[1] *IMF Country Report No. 25/176*, јул 2025.

4. Економска активност

Према процени РЗС-а, економска активност је забележила раст у Т2 од 2,0% мг. Као и у претходним тромесечјима, раст БДП-а, према нашој процени, био је вођен услужним секторима, али у нешто мањој мери него што смо очекивали у мају. Истовремено, позитиван допринос расту БДП-а потекао је и од индустрије и пољопривреде, док је грађевинарство забележило смањење активности.

Услужни сектори су, према нашој процени, збирно посматрано, у Т2 благо убрзали раст активности у односу на Т1, забележивши раст од 2,9% мг., чиме су обезбедили 1,6 п.п. расту БДП-а. У прилог томе говоре подаци првенствено из области трговине, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у Т2 реално повећан за 3,4% мг. Такође, на раст активности у ИКТ сектору указује даљи раст извоза ове групе производа, који је у Т2 износио 9,4% мг. С друге стране, подаци о смањењу броја долазака и ноћења туриста, за 4,3% мг. и 6,1% мг., респективно, упућују на пад туристичког промета у Т2, при чему треба имати у виду и високу базу из прошле године.

Раст **индустријске производње**, према нашој процени, износио је 3,0% мг. у Т2, чиме је обезбеђен допринос расту БДП-а од 0,6 п.п. **Прерађивачка индустрија** је дала кључан допринос расту БДП-а, а следи је рударство, док је благи пад производње забележен у сектору енергетике. Обим производње прерађивачке индустрије наставља да расте осмо тромесечје заредом и у Т2 је био већи за 3,7% у односу на исти период прошле године. Производња је порасла у 16 од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос дало је повећање производње моторних возила (28,7% мг. са доприносом расту индустријске производње од 1,1 п.п) и производа од гуме и пластике (19,6% мг. са доприносом од 1,0 п.п.), што се може довести у везу с почетком серијске производње електричних возила у Крагујевцу и аутомобилских гума у Зрењанину. Снажан допринос расту прерађивачке индустрије потекао је и од производње кокса и нафтних деривата, делом захваљујући и ниској бази од прошле године, када се одвијао ремонт рафинерије у Панчеву. Највећи негативан допринос потицао је од смањене производње машина и одевних предмета.

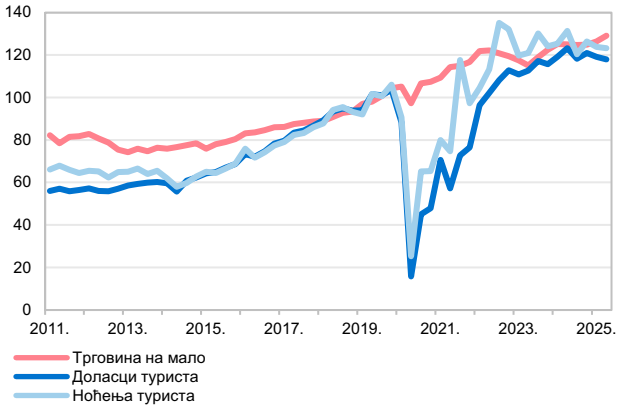
Према нашој процени, у **грађевинарству** је у Т2 смањен обим активности за 5,8% у односу на исти период прошле године, што је за последицу имало

Табела IV.4.1. **Доприноси мг. расту БДП-а**
(у п.п.)

	2024.			2025.	
	Т2	Т3	Т4	Т1	Т2*
БДП (у %, мг.)	**4,5**	**3,2**	**3,3**	**2,0**	**2,0**
Пољопривреда	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	0,1
Индустрија	0,3	0,7	0,7	0,5	0,6
Грађевинарство	0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Услуге	3,1	2,6	2,7	1,2	1,6
Нето порези	0,6	0,8	0,6	0,4	0,4

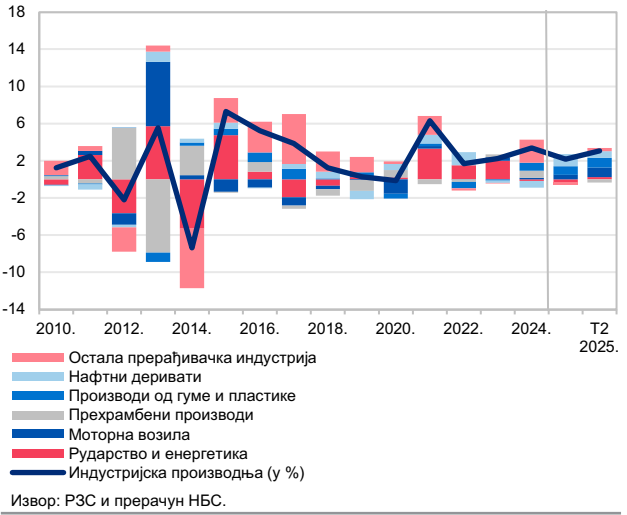
Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

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



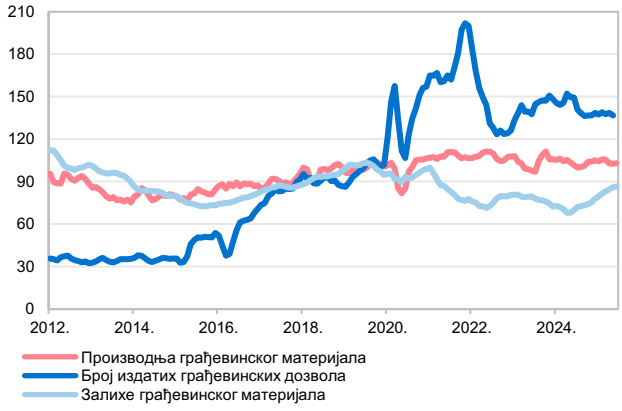
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.2. **Доприноси мг. стопи раста индустрије**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

негативан допринос расту БДП-а за 0,3 п.п. На то упућују подаци о броју издатих грађевинских дозвола које су за период април–мај забележиле мг. пад од 12,3%. С друге стране, производња грађевинског материјала у Т2 забележила је скроман раст од 0,8% мг., док је активност у области „остало рударство", које највећим делом обухвата експлоатацију грађевинског материјала, повећана за 1,3%.

Нето порези су у Т2, према нашој процени, повећани за 2,3% мг., што је допринело расту БДП-а за 0,4 п.п. и резултат је раста потрошње и боље наплате пореских прихода.

Узимајући у обзир расположиве податке РЗС-а о производњи пшенице и појединих сорти воћа, као и о засејаним површинама јесењих култура, али и с обзиром на временске прилике (мраз током пролећа, високе температуре у јуну, уз малу количину падавина), процењујемо да ће овогодишња **пољопривредна сезона** бити лошија од просечне, а ипак мало боља од прошлогодишње. Конкретно, према процени РЗС-а, у 2025. очекује се пад производње вишања за 42,3% и малина за 12,2% у односу на претходну годину. Истовремено, имамо и мање засејане површине кукуруза (за 2,7%), шећерне репе (за 26,6%), сунцокрета (за 2,5%) и соје (за 5,8%). Процена је да је производња пшенице већа за 24,3% у односу на 2024. годину. Раст пољопривредне производње у Т2, као и на нивоу целе 2025, проценили смо на око 2% мг., што обезбеђује око 0,1 п.п. расту БДП-а.

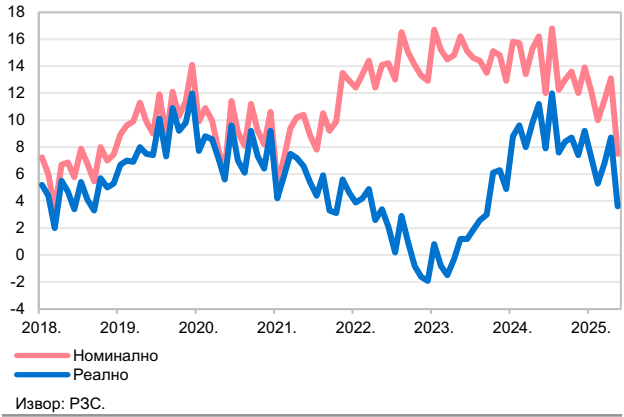
5. Кретања на тржишту рада

Током Т2, мг. посматрано, бележи се успоравање раста зарада и благи раст формалне запослености, уз смањење броја регистрованих незапослених на најнижи ниво до сада.

Зараде

У периоду април–мај просечна номинална нето зарада износила је 108.489 динара (926 евра), при чему је мг. раст успорио на 10,3% (реално посматрано на 6,1%). Нешто бржи раст остварен је у приватном него у јавном сектору (10,5% наспрам 9,9%). Истовремено, медијална нето зарада повећана је за 11,1% мг. и износила је 84.191 динар. У прилог побољшању животног стандарда говоре и раст покривености просечне потрошачке корпе просечном зарадом и раст покривености минималне корпе

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



Извор: РЗС.

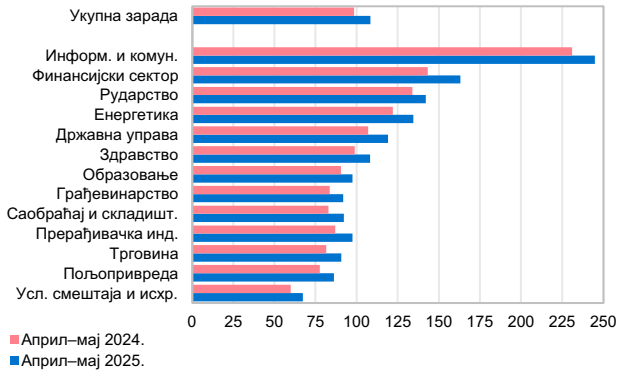
минималном зарадом, које су у четири месеца износиле 100,3% и 95,6%, респективно, што су највише вредности до сада.

У свим **привредним делатностима** у априлу и мају настављен је мг. раст просечних зарада, при чему је раст био двоцифрен у већини делатности, а најизраженији у областима финансијског сектора (13,9%), уметности, забаве и рекреације (13,2%) и административних и помоћних услуга (12,5%).

Као резултат даљег повећања зарада и формалне запослености, укупна номинална **нето маса зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 10,3% мг. у априлу и мају.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т2 повећана је за 1,9% мг. по основу бржег раста економске активности од запослености.

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



Извор: РЗС.

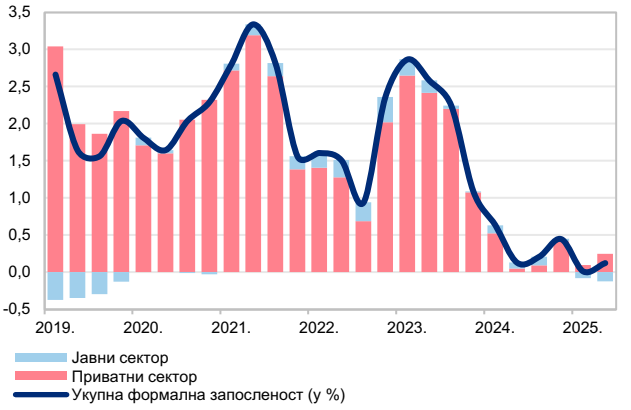
Запосленост

Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** у Т2 у просеку је износио 2,37 млн, што је за 0,1% више него у истом периоду претходне године (након стагнације у Т1). Настављен је раст запошљавања код предузетника, број запослених код правних лица готово је непромењен, док је број регистрованих пољопривредника наставио да се смањује.

Формална запосленост у приватном сектору у Т2 у просеку је износила 1,76 млн лица, при чему је убрзала мг. раст на 0,3% (након 0,1% мг. у Т1). Насупрот томе, **формална запосленост у јавном сектору смањена је** за 0,5%, мг. посматрано (након пада од 0,3% у Т1), што је у потпуности резултат смањења броја запослених у државној управи, док је формална запосленост повећана у области здравства и образовања. Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у Т2 највише је повећана у административним и помоћним услугама, ИКТ услугама и угоститељству, док је највише смањена у прерађивачкој индустрији и стручним, научним, иновационим и техничким услугама.

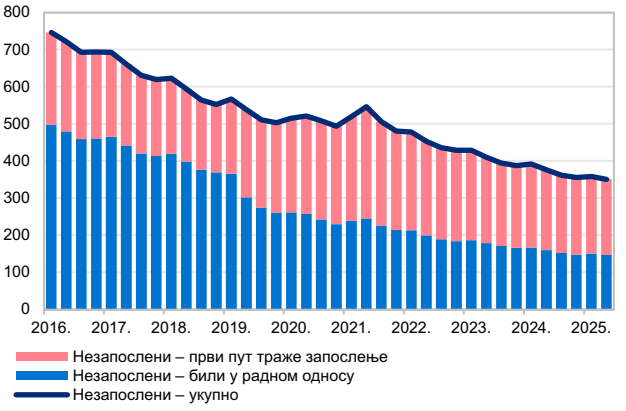
Број регистрованих незапослених, према евиденцији Националне службе за запошљавање, смањен је на нови најнижи ниво у јуну, од 344.788, што је за око 26 хиљада незапослених мање него у истом периоду претходне године.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: Национална служба за запошљавање.

Према резултатима **Анкете о радној снази**, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т1 износила је 73,2%, а стопа активности (старији од 15 година) 56,6%, чиме су ове стопе повећане за 0,7 п.п. и 0,4 п.п., респективно, у односу на исти период претходне године, што су уједно и њихови највиши нивои до сада. Стопа запослености је у Т1 мг. повећана за 0,5 п.п., на 51,4%, док је у исто време стопа незапослености смањена за 0,3 п.п., на 9,1%.

V. Пројекција

Наша нова пројекција раста БДП-а за 2025. годину износи 2,75% и нижа је у односу на мајску пројекцију од 3,5%. То је делом последица мањег од очекиваног раста пољопривредне производње, а делом и ниже остварене активности у Т2 од очекиване (пре свега у грађевинарству и енергетици). Ипак, убрзање активности се очекује у П2, чему треба да допринесу даљи раст производње и извоза аутомобилске индустрије, као и реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027". Пројекција раста БДП-а за 2026. и 2027. годину и даље је у распону 4,0–5,0%, при чему би у 2027, тј. години одржавања изложбе „Експо 2027", раст вероватно био ближи горњој граници овог распона. Расту приватне потрошње допринеће већи расположиви доходак и позитивни трендови на тржишту рада, а расту инвестиција у основна средства – профитабилност привреде из претходних година, наставак прилива СДИ у власнички капитал, планирани капитални издаци државе за пројекте у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и повољнији услови кредитног задужења обезбеђени досадашњим ублажавањем монетарних услова. У 2027. очекује се и позитиван допринос нето извоза, услед раста извоза туристичких и пословних услуга.

Према нашој новој централној пројекцији, мг. инфлација ће због неповољних временских прилика на почетку овогодишње пољопривредне сезоне и виших цена воћа и поврћа, као и услед раста светске цене нафте, и у остатку ове године наставити да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља. Након тога ће постепено успоравати у наредној години и у просеку ће износити 4,0%, а крајем године ће се приближити централној вредности циља. Фактори који ће утицати на очекивано успоравање инфлације током хоризонта пројекције и даље су рестриктивни монетарни услови, висока овогодишња база код цена воћа и поврћа, нижа увозна инфлација и слабљење долара према евру. У поређењу с претходном пројекцијом из маја, нова пројекција инфлације је на вишем нивоу, пре свега због утицаја неповољних временских прилика на цене свежег воћа и поврћа, виших цена прерађене хране, више светске цене нафте, као и бржег пројектованог реалног раста зарада услед ванредног повећања минималне зараде у октобру ове године.

Ризици пројекције инфлације и бруто домаћег производа у највећој мери потичу од и даље изражених геополитичких тензија, али и од присутних ризика у погледу будућих трговинских политика, иако су они смањени недавно склопљеним споразумима међу водећим светским економијама. Ризици пројекције инфлације и бруто домаћег производа потичу и од исхода глобалне и домаће пољопривредне сезоне, као и од брзине раста домаће тражње, а, укупно посматрано, једнако су изражени у оба смера.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Имајући у виду пораст трговинске активности током Т1 у очекивању виших царина, ниже ефективне царинске стопе од објављених у априлу, побољшање финансијских услова, којем доприноси и слабљење долара, као и фискалне подстицаје у појединим великим економијама, **ММФ је у јулу ревидирао навише априлске пројекције раста светске економије у 2025. и 2026. години** за 0,2 п.п. и 0,1 п.п., на нивое од 3,0% и 3,1%, респективно. Притом, навише су кориговане пројекције привредног раста у овој и наредној години и за **развијене земље** – за по

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

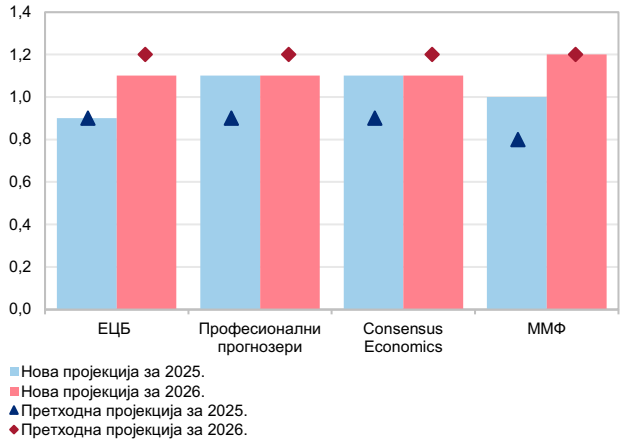
	2025.		2026.	
	Пројекција у јулу	Одступање у односу на јануар	Пројекција у јулу	Одступање у односу на јануар
Свет	3,0	▲ 0,2	3,1	▲ 0,1
Развијене земље	1,5	▲ 0,1	1,6	▲ 0,1
Зона евра	1,0	▲ 0,2	1,2	▬ 0,0
САД	1,9	▲ 0,1	2,0	▲ 0,3
Земље у успону и развоју	4,1	▲ 0,4	4,0	▲ 0,1
Русија	0,9	▼ -0,6	1,0	▲ 0,1
Кина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

Извор: ММФ *WEO Update* (јул 2025).

Графикон V.0.1. **Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра**
(дсз., тромесечно, у п.п.)

Извор: *Eurostat*.

Графикон V.0.2. **Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2025. и 2026.**
(у %)



Извор: ЕЦБ (март и јун 2025), *Consensus Economics* (април и јул 2025) и ММФ *WEO* (април и јул 2025).

0,1 п.п., на нивое од 1,5% и 1,6%, респективно, као и за **земље у успону и развоју** – за 0,4 п.п. и 0,1 п.п., на нивое од 4,1% и 4,0%, респективно. Премда је пројектовани глобални привредни раст у јулу виши него у априлу, он је и даље испод остварења у 2024. години (3,3%) и претпандемијског просека (3,7%). И у јулској пројекцији доминирају ризици асиметрични наниже, највише због и даље присутне неизвесности у вођењу трговинских политика главних економија.

Привреда зоне евра је у Т1 остварила раст од 0,6% дсз. (тј. 1,5% мг.), који је у највећој мери био резултат повећања инвестиција у основна средства и нето извоза, а мањим делом и раста потрошње домаћинстава. У супротном смеру једино је деловао пад залиха. Двоструко већи раст БДП-а зоне евра у Т1 од првобитне процене ЕЦБ-а првенствено је резултат знатног убрзања активности прерађивачке индустрије због веће тражње за капиталним добрима пре него што нове царинске мере ступе на снагу. У исто време, услужни сектор зоне евра забележио је скроман раст. У **Немачкој** и **Италији**, које су наши најважнији спољнотрговински партнери унутар зоне евра, у Т1 је такође евидентиран раст БДП-а, од по 0,3% дсз. Прелиминарни подаци *Eurostat*-а указују на то да је БДП зоне евра у Т2 знатно успорио раст, на 0,1% дсз., на шта су упућивали и рани показатељи економске активности, *PMI* и *ESI*. У исто време, процењено је да је у Немачкој и Италији БДП смањен за по 0,1% дсз.

Имајући у виду боља остварења у Т1 од очекивања и, с друге стране, процену слабијег темпа економске активности у остатку године, **ЕЦБ у јуну није мењала мартовску пројекцију раста БДП-а зоне евра од 0,9% у 2025.** Пројекцију за 2026. благо је кориговала наниже, за 0,1 п.п., на 1,1%, док је пројекцију за 2027. задржала на 1,3%. Прогнозирани раст БДП-а у средњем року требало би да подрже виши расположиви доходак, повољнији кредити (делом због претходних смањења каматних стопа), опоравак екстерне тражње, упоредо са смањењем неизвесности, као и улагања европских држава у инфраструктуру и одбрану. **Ризици јунске пројекције су остали асиметрични наниже** услед могуће ескалације трговинских и геополитичких тензија. Раст БДП-а би могао бити и већи од пројектованог у случају деескалације ових тензија, наставка улагања у инфраструктуру и одбрану, као и реформи с циљем повећања продуктивности. ЕЦБ је у јуну израдила и **два алтернативна сценарија** – оптимистички, који значи отклањање реципрочних царинских мера између САД и ЕУ, са стопом раста БДП-а од 1,2% у 2025, и песимистички, који значи пораст глобалног протекционизма и неизвесности, са

стопом раста БДП-а од 0,5%. Тржиште рада у зони евра и даље је стабилно, са стопом незапослености од 6,2% у Т2, која је на рекордно ниском нивоу.

Consensus Economics је у јулу кориговао навише априлску пројекцију привредног раста зоне евра у 2025. за 0,2 п.п., на 1,1%, док је пројекцију за 2026. кориговао наниже за 0,1 п.п., на 1,1%, што су претпоставке које смо користили у новој пројекцији. Оцењено је да је, упркос повољнијим остварењима у Т1, економска активност у зони евра још увек слаба, пре свега због повишене неизвесности у трговинским политикама ЕУ и САД и геополитичких тензија, као и слабљења екстерне конкурентности услед апрецијације евра. Наведени фактори, уз појачану волатилност на финансијском тржишту и слабију екстерну тражњу, утицали су на то да Светска банка у јуну знатно снизи јануарске пројекције раста БДП-а зоне евра и у овој и наредној години – за 0,3 п.п., на 0,7% у 2025, односно за 0,4 п.п., на 0,8% у 2026, што је ниже и од пројекција ЕЦБ-а у основном сценарију.

На нивоу региона средње и југоисточне Европе БДП је у Т1 повећан за 0,4% дсз. (тј. 2,3% на мг. нивоу), доминантно по основу раста инвестиција у основна средства, а у мањој мери и веће потрошње домаћинстава. С друге стране, у Т1 су на нивоу региона смањени залихе робе, нето извоз и државна потрошња. У свим земљама региона раст БДП-а је био нижи у Т1 него у Т4 2024, при чему је у Словенији и Мађарској регистрован пад БДП-а, док је у Румунији БДП стагнирао.

Consensus Economics **је у јулу снизио пројекције раста БДП-а у 2025.** за 0,2 п.п. у групи земаља средње Европе и за 0,6 п.п. у групи земаља југоисточне Европе, на нивое од 1,9% и 2,4%, респективно. **Пројекције раста БДП-а у 2026. такође су снижене у односу на април**, с нивоа од по 2,9% код обе групе земаља на ниво од 2,8% у средњој Европи и 2,5% у југоисточној Европи. Као разлози за лошије пројекције наведени су пораст глобалне неизвесности, који се одражава на слабије тржишно поверење, перзистентни проблеми у сектору индустрије, као и повећана опрезност међународних инвеститора. При томе, отежано је снабдевање региона енергентима услед кризе на Блиском истоку, док је екстерна тражња из зоне евра још увек слаба. Исте факторе је истакла и Светска банка, која је у јуну у односу на јануар снизила пројекције раста БДП-а у 2025. и за регион средње Европе – за 0,4 п.п., на 2,4%, и за **регион Западног Балкана** – за 0,5 п.п., на 3,2%, уз оцену да је домаћа тражња, вођена вишим реалним зарадама, кључни покретач привредног раста.

Графикон V.0.3. **Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе***
(дсз., тромесечно, у п.п.)

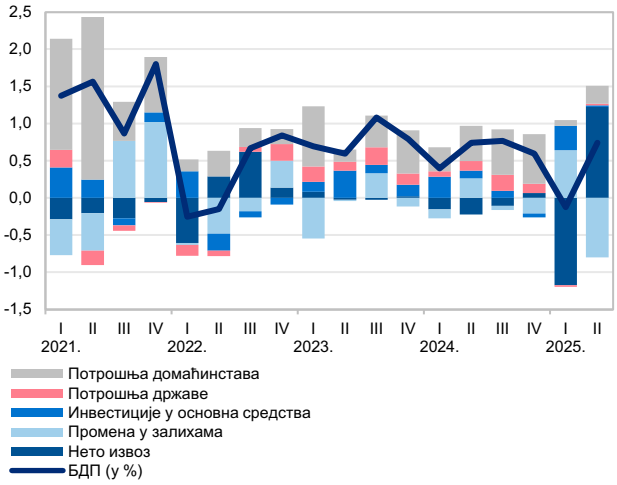
Извор: *Eurostat.*
* Обухваћене су Бугарска, Чешка, Хрватска, Мађарска, Пољска, Румунија, Словенија и Словачка.

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

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

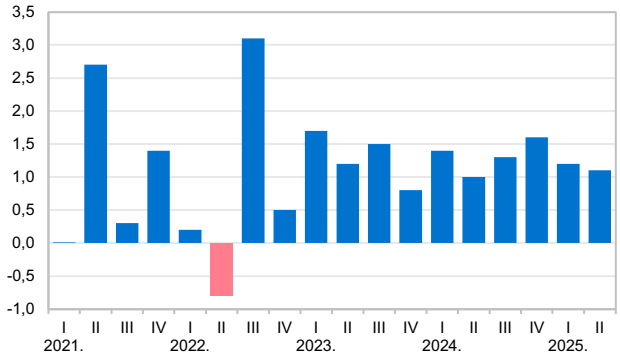
Извор: *Consensus Economics* (април и јул 2025).

Графикон V.0.4. **Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД**
(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: *U.S. BEA* и прерачун НБС.

Графикон V.0.5. **Динамика раста БДП-а Кине**
(дсз., тромесечно, у %)



Извор: Национални статистички завод Кине.

Позитиван допринос, иако мањи него раније, и даље се очекује од туристичких услуга и дознака, као и обимних фискалних подстицаја у Немачкој, која је главни спољнотрговински партнер земаља региона.

Привреда САД је у Т1 забележила благи пад од 0,1% дсз. (тј. 0,5% прерачунато на годишњи ниво), чиме је, први пут после скоро три године, ушла у негативну зону. Позитиван допринос привредном расту у Т1 који је потекао од укупних инвестиција и потрошње домаћинстава неутралисао је пад нето извоза, доминантно због снажног увоза америчких компанија како би се избегле високе царинске стопе. **ФЕД** је у јуну саопштио да доступни подаци указују на повратак БДП-а у позитивну зону током Т2 захваљујући порасту домаће тражње. На то указују и анкетни одговори америчких менаџера за набавку у секторима индустрије и услуга коју спроводи *ISM*. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, БДП је у Т2 повећан за 0,7% дсз., првенствено захваљујући опоравку нето извоза. Тржиште рада у САД и даље је стабилно, са стопом незапослености од 4,1% у јуну, колико је износила и пре годину дана и на крају прошле године. Повишена неизвесност у погледу трговинских и фискалних мера, као и ефеката регулаторне и имиграционе политике на економску активност, определила је ФЕД да у јуну снизи мартовску пројекцију раста БДП-а – за 0,3 п.п., на 1,4% у 2025, и за 0,2 п.п., на 1,6% у 2026. години, уз оцену да су ризици пројекције и даље асиметрични наниже.

У односу на прошлу годину, Светска банка и за **Кину** и **Русију** пројектује спорији привредни раст у овој и наредној години. Јануарске пројекције привредног раста Кине од 4,5% у 2025. и 4,0% у 2026. нису мењане у јуну, јер ће негативни ефекти царинских мера бити надомештени експанзивним фискалним мерама. Због лоших остварења у Т1, Светска банка је у јуну снизила пројекцију привредног раста Русије у 2025. за 0,2 п.п., на 1,4%, док је пројекцију за 2026. благо подигла навише, за 0,1 п.п., на 1,2%.

Инфлација

ММФ је у јулу благо снизио априлску пројекцију глобалне инфлације у 2025, за 0,1 п.п., на ниво од 4,2%, док је пројекцију у 2026. задржао на нивоу од 3,6%, уз оцену да постепеном успоравању инфлације са нивоа од 5,6% у 2024. и даље доприносе слабија тражња и ниже светске цене енергије. ММФ очекује даље снижавање инфлације у већини земаља света у којима се негативан шок на

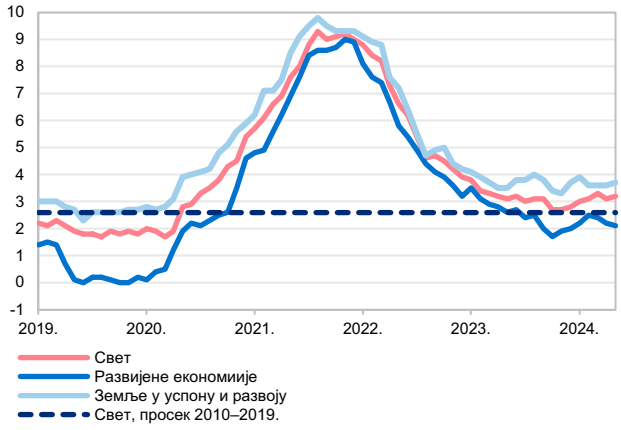
страни тражње изазван новоуведеним царинама преноси на ниже потрошачке цене.

Мг. инфлација у зони евра током Т2 кретала се око циљаног нивоа и **у јуну се нашла на циљу од 2,0%**, првенствено као резултат нижих цена енергије, иако је њихов мг. пад у јуну успорио због ниске прошлогодишње базе. У односу на март, цене услуга и индустријских производа забележиле су нижи мг. раст у јуну и определиле нижу **базну инфлацију у зони евра**, која је износила 2,3% мг., што је њен најнижи ниво од јануара 2022. Прехрамбена инфлација је од почетка 2025. у порасту и креће се изнад укупне инфлације, на нивоу од 3,0% у просеку. Мерена као промена хармонизованог ИПЦ-а, **мг. инфлација у Немачкој** успоравала је током Т2 и у јуну се спустила на 2,0% под утицајем спорије раста цена хране и пада цена енергије, који је определио и нижу **мг. инфлацију у Италији** у јуну од 1,8%. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, мг. инфлација је у јулу износила 2,0% у зони евра, 1,8% у Немачкој и 1,7% у Италији.

Услед јачања евра према долару и под претпоставком нижих цена енергије до краја године, **ЕЦБ је у јуну снизила мартовске пројекције укупне инфлације у зони евра у овој и наредној години** за по 0,3 п.п., на 2,0% и 1,6%, респективно. Пројекција инфлације од 2,0% у 2027. није мењана, што указује на њену очекивану стабилизацију око циљаног нивоа од 2% у средњем року. **ЕЦБ је у јуну снизила и пројекцију базне инфлације** – за 0,2 п.п., на 2,2% у 2025, односно за 0,1 п.п., на 1,9% у 2026, пре свега због спорије раста цена услуга услед мањих притисака с тржишта рада, при чему се ниже цене енергије одражавају и на ниже цене индустријских производа. **Ризици јунске пројекције инфлације израженији су него раније** у условима повишене глобалне неизвесности, пре свега у погледу трговинских политика, при чему су и даље асиметрични навише.

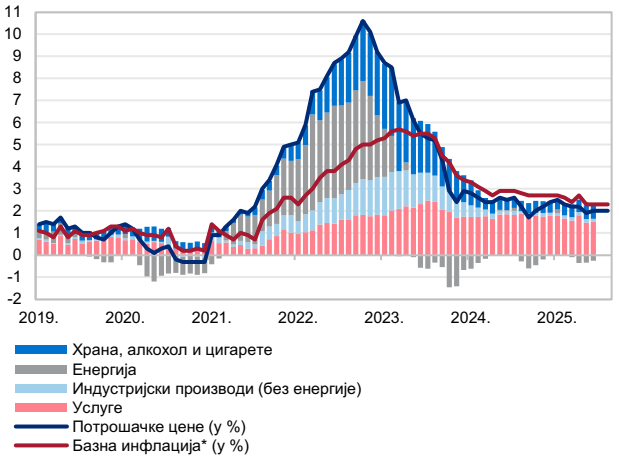
У земљама региона средње и југоисточне Европе мг. инфлација је током Т2 бележила дивергентна кретања, при чему је у свим земаља у јуну била виша него у мају, доминантно због виших цена хране, на које су утицале неповољне временске прилике у региону, као и виших текућих цена нафтних деривата. Мг. инфлација у **Чешкој** у јуну је убрзана на 2,9%, приближивши се горњој граници одступања од циља, вођена вишим ценама и хране и енергије, код којих се испољио и базни ефекат. Исти фактори су утицали и на убрзање мг. инфлације у **Румунији**, на 5,7% у јуну. У односу на март, мг. инфлација у **Пољској** у јуну је

Графикон V.0.6. **Динамика укупне инфлације**
(у %)



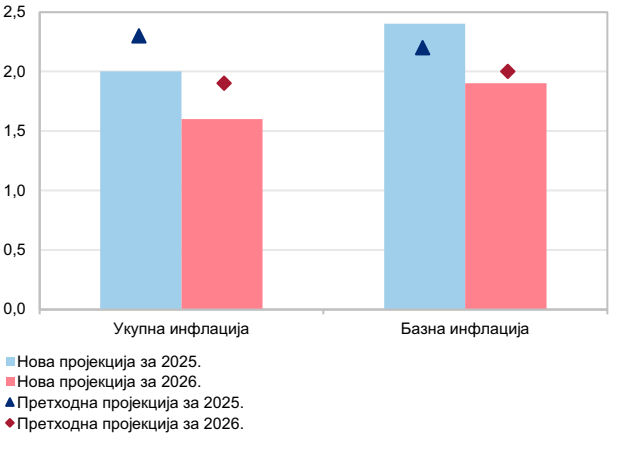
Извор: Светска банка, *Global Economic Prospects* (јун 2025).
Напомена: Подаци су агрегирани на узорку од 36 развијених земаља и 99 земаља у успону и развоју.

Графикон V.0.7. **Допринос компонената 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.0.8. **Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра**
(у %)



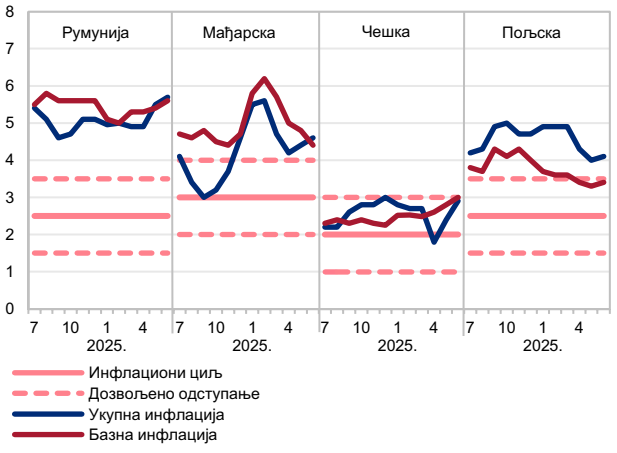
Извор: ЕЦБ (март и јун 2025).

Табела V.0.3. **Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе**
(у %)

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

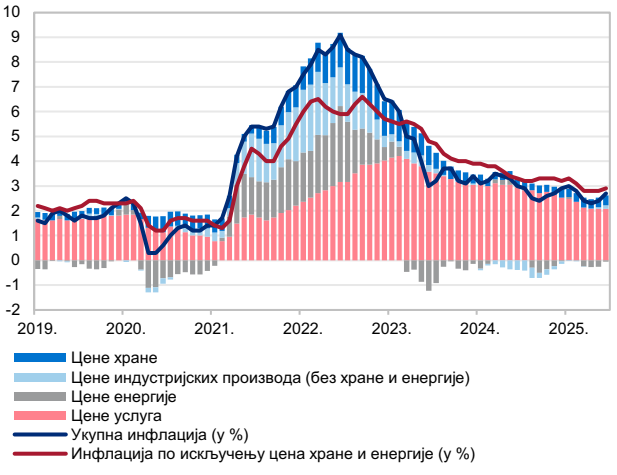
Извор: *Consensus Economics* (април и јул 2025).

Графикон V.0.9. **Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с јуном 2025)**
(мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Графикон V.0.10. **Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД**
(у п.п.)



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

успорена на 4,1% захваљујући споријем расту цена хране и цена у оквиру базне инфлације, док је у **Мађарској** у јуну била незнатно нижа него у марту (4,6% наспрам 4,7%), пре свега због нижих цена услуга и по том основу ниже базне инфлације. *Consensus Economics* је у јулу спустио априлске пројекције просечне годишње инфлације у 2025. и 2026. за скоро све земље региона које су чланице ЕУ, изузев за Румунију, код које се очекује убрзање инфлације у наредном периоду по истеку мере ограничења цене електричне енергије, као и повећања стопе ПДВ-а и акциза од августа. Заједнички ризик навише по пројектовану инфлацију у целом региону представља отежано снабдевање енергентима главним блискоисточним рутама услед повишених геополитичких тензија, као и перзистентни ценовни притисци у сектору услуга.

У свим земљама **региона Западног Балкана** мг. инфлација у јуну је била виша него у марту, првенствено због виших цена хране и повећаних цена нафтних деривата услед виших светских цена нафте и ниске прошлогодишње базе. У јуну је мг. инфлација у Босни и Херцеговини износила 4,6%, Северној Македонији 4,5%, у Црној Гори 4,2%, а у Албанији 2,4%. Изузев Албаније, *Consensus Economics* је за остале земље региона у јулу подигао априлску пројекцију просечне годишње инфлације за 2025. годину.

Мерена променом ИПЦ-а, **укупна инфлација у САД** кретала се узлазном путањом током Т2 и у јуну је достигла 2,7% мг., по основу спорије мг. пада цена енергије, као и виших цена индустријских производа (без енергије и хране), посебно половних возила. Прехрамбена инфлација у јуну је задржана на мартовском нивоу. На повишену инфлацију у Т2 указују и обе изведене мере инфлације које прати ФЕД, тј. индекс издатака за личну потрошњу и укупно и по искључењу хране и енергије, које су, мг. посматрано, у јуну износиле 2,6% и 2,8%, респективно, што је изнад мартовских нивоа. **ФЕД** је у јуну подигао мартовске пројекције ових мера за 0,3 п.п., на 3,0%, и за 0,2 п.п., на 2,4%, респективно, првенствено због повишених царина на увоз робе. При томе, ризици јунске пројекције остали су асиметрични навише, јер би се инфлација могла показати перзистентнијом од очекивања.

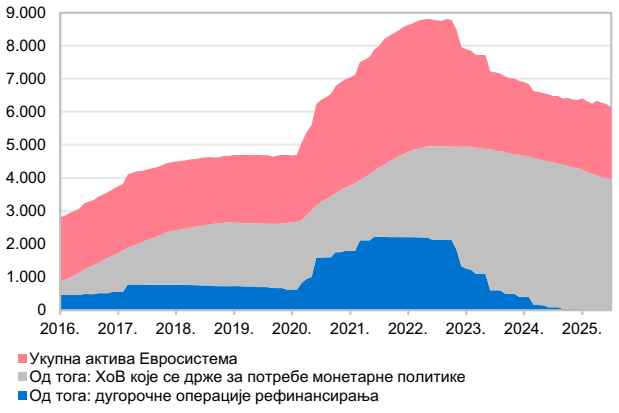
Монетарна политика

У периоду од претходног извештаја одлуке централних банака о монетарној политици и даље се разликују, у зависности од специфичних фактора и

процене ефеката неизвесних трговинских политика водећих економија и геополитичких тензија. Као што се и очекивало, **ЕЦБ** је у јуну наставила да ублажава монетарну политику, смањујући каматне стопе за 25 б.п., док их у јулу није мењала, тако да каматне стопе на депозитне олакшице, на главне операције рефинансирања и на кредитне олакшице износе 2,00%, 2,15% и 2,40%, респективно. ЕЦБ је истакла да се инфлација сада налази око средњорочног циља и да јунска пројекција указује на то да ће она бити нижа него што се пројектовало у марту, за 0,3 п.п. у овој и наредној години, пре свега због претпоставке да ће цене енергената бити ниже, а евро јачи у односу на долар него што се претпостављало пре три месеца. Оцењено је да је раст зарада и даље повишен, али да наставља да се ублажава и да се његов утицај на инфлацију делимично апсорбује нижим профитима предузећа. Када је у питању реални сектор, истакнуто је да неизвесне трговинске политике на глобалном нивоу погоршавају изгледе за инвестиције и извоз, а тиме и привредни раст зоне евра, пре свега у кратком року, али да ће растуће државне инвестиције у одбрану и инфраструктуру подстаћи привредни раст у средњем року. Споразумом који је ЕУ крајем јула постигла с новом америчком администрацијом о двоструко нижој царини од оне која је првобитно најављивана требало би да је избегнут већи трговински рат којим би била обухваћена скоро трећина светске трговине, што ће допринети смањењу неизвесности. ЕЦБ је нагласила да ће и у наредном периоду одлуке о монетарној политици доносити на основу оцене изгледа за инфлацију у светлу економских и финансијских података који буду пристизали, динамике инфлације и јачине трансмисије монетарне политике, без обавезивања на одређену путању референтне каматне стопе. Након задржавања основних каматних стопа на непромењеном нивоу у јулу, аналитичари и тржишта су склонији оцени да је смањење каматних стопа ЕЦБ-а при крају, процењујући да се оне вероватно налазе у неутралној зони или близу ње.

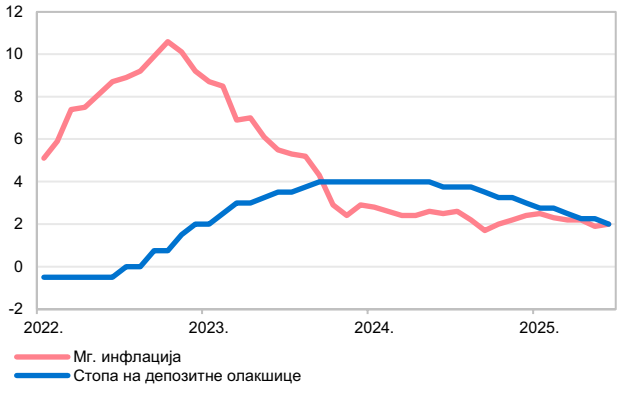
За разлику од ЕЦБ-а, **ФЕД** није мењао висину распона своје референтне каматне стопе 4,25–4,50%, чекајући више података који би појаснили слику о кретањима инфлације и економске активности. Према јунским пројекцијама, ФЕД очекује слабији привредни раст, већу инфлацију и благи пораст незапослености у наредном периоду. Инфлација би до краја 2025. могла достићи 3%, што је више него што се раније предвиђало. Истовремено, раст БДП-а је ревидиран наниже. Ове промене се приписују царинама и неизвесности у глобалним трговинским токовима. Након састанка у јулу ФЕД је изнео

Графикон V.0.11. **Консолидовани биланс Евросистема**
(стање крајем месеца, у млрд EUR)



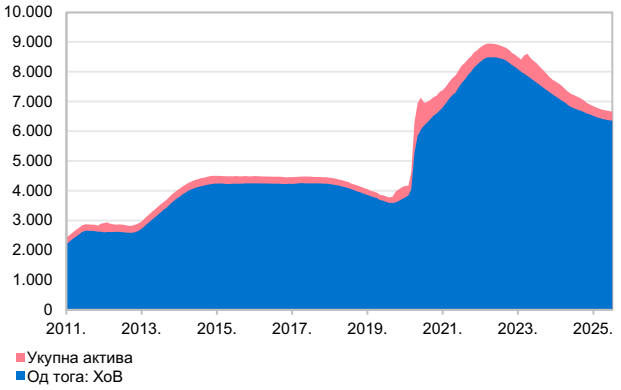
Извор: ЕЦБ.

Графикон V.0.12. **Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра**
(у %)



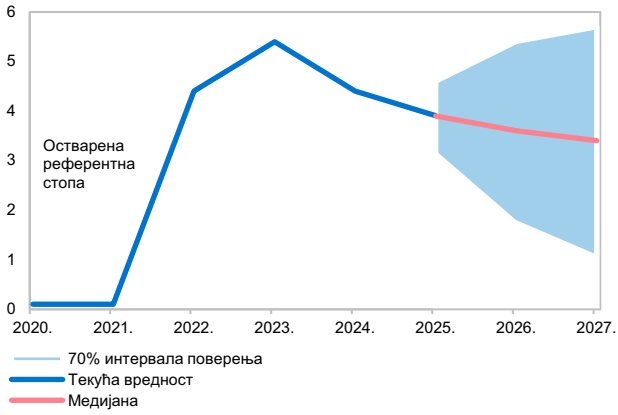
Извор: ЕЦБ и *Eurostat*.

Графикон V.0.13. **Укупна активa ФЕД-а**
(месечни просек, у млрд USD)



Извор: ФЕД.

Графикон V.0.14. **Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а**
(у %)

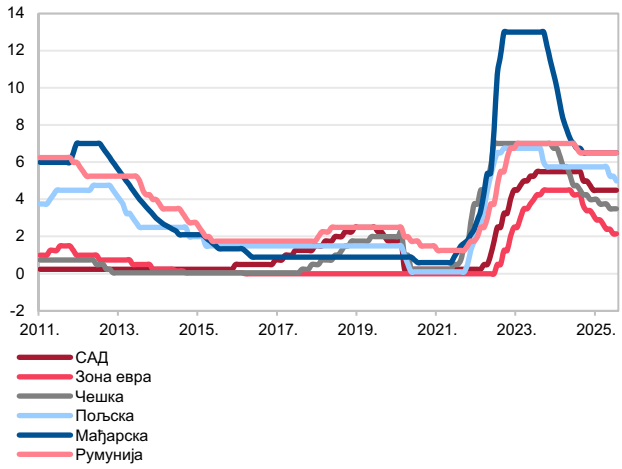


Извор: ФЕД, *Summary of Economic Projections* (јун 2025).

очекивања да ће инфлација у сектору услуга наставити да слаби, док ће повећане царине гурнути цене навише за неке категорије робе. Званичници ФЕД-а истичу да су њихове одлуке о монетарној политици вођене дуалним мандатом и већина њих сматра да би смањење распона референтне каматне стопе било пожељно у неком тренутку током ове године, јер би притисак на раст инфлације изазван царинама могао бити привремен или умерен, док би, с друге стране, економска активност могла знатније ослабити. При томе, инфлациона очекивања на средњи и дужи рок су стабилна. Јунске пројекције ФЕД-а говоре да би се до краја ове године могла очекивати два смањења распона референтне стопе (укупно за 50 б.п.), с обзиром на то да медијана пројекција представника *FOMC*-а за крај ове године износи 3,9%, што су била очекивања и у марту. За крај 2026. и 2027. године медијана пројекција је мало виша него у марту и износи 3,6% и 3,4%, респективно.

Централне банке **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације водиле су опрезну монетарну политику у периоду од претходног извештаја. **Централна банка Чешке** је у мају, по други пут ове године, смањила референтну каматну стопу за 25 б.п., на 3,5%, и након тога је није мењала због и даље знатног раста зарада, као и ефеката глобалних трговинских тензија и геополитичких сукоба на међународном плану. **Централна банка Пољске** смањила је своју референтну каматну стопу у мају и јулу, за 50 б.п. и 25 б.п., респективно, на 5,0%, након дугог периода током којег је није мењала (од октобра 2023). Кључни разлози ублажавања монетарне политике јесу ревидиране пројекције које су указивале на слабију инфлацију у наредном периоду у односу на пројекцију из марта, пре свега у овој години, за готово 1 п.п., на 4% мг., као и нешто слабији раст економске активности.

Графикон V.0.15. **Кретање референтних стопа по земљама**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

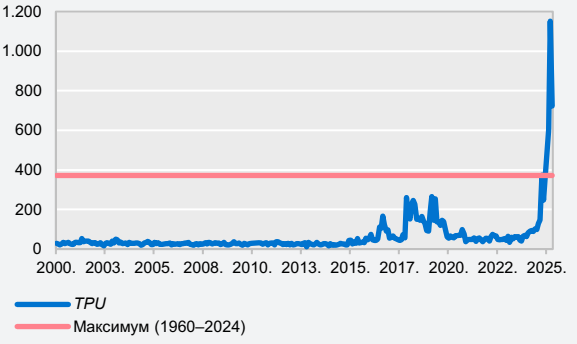
У складу са очекивањима, **централне банке Румуније и Мађарске** нису мењале своје референтне каматне стопе од августа односно септембра 2024, које тренутно износе 6,5%. Централна банка Румуније води опрезну монетарну политику, очекујући даљи раст инфлације у кратком року због планираног повећања ПДВ-а и акциза почев од августа, као и укидања ограничења на раст цена струје. **Централна банка Мађарске** настоји да усидри инфлациона очекивања у условима раста инфлације. Очекује се да ће опрезан приступ вођењу монетарне политике и даље превлађивати, с обзиром на знатан раст зарада и потрошачке тражње, као и растуће трговинске баријере и неизвесност на глобалном нивоу.

Осврт 4: Какве ће бити монетарне политике централних банака у наредном периоду

С обзиром на услове изразите неизвесности у којима тренутно централне банке воде своје монетарне политике и важност управљања инфлационим очекивањима, поставља се питање шта нас чека у наредном периоду када је у питању висина каматних стопа централних банака. Да ли ће централне банке наставити да спуштају своје референтне каматне стопе или је циклус монетарног ублажавања, у коме се налазе скоро све централне банке, готово завршен?

Одговор на ово питање није тако лако дати, јер централне банке данас нису тако експлицитне о својим будућим намерама у погледу монетарне политике као што су раније биле. Све до пандемије чини се да су се централне банке готово утркивале која ће бити што транспарентнија. Стратегија комуникације с јавношћу, тржиштима, инвеститорима и привредом од посебне је важности и готово да су речи централне банке важне у истој мери као и предузимање конкретних мера. Већина централних банака које циљају инфлацију пружала је информације јавности о својим намерама у погледу висине референтне каматне стопе – објављивањем (или описивањем) њене путање која је у основи пројекције инфлације и економске активности или помоћу тзв. смерница будуће политике (*forward guidance*), које је јула 2013. године почела да користи и ЕЦБ.

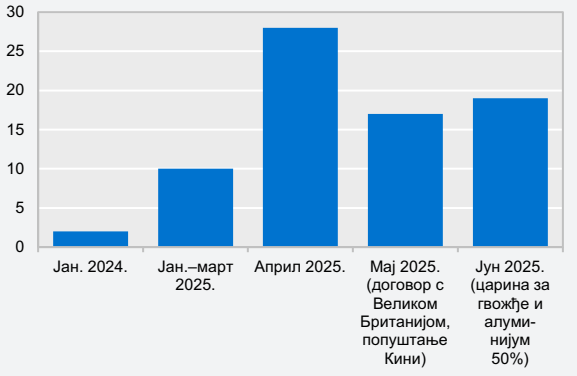
Графикон О.4.1. **Неизвесност глобалне трговинске политике (*TPU*)**
(индекс)



Извор: *Global Monthly*, *World Bank*, јун 2025.

Међутим, свет у коме живимо изгледа да постаје све сложенији, а екстерни потреси све чешћи и снажнији. Иако су креатори монетарне политике одувек морали да се носе с неизвесношћу, она је последњих година повећана на нивое који нису забележени у новијој историји. Суочили смо се с пандемијом, сукобом у Европи и на Блиском истоку, најгорим енергетским шоком од 1970-их. У међувремену, растуће геополитичке тензије преобликују глобалне економске и трговинске токове, доносе нова правила, а стратешка слика света тек треба да буде у потпуности дефинисана. Поред тога, климатске и еколошке кризе, које представљају и егзистенцијалну претњу, доводе у питање стабилност и отпорност нашег економског система. Технолошке промене и дигитализација наших економија не доносе само огромне могућности за развој и напредак већ и сложене изазове.

Графикон О.4.2. **Просечна ефективна царинска стопа САД враћена на ниво из 1930-их година**
(у %)



Извор: *Richmond FED*, *S&P Ratings Economics*.

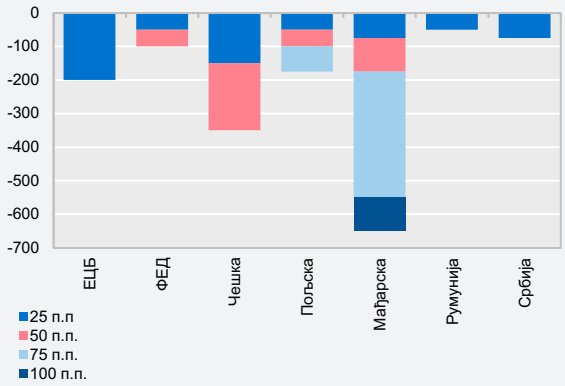
У таквом окружењу централне банке настоје да обезбеде адекватну монетарну политику која води постизању ниске и стабилне инфлације, подстицању привредног раста, као и очувању финансијске стабилности. Једна важна поука из претходних година за централне банке јесте да **до раста инфлације може доћи изненада услед ограничења на страни понуде, а не само због снажне агрегатне тражње**. Структурне промене и све већа ригидност на страни понуде повећавају ризик таквих догађаја. Такође, изненадна снажна инфлација на глобалном нивоу током пандемијског периода учинила је **инфлациона очекивања осетљивијим**. Централне банке зато

морају брзо и одлучно да реагују чим се појаве знаци „одвајања" инфлационих очекивања и да на тај начин спрече да привремени пораст цена прерасте у упорну инфлацију.

Стога централне банке данас наглашавају да ће одлуке доносити од састанка до састанка, у зависности од економских података који буду пристизали, без обавезивања на одређену путању референтне каматне стопе. Због услова изразите неизвесности морају да буду флексибилне и да приоритет дају алатима који се могу брзо прилагођавати, с јасним стратегијама изласка, како би се носиле с наглим економским променама. Морају да избегавају превелико ослањање на основни сценарио пројекција и да користе алтернативне сценарије, који ће им помоћи у комуникацији с јавношћу и разјаснити како ће централна банка реаговати у случају наступања одређених догађаја. То је пракса и Народне банке Србије, која израђује алтернативне сценарије пројекције и на тај начин узима у обзир различите могућности кретања инфлације у зависности од, на пример, изненадног скока или пада светских цена енергената, ескалације геополитичких и трговинских тензија, успеха пољопривредне сезоне и сл.

Тренутно се готово све централне банке налазе у циклусу ублажавања својих монетарних политика, који је већина започела 2024. године. Неке централне банке су ублажавање наставиле и током ове године, пре свега ЕЦБ, док су друге направиле паузу, попут ФЕД-а. Швајцарска централна банка је своју стопу спустила на нулу у јуну ове године, први пут од краја 2022. године, када је била негативна. У земљама у успону смањења су била знатнија, али су и нивои каматних стопа били виши.

Графикон О.4.3. **Укупно смањење референтних каматних стопа у актуелном циклусу ублажавања монетарних политика**
(у п.п.)



Извор: централне банке наведених земаља.

Оно што је заједничко за све централне банке јесте да су геополитичке и трговинске тензије у центру глобалних макроекономских изазова. Нова америчка администрација увела је високе царине на увоз за велики број земаља, а затим је уследила изненадна пауза, па преговори. Ови шокови долазе уз већ постојећу прерасподелу ланаца снабдевања и индустријске политике у условима високих геополитичких тензија. Произвођачи, потрошачи и финансијска тржишта с потешкоћама се прилагођавају тим променама. **Да ли и даље постоји простор за смањење каматних стопа централних банака или се циклуси ублажавања монетарних политика полако завршавају?**

Када је у питању инфлација, она је у већини земаља знатно смањена с релативно високих нивоа које је достигла након пандемије. Међутим, постоје **извесне варијације инфлације по земљама, које доприносе дивергенцији у монетарним политикама**. Када су у питању водеће централне банке, анализу у највећој мери обликују дешавања с царинама. Након три узастопна смањења распона референтне каматне стопе током П2 прошле године, **ФЕД** је управо због неизвесности око царина и њиховог ефекта на инфлацију следио стратегију „сачекај и види". Иако се то до маја није видело у подацима о потрошачким ценама, јунски подаци су показали одређене ефекте, с наглим порастима у више категорија базне инфлације, за разлику од већине других великих економија. То у највећој мери даје основ за очекивања да ће **ФЕД задржати распон референтне каматне стопе на истом нивоу све до пред крај године, мада се појављују први знаци да је смањење могуће и раније**.

С друге стране, **процењује се да је за ЕЦБ,** која води монетарну политику за 20 европских земаља, **циклус ублажавања монетарне политике готово завршен**. Након што је осам пута смањила своје основне каматне стопе од јуна 2024. године, ЕЦБ их није мењала у јулу, уз благо оптимистичне процене изгледа за привредни раст зоне евра упркос америчким царинама. Председница ЕЦБ-а Кристин Лагард навела је да је привредни раст зоне евра у складу с пројекцијама или „мало бољи", уз опрезан став о могућем смањењу каматних стопа у будућности, што је додатно учврстило очекивања тржишта да би циклус смањења каматних стопа ЕЦБ-а могао бити завршен. Након састанка у јулу, финансијска тржишта, која су пре састанка очекивала смањење депозитне каматне стопе

ЕЦБ-а на 1,75% до краја године (највероватније у септембру), сада су смањила вероватноћу таквог потеза, јер подаци указују на снажне билансе приватног сектора, раст тражње за кредитима и убрзање економске активности, које је предвођено солидним опоравком сектора услуга и знаковима опоравка у производњи, а очекује се и знатна фискална експанзија. Према већини процена, око нивоа од 2% креће се и неутрална каматна стопа за зону евра.

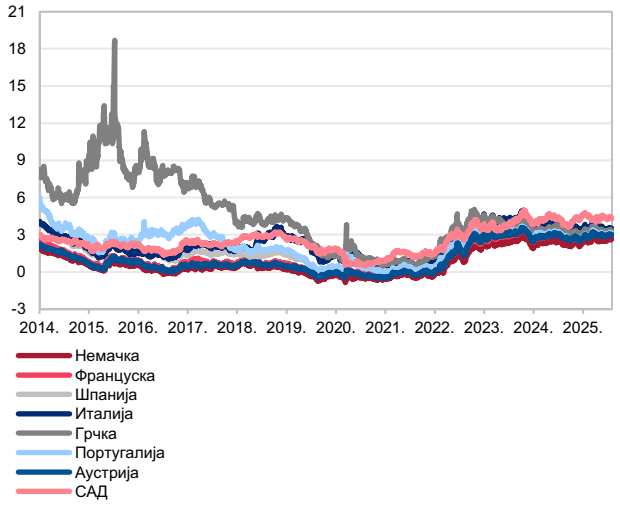
Ипак, инфлација у зони евра у наредном периоду би могла бити нижа од очекивања ЕЦБ-а, а економска активност током лета слабија, па би монетарна политика могла бити додатно ублажена и у наредном периоду. Наиме, постигнут је споразум са САД за царинску стопу од 15% на увоз из ЕУ, укључујући аутомобиле, што је била кључна ставка у захтевима немачке аутомобилске индустрије (челик и алуминијум и даље ће бити подложни царинама од 50%, док на фармацеутске производе неће бити царина). Царине од 15% су отприлике на средини између основног и песимистичног сценарија у јунским пројекцијама ЕЦБ-а, које указују на то да би више америчке царине утицале на слабији привредни раст и нижу инфлацију у зони евра. Према основном сценарију из јунске пројекције ЕЦБ-а, с царинама од 10% инфлација ће се кретати испод 2% у наредних 18 месеци, што значи да би с царинама од 15% требало да буде и нижа, што би могло да отвори простор за додатно ублажавање монетарне политике ЕЦБ-а.

Када су у питању економије у успону, директан утицај промене трговинске политике САД на инфлацију и привредни раст до сада је био релативно мали, с обзиром на то да су ефективни нивои царина били нижи него што се страховало. Међутим, индиректни утицај неизвесности у глобалној трговинској политици – као што су успоравање глобалне тражње и слабије инвестиције – могао би постати израженији у наредном периоду. Постоји и значајан ризик више цене сирове нафте због скорашњег сукоба Израела и Ирана. Од централних банака нашег региона које циљају инфлацију, **централна банка Чешке** за наредни период истиче да су све опције монетарне политике на столу. То укључује и могућност повећања референтне каматне стопе уколико инфлаторни притисци ескалирају, посебно ако се инфлација у сектору услуга настави или ако се инфлациона очекивања погоршају. У овој централној банци сматрају да борба против инфлације још није завршена и да монетарна политика мора да остане рестриктивна како би се спречио повратак високе инфлације. **Централне банке Мађарске и Румуније** имају највишу референтну каматну стопу у ЕУ (6,5%) и очекује се да ће на том нивоу остати све док је инфлација изнад циља. Поред потенцијалног утицаја трговинског рата, ризик за инфлацију у Мађарској представља и слабљење форинте. Смањење каматне стопе очекује се тек када се инфлација одрживо врати на циљ. Слично се очекује и од централне банке Румуније – извесно монетарно ублажавање средином 2026. године, када се инфлација смањи.

У складу с најбољом светском праксом и Народна банка Србије води своју монетарну политику. Захваљујући томе, као и отвореној комуникацији с јавношћу и политици стабилног девизног курса, успела је да обори двоцифрену инфлацију из 2022–2023 године. У наредном периоду **Народна банка Србије ће учинити све што је у њеној надлежности да се висока инфлација не понови**. Актуелну економску ситуацију у свету карактерише висок степен неизвесности – уз геополитичке тензије и тиме изазвану волатилност цена енергената, као и уз још увек релативно високу инфлацију у поређењу с претпандемијским периодом, појачани су изазови и ризици који проистичу из раста протекционизма и даље фрагментације светског тржишта. Не треба посебно наглашавати да је у таквим условима вођење монетарне политике изузетно комплексно и да захтева опрезност, посебно у малој и отвореној економији каква је Србија.

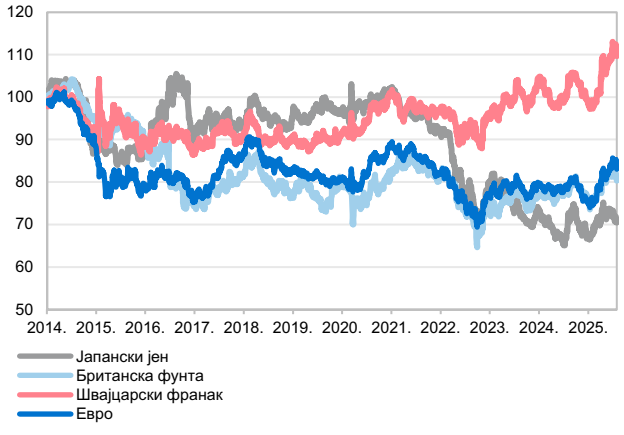
Зато одлуке о монетарној политици Народна банка Србије доноси опрезно, од састанка до састанка, у зависности од брзине успоравања инфлације и кретања њених кључних фактора из домаћег и међународног окружења, водећи рачуна и о ефектима на финансијску стабилност и привредни раст. При томе, основни инструмент монетарне политике остаје референтна каматна стопа, која представља највишу каматну стопу по којој Народна банка Србије може да повлачи вишкове динарске ликвидности банкарског сектора путем главних операција на отвореном тржишту – једнонедељних реверзних репо операција. **Реверзни репо, тј. репо трансакције продаје ХоВ**, примењује се у амбијенту структурних вишкова динарске ликвидности у банкарском систему који се на овај начин повлачи с тржишта и спречава да допринесе инфлаторним притисцима, а не због тога што Народна банка Србије има потребу за задуживањем, као што је претходних недеља било погрешних тумачења у јавности.

Графикон V.0.16. **Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра**
(дневни подаци, у %)



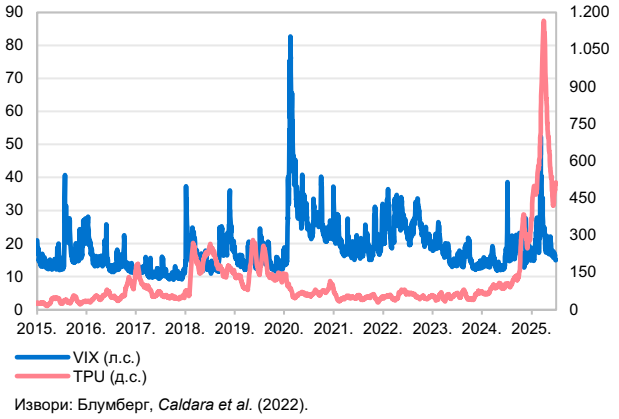
Извор: Блумберг.

Графикон V.0.17. **Кретање курсева одређених националних валута према долару***
(дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)



Извор: ММФ.
* Раст представља апрецијацију.

Графикон V.0.18. **Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту***



Извори: Блумберг, *Caldara et al.* (2022).
* *VIX* (*Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index*) мера је имплицитне волатилности *S&P 500* индекса опција; *TPU* (*Trade Policy Uncertainty Index)* је индекс неизвесности у спољнотрговинској политици.

Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља смањени су током Т2 у просеку за 20 б.п., пре свега услед даљег попуштања монетарне политике ЕЦБ-а, али и повећане тражње за државним обвезницама као сигурног уточишта у тренутку ескалације сукоба Израела и Ирана. Насупрот томе, **приноси на десетогодишње државне ХоВ САД** остали су готово непромењени у Т2, при чему су током готово целог периода бележили дивергентна кретања: периоди повећања били су обележени високим нивоом економске и политичке неизвесности у погледу будућих одлука америчке администрације, док је у смеру смањења деловала стабилизација инфлације, што, уз успоравање економске активности, отвара могућност за раније попуштање монетарне политике ФЕД-а.

Током Т2, **евро и већина водећих валута** ојачале су **према долару** на међународном финансијском тржишту, што је било опредељено мањим повереењем инвеститора у амерички долар услед смањења кредитног рејтинга САД од стране агенције *Moody's* у мају 2025. године и слабљења америчке привреде.

У периоду од претходног извештаја делом је умањена неизвесност на финансијским тржиштима, о чему сведочи пад индекса **имплицитне мере волатилности берзе (*VIX*)** током Т2, што се може довести у везу са очекивањима о деескалацији трговинског рата, услед чега је индекс неизвесности у спољнотрговинској политици (*TPU – Trade Policy Uncertainty Index*)[12] знатно смањен.

Под утицајем раста тражње тржишних учесника за сигурном активом услед јачања трговинског протекционизма и геополитичких тензија на глобалном нивоу, као и повећане куповине злата од стране централних банака, **светска цена злата** наставила је да се креће узлазном путањом током Т2 и у просеку је износила око 3.280 долара по унци, што је за 14,7% више него у Т1. Насупрот томе, цена злата је благо смањена у јулу, услед смањене глобалне неизвесности након ублажавања геополитичких тензија и склопљених трговинских споразума САД–Јапан и САД–ЕУ.

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

Светска цена нафте типа брент кретала се доминантно силазном путањом током Т2 и у јулу, услед повећане производње земаља чланица *OPEC+*, очекивања да ће глобални привредни раст успорити због високих царина, као и повећаних залиха нафте у САД, док се на повремена одступања, пре свега током јуна, одразило заоштравање геополитичких сукоба на Блиском истоку. Цена нафте је у јулу у просеку износила око 71 долара по барелу, што је за 16,9% ниже него у истом периоду претходне године, а према оценама релевантних институција, она ће наставити да се креће силазном путањом и у наредном периоду, пре свега због вишка понуде на тржишту. Америчка енергетска информативна агенција (*EIA*) очекује да цена нафте крајем 2025. и 2026. износи око 63 и 57 долара по барелу, респективно, а *Consensus Economics* очекује 63 долара по барелу крајем 2025, као и да ће се на сличном нивоу кретати током наредне године. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, она ће крајем 2025. износити око 67 долара по барелу у просеку, а затим ће се на сличном нивоу кретати и током 2026. године.

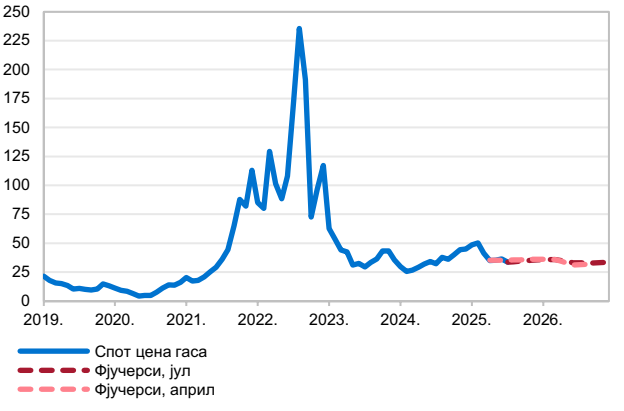
Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту *TTF* током Т2 и у јулу се доминантно кретала силазном путањом, услед ниже тражње због завршене грејне сезоне у Европи и Северној Америци, док су смањена понуда из Норвешке, повећана тражња у јуну и јулу због топлијег времена и заоштравање геополитичких односа утицали на повремена одступања. Цена гаса је у јулу у просеку износила око 34 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 410 долара за хиљаду кубних метара) и забележила је мг. раст од 4,1%.[13] На кретање цене гаса у наредном периоду у највећој мери утицаће сезонске осцилације, при чему ће, према тржишним фјучерсима, крајем 2025. она бити за 20,8% нижа него годину дана раније, док ће у децембру 2026. бити нижа за 6,0%, мг. посматрано. *Consensus Economics* очекује да крајем 2025. цена гаса буде мг. нижа за 13,7%, а крајем 2026. за 9,8%.

Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) кретала се силазном путањом током априла и маја услед смањене тражње, повећане производње из обновљивих извора, као и ниже цене природног гаса, док је у јуну и јулу умерено повећана, под утицајем раста тражње због високих температура

Графикон V.0.19. **Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент**
(USD/барел)

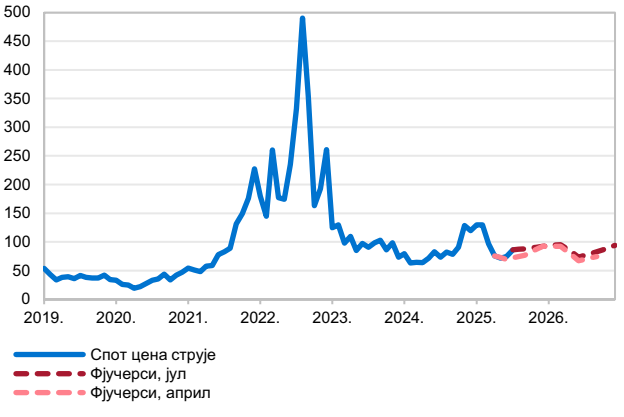
Извор: Блумберг.

Графикон V.0.20. **Европска цена природног гаса**
(EUR/MWh)



Извор: Рефинитив.

Графикон V.0.21. **Европска цена струје**
(EUR/MWh)

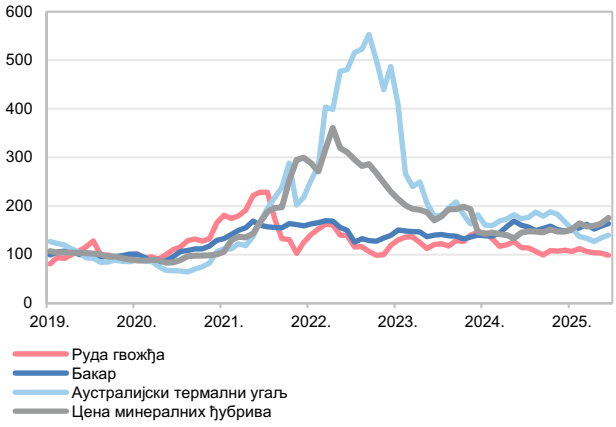


Извор: Рефинитив.

[13] 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).

и више цене природног гаса. Цена електричне енергије на немачкој берзи у јулу је износила око 87 евра по мегават-сату, у просеку, што је за 17,6% више него у истом периоду претходне године. Сличну путању имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, с тим што је била на нешто вишем нивоу (у јулу је у просеку износила око 104 евра по мегават-сату). Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије на немачкој берзи ће се, сезонски уобичајено, повећати, на око 93 евра по мегават-сату до краја 2025, након чега ће се, уз одређене сезонске осцилације, на сличном нивоу кретати и у 2026. години.

Графикон V.0.22. **Цене изабраних производа на светском тржишту**
(индекс, 2019 = 100)



Извор: *Commodity Prices*, Светска банка.

Под утицајем сезонски уобичајене ниже тражње, повећане производње у Кини и Индонезији, као и повећаних залиха, **цена термалног угља** наставила је да се креће силазном путањом у априлу, када је у просеку износила око 100 долара по тони, што је њен најнижи ниво у претходне четири године. Насупрот томе, цена термалног угља кретала се узлазном путањом до јула, када је у просеку износила око 113 долара по тони, што је за 8,6% више него у марту, пре свега због раста тражње кинеских електрана ради повећања залиха. *Consensus Economics* не очекује у наредном периоду значајне промене цене угља, која би до краја 2026. требало да остане стабилна на нивоу око 110 долара по тони. Према пројекцијама Светске банке, цена термалног угља ће у 2025. бити у просеку за 27% нижа него у 2024, а у 2026. ће бити смањена за 5%.

Светске цене минералних ђубрива наставиле су да расту током Т2 и у јулу, при чему су у јулу у просеку биле за 20,4% више у односу на март. На раст цена минералних ђубрива одразиле су се снажна тражња и ограничена понуда из земаља значајних извозника, с обзиром на рестрикције извоза Кине и санкције уведене Белорусији.

Светске цене већине метала и минерала смањене су у априлу, првенствено услед забринутости у погледу успоравања глобалне тражње изазване растућим царинама и трговинским баријерама, пре свега између САД и Кине, али су се до краја јула опоравиле под утицајем постигнутих трговинских споразума. *Consensus Economics* очекује благи пад цена метала у наредном периоду, при чему ће индекс светских цена основних метала[14] на крају децембра бити нижи за

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

0,4% него на крају 2024. године, а децембру 2026. за 1,1% нижи него крајем 2025. године.

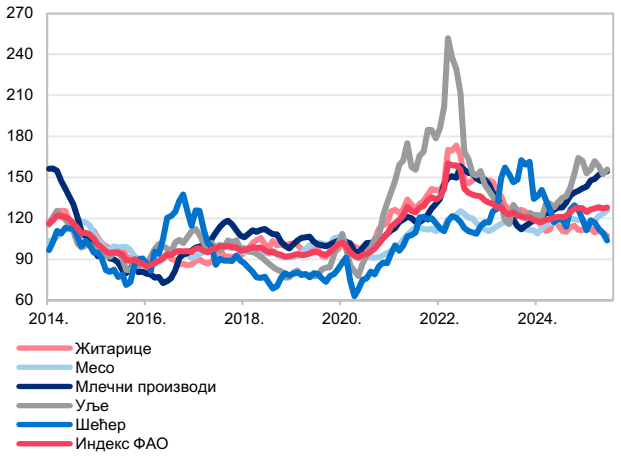
Светске цене хране, мерене индексом ФАО, благо су порасле у Т2, па су у јуну биле за 0,6% више у односу на март, док су мг. посматрано више за 5,8%. Током Т2 повећане су цене меса (6,5%) и млечних производа (3,8%), док су смањене цене шећера (11,3%), биљних уља (3,7%) и житарица (2,1%). Поред тога, **светска цена кафе** кретала се доминантно силазном путањом током Т2 и у јулу, при чему је композитни индекс кафе, који објављује Светска организација кафе, крајем јула био за 24,0% нижи него на крају марта. Светска цена какаоа кретала се узлазном путањом до средине маја, након чега је до краја јула смањена на око 7.300 долара по тони, што је за 2,8% ниже него крајем марта. Пад цена кафе и какаоа првенствено је последица слабије тражње изазване рекордно високим ценама у претходном периоду.

Светске цене примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје) доминантно су се кретале силазном путањом током Т2, под утицајем нове жетве пшенице на северној хемисфери и појачане неизвесности у вези с јачањем протекционизма на глобалном нивоу и по том основу слабијих изгледа за глобални привредни раст. Насупрот томе, цене примарних пољопривредних производа су у јулу умерено повећане, нарочито кукуруза, пре свега због неповољних временских прилика у Европи. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа наставиће да се благо повећавају у наредном периоду, тако да би крајем 2025. требало да буду за 4,4% више него на крају 2024, а крајем 2026. за 5,9% више него крајем 2025. године.

Интерне претпоставке

У новој пројекцији претпостављамо да ће овогодишња **домаћа пољопривредна сезона** бити лошија од вишегодишњег просека, који смо претпостављали у претходној пројекцији, у недостатку информација на почетку сезоне. Сада на основу расположивих података РЗС-а о производњи пшенице и појединих сорти воћа, као и о засејаним површинама јесењих култура, а посебно имајући у виду временске прилике – најпре топлије време па мраз током пролећа, а затим високе температуре у јуну, готово без кише, што га чини најсушнијим јуном у последњих 55 година – у новој пројекцији

Графикон V.0.23. **Индекс светских цена хране**
(номинално, 2014−2016 = 100)

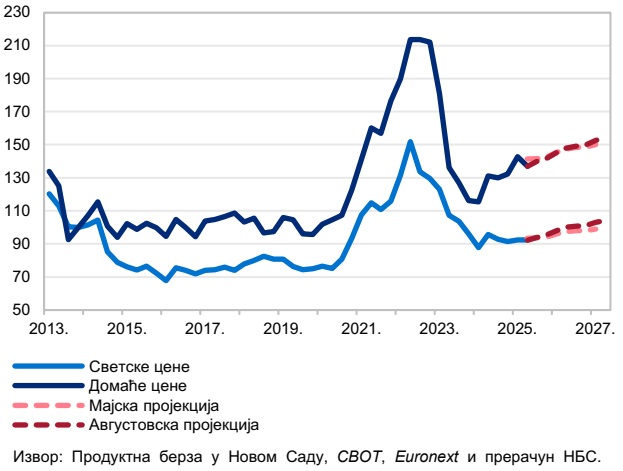


Извор: ФАО, УН.

Графикон V.0.24. **Цене кафе и какаоа на светском тржишту**
(индекс, 2019 = 100)

Извор: Рефинитив.

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.

претпостављамо да ће пољопривредна производња ове године забележити раст од 2%. Очекујемо да ће пољопривредна производња бити на сличном нивоу и наредне године. Модернизација опреме и већа примена агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди, утицаће на раст пољопривредне производње у наредним годинама, али ће климатски фактори и даље знатно утицати на пољопривреду, нарочито ако се има у виду да се последњих година током лета често бележе екстремно високе температуре и сушни периоди.

Након 4,2% у 2024. години, процењујемо да ће **раст регулисаних цена** ове године износити 5,8%, чему највише треба да допринесе раст цена комуналних услуга, струје и цигарета. За наредне две године претпоставили смо благо нижи раст регулисаних цена од око 5,0%.

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 и раста запослености, као и раста минималне цене рада од 9,4% у октобру ове године и 10% у јануару наредне године. Очекује се да ће поменути раст минималне цене рада у извесној мери повећати притиске у правцу раста зарада у наредном периоду. Како постепено буду слабили инфлаторни притисци, реални раст зарада током хоризонта пројекције требало би да успори и приближи се расту продуктивности. Конкретно, претпостављамо да ће просечан реални раст зарада након 9% прошле године у овој години износити око 7%, а у наредној години би требало да буде благо нижи.

Подршку расту потрошачке тражње пружиће и раст **пензија** у наредном периоду, чије учешће у БДП-у ипак не би требало да пређе 10%, као и **дознаке из иностранства**, чији прилив за ову годину пројектујемо на сличном нивоу као прошле године. У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу већ се одражавају попуштање кредитних стандарда и ниже каматне стопе и за динарско задуживање, и за задуживање у евро знаку, захваљујући ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а. У складу с тим, наставак раста кредитне активности очекујемо и у наредном периоду.

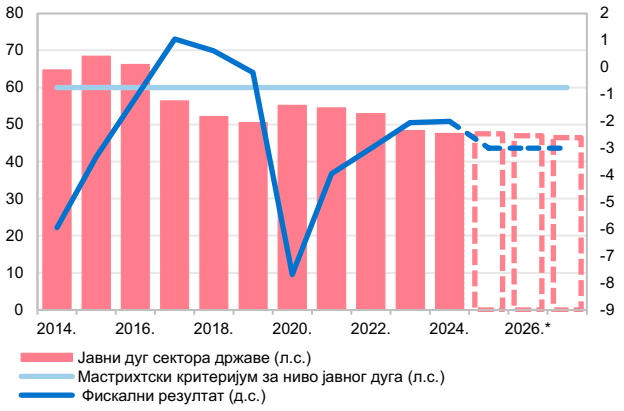
Поводом **санкција америчке администрације НИС-у** због већинског руског власништва, у нашем основом сценарију за пројекцију инфлације и БДП-а

претпоставили смо да ће оне бити одложене до проналажења финалног решења. То је и потврђено крајем јула, када су санкције НИС-у одложене за још месец дана, што је пето одлагање до сада. Ако евентуално буду уведене, негативне импликације биле би израженије у кратком року и односиле би се првенствено на мању производњу и извоз нафтних деривата и њихове више цене. Такође, узели смо у обзир и да Србија има довољно резерви нафте и нафтних деривата за три месеца, које се могу искористити у случају било каквог потенцијалног проблема са увозом сирове нафте и њеном прерадом, као и да би у том случају Република Србија предузела активности да се настави производња.

Фискална кретања у првој половини ове године карактерише дефицит сектора државе од 21,3 млрд динара (–0,4% БДП-а), док је суфицит примарног биланса износио 66,2 млрд динара (1,3% БДП-а). **Приходи буџета**, реално посматрано, повећани су за 1,9% мг. у шест месеци 2025, у највећој мери вођени растом прихода од пореза на доходак грађана услед наставка позитивних кретања на тржишту рада. Упркос повећању реалног расположивог дохотка, раст приватне потрошње становништва био је умеренији, у условима увећаних друштвених и политичких тензија, што се одразило на негативан допринос прихода од ПДВ-а. Поред тога, приходи од пореза на добит нижи су међугодишње посматрано, јер је у 2024. остварена нижа профитабилност привреде него у претходној години, али је она и даље висока и, према подацима Агенције за привредне регистре, износила је 866 млрд динара. **Расходи буџета** забележили су реални раст од 4,8%, у највећој мери вођен повећањем пензија и капиталних расхода у оквиру тренутног инвестиционог циклуса, уз нешто мањи допринос повећаних издатака за плате у јавном сектору, затим робу и услуге и субвенције.

Новим **средњорочним фискалним оквиром** *Ревидиране Фискалне стратегије за 2026. са пројекцијама за 2027. и 2028. годину* предвиђено је да у средњем року фискална политика има умерено експанзиван карактер, по основу даљег инвестирања у инфраструктуру у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Промене у односу на претходни оквир односе се на благе корекције наниже очекиваних прихода од ПДВ-а и капиталних расхода, у складу са забележеном динамиком реализације од почетка године. По основу текућег инвестиционог циклуса дефинисано је учешће капиталних расхода од око 7,0% у БДП-у у текућој години и наредном периоду, уз постизање фискалног дефицита од 3%

Графикон V.0.26. **Фискални резултат и јавни дуг сектора државе**
(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.
* Пројекција из *Ревидиране Фискалне стратегије за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027.*

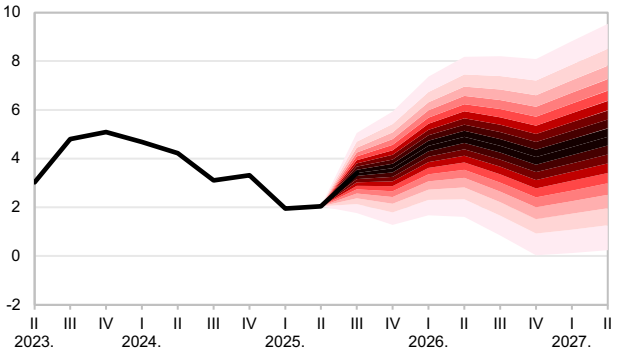
БДП-а све до краја 2027. године, након чега ће се ниво дефицита прилагодити фискалном правилу, чија ће примена започети од 2029. Учешће јавног дуга сектора државе у БДП-у планирано је на нивоу од 46,8% за 2025. годину, при чему се с предвиђеном динамиком фискалног дефицита очекује смањење учешћа дуга на 46,2% БДП-а до краја 2028. године.

Пројекција БДП-а

Наша нова пројекција **раста БДП-а** за ову годину нижа је од мајске и износи 2,75%, пре свега под утицајем мањег раста пољопривредне производње од очекиваног у мају, када смо претпоставили да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна. Сада, узимајући у обзир расположиве податке РЗС-а о производњи пшенице и појединих сорти воћа, као и о засејаним површинама јесењих култура, али и с обзиром на релативно неповољне временске прилике током претходних месеци, процењујемо да ће овогодишња пољопривредна сезона бити лошија од просечне, а ипак нешто боља од прошлогодишње. Поред тога, прилив по основу СДИ и током Т2 наставио је да бележи нижи раст него у истом периоду претходне године, што указује да ће приватне инвестиције, а делом и активност у грађевинарству, ове године забележити слабија остварења од претходно очекиваног. Такође, због и даље ниског хидропотенцијала, као и смањених залиха угља, ни енергетика се није опоравила у складу са очекивањима. Ипак, убрзање активности се очекује у П2, чему треба да допринесу даљи раст производње и извоза аутомобилске индустрије, као и реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027". Пројекција раста БДП-а за 2026. и 2027. годину и даље је у распону 4,0–5,0%, при чему се за 2027, годину одржавања изложбе „Експо 2027", очекује раст ближи горњој граници овог распона.

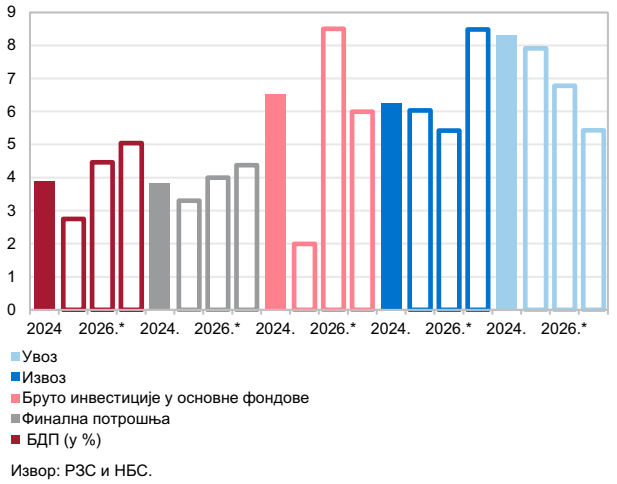
Раст привредне активности водиће **домаћа тражња** и у текућој и у наредне две године, при чему је њен допринос у 2025. коригован благо наниже у односу на претходну пројекцију, док је корекција за 2026. и 2027. у позитивном смеру. У оквиру домаће тражње највећи позитиван допринос се очекује од потрошње домаћинстава, а следи их државна потрошња. Подршку расту обезбедиће и бруто инвестиције у основне фондове, уз позитиван допринос и приватних и државних инвестиција, којима ће доприносити реализација пројеката планираних програмом „Експо 2027", као и осталих инфраструктурних пројеката.

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



Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.
* Процена и пројекције НБС.

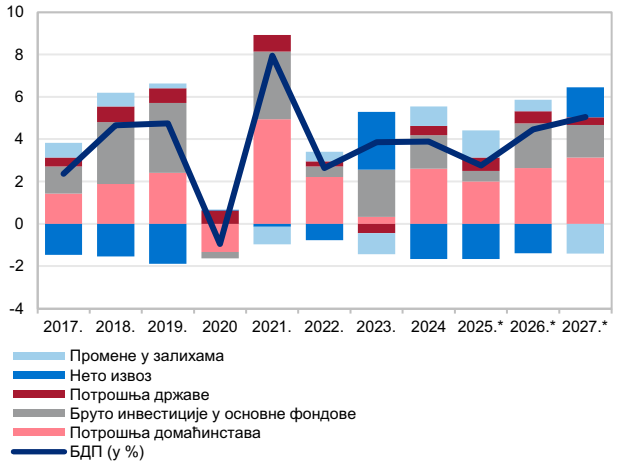
Убрзању процеса реалне конвергенције Србије ка ЕУ требало би свакако да допринесе и убрзани раст Србије у средњем року по основу раста инвестиција и продуктивности. Истовремено, очекујемо да ће реални увоз у текућој и наредној години расти брже од извоза као резултат очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, што ће за последицу имати негативан допринос **нето извоза** расту БДП-а у ове две године. Наша процена је да ће се он постепено смањивати, да би у 2027. години нето извоз позитивно доприносио расту економске активности захваљујући расту извоза, и то посебно туристичких и пословних услуга услед одржавања изложбе „Експо 2027".

Посматрано по појединачним категоријама, **приватна потрошња**, која има и највеће учешће у структури БДП-а, према августовској пројекцији требало би да обезбеди и највећи позитиван допринос расту економске активности у 2025. години, од 2,0 п.п., док би њен допринос у наредне две године постепено растао на 2,6 п.п. у 2026. и 3,1 п.п. у 2027. Раст личне потрошње биће подржан растом расположивог дохотка захваљујући позитивним трендовима на тржишту рада, тј. очекиваним даљим растом плата и запослености, као и растом 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. Такође, просечна пројектована стопа раста приватне потрошње за период 2025–2027. једнака је просечном пројектованом расту привредне активности у наведеном периоду, што доприноси и средњорочној ценовној стабилности. Истовремено, реални расположиви доходак биће подржан и повољнијим условима кредитирања и даљим растом кредитне активности, захваљујући ефектима досадашњег ублажавања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а.

Државна потрошња наставиће, и према августовској пројекцији, позитивно да доприноси расту БДП-а, са 0,6 п.п. у текућој години, колико ће у износити њен допринос и у наредној години, да би у 2027. био смањен на 0,4 п.п. Пројекција раста државне потрошње уважава планиране издатке за плате и раст расхода за робу и услуге по основу реализације програма „Експо 2027".

Приватне инвестиције наставиће да пружају позитиван допринос расту привредне активности у текућој (0,1 п.п.) и наредне две године (1,3 п.п. и 1,1 п.п.). Основни извор финансирања приватних

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

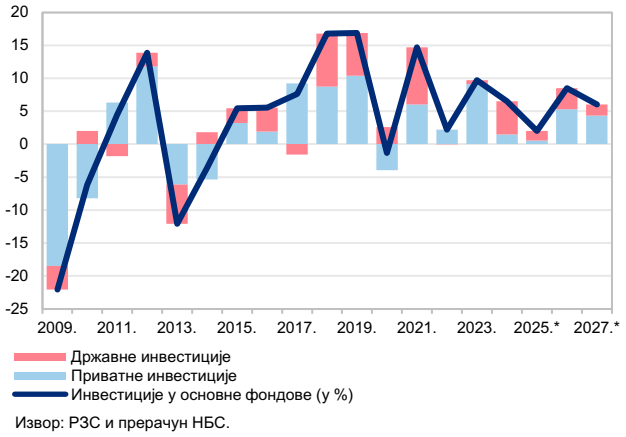


Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.30. **Стопа раста приватне потрошње и њених извора**
(номиналне мг. стопе, у %)

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.31. **Кретање инвестиција у основне фондове**
(мг. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

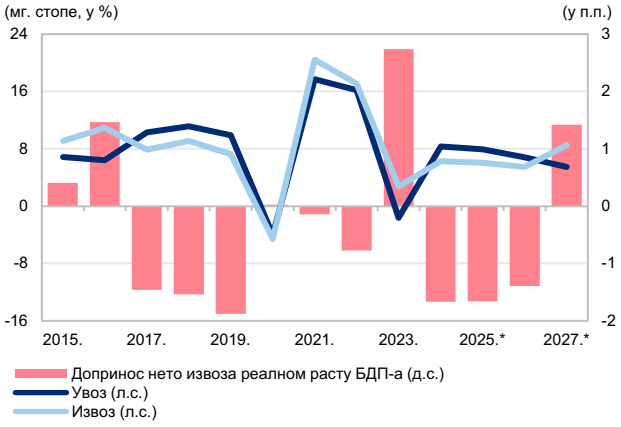
инвестиција остаће сопствени капитал, као резултат остварене високе профитабилности предузећа из претходних година (866 млрд динара у 2024. години), што је још један од доказа изграђене отпорности наше економије на негативне екстерне и домаће потресе. Поред тога, значајан подстицај инвестицијама наставиће да пружају СДИ, као и повољнији услови задуживања захваљујући досадашњем ублажавању монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а и по том основу раст кредитне активности.

Очекује се даљи раст **државних инвестиција**, чији ће допринос укупном расту БДП-а у 2025. износити 0,4 п.п. Двоструко бржи раст, а самим тим и допринос од 0,8 п.п. расту БДП-а очекиван је за 2026. годину, чему ће допринети реализација планираних значајних пројеката у саобраћајној инфраструктури и енергетици, који ће бити финансирани средствима државе, а захваљујући програму „Експо 2027" можемо очекивати и додатна значајна улагања у осталу јавну инфраструктуру. Позитиван допринос државних инвестиција очекиван је и у 2027. години (0,4 п.п.). То потврђује и средњорочни план дефинисан *Фискалном стратегијом за 2026. са пројекцијама за 2027. и 2028. годину*, који предвиђа даљи раст капиталних расхода и њихово стабилно учешће у БДП-у од око 7% у средњем року.

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

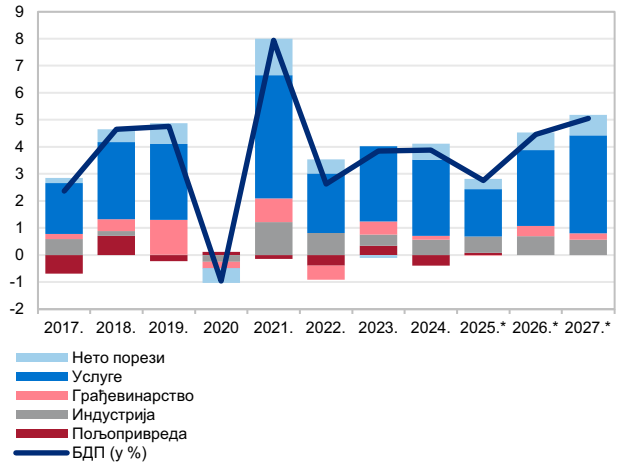
Позитиван допринос расту БДП-а у текућој години очекује се и од **извоза робе и услуга**, као резултат раста извоза, пре свега прерађивачке индустрије, где значајан допринос обезбеђује почетак серијске производње у аутомобилској индустрији и повезаним гранама, уз претпоставку несметаног наставка производње у НИС-у и активирања нових капацитета у енергетици, а од наредне године и услед очекиваног постепеног опоравка екстерне тражње. Раст извоза биће подржан и ефектима инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и одржавањем изложбе „Експо 2027", захваљујући чему смо пројектовали постепено убрзање раста извоза до 9% у 2027. Томе ће значајну подршку пружити и позитивни трендови у размени услуга са иностранством, за које очекујемо да се наставе и у текућој и у наредним годинама, чему доприносе распрострањени раст извоза услуга посматрано по врстама, а првенствено ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта (и поред

Графикон V.0.32. **Реални раст извоза и увоза**



Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.33. **Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна**
(у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

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.	2028.	Након 2028.	Укупна вредност
1. Експо	393	392	405	0	0	0	1.191
2. Путна инфраструктура; изградња ауто-путева, брзих саобраћајница, мостова, тунела и др.	4.635	1.179	1.032	539	340	1.316	9.041
3. Железничка инфраструктура; пројекат мађарско-српске железнице, реконструкција и модернизација пруге Београд–Ниш и др.	1.461	505	529	490	491	1.322	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.	151	75	112	94	92	131	656
5. Комунална инфраструктура	360	143	147	147	153	2.497	3.447
6. Остали пројекти; модернизација инфраструктуре јавног сектора, образовање, наука, здравство, спорт и др.	932	369	451	138	27	11	1.927
УКУПНО	7.933	2.664	2.676	1.408	1.103	5.277	21.061

Извор: *Фискална стратегија за 2026. годину са пројекцијама за 2027. и 2028.*

очекиваног раста увоза, пре свега туристичких услуга у условима раста личне потрошње). Наша пројекција претпоставља реализацију царина које је америчка администрација најавила према свим земљама с којима не успеју билатерални преговори. Ипак, директни ефекти увођења царина на Србију не би били велики, јер извоз Србије у САД чини мање од 2% укупног извоза, али би свакако постојали и индиректни ефекти, преко утицаја на зону евра, као и услед чињенице да ће се примењивати на аутомобилску индустрију, где је висок степен наше интеграције у глобалне ланце производње. Имајући у виду потребе планираних инвестиционих активности у наредном периоду, као и раст личне потрошње, за 2025. и 2026. годину пројектовали смо бржи раст **увоза робе и услуга** у односу на извоз. Све наведено за последицу има очекивани негативан допринос **нето извоза** у текућој и наредној години, али ће се он постепено смањивати са –1,7 п.п. у 2025. на –1,4 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” (према нашој тренутној процени, око 3 млн страних туриста посетиће нашу земљу за три месеца трајања изложбе).

Посматрано с производне стране, као и претходна, и августовска пројекција претпоставља да ће раст БДП-а у 2025. и надаље водити **услужни сектори**, мада у овој години мање него што смо очекивали у мају. Очекује се да допринос услужних сектора расту укупне економске активности порасте са 1,7 п.п. у 2025. на 3,6 п.п. у 2027. години. Томе ће допринети раст приватне потрошње, подржан позитивним трендовима на тржишту рада, растом зарада и расположивог дохотка и растом кредитне активности.

Такође, очекивани долазак бројних посетилаца изложбе „Експо 2027” позитивно ће се одразити на раст активности у услужним секторима. У складу с растом потрошње и услужних делатности, што ће за резултат имати и бољу наплату пореских прихода, пројекција претпоставља позитиван допринос расту БДП-а од **нето пореза**, који би, према нашој процени, требало да у просеку износи око 0,6 п.п. годишње.

Иако нижи него у претходној пројекцији, пројектован је и раст активности производних сектора, чији збирни допринос расту БДП-а, према августовској пројекцији, у 2025. износи 0,7 п.п., у 2026. 1,1 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 око 0,6 п.п. годишње), 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. Након стагнације у текућој години, позитиван али нешто нижи допринос него у претходној пројекцији требало би да обезбеди **грађевинарство** (0,3 п.п. у просеку у наредне две године) 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 бакра) и већој производњи у категорији „остало рударство”, која обухвата грађевински материјал. Благи позитиван допринос од наредне године очекиван је од **енергетике** као резултат планираних структурних реформи, у складу са аранжманом с ММФ-ом, почетка рада новог блока у термоелектрани „Костолац”, као и отварања нових капацитета обновљивих извора енергије.

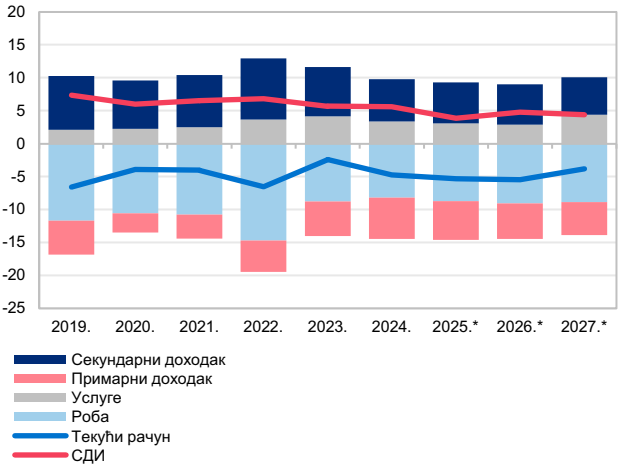
Када је реч о **пољопривреди**, према нашој процени, а узимајући у обзир расположиве податке РЗС-а о производњи пшенице и појединих сорти воћа, као и о засејаним површинама јесењих култура, али и с обзиром на временске прилике (мраз током пролећа, високе температуре у јуну, уз малу количину падавина), процењујемо да ће овогодишња **пољопривредна сезона** бити лошија од просечне, а ипак нешто боља од прошлогодишње. Конкретно, према процени РЗС-а, у 2025. очекује се пад производње вишања за 42,3% и малина за 12,2% у односу на претходну годину. Истовремено, имамо и

мање засејане површине кукуруза (за 2,7%), шећерне репе (за 26,6%), сунцокрета (за 2,5%) и соје (за 5,8%). Процена је да је производња пшенице већа за 24,3% у односу на 2024. годину. Када узмемо све наведено у обзир, наша процена је да ће пољопривредна производња остварити раст од 2,0% у текућој години, и тиме обезбедити 0,1 п.п. расту укупног БДП-а. 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, али ће ефекат на пољопривреду у великој мери и даље зависити од климатских фактора, нарочито ако се има у виду да се последњих година током лета често бележе температуре које су изнад вишегодишњих просека и с малом количином падавина.

Пројекција екстерне позиције Србије

РЗС је ревидирао податке о робном извозу Србије у 2024. години и за Т1 2025, па је наша нова пројекција **дефицита текућег рачуна** у 2025. коригована у складу с тим и износи 4,7 млрд евра, тј. 5,3% БДП-а, што је благо изнад прошлогодишњег учешћа од 4,7% БДП-а и близу просечне равнотежне стопе. Наша пројекција узима у обзир очекивано убрзање раста извоза робе и услуга у наредним годинама, чему, поред инвестиција у извозне секторе из претходних година и активирања нових капацитета у аутомобилској индустрији, треба да допринесе и постепени опоравак екстерне тражње. Истовремено, очекујемо даљи раст увоза робе и услуга, првенствено по основу већег увоза опреме и репроматеријала за потребе наставка инвестиционог циклуса и већих издатака државе за реализацију програма „Експо 2027", као и раст увоза потрошне робе и туристичких услуга захваљујући већем расположивом дохотку становништва, што ће за последицу имати благо већи дефицит текућег рачуна у 2026. од око 5,5% БДП-а, док ће у 2027, години одржавања специјализоване изложбе „Експо", и раст извоза туристичких услуга допринети да дефицит текућег рачуна буде снижен на око 4% БДП-а. У периоду пројекције очекујемо позитиван ефекат односа размене, тј. већи очекивани раст извозних од увозних цена, али ће се он смањивати и бити готово неутралан крајем периода пројекције.

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



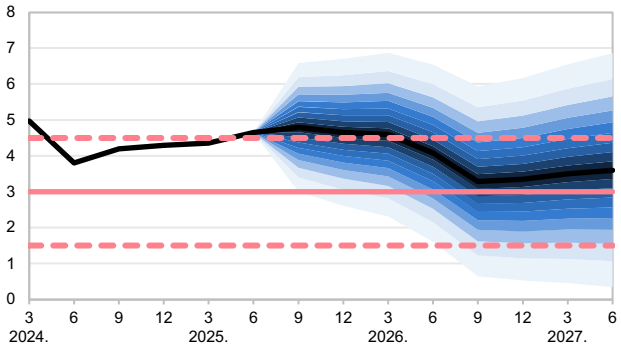
Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

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 6% БДП-а у 2025, а затим постепено опада на 5,4% у 2026. и 5,0% у 2027. 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 се кретати у распону 4–5% БДП-а.

Пројекција инфлације

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



Извор: НБС.

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

Табела V.0.5. **Најважније претпоставке пројекције**

	2025.		2026.		2027.	
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	Мај	Авг.	Мај	Авг.	Мај	Авг.
Раст БДП-а у зони евра	0,8%	1,1%	1,2%	1,1%	1,3%	1,3%
Инфлација у зони евра (просек)	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	2,0%	1,9%
Тромесечни *EURIBOR* (децембар)	1,6%	1,8%	1,8%	1,9%	2,1%	2,2%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	3,0%	4,4%	4,1%	5,9%	-1,0%	-0,3%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	64	68	65	67	66	67
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,5%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

Према нашој августовској централној пројекцији, очекујемо да ће **мг. инфлација и у остатку ове године наставити да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља (3 ± 1,5%) због утицаја неповољних временских прилика на почетку овогодишње пољопривредне сезоне и виших цена воћа и поврћа, као и услед раста светске цене нафте. Након тога ће постепено успоравати у наредној години и у просеку ће износити 4,0%, а крајем године приближиће се централној вредности циља. Крајем хоризонта пројекције, што је П1 2027. године, у просеку износиће око 3,5%.** Фактори који ће утицати на очекивано успоравање инфлације током хоризонта пројекције и даље су рестриктивни монетарни услови, висока база код цена хране, пре свега воћа и поврћа, нижа увозна инфлација и слабљење долара према евру. У поређењу с претходном пројекцијом из маја, нова пројекција инфлације је на вишем нивоу, пре свега због утицаја неповољних временских прилика на цене свежег воћа и поврћа, виших цена прерађене хране, више светске цене нафте, као и бржег пројектованог реалног раста зарада услед планираног ванредног повећања минималне зараде у октобру ове године.

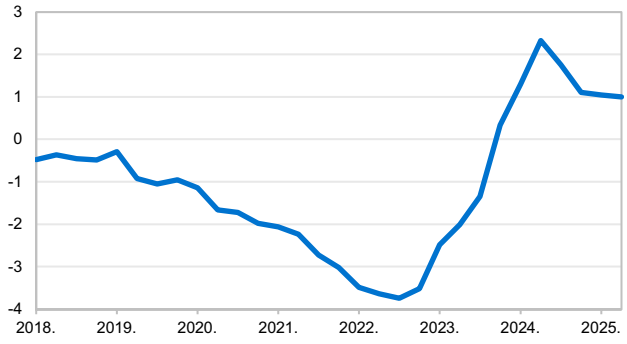
Према нашој оцени, **карактер монетарне политике још увек је рестриктиван**, иако се степен рестриктивности смањује у претходној години дана као резултат смањења референтне каматне стопе за укупно 75 б.п., у условима ослабљених инфлаторних притисака, при чему је у односу на Т1 та промена рестриктивности незнатна. На то указује **једнонедељни *BELIBOR*, који је, реално посматрано, у Т2 2025. износио 1,0% и био за 0,1 п.п. нижи него у Т1**. И у већини других централних банака које се налазе у циклусу смањења својих каматних стопа оцењује се да је монетарна политика још увек рестриктивна, с тим да се степен рестриктивности смањује.

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 границама циља. Од почетка прошле године инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред крећу се унутар циљаног распона, док су средњорочна очекивања овог сектора усидрена у границама циља већ дуже време, што говори у прилог очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Са смањењем текуће инфлације, очекује се пад инфлационих очекивања и осталих сектора.

Као и у претходним пројекцијама, једна од претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији и даље је наставак смањења **увозне инфлације**, чак и нешто више него што се очекивало у претходној пројекцији, пре свега због ниже очекиване инфлације у зони евра. 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.

У новој пројекцији очекујемо да ће **екстерна тражња** бити нешто већа него што смо очекивали пре три месеца, захваљујући генерално нижим америчким царинама од оних које су биле најављене у априлу, бољим финансијским условима (поред осталог и због слабијег долара), као и фискалној експанзији у већим економијама, укључујући Немачку. Ипак, екстерна тражња ће и даље бити прилично слаба, посебно из зоне евра, која је наш најзначајнији трговински партнер. Фискални подстицаји, као и ефекти ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, дају основа за очекивања да би постепен опоравак у зони евра ипак могао да крене средином ове године. Када је у питању **домаћа тражња**, највише јој доприносе раст расположивог дохотка за потрошњу, профитабилност привреде, приливи по основу СДИ, као и раст капиталних издатака државе, по ком основу ће и фискални импулс бити позитиван у наредном периоду. Расту расположивог дохотка допринеће очекивани реални раст зарада због раста минималне зараде. Ипак, како постепено буду слабили притисци на даљи раст зарада, **раст реалних зарада током хоризонта пројекције требало би да успори на ниво раста продуктивности**. Такође, услови кредитирања су повољнији него у прошлој години, што би требало да резултира даљим растом кредитне активности. Имајући то у виду, процењујемо да је **производни јаз**

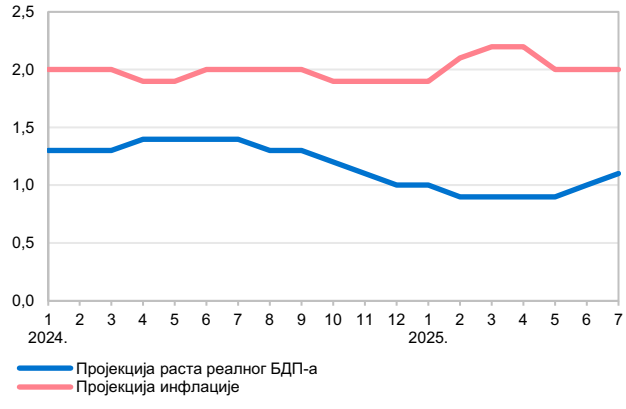
Графикон V.0.36. **Реална каматна стопа**
(у %)



Извор: НБС.

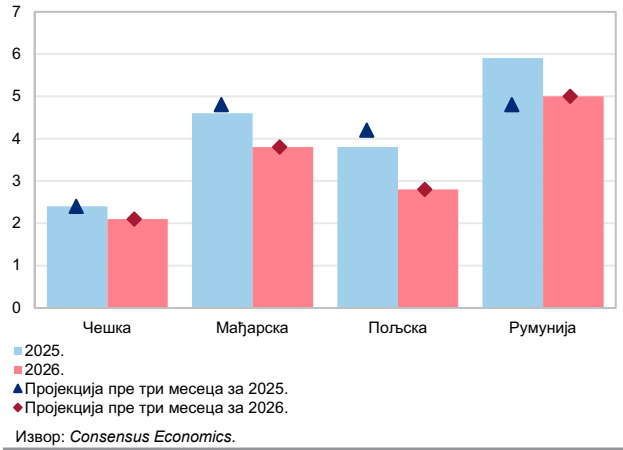
Напомена: Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

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**
(у %)

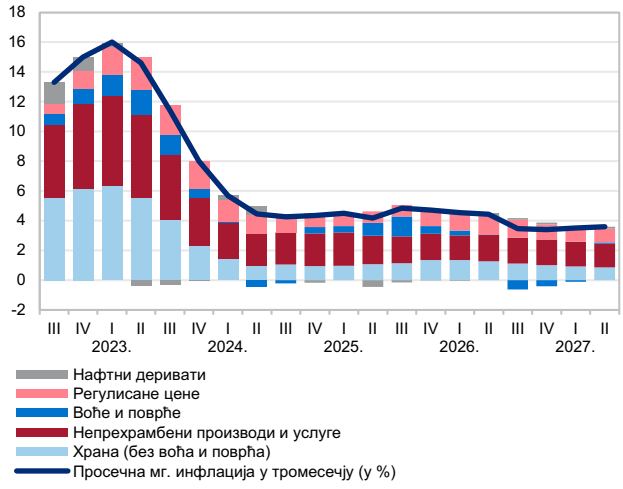


Извор: *Consensus Economics*.

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

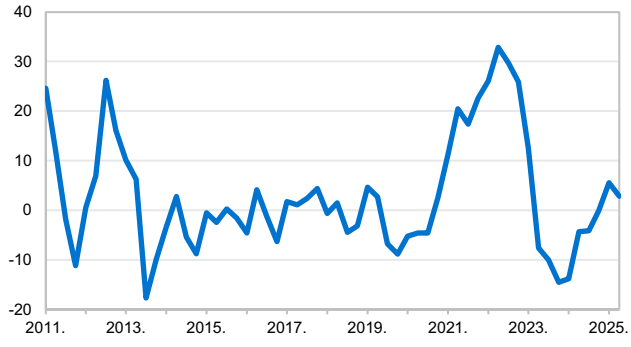
Извор: РЗС и НБС.
* Производни јаз је процењен на бази БДП-а.

Графикон V.0.40. **Доприноси мг. инфлацији по компонентама**
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон V.0.41. **Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране**
(одступање у % од тренда)



Извор: НБС.

у Т2 2025. негативан, али да ће се почетком наредне године смањити на неутралан ниво и након тога бити благо позитиван до краја периода пројекције.

Посматрано по појединачним компонентама, током хоризонта пројекције очекујемо смањење доприноса мг. инфлацији готово свих њених компонената, а пре свега цена воћа и поврћа и прерађене хране, услед високе овогодишње базе.

Неповољне временске прилике, посебно високе температуре и недостатак падавина током јуна, знатно су утицале на мању понуду **воћа и поврћа** на тржишту, што је довело до знатног раста цена воћа и изостанка очекиваног сезонског пада цена поврћа. Претпостављамо да ће се цене воћа и поврћа с тренутно високог нивоа постепено враћати ка дугорочном тренду, тако да су оне компонента инфлације која ће и дати највећи допринос паду инфлације у наредној години дана, а затим да ће се од Т3 2026. године кретати у негативној зони.

Када су у питању **цене хране (без воћа и поврћа)**, очекујемо да ће се њихов допринос мг. инфлацији постепено смањивати са 1,4 п.п., колико ће износити крајем ове и почетком наредне године, на 0,9 п.п. на крају периода пројекције. С једне стране, јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем односа цена инпута и цена финалних прехрамбених производа од тренда) указује на инфлаторне притиске на цене хране по основу трошкова сировина. Тај притисак на цене хране ће се с временом смањивати и до краја периода пројекције приближити неутралном нивоу. Поред тога, раст цена хране биће под утицајем високих трошкова рада. С друге стране, знатнији раст цена хране током периода пројекције ограничаваће нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања.

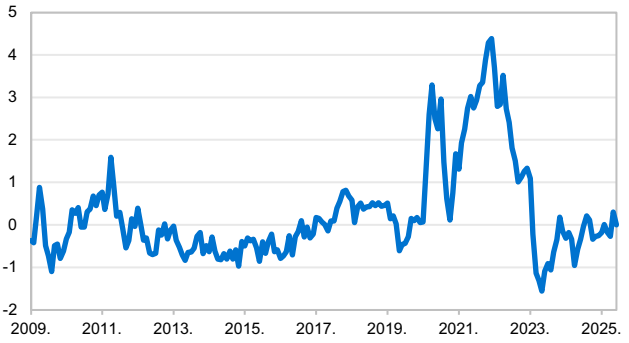
Допринос цена **непрехрамбених производа и услуга** инфлацији такође би требало да се смањи, и то с просечног 2,1 п.п. у П1 2025. на 1,6 п.п. у П1 2027, тј. крајем хоризонта пројекције. Као и у претходним пројекцијама, очекујемо да неколико фактора делује на смањење непрехрамбене инфлације у средњем року. Цене ове категорије производа у великој мери зависе од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра. Као и у претходним пројекцијама, увозна инфлација је фактор чије ће дејство током хоризонта пројекције бити дезинфлаторно. Смањењу притиска на домаће цене непрехрамбених производа допринеће и усидренија инфлациона очекивања и пројектовано успоравање реалног раста зарада од друге половине наредне године па до краја хоризонта пројекције. Индекс притисака у глобалним ланцима снабдевања

месецима варира око нуле, па по овом основу не очекујемо притиске на непрехрамбену инфлацију. Такође, смањене су трговинске тензије и бојазан да би по том основу могло да дође до одређених застоја у глобалним ланцима снабдевања, а и показатељи трошкова међународног контејнерског транспорта такође су на ниском нивоу.

У новој пројекцији очекујемо да ће допринос **цена нафтних деривата мг. инфлацији** варирати око нуле у наредној години дана, а након тога ће се стабилизовати на 0,1 п.п. до краја хоризонта пројекције, за разлику од претходне пројекције, где смо очекивали да ће тај допринос бити негативан. Разлог за то је претпостављена нешто виша светска цене нафте, према фјучерсима са светских берзи, док у супротном смеру делује слабији амерички долар према евру, а тиме и према динару.

У новој пројекцији очекујемо благо виши раст **регулисаних цена** у овој години, 5,8% уместо 5,5%, колико смо очекивали у мају, због нешто вишег раста цена струје, док пројектовани раст ових цена у 2026. години нисмо мењали (5,3%). То ће резултирати доприносом регулисаних цена мг. инфлацији крајем ове године од око 1 п.п., а на сличном нивоу биће и допринос крајем 2026. године.

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



Извор: *Federal Reserve Bank of New York*.

Ризици пројекције

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а по основу **фактора из међународног окружења** мање су изражени него у претходној пројекцији, али се и даље односе пре свега на геополитичке тензије, од којих у великој мери зависи кретање светских цена енергената. Иако смањени недавно склопљеним споразумима међу водећим светским економијама, ризици пројекције и даље потичу од неизвесних трговинских политика у средњем року. Светске цене примарних пољопривредних производа и других сировина у производњи хране зависе и од карактера глобалне пољопривредне сезоне. **Од ризика из домаћег окружења** важна је брзина раста домаће тражње. **Укупно посматрано, ризике пројекције инфлације и раста БДП-а током хоризонта пројекције оцењујемо као симетричне.**

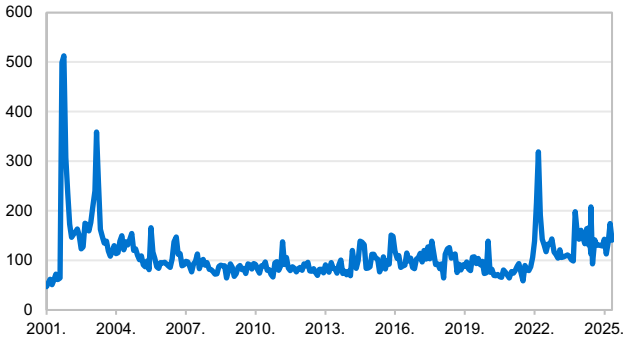
Један од важних ризика наше пројекције инфлације и БДП-а и даље је **геополитички ризик**, пре свега конфликт на Блиском истоку и сукоб Израела и Ирана, као и сукоб у Украјини, који још увек траје, што доприноси повећаној волатилности цена

Табела V.0.6. **Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације**

Ризик	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Геополитичке тензије и њихов утицај пре свега на цене нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената), али и других производа	↕	↕
Трговинске тензије на глобалном нивоу	↕	↕
Укупна производња енергената и санкције америчке администрације НИС-у због већинског руског власништва	↕	↕
Глобална пољопривредна сезона и светске цене примарних пољопривредних производа (Србија нето извозник)	↕	↕
Брзина раста домаће тражње	↕	↕
Домаћа пољопривредна сезона	↕	↕

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.

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



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

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

Трговинске тензије на глобалном нивоу представљају један од ризика наше пројекције инфлације и БДП-а, због и даље неизвесних будућих трговинских политика водећих светских економија и степена у којем би се оне могле одразити на раст наших цена и слабљење економске активности. Споразуми о царинама који су постигнути између водећих светских економија уклањају део екстремних ризика, али не све. И даље су присутне нејасноће у договорима, које уводе нестабилност и намећу бројна питања у вези са спровођењем договора. Тако, на пример, обећање ЕУ о куповини енергената од САД у вредности од 750 млрд евра делује преамбициозно, чак и да се расподели током три године, с обзиром на то да је тренутни обим куповине мањи од 100 млрд евра. То може поново распламсати трговинске тензије у будућности. Такође, постоји забринутост да би продужени ефекат глобалне трговинске неизвесности на светску економију могао бити већи него што се очекује, пре свега зато што би могли довести до трајније слабости у кључним покретачима раста, као што су инвестиције и спољна трговина. С друге стране, светска економија је до сада показала приличну отпорност на екстремну неизвесност којој је била изложена, што, уз постигнуте договоре између водећих светских економија, даје основ за очекивања да би несигурност у њиховим будућим трговинским политикама могла бити мања него што очекујемо, а тиме и њени ефекти на повереље инвеститора, инвестиције, токове капитала и привредни раст. Због повећаних царина на глобалном нивоу, у наредном периоду очекује се преусмеравање трговинских токова не само по регионима и земљама већ и по секторима, где би неки могли бити преплављени јефтиним увозом, а други изложени несташицама, па би и ефекти негде могли бити дезинфлаторни, а негде

инфлаторни. Имајући поменуто у виду, ценимо да су **ризици пројекције инфлације и БДП-а по основу глобалних трговинских тензија симетрични**.

Ризик пројекције инфлације и БДП-а представљају и **санкције америчке администрације НИС-у** због већинског руског власништва, за које смо у основном сценарију наше пројекције претпоставили да ће поново бити одложене до проналажења финалног решења у будућности. Наша претпоставка је и потврђена крајем јула, када су санкције НИС-у одложене за још месец дана, што је пето одлагање пуне примене америчких санкција НИС-у. Ако евентуално буду уведене, негативне импликације биле би израженије у кратком року и односиле би се првенствено на мању производњу и извоз нафтних деривата и њихове више цене, што би се даље могло пренети на веће трошкове предузећа и нижи расположиви доходак становништва. При томе, треба имати у виду да Србија има довољно резерви нафте и нафтних деривата за три месеца, које се могу искористити за превазилажење тешкоћа у случају потенцијалног проблема са увозом сирове нафте и њеном прерадом до постизања коначног договора. **По основу санкција америчке администрације НИС-у ценимо да су ризици по БДП израженији благо наниже, а по инфлацију благо навише.** Ипак, ценимо да би **сектор енергетике** у остатку ове и током наредне године могао да се опорави у већој мери него што смо претпоставили у основном сценарију, с обзиром на повећање производних капацитета и пројекте обновљивих извора енергије, тако да су, укупно посматрано, **ризици и по основу укупне производње енергената симетрични**.

У зависности од глобалне пољопривредне сезоне, а имајући у виду и ризике од геополитичких и трговинских тензија, с једне стране, и ризике по глобални привредни раст, с друге стране, сматрамо да су **ризици 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, **протести и блокаде у нашој земљи** могу се одразити на мањи раст инвестиција и личне потрошње од очекиваног. С друге стране, **реални раст зарада** услед планираног ванредног повећања минималне зараде у октобру ове године могао би бити и већи од оног који смо претпоставили у нашој новој пројекцији, а тиме и раст личне потрошње и увоза. Такође, бржи раст

домаће тражње од очекиваног повећао би инфлаторне притиске, и обрнуто. Имајући то у виду, оцењујемо да су **ризици пројекције БДП-а и инфлације по основу домаће тражње симетрични**.

Као и у мајској пројекцији, 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 у новој пројекцији претпоставили да ће ове године бити лошија од просечне, а ипак благо боља од прошлогодишње, с обзиром на то да су временске прилике у јулу ове године биле боље од прошлогодишњих, као и да производња пшенице бележи раст у односу на прошлу годину. За инфлацију је важан утицај временских прилика на понуду и цене воћа и поврћа, а за БДП и на род житарица, те ценимо да су **ризици по овом основу симетрични**.

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.

Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције

Према нашим проценама, тренутно највећи ризици пројекције економске активности и инфлације потичу од и даље изражених геополитичких тензија, као и од карактера пољопривредне сезоне, глобално посматрано и у Србији, због чега смо у овом осврту представили два алтернативна сценарија пројекције који претпостављају материјализацију ових ризика. Конкретно, у првом алтернативном сценарију варирали смо претпоставке о светским ценама нафте и природног гаса, у зависности од даљег развоја глобалне геополитичке ситуације – при чему би заоштравање тензија условило раст цена, а њихово смиривање довело до смањења ценовних притисака у односу на основни сценарио. При томе, у оквиру песимистичне варијанте овог сценарија, анализирали смо и потенцијалне ефекте ступања на снагу санкција америчке администрације компанији НИС, након истека периода одлагања њихове примене од месец дана. Други алтернативни сценарио заснива се на различитим претпоставкама у погледу карактера пољопривредне сезоне, светске и домаће, која пре свега утиче на светске цене примарних пољопривредних производа и домаће цене свежег воћа и поврћа.

Сценарио с различитим претпоставкама о глобалној геополитичкој ситуацији

У оквиру основног сценарија пројекције полазимо од претпоставке да се у наредном периоду неће значајније заоштрити глобални геополитички односи и да ће се цене енергената на светском тржишту кретати благо опадајућом путањом у хоризонту пројекције, уз одређене сезонске осцилације. Овакве претпоставке су у складу с проценама релевантних светских финансијских институција. Поред тога, **у основном сценарију очекујемо да компанија НИС настави с несметаним пословањем и након истека периода одлагања примене санкција**.

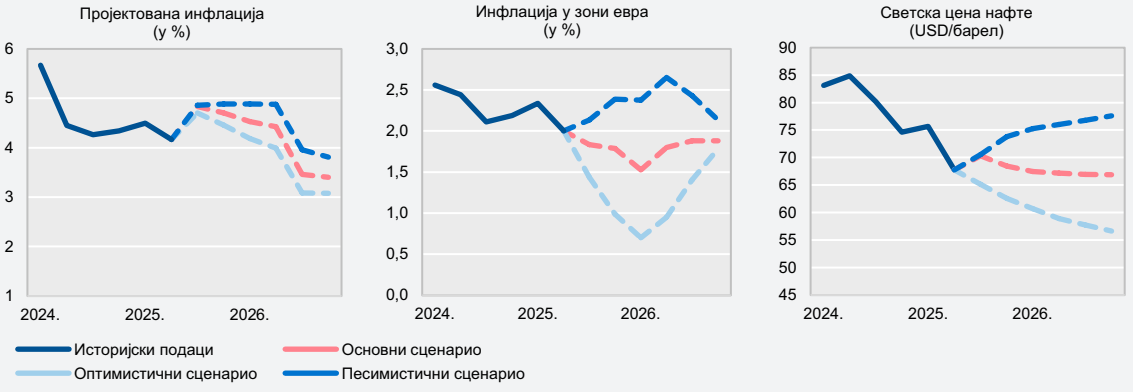
Имајући у виду сложеност тренутне глобалне геополитичке ситуације, **у оквиру песимистичне варијанте овог алтернативног сценарија претпоставили смо да ће се у наредном периоду заоштрити тензије, као и да ће одложене америчке санкције НИС-у ступити на снагу**. О ефектима геополитичких сукоба на глобалну привреду сведочи повећана волатилност на финансијским и робним тржиштима током директног сукоба Израела и Ирана у јуну, при чему је цена нафте средином тог месеца достигла ниво од око 81 долара по барелу, што је за 26,1% више него на крају маја. Додатно заоштравање тензија на Блиском истоку или на релацији САД–Русија због рата у Украјини, уз потенцијално укључивање земаља из окружења, могло би довести до шока на страни понуде, с обзиром на значајно учешће овог региона у глобалној производњи и извозу нафте и природног гаса. У том случају, високе цене енергената и евентуални застоји у глобалним ланцима снабдевања довели би до појачаних инфлаторних притисака и успоравања раста глобалног БДП-а. Истовремено, виша инфлација могла би да успори процес ублажавања монетарних услова од стране водећих централних банака, што би за последицу имало тежи приступ капиталу и више трошкове финансирања, посебно у земљама у развоју. Када је реч о домаћем окружењу, у овом сценарију смо претпоставили да ће санкције НИС-у ступити на снагу након истека одложеног рока, 27. августа, што би се пре свега одразило на нижи извоз и већи увоз нафтних деривата, као и на нижи допринос прерађивачке индустрије укупном расту БДП-а, док не очекујемо значајан ефекат на инфлацију.

Узимајући претходно у обзир, претпоставили смо да би цена нафте до краја године порасла на око 73 долара по барелу, а затим до краја 2026. на 78 долара по барелу. У том случају би цена природног гаса на холандском чворишту *TTF*, која је у значајној мери корелисана с ценом нафте, током 2025. у просеку износила око 43 евра по мегават-сату, а затим би се на сличном нивоу задржала и током 2026. У таквим условима, просечна инфлација у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер, у 2025. и 2026. била би за 0,2 п.п. и 0,6 п.п. виша него у основном сценарију, респективно. Имајући у виду да већ имамо остварења за шест месеци, **такав сценарио не би имао веће последице на просечну инфлацију у Србији у 2025, док би просечна инфлација у 2026. била виша за 0,4 п.п. него у основном сценарију**. 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 увозних цена. При томе, такав ефекат би у потпуности био последица глобалних кретања, имајући у виду да не очекујемо значајне ефекте реализације санкција НИС-у на домаћу инфлацију. Такве претпоставке заснивамо на чињеници да би држава у том случају вероватно интервенисала с циљем спречавања

претераног раста цена деривата, као што је чинила у претходним кризним периодима (смањење акциза, ограничење малопродајне цене нафтних деривата и слично). Истовремено, **раст БДП-а би у овом сценарију био нешто нижи у односу на основни сценарио, за 0,2 п.п. у 2025. и 2026**, под утицајем заоштрених финансијских услова, раста премије ризика, нижег извоза и вишег увоза нафтних деривата и мањег доприноса прерађивачке индустрије. У оквиру тога, оцењујемо да би ефекат санкција према НИС-у у овој години износио око 0,1 п.п., јер би у том случају и Република Србија настојала да нађе решење да нафтна компанија ипак настави с производњом у наредној години, док је остало последица глобалних кретања.

Насупрот томе, **у оптимистичној варијанти овог сценарија претпоставили смо да ће се у наредном периоду постепено разрешити сукоб и ублажити геополитичке напетости**. Ово би се у највећој мери одразило на ниже цене енергената од очекиваног и ниже трошкове транспорта, што би подстакло раст глобалне трговине и економске активности. У том случају смо претпоставили да би светска цена нафте до краја године била смањена на око 63 долара по барелу, а затим на 56 долара по барелу крајем 2026. Истовремено, цена природног гаса на холандском чворишту *TTF* током 2025. у просеку би износила око 36 евра по мегават-сату, а затим око 30 евра по мегават-сату у 2026. Поред тога, у овом сценарију смо претпоставили да ће инфлација у зони евра успоравати брже од очекивања, тако да у 2025. у просеку износи 1,7%, а у 2026. години 1,2%. **Последице овог оптимистичног сценарија била би нижа просечна инфлација у Србији за 0,1 п.п. и 0,4 п.п. у 2025. и 2026, респективно, у односу на основни сценарио.** Томе би допринеле ниже цене нафтних деривата на домаћем тржишту, као и нижа увозна инфлација због мање инфлације у зони евра. При томе, нижа инфлација у зони евра одразила би се на брже попуштање монетарних услова од очекиваног, што би преко повољнијих услова финансирања, уз смањену глобалну неизвесност, утицало на раст економске активности. Према нашој претпоставци, виша екстерна тражња, нижи инфлаторни притисци и нижа премија ризика одразили би се на **већи раст домаћег БДП-а, за по око 0,1 п.п. у 2025. и 0,2 п.п. у 2026, него у основном сценарију**.

Графикон О.5.1. **Различите претпоставке о геополитичким тензијама и њихов утицај на домаћу инфлацију**

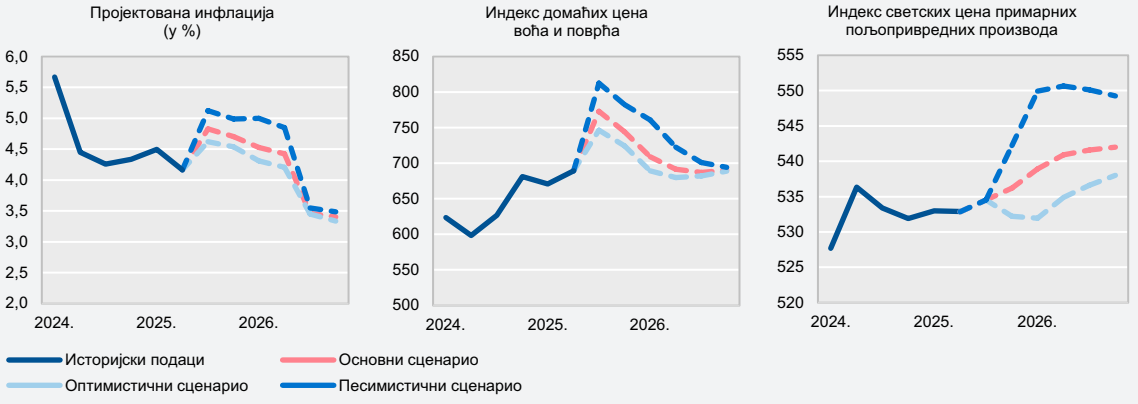


Извор: НБС.

Сценарио с различитим претпоставкама о карактеру пољопривредне сезоне

У основном сценарију смо претпоставили да ће раст активности у пољопривреди у текућој години износити око 2%. Према овом сценарију, цене воћа и поврћа на домаћем тржишту ће крајем године бити за око 10% више него у истом периоду претходне године, што је последица досадашњих остварења. Уједно, у основном сценарију очекујемо и умерени раст светских цена примарних пољопривредних производа, тако да би крајем 2025. године биле више за око 4% него на крају 2024. године, док би током 2026. биле повећане за око 6%. Међутим, временски услови представљају изражен ризик за производњу јесењих култура, пре свега житарица и поврћа, тако да сезона може бити боља и лошија од очекиване.

Графикон О.5.2. **Различите претпоставке о пољопривредној сезони и њихов утицај на домаћу инфлацију**

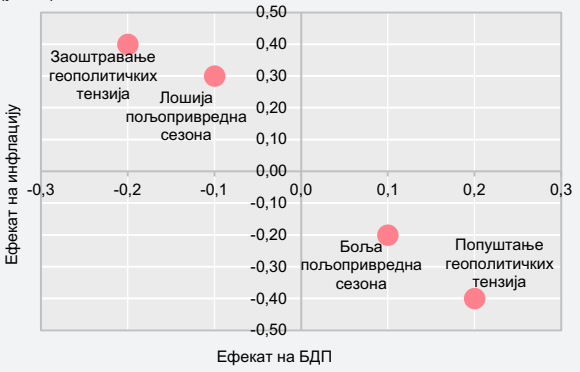


Извор: НБС.

У песимистичном сценарију претпоставили смо да ће светске цене примарних пољопривредних производа бити више него у основном сценарију и да ће крајем године премашити ниво с краја 2024. за око 10%, да би током 2026. биле повећане за још око 7%. Истовремено, услед неповољних агрометеоролошких услова у Србији, цене свежег воћа и поврћа у Т4 биле би за око 15% више него у истом периоду претходне године, након чега би током наредне године биле смањене за око 11%. **Последице овог сценарија биле би виша просечна инфлација за 0,1 п.п. у 2025. години у односу на основни сценарио, као и за 0,3 п.п. виша инфлација у 2026.** Поред тога, услед претпостављене стагнације активности у пољопривреди **раст БДП-а у 2025. био би нижи за 0,1 п.п. у односу на основни сценарио**.

Насупрот томе, у оптимистичном сценарију претпоставили смо да ће временски услови до краја године бити повољнији, пре свега глобално посматрано, што би се одразило на повећану понуду и нижу цену примарних пољопривредних производа, које би крајем 2025. биле на непромењеном нивоу у односу на крај 2024, док би током 2026. биле повећане за око 6%. У случају да пољопривредна сезона буде боља и у домаћим условима, очекујемо да цене воћа и поврћа крајем године буду за око 6% више него годину дана раније, док би у сличној мери забележиле пад током 2026. године. **Последице овог сценарија биле би за 0,1 п.п. и 0,2 п.п. нижа просечна инфлација у 2025. и 2026, респективно, него у основном сценарију** услед мањих трошкова у производњи прерађене хране, као и нижих цена непрерађене хране због веће понуде. Истовремено, очекујемо благи позитиван ефекат на **раст БДП-а у односу на основни сценарио (око 0,1 п.п.)**, чему би допринео и већи нето извоз, будући да је Србија нето извозник житарица.

Графикон О.5.3. **Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију и БДП у 2026.**
(у п.п.)



Извор: НБС.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	I 2025.	II 2025.
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	7,3	6,9	6,5
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	319,3	486,1	462,9	
Девизне резерве / БДП	32,7	31,1	29,5	26,8	27,9	26,7	24,4	25,2	27,8	27,5	29,4	30,6	33,1	35,6	34,1	32,3
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	10,9	8,0	
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	20,3	14,0	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																
Спољни дуг / БДП	65,4	73,1	67,5	69,4	70,4	69,4	62,4	59,5	58,4	62,4	64,8	65,5	58,7	59,2	58,6	
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	10,4	7,3	7,4	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	216,4	223,5	183,9	177,6	166,7	152,3	132,0	125,6	120,4	137,4	125,8	109,5	107,7	110,1	107,7	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ 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	168,2	176,8	162,3
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	199,6	218,7	211,0
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ 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	112,5	119,5	114,2
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	82.321	20.205	21.739
Спољни дуг	24.120	25.638	25.636	25.666	26.220	26.469	25.490	26.594	28.117	30.600	36.266	41.621	44.173	48.774	49.026	
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	8.983	1.623	
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	29.295	28.527	27.404
Краткорочни дуг[2]	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	662	999	1.195	
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	-3.899	-609	-1.382

КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)	2011. Март	2012. Авг.	2013. Јул	2014. Јан.	2015. Дец.	2016. Јан./Март/ Јун/Дец.	2017. Март/Дец.	2018. Дец.	2019. Септ./Дец.	2020. Мај	2021. Март/Дец.	2022. Јун	2024. Авг./Окт.
S&P	BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BBB- /стабилан
Fitch		BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан		BB+ /стабилан				BB+ /позитиван
Moody's			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. Подаци за Т1 и Т2 2025. су процена НБС.

[2] По оригиналној рочности.

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке 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. су дати према специјалном систему трговине.
5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.
6. РЗС је ревидирао податке о извозу робе за 2024. и Т1 2025.
7. НБС је ревидирала податке о стању спољног дуга за период од краја 2007. до Т1 2025.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	I 2025.	II 2025.
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	3,9	2,0	2,0
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	4,3	4,4	4,6
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	29.295	28.527	27.404
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	44.282	11.591	11.807
– 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	8,0	11,9	6,4
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	48.301	12.558	13.023
– 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	8,4	12,8	9,5
Текући рачун платног биланса[3]																
(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	-3.899	-609	-1.382
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	-4,7	-3,0	-6,4
Незапосленост по Анкети (у %)[6]	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	8,6	9,1	
Зараде (просечне за период, у еврима)[7]	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	838,2	907,7	925,5
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)[4]	-3,6	-5,4	-4,7	-5,7	-2,6	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,0	-4,4	-3,2	-2,0	-2,2	-1,2	-0,3
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)[4]	-4,3	-6,2	-4,9	-5,9	-3,3	-1,1	1,1	0,6	-0,2	-7,7	-3,9	-3,0	-2,1	-2,0	-1,2	0,3
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)[8]	41,2	50,8	53,7	63,4	67,2	65,2	55,5	51,4	49,7	54,4	53,9	52,4	48,0	47,2	44,3	43,7
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	108,20	111,35	103,44
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	112,44	108,18	99,88
Курс динара према евру (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	117,09	117,14	117,21
Курс динара према евру (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	117,01	117,21	117,17
МЕМОРАНДУМ:																
БДП (у млн евра)[5]	36.865	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.501	75.204	82.321	20.205	21.739

[1] У сталним ценама претходне године. Податак за Т2 2025. је флеш процена РЗС.

[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* (*BPM6*). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

[5] Према методологији *ESA* 2010. Подаци за Т1 и Т2 2025. су процена НБС.

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

[7] До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т2 2025. је просек два месеца.

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

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке 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.
5. РЗС је ревидирао податке о извозу робе за 2024. и Т1 2025.

Списак графикона и табела

Графикони

II.0.1. Кретање референтне и просечне репо стопе 10

III.0.1. Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији 13
III.0.2. Доприноси компонената мг. базној инфлацији 13
III.0.3. Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији 14
III.0.4. Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена 19
III.0.5. Доприноси изабраних компонената мг. динамици увозних цена у динарима 19
III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред 19
III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва 20
III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред 20

IV.1.1. Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности 25
IV.1.2. Кретање каматних стопа 25
IV.1.3. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ 26
IV.1.4. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите 27
IV.1.5. Показатељ премије ризика 27
IV.1.6. Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима 27
IV.1.7. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ 28
IV.1.8. Структура финансијског биланса 28
IV.1.9. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту 29
IV.1.10. Кретање курса динара и евра према долару 29
IV.1.11. Кретање курсева одређених националних валута према евру 29

IV.2.1. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура 30
IV.2.2. Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита 30
IV.2.3. Кретање монетарних агрегата 31
IV.2.4. Доприноси мг. расту кредита привреди 31
IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа 31
IV.2.6. Доприноси мг. расту кредита становништву 32
IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора 32
IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора 33
IV.2.9. Ниво *NPL* и учешће у укупним кредитима, бруто принцип 33

IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна 34
IV.3.2. Извоз и увоз робе и услуга 35
IV.3.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије 36
IV.3.2. Кретање главних компонената увоза 36

IV.4.1. Показатељи активности сектора услуга 41
IV.4.2. Доприноси мг. стопи раста индустрије 41
IV.4.3. Показатељи грађевинске активности 42

IV.5.1. Мг. стопе раста просечне нето зараде 42
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 43

V.0.1. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра 46
V.0.2. Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2025. и 2026. 46
V.0.3. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе 47
V.0.4. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД 48
V.0.5. Динамика раста БДП-а Кине 48

V.0.6. Динамика укупне инфлације 49
V.0.7. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра 49
V.0.8. Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра 49
V.0.9. Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана 50
V.0.10. Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД 50
V.0.11. Консолидовани биланс Евросистема 51
V.0.12. Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра 51
V.0.13. Укупна актива ФЕД-а 51
V.0.14. Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а 52
V.0.15. Кретање референтних стопа по земљама 52
V.0.16. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра 56
V.0.17. Кретање курсева одређених националних валута према долару 56
V.0.18. Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту 56
V.0.19. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент 57
V.0.20. Европска цена природног гаса 57
V.0.21. Европска цена струје 57
V.0.22. Цене изабраних производа на светском тржишту 58
V.0.23. Индекс светских цена хране 59
V.0.24. Цене кафе и какаоа на светском тржишту 59
V.0.25. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа 59
V.0.26. Фискални резултат и јавни дуг сектора државе 61
V.0.27. Пројекција раста БДП-а 62
V.0.28. Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна 62
V.0.29. Доприноси реалном расту БДП-а 63
V.0.30. Стопа раста приватне потрошње и њених извора 63
V.0.31. Кретање инвестиција у основне фондове 63
V.0.32. Реални раст извоза и увоза 64
V.0.33. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна 64
V.0.34. Пројекција текућег рачуна и СДИ 67
V.0.35. Пројекција инфлације 68
V.0.36. Реална каматна стопа 69
V.0.37. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2025. 69
V.0.38. Пројекција раста потрошачких цена 69
V.0.39. Пројектовано кретање производног јаза 70
V.0.40. Доприноси мг. инфлацији по компонентама 70
V.0.41. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране 70
V.0.42. Притисци у глобалним ланцима снабдевања 71
V.0.43. Индекс глобалног геополитичког ризика 72

Табеле

III.0.1. Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т2 2025. 14
IV.1.1. Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури 26
IV.1.2. Кредитни рејтинг 28
IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава 34
IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција 35
IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а 41
V.0.1. Пројекције реалног раста БДП-а 45
V.0.2. Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона од стране *Consensus Economics*-а 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” 65
V.0.5. Најважније претпоставке пројекције 68
V.0.6. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације 71

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 78
Табела Б. Основни макроекономски показатељи 79

Графикони у освртима

О.1.1. Проценат падавина у односу на просек у Србији и одступање дневних температура у односу на просек у Србији, јун 2025. 16
О.1.2. Кумулативан раст цена воћа 17
О.1.3. Кумулативне стопе раста цена воћа у П1 ове и претходне године 18

О.2.1. Индекси цена у ланцу производње хране 22
О.2.2. Цене произвођача у пољопривреди по областима 22
О.2.3. Трошкови репроматеријала у пољопривреди по врстама 22

О.3.1. Извоз робе и дефицит текућег рачуна у 2024, пре и после ревизије 37
О.3.2. Раст извоза прерађивачке индустрије у 2024, по гранама, пре и после ревизије 37
О.3.3. Спољни дуг у периоду од краја 2007. до Т1 2025. 38
О.3.4. Упоредни приказ учешћа спољног дуга у БДП-у у 2023. и 2024, пре и после ревизије 39
О.3.5. Учешће спољног дуга у извозу робе и услуга, после ревизије 39

О.4.1. Неизвесност глобалне трговинске политике (*TPU*) 53
О.4.2. Просечна ефективна царинска стопа САД враћена на ниво из 1930-их година 53
О.4.3. Укупно смањење референтних каматних стопа у актуелном циклусу ублажавања монетарних политика 54

О.5.1. Различите претпоставке о геополитичким тензијама и њихов утицај на домаћу инфлацију 76
О.5.2. Различите претпоставке о пољопривредној сезони и њихов утицај на домаћу инфлацију 77
О.5.3. Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију и БДП у 2026. 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	5,75	0
10. април	5,75	0
9. мај	5,75	0
12. јун	5,75	0
10. јул	5,75	0
7. август	5,75	0
11. септембар		
9. октобар		
13. новембар		
11. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 6. 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 су централне банке широм света, па и Народна банка Србије, и даље суочене са израженом неизвесношћу у погледу протекционистичких мера водећих светских економија и њиховог утицаја на инфлацију и привредни раст својих економија. Преовлађују оцене да је у таквим околностима брзина опадања глобалне инфлације и даље неизвесна, док ће привредни раст највероватније бити нижи због поремећаја у трговинским токовима и ланцима производње, као и глобално повећане аверзије према ризику, уз негативан утицај на инвестиције и потрошњу. Поред тога, домаћа инфлација зависи од кретања на светским робним и финансијским тржиштима, која и даље карактерише висок степен волатилности. Иако су светске цене примарних производа, а пре свега нафте, ниже због очекиваног споријег раста светске економије, неопходна је опрезност, јер би повећани трошкови производње у условима раста царина могли деловати инфлаторно.

Извршни одбор је имао у виду и да је Европска централна банка у јуну наставила да ублажава монетарну политику, што би требало да се одрази на повољније услове евроиндексираног задуживања код нас, док се, према садашњим најавама, може оценити да ће Систем федералних резерви бити опрезнији у ублажавању монетарне политике. На такве одлуке Система федералних резерви могла би утицати појава појачаних инфлаторних притисака услед увођења додатних царина, што би се могло одразити и на токове капитала према земљама у успону. Цене појединих прехрамбених сировина на светским берзама (какаоа и кафе), које су недавно достигле рекордни ниво, уз ефекте прошлогодишње суше, деловали су на цене хране на домаћем тржишту претходних месеци, али би ситуација требало да се стабилизује с доласком нове пољопривредне сезоне.

У складу са очекивањима Народне банке Србије, међугодишња инфлација је наставила да се креће у границама циља и у мају је успорила на 3,8%. Успоравање инфлације од почетка године резултат је смањења доприноса цена енергената и цена услуга, док је допринос цена хране повећан. На попуштање инфлаторних притисака указује и базна инфлација, која је у мају успорила на 4,6% међугодишње, као и друге мере инфлације. Инфлација би на сличном нивоу требало да се задржи до средине ове године, а затим да настави да успорава и да се крајем године приближи централној вредности циља од 3%, што је ниво око кога ће се кретати до краја хоризонта пројекције. Таквом кретању инфлације највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација, снижене светске цене енергената, као и нова пољопривредна сезона под претпоставком да буде просечна. Смањењу инфлације доприносиће и очекивано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности, што би требало да допринесе даљем успоравању базне инфлације и њеном приближавању укупној инфлацији.

Према проценама Републичког завода за статистику, бруто домаћи производ у првом тромесечју ове године био је виши за 2,0%, међугодишње посматрано, а на његов спорији раст од очекиваног утицали су фактори из међународног окружења, али и домаћи фактори, који су се пре свега одразили на спорији раст услужних сектора. Према доступним подацима за трговину и туризам, ситуација се ни у априлу није поправила, док је, када је реч о индустрији, раст од 2,4% међугодишње водила прерађивачка индустрија, где се виде ефекти раста инвестиција у аутомобилску индустрију. Извршни одбор очекује да ће у наставку године убрзати економска активност, чему ће првенствено допринети започето убрзање производње у аутомобилској индустрији, затим активирање нових капацитета у енергетици, као и реализација инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Србија Експо 2027”. Подршку привредном расту, који се за ову годину процењује на 3,5%, пружа и раст кредитне активности према сектору привреде и становништва од преко 10% међугодишње, који је резултат претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке.

Извршни одбор 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 података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 7. 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%).

Цене појединих прехрамбених сировина на светским берзама (какаоа и кафе), које су недавно достигле рекордни ниво, уз ефекте прошлогодишње суше и смањену понуду воћа и поврћа, деловале су на то да цене хране на домаћем тржишту претходних месеци убрзају међугодишњу динамику раста. При томе, због високих температура постоји ризик и да би овогодишња пољопривредна сезона могла бити исподпросечна, а подаци Републичког завода за статистику указују на то да су овогодишњи приноси појединих раних сорти воћа били нижи од прошлогодишњих. Приликом доношења такве одлуке, Извршни одбор је истакао да су централне банке широм света, па и Народна банка Србије, и даље суочене са израженом неизвесношћу у погледу протекционистичких мера водећих светских економија и њиховог утицаја на инфлацију и привредни раст својих економија. Поред тога, проширен је сукоб на Блиском истоку, што је увело нову димензију ризика у погледу раста светских цена нафте и природног гаса, иако су ове цене смањене након проглашења примирја. У таквим, неизвесним глобалним околностима, кретања на светским робним и финансијским тржиштима карактерише висок степен волатилности, који захтева опрезност у вођењу монетарне политике. Извршни одбор је имао у виду и да је Европска централна банка у јуну наставила да ублажава монетарну политику, што би требало да се одрази на повољније услове евроиндексираног задуживања код нас, док се, према садашњим најавама, може оценити да ће Систем федералних резерви бити опрезнији у ублажавању монетарне политике. На такве одлуке Система федералних резерви могла би утицати појава појачаних инфлаторних притисака услед увођења додатних царина, што би се могло одразити и на токове капитала према земљама у успону.

Међугодишња укупна инфлација у мају успорила је на 3,8%, а базна инфлација на 4,6%. Међутим, због повећања цена нафтних деривата услед раста светске цене нафте током јуна и очекиваних ефеката неповољних временских прилика на цене хране, међугодишња инфлација ће у наредним месецима вероватно привремено убрзати и кретати се око горње границе дозвољеног одступања од циља.

Према проценама Републичког завода за статистику, у периоду јануар–мај 2025. године међугодишњи раст индустријске производње износио је 2,5% и био је пре свега вођен растом активности у прерађивачкој индустрији (4,2%), где се виде ефекти раста инвестиција у аутомобилску индустрију. Релативно висок међугодишњи раст по овом основу бележи и робни извоз (10,2% у пет месеци), док је услед реализације инвестиционог циклуса и раста расположивог дохотка робни увоз растао брже (11,5% у пет месеци). Уколико се посматра само мај, међугодишњи раст извоза робе био је знатно већи од раста увоза робе (17,3% наспрам 6,8%). И показатељи активности у сектору услуга били су повољнији у мају него у априлу и током првог тромесечја, на шта упућује пре свега повећан промет у трговини на мало од 5,6% међугодишње у мају, након 0,8% у прва четири месеца ове године. Извршни одбор очекује да ће у наставку године економска активност убрзати, чему ће првенствено допринети започето убрзање производње у аутомобилској индустрији, као и реализација инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Србија Експо 2027”. Подршку привредном расту пружа и раст кредитне активности према сектору привреде и становништва од преко 11% међугодишње у мају, који је резултат претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке и повољнијих трошкова задуживања.

Извршни одбор 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 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 се разматрати актуелна економска кретања, усвојити августовски Извештај о инфлацији с новим макроекономскима пројекцијама и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. августа.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 8. 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 имао у виду да је више фактора заједнички утицало да цене хране, посебно непрерађене, на домаћем тржишту убрзају раст претходних месеци. То је пре свега раст цена појединих прехрамбених сировина на светском тржишту и неповољне временске прилике у досадашњем периоду године, уз смањене залихе пољопривредних производа из претходне године због прошлогодишње суше. Такође, као последица раста светске цене нафте након избијања сукоба на Блиском истоку, у јуну су повећане и цене нафтних деривата. Поменути фактори су у највећој мери утицали и да укупна међугодишња инфлација у Србији, након успоравања у мају на 3,8%, у јуну убрза на 4,6%. Процена Народне банке Србије јесте да би међугодишња стопа инфлације и до краја ове године могла да настави да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља (3 ± 1,5%), док би током наредне године требало постепено да успори.

Образлажући одлуку, Извршни одбор је истакао да је неопходна опрезност у вођењу монетарне политике. Неизвесност у међународном окружењу, иако нешто мања, још увек је веома изражена. То се пре свега односи на будуће трговинске политике водећих светских економија, као и геополитичке тензије. Иако су поједине земље постигле споразуме о царинама са САД, још су присутна бројна питања у вези са спровођењем постигнутих договора. Након проглашења примирја на Блиском истоку, светске цене нафте и природног гаса су смањене. Међутим, значајан ризик за њихов раст и даље представљају геополитичке тензије. Опрезан приступ су у јулу имале и водеће централне банке, Европска централна банка и Систем федералних резерви, које нису мењале нивое својих каматних стопа.

Према процени Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа у другом тромесечју имао је исту динамику као у првом тромесечју и износио је 2% међугодишње, што је испод очекивања Народне банке Србије. Смањено инвестиционо и потрошачко поверење, као последица неповољног деловања фактора из међународног окружења, али и протеста и блокада у земљи, више се одразило на привредни раст него што се првобитно претпостављало. Слично претходним тромесечјима, раст бруто домаћег производа, према нашој процени, био је вођен услужним секторима, а затим прерађивачком индустријом, где се виде ефекти инвестиција у аутомобилску индустрију, док је у супротном смеру деловала смањена активност у грађевинарству и енергетици. Ипак, Извршни одбор очекује да ће у наставку године економска активност убрзати, чему ће првенствено допринети започето убрзање производње у аутомобилској индустрији, као и реализација инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Србија Експо 2027”. Поред тога, Извршни одбор оцењује да се мерама монетарне политике – одржаном релативном стабилношћу девизног курса и повољнијим условима кредитног финансирања, које је резултирало двоцифреним растом кредитне активности према сектору привреде и становништва (од 10,8% међугодишње у јуну) – обезбеђује подршка која омогућава убрзање привредног раста.

Извршни одбор 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 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 августовски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 13. августа, 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 11. септембра.

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