



Народна банка Србије
ГУВЕРНЕР

К. Г. бр. 4162 / 1 / 2025

РЕПУБЛИКА СРБИЈА
НАРОДНА СКУПШТИНА
БЕОГРАД

ПРИМЉЕНО: 29.09.2025

Орг. јед.	Број	Прилог	Вредност
03	400-1849	25	

Београд, 29. септембра 2025.

НАРОДНА СКУПШТИНА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

У складу с чланом 71. став 3. Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015 – одлука УС, 44/2018 и 19/2025), достављамо вам Полугодишњи извештај о монетарној политици (јануар – јун 2025), са образложењем свих фактора који су утицали на спровођење те политике – који је Извршни одбор Народне банке Србије усвојио на седници одржаној 11. септембра 2025. године.

С поштовањем,



Др Јоргованка Табаковић



Народна банка Србије

2025

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије, најкасније до 30. септембра текуће године, подноси Народној скупштини *Полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.¹

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике, и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2025. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. септембра 2025. године.

Извештаји о монетарној политици доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

Мср Никола Драгашевић, вицегувернер

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС”, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 – одлука УС, 44/2018 и 19/2025.

² „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015, 72/2015 и 50/2018.

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

дсз. – десезонирано

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕЦБ – Европска централна банка

ИПЦ – индекс потрошачких цена

мг. – међугодишње

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

РЗС – Републички завод за статистику

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике.....	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика од почетка 2025. године	7
2. Инструменти монетарне политике	9
Операције на отвореном тржишту.....	9
Депозитне и кредитне олакшице	10
Обавезна резерва	10
Каматне стопе	10
Операције на девизном тржишту.....	10
Девизни своп.....	11
3. Остварење циљане инфлације од почетка 2025. године	11
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике.....	13
1. Међународно окружење	13
Економска активност и инфлација	13
Финансијска и робна тржишта.....	17
2. Међународне трансакције	19
Платнобилансна кретања и девизне резерве	19
Међународна инвестициона позиција земље	21
3. Кретања на финансијском тржишту	22
Каматне стопе	22
Кретања на девизном тржишту и курс динара	24
4. Новац и кредити	25
Монетарни агрегати M1, M2 и M3	25
Кредити банака.....	26
5. Показатељи степена динаризације	28
6. Тржиште непокретности.....	30
7. Инфлациона очекивања	31
8. Фискална кретања	32
9. Агрегатна тражња.....	33
10. Економска активност	34
Списак графика и табела	39

Резиме

Раст светске привреде од почетка 2025. године налазио се под сенком повећане неизвесности услед ескалације трговинских тензија између водећих светских економија. Водеће међународне институције у априлу су кориговале пројекције привредног раста наниже, пре свега за Сједињене Америчке Државе и Кину. Међутим, убрзо се испоставило да су изгледи за раст на глобалном нивоу нешто бољи, захваљујући пре свега повећаној светској трговини током првог тромесечја у очекивању виших царина у наставку године, али и нижим ефективним царинским стопама у односу на оне претпостављене у априлу. На нешто боље изгледе утицали су и повољнији глобални услови финансирања, због чега су у јулској пројекцији Међународног монетарног фонда побољшани изгледи глобалног привредног раста. Ипак, у наставку ове године очекује се успоравање привредног раста на глобалном нивоу због повећаних царина, а од наредне године постепени опоравак. Међународни монетарни фонд је у јулу пројектовао раст светске привреде од 3,0% у 2025. и 3,1% 2026. години (након раста од 3,3% у 2024), што је за 0,2 процентна поена односно 0,1 процентни поен виши раст од пројектованог у априлу. Имајући у виду кретања у међународном окружењу, можемо рећи да је **екстерна тражња за извозом Србије и даље релативно слаба, одређена у великој мери привредним растом најважнијег трговинског партнера – зоне евра**, чији раст би, према јулској процени Међународног монетарног фонда, требало да се убрза са 0,7% прошле године на 1,0% у овој години и на 1,2% наредне године.

Глобална инфлација је од почетка 2025. године наставила да се креће силазном путањом, под утицајем нижих светских цена енергената. Иако споријим темпом, снижавана је и глобална базна инфлација услед мање затегнутих услова на тржиштима рада, као и још увек рестриктивног карактера монетарних политика већине централних банака. Међутим, инфлација се у већини земаља света још увек налазила изнад вишегодишњег претпандемијског просека. Међународни монетарни фонд је у јулу пројектовао глобалну инфлацију од 4,2% у 2025. (наспрам 5,6% у 2024), уз очекивани наставак опадајуће путање инфлације у зони евра и већини земаља света, које се по основу уведених царина суочавају с негативним шоком на страни тражње, што делује дезинфлаторно. Стога

Народна банка Србије очекује **наставак смањења увозне инфлације за Србију, пре свега због смањења инфлације у зони евра**, са 2,4%, колико је у просеку износила у прошлој години, на 2,0% у овој, а затим на 1,8% у наредној години.

Оцењујући да се процес дезинфлације налази на добром путу, **Европска централна банка је наставила да ублажава монетарну политику**, смањујући основне каматне стопе за 100 базних поена током прве половине ове године, тако да су након седнице у јуну каматне стопе на депозитне олакшице, на главне операције рефинансирања и на кредитне олакшице износиле 2,00%, 2,15% и 2,40%, респективно, док на састанку у јулу нису мењане. Аналитичари процењују да се каматна стопа Европске централне банке вероватно налази у неутралној зони или близу ње, што би значило да се ублажавање монетарне политике ближи крају. Истовремено, Европска централна банка је од почетка године наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком, што је мера којом се смањује степен ублажавања монетарне политике. За разлику од зоне евра, **Систем федералних резерви** од почетка ове године није мењао висину распона своје референтне каматне стопе, због неизвесности у погледу јачине и трајања ефеката повећања америчких царина на раст инфлације и смањење економске активности и запослености. **Централне банке региона средње и југоисточне Европе** које спроведе режим циљања инфлације налазе се у циклусу ублажавања монетарне политике, али се темпо попуштања разликује, као и код водећих централних банака. Тако су централне банке Пољске и Чешке смањиле своје референтне каматне стопе у досадашњем делу године, док их централне банке Мађарске и Румуније нису мењале.

Референтну каматну стопу у досадашњем току године није мењала ни Народна банка Србије и она се од септембра 2024. налази на нивоу од 5,75%. Одлуке да не мења висину референтне каматне стопе Извршни одбор је доносио узимајући у обзир средњорочне пројекције инфлације, затим и даље изражене геополитичке тензије и растући протекционизам, као и то да је раст цена хране последњих месеци био већи него се очекивало и на међународном и на домаћем тржишту. Народна банка Србије процењује да је

карактер монетарне политике и даље рестриктиван, иако је степен те рестриктивности ублажен због смањења референтне каматне стопе за укупно 75 базних поена од јуна до септембра прошле године.

Каматне стопе на динарске кредите смањене су под утицајем повољнијих извора финансирања банака, као и деловања конкуренције између банака. **Каматна стопа на нове динарске кредите становништву** смањена је током првог полугодишта за 0,3 процентна поена, на 9,6% у јуну, што је вођено рекордном реализацијом готовинских кредита по повољнијим условима. **Каматна стопа на динарске кредите привреди** смањена је за 0,5 процентних поена, на 6,4% у јуну, у највећој мери услед смањења каматне стопе на кредите за обртна средства. **Појефтинили су и кредити у евро знаку за становништво**, за 0,9 процентних поена, на 4,6% у јуну, на шта је утицало ограничавање каматних стопа на стамбене кредите у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга и реализација програма субвенционисаних кредита по повољнијим условима у оквиру државног програма „Стамбени кредити за младе“. **Каматна стопа на евроиндексиране кредите привреди** смањена је током посматраног периода за 0,9 процентних поена, на 4,7% у јуну, као резултат смањења каматних стопа на тржишту новца у зони евра. Каматне стопе су смањене код свих категорија кредитирања, али је највећи допринос дало појефтинјење кредита за обртна средства.

Повољнија цена задуживања и даље ублажавање кредитних стандарда допринели су даљем расту **кредитне активности**. Кредитна активност према немонетарном сектору, по искључењу ефекта промене девизног курса, убрзала је раст на 10,8% међугодишње у јуну 2025. Кредити привреди су убрзали раст на 7,1%, а водили су га кредити за обртна средства и инвестициони кредити, док је према становништву раст убрзан на 14%, чему је допринео бржи раст и готовинских и стамбених кредита. Раст кредитне активности, уз очување квалитета aktive банака, допринео је томе да **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у јуну буде на најнижем нивоу од када се прати, на 2,3%, што је за 0,2 процентна поена ниже него на крају 2024. Показатељ адекватности капитала** износио је 21,3% у јуну, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике. **Континуирано расте и штедња грађана и достиже рекордне нивое** – динарска штедња је крајем јуна повећана на 195,7 милијарди динара, а девизна на 15,7

милијарди евра, што указује на поверење у домаћи финансијски сектор и здраве изворе раста кредитне активности и у будућности.

Народна банка Србије очувала је релативну стабилност курса динара према еврџ и током досадашњег дела 2025. у условима изражених трговинских и геополитичких тензија, пажљиво пратећи факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на кретања на девизном тржишту и реагујући правовремено и одмерено. Посматрано крајем периода, динар је према еврџ номинално ослабио за 0,1% током прве половине 2025. године. Истовремено, због знатног јачања евра према долару на међународном тржишту, и динар је према долару знатно ојачао – за 12,6%. Притом, депрецијацијски притисци на динар били су доминантни током првих пет месеци 2025, али су постепено слабили, да би у јуну превладали апрецијацијски притисци. Како би у тим условима одржала релативну стабилност курса динара према еврџ, Народна банка Србије је на међубанкарском девизном тржишту била нето продавац девиза у првих пет месеци у износу од 1 милијарде евра, а у јуну је била купац девиза у износу од 600 милиона евра, тако да је на нивоу прве половине 2025. нето продала девиза у износу од 400 милиона евра.

Према прелиминарним подацима, дефицит текућег рачуна платног биланса у првој половини 2025. године износио је 2,0 милијарди евра (4,7% бруто домаћег производа) и повећан је у поређењу са истим периодом 2024. године за 885,6 милиона евра. Посматрано по категоријама текућег рачуна, на повећање дефицита утицао је раст дефицита робне размене, али и остале кључне категорије текућег рачуна платног биланса. Дефицит у робној размени износио је 3,4 милијарде евра и био је за 12,9% виши него у првој половини претходне године. При томе, робни извоз је повећан за 11,2% међугодишње, на 16,3 милијарде евра, а робни увоз за 11,5% међугодишње, на 19,7 милијарди евра. Расту извоза је највише допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз повећан за 11,1% међугодишње, упркос нижој екстерној тражњи узрокованој проблемима у европској индустрији и неизвесности око висине царинских стопа. Порастао је и извоз рударства (11,7% међугодишње), а повећан је и извоз електричне енергије (41,8% међугодишње). С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на ниже залихе и пад извоза пољопривреде (за 10,1% међугодишње). На раст увоза највише је деловао повећан увоз средстава за репродукцију (9,5% међугодишње), где спадају енергенти, као и увоз потрошне робе (12,9% међугодишње).

На финансијском рачуну платног биланса током првог полугодишта остварен је нето прилив капитала од 439,4 милиона евра. Највећи део прилива капитала у првом полугодишту чинили су приливи по основу финансијских кредита и страних директних инвестиција, док су се одливи претежно односили на трговинске кредите, портфолио инвестиције и повећање готовог новца и у иностранству. Прилив страних директних инвестиција у Србију у првој половини 2025. износио је 1,55 милијарди евра (за 42,4% мање него у истом периоду 2024), док је нето прилив страних директних инвестиција износио 958,6 милиона евра, због повећаних улагања резидената у иностранство. Мањи прилив страних директних инвестиција у Србију у посматраном периоду у односу на претходну годину последица је изнадпросечних једнократних прилива у прошлој години, али и смањеног инвестиционог поверења глобално посматрано, као и одлагања одређених инвестиција због протеста и блокада у земљи. При томе, стране директне инвестиције имале су повољну структуру и претежно су биле у облику власничког капитала и реинвестиране добити, уз задржану географску и пројектну распрострањеност. Нето прилив по основу финансијских кредита премашао је 1,1 милијарду евра, готово у потпуности услед задужења привреде. И банке су повећале своја задужења, док је држава смањила своје кредитне обавезе према иностранству. По основу портфолио инвестиција забележен је нето одлив од 538,1 милион евра, пре свега по основу раста улагања резидената у иностранство, док је по основу трговинских кредита и аванса регистрован одлив од 761,4 милиона евра, а банке су повећале и износ готовог новца и депозита у иностранству за 418,5 милиона евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да се девизне резерве Србије смање током првог полугодишта 2025. за 1,9 милијарди евра. **Бруто девизне резерве Народне банке Србије на крају јуна износиле су 27,4 милијарде евра, што је и даље знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност.** Ниво девизних резерви обезбедио је покривеност новчане масе М1 од 162,3%, као и 6,5 месеци увоза робе и услуга, што је више него двоструко изнад стандарда. У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне хартије од вредности чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви 30. јуна 2025. године највеће учешће имале су иностране хартије од вредности

(56,4%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (21,4%), злато (16,5%), ефективни страни новац (5,5%) и специјална права вучења код Међународног монетарног фонда (0,2%).

На консолидованом нивоу, током првог полугодишта 2025. остварен је дефицит државе од 0,4% бруто домаћег производа, док је суфицит примарног биланса износио 1,3%. Јавни дуг централног нивоа власти на крају јуна 2025. износио је 38,6 милијарди евра, или 43,7% пројектованог бруто домаћег производа за 2025. годину, што је за 3,5 процентних поена ниже у односу на крај 2024. по основу очекиваног привредног раста, слабљења долара и доспећа претходно емитованих обвезница. Наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу пројектује се и у средњем року, и поред реализације програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

Синхронизованост монетарне и фискалне политике допринела је макроекономској стабилности и задржавању повољних изгледа раста економске активности упркос бројним изазовима. Они се, пре свега, огледају у израженим глобалним трговинским и геополитичким тензијама, као и у протестима и блокадама у земљи, што је утицало на смањење инвестиционог и потрошачког поверења, па је и раст економске активности био спорији него што се првобитно очекивало. У првој половини године раст бруто домаћег производа износио је 2,0% међугодишње. Према процени Народне банке Србије, **привредни раст је био вођен домаћом тражњом**, у оквиру које је највећи допринос обезбедила лична потрошња, а затим инвестиције државе. С друге стране, нето извоз је негативно доприносио расту економске активности у посматраном периоду услед бржег реалног раста увоза робе и услуга од извоза, што је у великој мери последица инвестиција у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, као и раста расположивог дохотка. Посматрано с производне стране, процењујемо да је раст бруто домаћег производа био подстакнут услужним секторима и прерађивачком индустријом, док је грађевинарство забележило смањење активности. Када је у питању **пољопривредна производња**, процењујемо да ће овогодишња сезона бити лошија од просечне, али ипак мало боља од прошлогодишње и да ће забележити раст од око 2%, уз благи позитиван допринос бруто домаћем производу.

Према августовској пројекцији Народне банке Србије, **стопа раста бруто домаћег производа за ову годину износиће 2,75%**, што представља корекцију наниже у односу на претходне

пројекције услед нижег раста у првој половини године од очекиваног. Пре свега, нижа је активност у грађевинарству и појединим услужним делатностима у досадашњем току године, посматрано с производне стране, односно мањи је раст приватне потрошње и инвестиција него што се претходно очекивало, посматрано с расходне стране. Поред тога, сада се пројектује мањи раст пољопривредне производње него што је очекивано приликом израде пројекција у фебруару и мају, када се претпостављало да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна. Такође, због и даље ниског хидропотенцијала 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 допринесе даљи раст производње и извоза аутомобилске индустрије, као и реализација државних инфраструктурних пројеката. Убрзање економске активности, на распон 4–5%, требало би да уследи у наредне две године, при чему се за 2027, тј. годину одржавања изложбе „Експо 2027“, очекује привредни раст ближи горњој граници овог распона.

Повољна кретања на тржишту рада настављена су и током прве половине ове године, о чему сведочи даље повећање просечних зарада и формалне запослености, уз истовремено смањење регистроване незапослености на нови најнижи ниво до сада. Просечна номинална нето зарада у шест месеци ове године износила је 107.179 динара (914 евра), што је за 11% више него у истом периоду претходне године. У нешто већој мери повећана је просечна зарада у приватном сектору у односу на јавни (11,2% наспрам 10,6%). Укупан број формално запослених у првој половини 2025. у просеку је износио 2,37 милиона лица, што је за 0,1% више него у истом периоду претходне године. Истовремено, настављен је вишегодишњи тренд смањења регистроване незапослености, која је у јуну 2025. износила 344.788 лица, што је за око 26 хиљада незапослених мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци. Под утицајем смањења неформалне запослености, стопа незапослености је у другом тромесечју била благо виша (за 0,3 процентна поена) у односу на исти период прошле године и износила је 8,5%, што је и даље испод просека за 2024. годину.

Као резултат мера Народне банке Србије и попуштања глобалних трошковних притисака, инфлација у Србији је наставила да опада од почетка 2025. године, спутивши се у мају на 3,8% међугодишње, у највећој мери захваљујући нижим ценама енергената, пре свега нафтних деривата, и успоравању базне инфлације. Међутим, због раста цена непрерађене хране услед неповољних временских прилика (прво мрза током пролећа, а затим изузетно топлог и сушног времена у јуну) и раста светских цена нафте након избијања сукоба између Израела и Ирана, инфлација је у јуну убрзала на 4,6%, а потом у јулу на 4,9%.

Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и у 2025. години 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. Притом, финансијски сектор је у првих шест месеци 2025. спустио инфлацију коју очекује за годину дана унапред са 3,9% на 3,5%, према резултатима анкете агенције Нинамедија, док су према резултатима агенције Блумберг очекивања финансијског сектора задржана на готово непромењеном нивоу од 3,5%. Очекивања финансијског сектора за две и три године унапред нижа су од једногодишњих очекивања и у јуну су износила 3,2%. Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред кретала су се на нивоу од 5,0% у првој половини ове године, а толико су у јуну износила и за две и три године унапред. Инфлациона очекивања становништва уобичајено су виша и износе 15% за годину дана унапред, а 10% за две и три године унапред.

У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације, Народна банка Србије ће доносити одлуке о монетарној политици од састанка до састанка, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходно донетих одлука на кретање инфлације. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку наставку раста наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и очувању повољног инвестиционог амбијента у нашој земљи.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Народна банка Србије усвојила је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе 19. децембра 2008, у којем је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила монетарне политике – у основи је нумерички циљ за инфлацију на средњи рок, у оквиру кога се задржава дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на краatak рок.

Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, одлука о циљаној инфлацији доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред. Будући да процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према Европској унији још увек траје, циљана инфлација је благо изнад квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Тако је крајем 2024. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2027.**

године на нивоу од 3,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.¹

Задржавањем средње вредности циља за инфлацију на 3,0% Народна банка Србије потврђује **своју одлучност да инфлацију у средњем року одржи на ниском нивоу, што је један од кључних елемената очувања пословног и потрошачког поверења.** Тиме се уважавају повољни макроекономски резултати, који су сачувани и у време пандемије, а остварени су захваљујући пуној координацији монетарне и фискалне политике. Поред тога, у условима променљивих изгледа глобалног привредног раста и волатилних токова на међународном робном и финансијском тржишту, задржавањем циља монетарна политика доприноси даљем повећању отпорности наше привреде на потенцијално негативне екстерне утицаје, а тиме и очувању добрих изгледа раста наше привреде.

Ширина дозвољеног одступања од циља задржана је на нивоу од $\pm 1,5$ п.п., што умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике и доприноси већој предвидивости монетарних услова. Као мала и отворена привреда, Србија је изложена дешавањима на међународном робном и финансијском тржишту, која **привремено** могу да узрокују волатилност укупне инфлације. Распон дозвољеног одступања од циља оставља Народној банци Србије већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе, која подстиче одрживи привредни раст.

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа

¹ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2027. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 12. децембра 2024.

које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе Републике Србије.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне **променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијског тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије спроводи **режим руковођено пливајућег девизног курса**. Интервенције на девизном тржишту спроводи како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувала стабилност цена и финансијског система и одржала адекватан ниво девизних резерви.

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор доноси одлуке о монетарној политици према утврђеном распореду седница и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања. Такође, приликом представљања *Извештаја о инфлацији* детаљно се образлажу макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика од почетка 2025. године

Извршни одбор Народне банке Србије водио је монетарну политику у досадашњем току године у складу с *Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2025. години*,² чиме је допринио очувању макроекономске и финансијске стабилности у условима знатних изазова из међународног окружења. *Програм монетарне политике у 2025. години*, који је донет у децембру 2024, предвиђао је да ће при доношењу одлука Народна банка Србије процењивати природу и јачину инфлаторних притисака и да ће, у складу с тим, задржати потребну флексибилност монетарне политике у погледу степена реакције и коришћења инструмената како би обезбедила ценовну и финансијску стабилност у средњем року, али и наставила да пружа подршку одрживом привредном расту. Такође, *Програм* је предвиђао да ће мере макропруденцијалне и микропруденцијалне политике бити коришћене комплементарно, на начин да не наруше ефикасност монетарне политике.

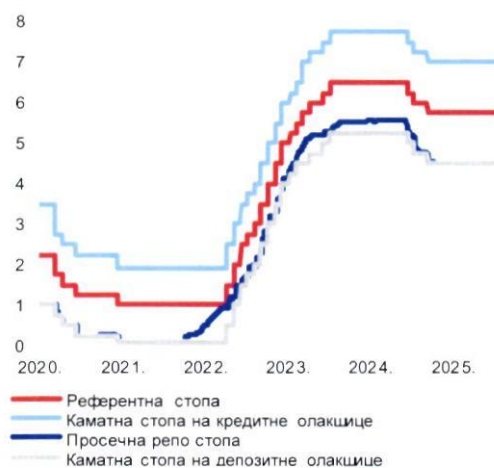
Услови у домаћем и међународном окружењу захтевали су да се настави опрезан приступ у доношењу одлука о монетарној политици. **Извршни одбор Народне банке Србије од почетка 2025. године није мењао висину референтне каматне стопе**, која се на нивоу од 5,75% налази од септембра 2024. године. Од тада се и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице налазе на нивоу од 4,5% односно 7,0%. Одлуке да не мења висину референтне каматне стопе Извршни одбор је доносио узимајући у обзир средњорочне пројекције инфлације, али и чињеницу да су и даље изражене геополитичке тензије, да се повећава протекционизам у светској трговинској политици, као и да је раст цена хране последњих месеци био већи него што се очекивало и на међународном и на домаћем тржишту.

Подаци о оствареној **инфлацији** били су у складу са очекивањима Извршног одбора до маја – укупна мг. инфлација је постепено успоравала од почетка године и спустила се на 3,8% у мају, чему су у највећој мери допринели ниже цене енергената, пре свега нафтних деривата, и успоравање базне инфлације. Међутим, због раста цена непрерађене хране услед неповољних

временских прилика (прво мрза током пролећа, а затим изузетно топлог и сушног времена у јуну) и раста светских цена нафте након избијања сукоба између Израела и Ирана, инфлација је у јуну убрзала на 4,6%, а потом у јулу на 4,9%. Процена Народне банке Србије на седницама у јулу и августу била је да ће се мг. стопа инфлације у Србији вероватно до краја ове године кретати око горње границе дозвољеног одступања од циља ($3 \pm 1,5\%$), док би током наредне године требало постепено да успори. Када је у питању **базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), њена мг. динамика била је слична оној коју је бележила укупна инфлација – постепено је успоравала од почетка године, на 4,6% у мају, да би затим благо убрзала у јуну, на 4,7%, где се задржала и у јулу, чиме се први пут након априла прошле године нашла испод укупне инфлације.

Одлучујући о монетарној политици у посматраном периоду, Извршни одбор је узео у обзир то да су краткорочна и средњорочна **инфлациона очекивања** финансијског сектора и током досадашњег дела 2025. године наставила да се крећу у границама циља, где се налазе од почетка 2024, као и чињеницу да се инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред од децембра 2024. налазе на непромењеном нивоу од 5%, те да су се на истом нивоу средином године налазила очекивања овог сектора и за две и за три године унапред.

Графикон II.1.1. Кретање референтне и просечне репо стопе (у %)



Извор: НБС.

² „Службени гласник РС”, бр. 99/2024.

Разматрајући кретања у **реалном сектору**, Извршни одбор је имао у виду да се глобална неизвесност, раст глобалног протекционизма 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. Зато је привредни раст Србије у П1 2025, према оцени РЗС-а, имао скромну динамику од 2% м.г. Тај раст је, према процени Народне банке Србије, био вођен услужним секторима, као и прерађивачком индустријом, где су видљиви ефекти раста серијске производње електричних возила у „Стелантису“ у Крагујевцу, као и убрзање раста производње аутомобилских гума. С друге стране, негативан ефекат потицао је од грађевинарства и енергетике.

С обзиром на то да је привредни раст у Т2 био нижи од очекивања, као и да су расположиви подаци РЗС-а о стању у пољопривреди, уз релативно неповољне временске прилике током претходних месеци, указивали на то да ће овогодишња пољопривредна сезона бити лошија од просечне, која је била претпостављена у мајској пројекцији Народне банке Србије, нова пројекција раста БДП-а за ову годину нижа је и износи 2,75%. Ипак, у П2 ове године и даље се очекује убрзање економске активности, чему ће допринети наставак раста производње и извоза аутомобилске индустрије, као и реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027“. Подршку привредном расту наставиће да 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 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 од застоја у глобалним ланцима снабдевања и раста цена оних производа који су директно погођени царинама, што може подстаћи раст глобалне инфлације.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација се током П1 стабилизovala око циља од 2%, а инфлациона очекивања су била усидрена. Очекивало 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 наводили су 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 ЕУ.

Као што се очекивало, **ЕЦБ** је наставила да ублажава монетарну политику, смањујући своје основне каматне стопе током П1, док их у јулу није мењала, уз процену да се оне налазе близу неутралног нивоа. Тржишни учесници су очекивали 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% м.г., указујући на то да извори финансирања нису ограничавајући фактор раста БДП-а.

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 привреда 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. Захваљујући новом пакету инфраструктурних и одбрамбених државних инвестиција, очекује се убрзање привредног раста Немачке, нашег најважнијег трговинског партнера, што би требало од наредне године позитивно да се одрази и на наш привредни раст.

Неизвесне процене глобалне понуде и тражње, уз геополитичке тензије и сукоб на Блиском истоку и у Украјини, уносе нестабилност на глобално тржиште **сирове нафте, али и других енергената и примарних производа**, због чега је присутна неизвесност у погледу њихових цена за наредни период.

Такође, опрезност монетарне политике била је потребна и када су у питању **светске цене хране**. Извршни одбор је имао у виду да ће недавни скок цена појединих прехранбених сировина на светским берзама (какаоа и кафе) деловати још неко време на цене хране, с тим да би и променљиве временске прилике, протекционистичке мере и трговинске рестрикције могле да погурају цене хране навише. Поред тога, неповољне временске прилике током пролећа и почетком лета одразиле су се на нижи род и раст цена воћа у Србији, а у јуну је изостао и сезонски уобичајен пад цена поврћа. Приликом доношења одлука у јулу и августу Извршни одбор је имао у виду да ће смањен род воћа и поврћа у великој мери утицати на то да се мг. инфлација у остатку ове године креће око горње границе дозвољеног одступања од циља.

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.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Улога референтне каматне стопе подржана је коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице, као и другим операцијама на отвореном тржишту. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања, пре свега обавезну резерву и операције на девизном тржишту.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током П1 2025. биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије спроводи продајући сопствене ХоВ уз обавезу реоткупа. За потребе репо продаје од августа 2024. године коришћена је једна серија благајничких записа која је емитована почетком августа 2024. године у укупном износу од 1.000 млрд динара (довољан тржишни материјал да Народна банка Србије може да повуче највише процењени износ вишкова динарске ликвидности за период од годину дана од њихове емисије).

Током П1 организовано је 25 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 10.735,0 млрд динара. Остварени обим продаје био је мањи него у П2 2024. године (11.485,0 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 2025. износило је 428,4 млрд динара, што је за 2,3 млрд динара више него у П2 2024. Стање тих ХоВ је крајем јуна износило 330,0 млрд динара, што представља смањење у односу на крај 2024. године (390,0 млрд динара).

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 2025. године преконоћно депоновале средства код Народне банке Србије у износу 140,4 млрд динара у просеку, што је за 44,8 млрд динара мање него у П2 2024. године. Највише просечно дневно стање депонованих средстава забележено је у јануару (230,3 млрд динара), а најниже у мају (89,1 млрд динара).

У П1 2025. године банке су кредитне олакшице користиле као дневни (*intraday*) кредит – једна банка – у укупном износу од 20,0 млн динара, док преконоћни (*overnight*) кредит није користила ниједна банка.

Обавезна резерва

У П1 2025. године обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 12,4 млрд динара и у јуну је износила 464,0 млрд динара. Наведено повећање је већим делом резултат повећања дела девизне обавезне резерве који се издваја у динарима (за 7,6 млрд динара). Такође, повећање је остварено и захваљујући расту чисто динарске обавезне резерве (за 4,8 млрд динара), услед повећања динарских депозита становништва.

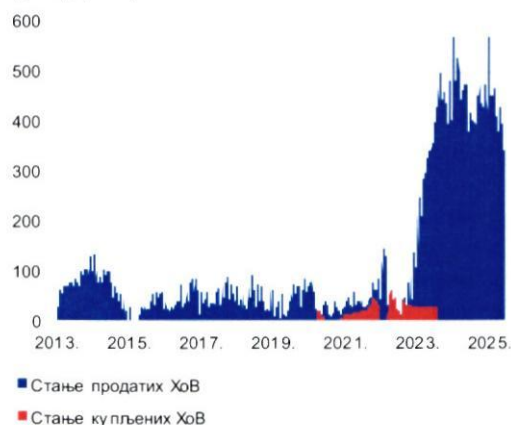
У истом периоду обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 67,4 млн евра и у јуну је износила 3.124,9 млн евра. Такво кретање је резултат повећања девизне основице за 497,2 млн евра, чему је највише допринео раст девизне штедње грађана.

Каматне стопе

Након што је на састанцима у јуну, јулу и септембру 2024. године Извршни одбор Народне банке Србије донео одлуке о смањењу референтне каматне стопе за по 25 б.п., током П1 2025. године референтна стопа није мењана и износила је 5,75%. Стопе на депозитне и кредитне олакшице остале су на нивоу од 4,50% и 7,00%, респективно. У складу с наведеним, просечна пондерисана каматна стопа на реверзним репо аукцијама је готово током целог П1 износила 4,51%.

Каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату банкама на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве у П1 је остала непромењена, на нивоу од 0,75%.

Графикон II.2.1. Стање репо продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије (у млрд RSD)



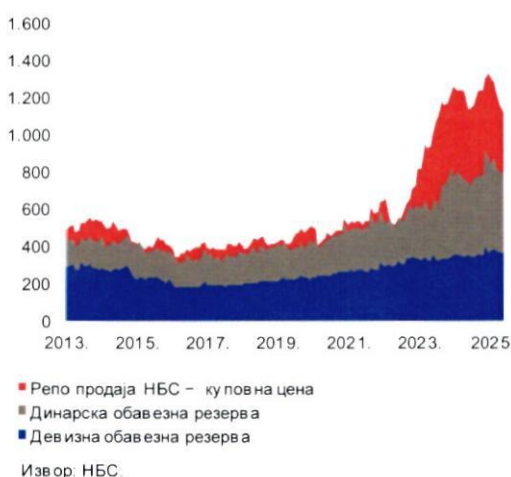
Извор: НБС.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике у 2025. години, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност спровођења интервенција на девизном тржишту ради ублажавања осцилација курса динара према евр. Ове интервенције имају за циљ очување стабилности цена и финансијског система, као и одржавање адекватног нивоа девизних резерви.

У П1 динар је номинално ослабио према евр за 0,1%. У првих пет месеци били су изражени депрецијацијски притисци, пре свега узроковани појачаном тражњом за девизама увозника енергената, као и смањеном понудом девиза појединих домаћих компанија, једним делом и због мањег прилива девиза по основу СДИ у

Графикон II.2.2. Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике (у млрд RSD)



Извор: НБС.

односу на исти период претходне године. Народна банка Србије је током првих пет месеци у активностима на МДТ-у била нето продавац девиза у износу од 1 млрд евра. При томе, депрецијацијски притисци били су најснажнији у јануару и фебруару, током којих је Народна банка Србије била нето продавац девиза у износу од 420 млн евра и 325 млн евра, респективно, да би у наредним месецима они слабили.

Од почетка јуна деловали су снажни апрецијацијски притисци, пре свега услед повећане понуде девиза домаћих компанија. То је, с једне стране, резултат смањене тражње за девизама увозника енергената, а с друге стране, последица раста понуде девиза појединих домаћих компанија које се обично јављају на страни продаје девиза, пре свега по основу извоза СДИ. Поред тога, значајан утицај на апрецијацијске притиске имало је продужење позиције по основу повећања нето индексиране имовине банака. Народна банка Србије је у активностима на МДТ-у у јуну била купац девиза у износу од 600 млн евра. На тај начин, Народна банка Србије је већ у јуну надокнадила 60% нето продаје девиза из првих пет месеци 2025. и на нивоу П1 била је нето продавац девиза у износу од 400 млн евра.

Девизни своп

Народна банка Србије је у П1 2025. године наставила да пружа могућност банкама да закључују билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза (евра) за динаре с Народном банком Србије. Билатералним своп трансакцијама Народна банка Србије настоји не само да пружи подршку банкама у управљању ликвидношћу, у смислу превазилажења проблема недовољних лимита за закључивање међубанкарских трансакција, већ и флексибилност у погледу тренутка закључивања трансакција и њихове рочности.

У билатералним своп трансакцијама Народне банке Србије у П1 реализована су укупно 962 млн евра (Народна банка Србије је своп купила и своп продала по 481 млн евра).

3. Остварење циљане инфлације од почетка 2025. године

У складу с нашим очекивањима, **мг. инфлација** се од почетка 2025. године доминантно кретала

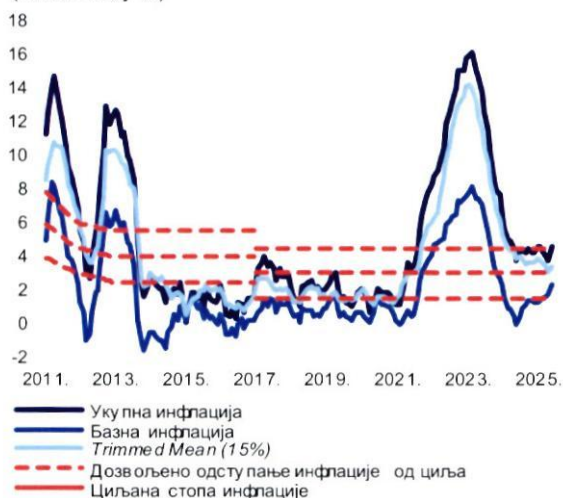
силазном путањом, успоривши најпре на 4,4% у марту и додатно на 4,0% у априлу и 3,8% у мају. Међутим, у јуну је убрзана на 4,6%, првенствено због раста цена хране, изазваног неповољним временским приликама, као и пораста светске цене нафте услед ескалације сукоба на Блиском истоку. **Базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) успорила је на 4,7% мг. у јуну, са 5,3%, колико је износила крајем 2024. године.

Половина доприноса мг. инфлацији у јуну (2,3 п.п.) дугује се **ценама хране и безалкохолних пића**, које су на нивоу групе порасле за 7,4% мг. Раст **цена непрерађене хране** од 11,5% мг. у јуну последица је поскупљења свежег воћа и поврћа (уз допринос инфлацији од 0,7 п.п. и 0,4 п.п., респективно), чија је понуда на домаћем тржишту приметно смањена због неповољних агрометеоролошких услова током Т2. Раст **цена прерађене хране** од 5,4% мг. (уз допринос инфлацији од 1,1 п.п.) доминантно су одредиле више цене безалкохолних пића (уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.), а у мањој мери и поскупљење кондиторских производа, на које се преноси недавни раст светских цена кафе и какаоа, као и више цене производа од жита.

Цене енергије од марта бележе мг. пад, вођене нижим **ценама нафтних деривата** на домаћем тржишту, на које су се одразиле ниже светске цене нафте, као и висока прошлогодишња база. Међутим, у јуну је успорен мг. пад цена нафтних деривата у односу на април и мај, на 6,2% (уз негативан допринос инфлацији од 0,4 п.п.), под утицајем поновног раста светске цене нафте након избијања конфликта између Израела и Ирана. То је кључно утицало да цене на нивоу групе енергија такође успоре мг. пад, на 1,9% у јуну (уз негативан допринос инфлацији од 0,3 п.п.). Цене електричне енергије за домаћинства нису мењане током П1.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) доминантно су успоравале мг. раст током П1, који је у јуну износио 4,3% (уз допринос инфлацији од 1,2 п.п.). На то се одразио спорији мг. раст цена цигарета, алкохолних пића и производа кућне хемије, а током Т2 и цена одеће и обуће. На спорију мг. динамику цена у групи индустријских производа током П1 утицали су мањи трошкови у производњи и транспорту ових производа по основу нижих цена нафтних деривата и других индустријских сировина.

Графикон II.3.1. Динамика инфлације - укупне, базне и *trimmed mean* (мг. стопе, у %)

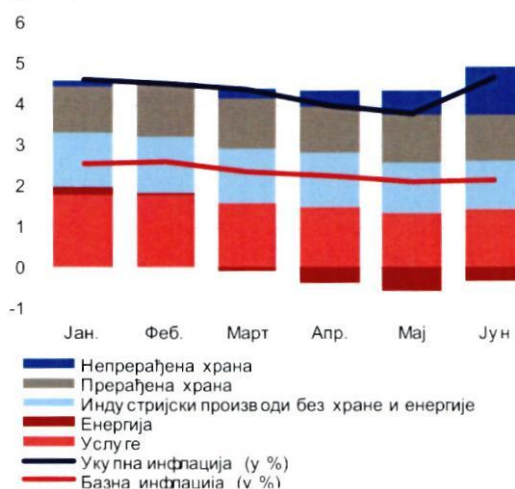


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Током већег дела ПП **цене услуга** успоравале су мг. раст, који је у јуну благо убрзао на 5,7% (уз допринос инфлацији од 1,4 п.п.). Раст цена услуга пре свега се дугује корекцији цена комуналних услуга и услуга интернета у Т1, као и вишим ценама радно интензивних услуга – угоститељских, личних и занатских. Спорија мг. динамика цена услуга, заједно са смањеним доприносом цена индустријских производа, определила је постепено опадање **мг. базне инфлације** током ПП.

Регулисане цене, које су у надлежности Владе, у јуну су повећане за 4,3% мг. (уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.), пре свега због корекција цена комуналних услуга и цигарета услед повећања акциза.

Графикон II.3.2. Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији током П1 2025. (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Економска активност и инфлација

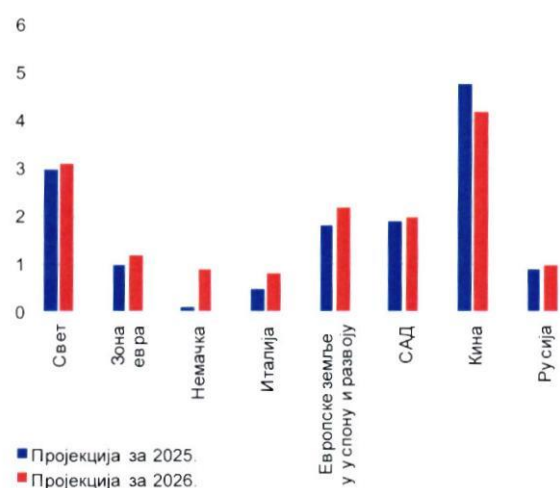
У условима геополитичких тензија и заоштрених трговинских политика водећих економија, **глобална неизвесност је достигла рекордне нивое у априлу ове године**, а показатељи глобалне економске активности сигнализирани су њено успоравање, пре свега у производном сектору. Ипак, **светска привреда је показала знатну отпорност на бројне изазове од почетка ове године**. Процењује се да су ту отпорност подстакли потрошачи и привреда у 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. ММФ је у јулу пројектовао раст светске привреде од 3,0% у 2025. години (наспрам 3,3% у 2024), оценивши да су ризици пројекције и даље асиметрични наниже.

Под утицајем нижих светских цена енергената, **глобална инфлација је од почетка 2025. године наставила да се креће силазном путањом**. Иако споријим темпом, снижавана је и базна инфлација на глобалном нивоу, услед мање затегнутих услова на тржиштима рада, као и ефеката заоштравања монетарних политика у

протеклим годинама. Међутим, инфлација се у већини земаља света још увек налази изнад вишегодишњег претпандемијског просека. ММФ је у јулу пројектовао глобалну инфлацију од 4,2% у 2025. (наспрам 5,6% у 2024), уз очекивани наставак опадајуће путање инфлације у зони евра и већини економија света, које се због уведених царина суочавају с негативним шоком на страни тражње, што делује дезинфлаторно.

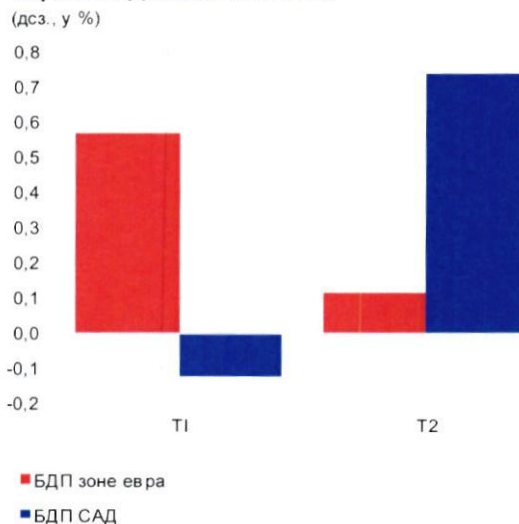
Привреда зоне евра је у Т1 остварила раст од 0,6% дес., који је доминантно вођен повећањем инвестиција у основна средства и нето извоза, а у мањој мери и растом потрошње домаћинстава. У супротном смеру деловао је пад залиха робе. Остварени раст БДП-а знатно је премашао очекивања, првенствено због убрзане активности прерађивачке индустрије, како би се избегли негативни ефекти најављених царина, док је активност у услугама незнатно порасла. Према прелиминарној процени Eurostat-а, привреда зоне евра је у Т2 успорила раст на 0,1% дес., пре свега због поновне контракције у прерађивачкој индустрији. Наши најважнији трговински партнери унутар зоне евра, **Немачка и Италија**, после раста БДП-а од по 0,3% дес. у Т1, у Т2 забележиле су пад БДП-а од по 0,1% дес. **Тржиште рада у зони евра** карактерише рекордно ниска стопа незапослености од 6,2% у јуну. ЕЦБ је у јуну пројектовала раст БДП-а зоне евра од 0,9% у 2025, колико је износио и у 2024. години, а затим благо убрзање на 1,1% у 2026, уз оцену да су ризици пројекције асиметрични

Графикон III.1.1. Пројекције реалног раста БДП-а у 2025. и 2026. години (у %)



Извор: ММФ WEO Update (јун 2025).

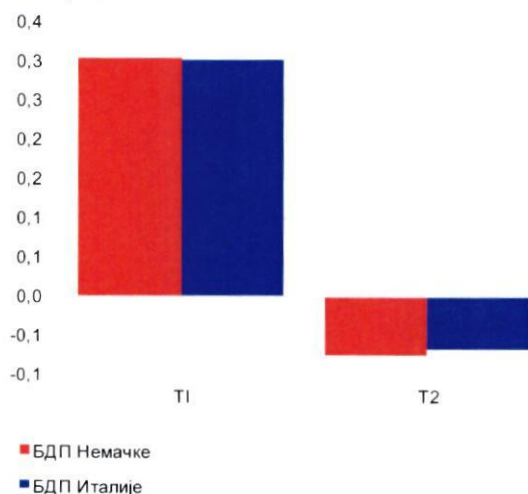
Графикон III.1.2. Реални раст БДП-а у зони евра и САД током П1 2025.



Извор: Eurostat, U.S. BEA и прерачуни НБС.

Графикон III.1.3. Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији током П1 2025.

(дсз., у %)



Извор: Eurostat.

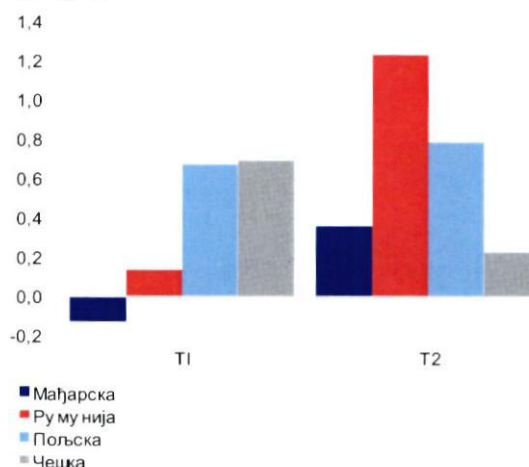
наниже услед могуће ескалације трговинских и геополитичких тензија. ММФ је у јулу пројектовао стопу раста БДП-а зоне евра у 2025. од 1,0%, а затим благо убрзање на 1,2% у 2026. години.

Највише захваљујући паду цена енергената, **укупна инфлација у зони евра** је успорена најпре на 2,2% мг. у марту, и додатно на 2,0% мг. у јуну, чиме је достигнут циљани ниво. С друге стране, прехранбена инфлација у зони евра доминантно је расла током П1, под утицајем неповољних временских прилика и летње суше. **Базна инфлација у зони евра** (мерена променом хармонизованог ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) такође је успоравала током П1, првенствено захваљујући споријем мг. расту цена услуга, и у јуну је снижена на 2,3% мг., што је њен најнижи ниво још од почетка 2022. Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а на мг. нивоу, **инфлација у Немачкој** се током П1 кретала силазном путањом и у јуну се нашла на циљу од 2,0%, док је **инфлација у Италији** спуштена на 1,8%. На нивоу 2025. године, ЕЦБ је у јуну пројектовала да ће просечна укупна инфлација у зони евра износити 2,0%, а базна инфлација 2,4% (што је за по 0,4 п.п. ниже од остварења у 2024), уз оцену да доминирају ризици навише.

На нивоу региона **средње и југоисточне Европе**³ у Т1 је остварен раст БДП-а од 0,4% дсз., доминантно као резултат раста инвестиција у основна средства, као и веће потрошње домаћинстава. С друге стране, у Т1 смањене су

Графикон III.1.4. Реални раст БДП-а у земљама средње и југоисточне Европе током П1 2025.

(дсз., у %)



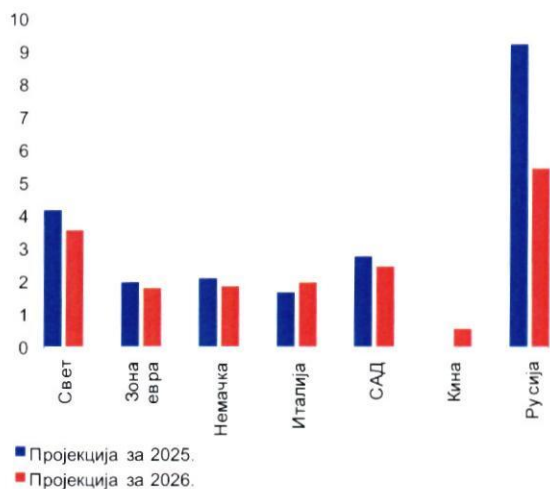
Извор: Eurostat.

залихе робе и нето извоз, а у мањој мери и државна потрошња. Изузев у Словенији и Мађарској, где је БДП смањен у Т1, у осталим земљама региона забележен је раст. На основу прелиминарних података Eurostat-а, у Т2 је забележен раст БДП-а овог региона од 0,7% дсз. Аналитичари *Consensus Economics*-а и Светске банке сагласни су у оцени да је домаћа тражња и даље кључни покретач привредног раста у земљама региона, док је екстерна тражња из зоне евра, пре свега Немачке, још увек слаба. На нивоу 2025. године, *Consensus Economics* је у јулу прогнозирао раст БДП-а у групи земаља средње Европе на 2,4%, а у групи земаља југоисточне Европе на 1,9% (наспрам остварења од по 2,1% у 2024).

По основу снижених цена енергије, **инфлација у земљама региона средње и југоисточне Европе** које имају сличан монетарни оквир као Народна банка Србије успорена је током Т1. До краја П1, мг. инфлација је убрзана у **Румунији** и **Чешкој**, на 5,7% и 2,9%, респективно, услед виших цена хране и енергије, код којих је деловао и базни ефекат. Мг. инфлација у **Пољској** и **Мађарској** у јуну је успорена на 4,1% и 4,6%, респективно, чему су допринеле ниже цене унутар базне инфлације. Аналитичари *Consensus Economics*-а у јулу су пројектовали успораване мг. инфлације до краја године у скоро свим земаља региона, изузев у Румунији, где се очекује убрзање инфлације након престанка мере ограничења цене електричне енергије, као и услед повећања стопе ПДВ-а и акциза од августа. Заједничко свим земљама јесте то што се очекује да ће просечна инфлација у 2025. остати изнад нивоа у 2024. години.

³ У оквиру региона средње и југоисточне Европе обухваћени су Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.

Графикон III.1.5. Пројекција просечне инфлације у 2025. и 2026. години (у %)



Извор: ММФ WEO (јул и април 2025).

На нивоу региона Западног Балкана,⁴ домаћа тражња је остала кључни покретач привредног раста и током П1, подржана растом реалних зарада и дознака, као и позитивним ефектима фискалних подстицаја у европским земљама. С друге стране, слабе економске перформансе у зони евра, нарочито Немачкој, као и повишена неизвесност у погледу трговинских политика и политичких дешавања у појединим земљама региона, негативно утичу на извоз, као и на инвестиционо и потрошачко поверење. Светска банка је у јуну пројектовала раст БДП-а на нивоу региона од 3,2% у 2025. години (наспрам 3,6% у 2024). У свим земљама региона Западног Балкана м.г. инфлација у јуну је била виша него у марту због поскупљења хране изазваног неповољним временским приликама, као и виших цена нафтних деривата услед виших светских цена нафте и ниске прошлогодишње базе. Аналитичари *Consensus Economics*-а су за све земље региона у јулу пројектовали виши ниво инфлације у овој години у односу на 2024. годину.

Привредна активност САД, први пут после скоро три године, у Т1 је смањена (за 0,1% дес.), доминантно због пада нето извоза, јер су америчке компаније убрзале увоз како би избегле више царинске стопе. С друге стране, домаћа тражња је у Т1 наставила да расте. Услед одлагања примене нових царина, екстерна тражња се приметно опоравила током Т2 и кључно допринела расту БДП-а од 0,7% дес. Позитиван допринос привредном расту у Т2 потекао је и од потрошње домаћинстава, док је у супротном смеру једино деловао пад залиха

робе. **Тржиште рада у САД** остало је стабилно, са стопом незапослености од 4,1% у јуну, што је идентично као на крају 2024. године. ФЕД је у јуну пројектовао раст БДП-а САД од 1,4% у 2025. (наспрам 2,8% у 2024), уз оцену да су ризици пројекције асиметрични наниже. Просечна стопа незапослености прогнозирана је на нивоу од 4,5% у 2025. (наспрам 4,0% у 2024).

Укупна инфлација у САД, мерена променом ИПЦ-а, најпре је успорена у Т1, на 2,4% м.г., првенствено захваљујући убрзаном м.г. паду цена нафтних деривата и гаса, након чега је убрзана у Т2, на 2,7% м.г., по основу споријег м.г. пада цена енергије, као и виших цена индустријских производа (без енергије и хране). Прехрамбена инфлација кретала се на сличном нивоу у Т2 као у Т1. Базна инфлација у САД, мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране и енергије, у Т2 је износила 2,9% м.г., што је благо виши ниво него у Т1. Сличну м.г. динамику као ИПЦ током П1 бележиле су и изведене мере инфлације које прати и пројектује ФЕД – индексе издатака за личну потрошњу укупно и по искључењу хране и енергије, које су у Т2 износиле 2,6% и 2,8%, респективно, што је изнад њихових нивоа у Т1. ФЕД је у јуну ове мере за 2025. годину пројектовао на просечном нивоу од 3,0% и 2,4%, респективно, оценивши да су ризици пројекције асиметрични навише.

Привреда Кине је у Т1 остварила раст од 1,2% дес., захваљујући повећању извоза, пре свега по основу раста поруџбина из САД у очекивању виших царина у наредном периоду и депрецијације јуана. У истом смеру је деловао и пораст потрошње, који је подржан фискалним подстицајима. Ове мере су, заједно с монетарним подстицајима, допринеле расту БДП-а Кине у Т2 од 1,1% дес. ММФ је у јулу пројектовао привредни раст Кине од 4,8% у 2025. години (наспрам 5,0% у 2024). **Привреда Русије** је у П1 знатно успорила раст, са 4,5% м.г. у Т4 2024. на 1,4% у Т1 и 1,1% у Т2 2025, због пада активности у областима рударства, трговине и пословања некретностима. ММФ је у јулу пројектовао привредни раст Русије од 0,9% у 2025. години (наспрам 4,3% у 2024).

Монетарна политика

Одлуке централних банака о монетарној политици од почетка ове године и даље се разликују, у зависности од специфичних фактора и процене ефеката неизвесних трговинских политика водећих економија, као и геополитичких тензија.

Као што се и очекивало, **ЕЦБ** је наставила да ублажава монетарну политику, смањујући

⁴ У оквиру региона Западног Балкана, поред Србије, обухваћени су Албанија, Босна и Херцеговина, Северна Македонија и Црна Гора.

основне каматне стопе за 100 б.п. током П1, тако да су након седнице у јуну каматне стопе на депозитне олакшице износиле 2,00%, на главне операције рефинансирања 2,15% и на кредитне олакшице 2,40%, док на састанку у јулу нису мењане. Након задржавања основних каматних стопа на непромењеном нивоу у јулу, аналитичари и тржишта су склонили оцени да је смањење каматних стопа ЕЦБ-а при крају, процењујући да се оне вероватно налазе у неутралној зони или близу ње. Истовремено, ЕЦБ је од почетка године наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком.

ЕЦБ је истакла да се процес дезинфлације налази на добром путу и да су, у складу са очекивањима, и укупна и базна инфлација од почетка 2025. смањене. Укупна инфлација је средином године спуштена на ниво средњорочног циља, а јунска пројекција је указивала на то да ће инфлација 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, као и због јачег евра у односу на долар него што се очекивало 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.

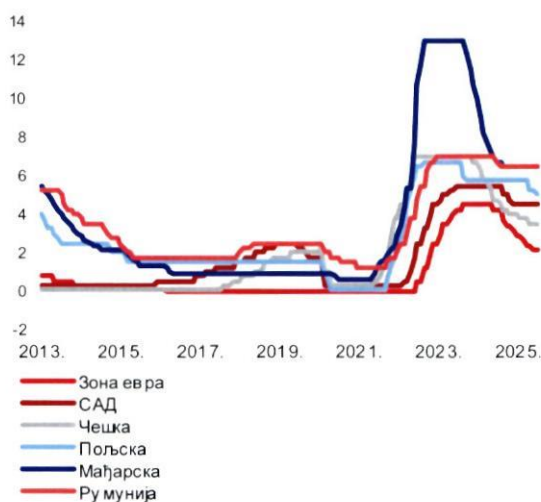
За разлику од ЕЦБ-а, **ФЕД** није мењао распон своје референтне каматне стопе, који износи 4,25–4,50%, чекајући више података који би појаснили слику о кретањима инфлације и економске активности. Очекивало се да ће повећане америчке царине на увоз погурати инфлацију навише, а запосленост наниже, али је постојала знатна неизвесност у погледу јачине и трајања тих ефеката. Након састанка у јулу ФЕД је изнео очекивања да ће инфлација у сектору услуга наставити да слаби, док ће повећане царине гурнути цене навише за неке категорије робе. Званичници ФЕД-а су истицали да су њихове одлуке о монетарној политици вођене дуалним мандатом и да је нова администрација у процесу знатних промена у четири области: трговини, политици имиграције, фискалној политици и регулацији. Нето ефекат промена у све четири области и даље је неизвесан, а од пресудне је важности за економију и кретање референтне каматне стопе.

Према јунским пројекцијама, ФЕД је очекивао 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. 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.

Од централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, референтну каматну стопу у посматраном периоду највише је смањила **централна банка Пољске**. У мају је смањена за 50 б.п., а затим додатно у јулу за 25 б.п., на 5,0%, након дугог периода током којег је није мењала (од октобра 2023). Кључни разлози ублажавања монетарне политике јесу ревидиране пројекције,

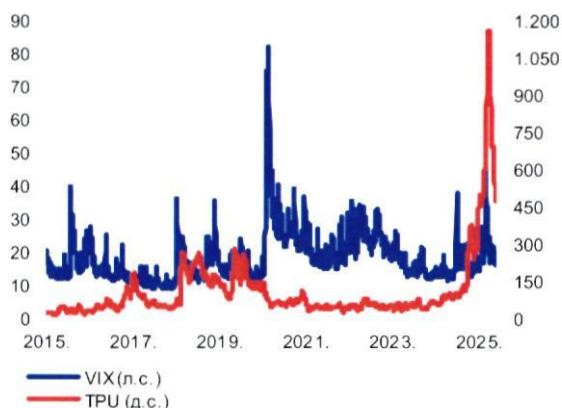
Графикон III.1.6. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

Графикон III.1.9. Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту*



Извор: 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.

појачану глобалну неизвесност указивао је индекс неизвесности у спољнотрговинској политици (TPU – Trade Policy Uncertainty Index),⁵ који је у априлу забележио рекордно високе нивое од 2015, од када су подаци доступни.

Након пометње на финансијским тржиштима у САД, уведена је деведесетодневна пауза на примену царина, уз најаву билатералних преговора око царина. То је довело до готово тренутне стабилизације и смањења неизвесности на финансијским тржиштима, па је забележен пад индекса имплицитне мере волатилности берзе (VIX), као и индекса неизвесности у спољнотрговинској политици (TPU – Trade Policy Uncertainty Index).

Светска цена злата наставила је да расте током П1 и крајем јуна је износила око 3.290 долара по унци, што је за 26,0% више него на крају 2024. Раст цене злата подстакнут је појачаном тражњом за сигурном активом услед јачања трговинског протекционизма и геополитичких тензија на глобалном нивоу, као и повећаном куповином злата од стране централне банке Кине.

Светска цена нафте типа брент кретала се доминантно силазном путањом током П1, услед очекивања о успоравању глобалног привредног раста због ескалације трговинских тензија и повећане производње земаља чланица OPEC+, и крајем јуна је износила око 68 долара по барелу, што је за 8,3% ниже него на крају 2024. На повремена одступања и раст цене нафте, пре

Графикон III.1.10. Кретање светских цена злата и нафте (крај тромесечја, у USD)



Извор: Блумберг.

свега у јуну, одразило се заостравање геополитичких сукоба на Блиском истоку.

Након што се током јануара и фебруара кретала узлазном путањом (услед повећане тражње због хладнијег времена, ниског нивоа залиха и мање понуде из Русије након истека споразума о транзиту гаса кроз Украјину крајем 2024. године), **реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF** сезонски је уобичајено смањена до краја П1. Крајем јуна цена природног гаса износила је око 32 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 390 долара за хиљаду кубних метара гаса),⁶ што је за 33,8% ниже него крајем 2024.

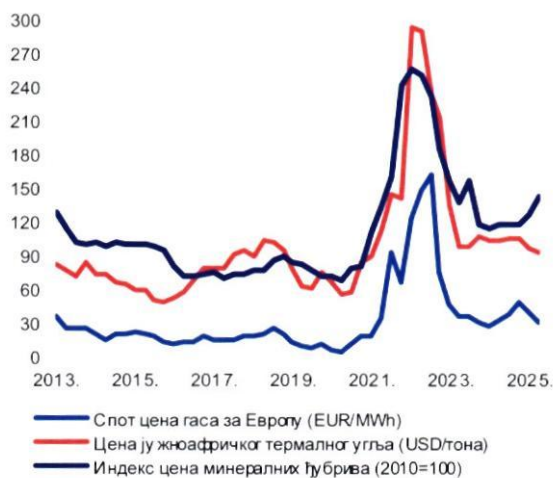
Под утицајем раста понуде водећих светских произвођача, пре свега Кине и Индонезије, као и повећаних залиха, **цена термалног угља** наставила је да се креће силазном путањом у П1. У јуну је просечна цена износила око 95 долара по тони, што је за 11,1% ниже него у децембру 2024. Истовремено, упркос нижим ценама природног гаса, једног од кључних инпута у производњи, **светске цене минералних ђубрива** кретале су се претежно узлазном путањом током П1, те су у јуну биле за 19,5% више него на крају 2024. године.

Светске цене већине метала и минерала кретале су се узлазном путањом током П1, пре свега под утицајем повећане тражње тржишних учесника пре очекиваног раста цена услед виших царина на ове производе. У априлу су цене смањене, првенствено услед забринутости у

⁵ 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.

⁶ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh = 1.000 m³).

Графикон III.1.11. Кретање цена природног гаса, термалног угља и минералних ђубрива (крај тромесечја)



Извор: Рефинитив и Светска банка.

погледу успоравања глобалне тражње изазваног растућим царинама и трговинским баријерама. Ипак, до краја јуна цене су се опоравиле захваљујући постигнутим трговинским споразумима.

Након што су смањене у јануару, **цене хране на светском тржишту**, мерене индексом ФАО, доминантно су се кретале узлазном путањом до краја П1, тако да су у јуну биле за 0,4% више него на крају 2024, док су, м.г. посматрано, порасле за 5,8%. На раст у односу на крај 2024, утицале су више цене млечних производа (8,8%) и меса (5,4%), док су у супротном смеру деловале ниже цене шећера (13,0%), житарица (3,9%) и биљних уља (3,6%).

Графикон III.1.12. Индекс светских цена примарних производа (2010 = 100)



Извор: Светска банка.

* Сирови нафта, природни гас и угаљ.

** Бакар, алуминијум, руда гвожђа, олова, никл, цинк и калај.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, **дефицит текућег рачуна платног биланса** у П1 2025. износио је 2,0 млрд евра (4,7% БДП-а), што је за 885,6 млн евра више у односу на П1 2024. Више од две петине тог повећања последица је раста дефицита робне размене.

Дефицит у робној размени у П1 износио је 3,4 млрд евра и био је за 12,9% виши него у истом периоду претходне године. **Извоз робе** повећан је за 11,2% м.г., на 16,3 млрд евра, вођен извозом прерађивачке индустрије, који је повећан за 11,1% м.г. упркос ниској екстерној тражњи узрокованој проблемима у европској индустрији и неизвесности у вези с царинским мерама. Раст извоза забележен је у 19 од 23 гране прерађивачке индустрије, а највише су му доприносиле гране повезане са аутомобилском индустријом – извоз производа од гуме и пластике и моторних возила, за којим следе извоз металних производа, основних метала и прехранбених производа. Током П1 порастао је и извоз рударства (11,7% м.г.), а повећан је и извоз електричне енергије (41,8% м.г.). С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на ниже залихе и пад извоза пољопривреде (за 10,1% м.г.). **Увоз**

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије

(у млн EUR)

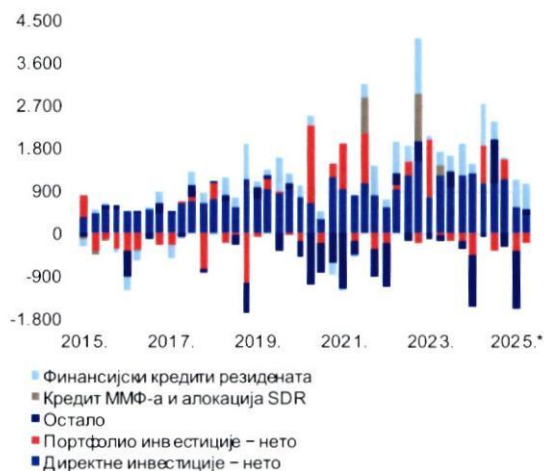
	П1 2024.	П1 2025.*
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.082,8	-1.968,4
1. Салдо робне размене	-3.042,0	-3.435,8
1.1. Извоз	14.624,1	16.255,2
1.2. Увоз	-17.666,1	-19.691,0
2. Салдо услуга	1.486,8	1.275,9
2.1. Извоз	6.834,1	7.201,4
2.2. Увоз	-5.347,4	-5.925,5
3. Салдо робе и услуга	-1.555,2	-2.159,9
3.1. Извоз робе и услуга	21.458,2	23.456,6
3.2. Увоз робе и услуга	-23.013,4	-25.616,5
4. Примарни доходак	-2.217,8	-2.219,6
5. Секундарни доходак	2.690,3	2.411,1
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	45,7	149,0
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	2.672,3	439,4
1. Директне инвестиције – нето	2.377,1	958,6
2. Портфолио инвестиције – нето	380,0	-538,1
3. Финансијски деривати – нето	31,7	14,7
4. Остале инвестиције – нето	-116,5	4,2
4.1. Трговински кредити	-269,6	-761,4
4.2. Финансијски кредити	1.090,3	1.151,0
4.3. Готов новац и депозити – нето	-957,9	-418,5
4.4. Остало – нето	20,7	33,2
IV. Средства резерви	1.976,4	-1.699,2
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	341,2	-319,3
VI. УКУПНИ БИЛАНС	1.976,4	-1.699,2

Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

†) По BPM6 методологији, осим знаковне конвенције.

Графикон III.2.1. Структура финансијског биланса*
(у млн EUR)



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

робе повећан је за 11,5% мг., на 19,7 млрд евра, под утицајем повећаног увоза средстава за репродукцију (9,5% мг.) где спадају и енергенти, као и потрошне робе (12,9% мг.). С друге стране, увоз средстава за рад смањен је за 5,0% мг. Увоз енергената, према класификацији СМТК, повећан је за 14,6% мг. (311,2 млн евра) под утицајем већег увоза електричне енергије и гаса.

Суфицит у размени услуга смањен је за 14,2% мг., на 1,3 млрд евра, услед бржег раста увоза услуга (10,8% мг.) од раста извоза услуга (5,4% мг.). Извоз услуга достигао је 7,2 млрд евра и вођен је растом извоза ИКТ и пословних услуга. Увоз услуга повећан је на 5,9 млрд евра, захваљујући највише увозу туристичких услуга.

Дефицит на рачуну примарног дохотка износио је 2,2 млрд евра и готово је непромењен у односу на исти период 2024. године. Повећани су расходи по основу дохотка од СДИ, што је и очекивано с обзиром на континуиран прилив и раст стања СДИ у Србији, који утиче и на више расходе за исплату дивиденди. Повећани су и расходи по основу плаћених камата на међукомпанијске кредите, као и по основу портфолио инвестиција, док су смањени расходи по основу плата запослених иностраних радника и расходи по основу осталих инвестиција.

Суфицит на рачуну секундарног дохотка смањен је у П1 за 10,4% мг., на 2,4 млрд евра, пре свега услед мањег прилива дознака из иностранства, за 15,1% мг., на 2,0 млрд евра. Остали трансфери из иностранства (439,4 млн евра) били су виши него у истом периоду претходне године, док су, за разлику од П1 претходне године, по основу званичне помоћи Владе забележени нето одливи (16,1 млн евра).

Графикон III.2.2. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга



Извор: НБС.

* Краткорочни дуг по преосталој рочности.

На **финансијском рачуну платног биланса** током П1 остварен је нето прилив капитала од 439,4 млн евра⁷. Највећи део прилива у П1 чинили су приливи по основу финансијских кредита и СДИ, док су се одливи претежно односили на трговинске кредите, портфолио инвестиције и повећање готовог новца и депозита банака у иностранству.

Према прелиминарним подацима, **прилив СДИ у Србију** у П1 износио је 1,55 млрд евра. У односу на П1 2024. прилив је био нижи за 42,4%, што је последица изнадпросечних једнократних прилива у прошлој години, смањеног инвестиционог поверења глобално посматрано, као и одлагања одређених инвестиција услед протеста и блокада у земљи. При томе, прилив СДИ је имао повољну структуру и претежно је био у облику власничког капитала и реинвестиране добити, уз задржану географску и пројектну распрострањеност. Највише улагања било је усмерено у стручне, научне, иновационе и техничке делатности, прерађивачку индустрију, грађевинарство и финансијске делатности и осигурање. Повећана улагања резидената у иностранство утицала су на то да у П1 буде остварен нето прилив СДИ у износу од 958,6 млн евра.

Повећана улагања резидената у иностране ХоВ, као и делимично смањена улагања нерезидената у државне ХоВ на домаћем тржишту, утицала су на то да по основу **портфолио инвестиција** у П1 буде регистрован нето одлив капитала од 538,1 млн евра.

⁷ Без промене девизних резерви.

По основу **осталих инвестиција** у ПП је остварен прилив од 4,2 млн евра. При томе, нето прилив по основу **финансијских кредита** премашао је 1,1 млрд евра, највише услед задужења привреде. Раст задужења забележен је и код банака, док је држава смањила кредитне обавезе према иностранству. Истовремено, домаће банке су повећале средства на рачунима у иностранству, што је, заједно са смањењем средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, утицало на то да по основу **готовог новца и депозита** у ПП буде забележен одлив од 418,5 млн евра. Такође, и по основу **трговинских кредита и аванса** регистрован је одлив у износу од 761,4 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** номинално посматрано (укључујући и промене цене активе и међувалутне промене) током ПП буду смањене за 1,9 млрд евра. Бруто девизне резерве Народне банке Србије 30. јуна 2025. године износиле су 27.403,6 млн евра. Овај ниво девизних резерви обезбедио је покривеност новчане масе М1 од 162,3% и 6,5 месеци увоза робе и услуга, што је више него двоструко изнад стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама. Истовремено, нето девизне резерве износиле су 23.076,4 млн евра и биле су за 1,6 млрд евра мање у односу на крај 2024. године.

У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција – централних банака, међународних институција и првокласних иностраних банака. У структури девизних резерви 30. јуна 2025. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (56,4%), девизна средства на рачунима у иностранству (21,4%), злато (16,5%), ефективни страни новац (5,5%) и SDR код ММФ-а (0,2%).

Највећи девизни приливи у ПП остварени су по основу камата и купона на обвезнице у износу од 250,5 млн евра. Такође, већи приливи су остварени и по основу платног промета с Косовом и Метохијом⁸ у износу од 210,4 млн евра, као и донација у износу од 124,3 млн евра.

Закључно са јуном 2025. године, највећи одливи из девизних резерви Народне банке Србије реализовани су по основу измирења девизних обавеза државе и нето раздужења Републике Србије према инокредиторима у укупном износу

од 1.825,1 млн евра. Већи одливи су реализовани и по основу интервенција Народне банке Србије нето продајом девиза на МДТ-у⁹ у износу од 465,0 млн евра, као и по основу девизне обавезне резерве банака у нето износу од 132,0 млн евра.

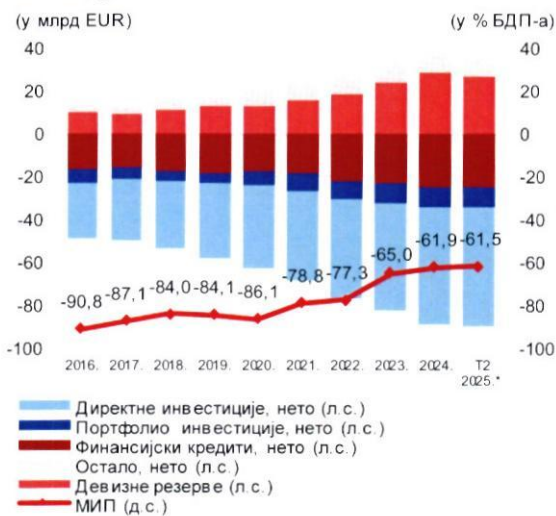
Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција, тј. разлика између средстава која поседују резиденти Србије у иностранству, с једне стране, и њихових обавеза према иностранству, с друге стране, била је негативна и на крају Т2 2025. године износила је **52,2 млрд евра**. У поређењу с крајем 2024. године, то је више за 1,2 млрд евра. Међутим, **захваљујући расту економске активности током ПП, смањено је учешће негативне међународне инвестиционе позиције у процењеном БДП-у за 0,4 п.п., на 61,5%.**

У структури стране финансијске активе, која је на крају Т2 2025. износила 51,8 млрд евра, током посматраног периода у највећој мери су **повећани директне инвестиције у иностранство и трговински кредити предузећа. Више од половине вредности укупне активе и даље чине девизне резерве (53%).**

У структури финансијске пасиве, чија је вредност на крају Т2 2025. износила 104,0 млрд евра, позитивно је то што **СДИ**, као најповољнија, дугорочна врста страних улагања, знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (**58,9%**), док **финансијски**

Графикон III.2.3. Међународна инвестициона позиција



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

⁸ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

⁹ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

кредити и портфолио инвестиције чине мањи део пасиве: 24,6% односно 10,4%.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

У складу с непромењеним нивоом референтне каматне стопе Народне банке Србије, каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** остале су готово непромењене током П1 2025. Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту, *BEONIA*, износила је 4,46%, док су се каматне стопе *BELIBOR* кретале у распону од 4,50% за најкраћу рочност до 4,72% за рочност од шест месеци крајем јуна.

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ** у П1 одржане су три аукције за продају десетипогодишњих државних облигација. На аукцији у јануару, првој аукцији након што је агенција *Standard & Poor's* доделила Србији кредитни рејтинг инвестиционог ранга, забележена је рекордна продаја динарских ХоВ, готово четвороструко већа од планиране, у номиналној вредности од 111,3 млрд динара, при чему је тражња износила чак 158 млрд динара, што ову аукцију чини најуспешнијом до сада. Купонска и извршна стопа биле су изједначене на нивоу од 5,25%. За овим ХоВ забележено је велико интересовање страних инвеститора и на секундарном тржишту. Како је планирана емисија од 120 млрд динара готово у потпуности реализована већ на првој аукцији, Управа за јавни дуг је у фебруару извршила додатну емисију од 60 млрд динара, чиме је укупан обим емисије за десетипогодишње динарске ХоВ повећан на 180 млрд динара. На реотварањима аукције у марту и мају продате су 40,2 млрд

динара по номиналној вредности (тражња је износила 55,2 млрд динара), при чему је стопа приноса смањена и на последњој аукцији износила је 5,16%. Како су истовремено доспеле претходно емитоване двогодишње динарске ХоВ у износу од 100 млрд динара, стање портфеља динарских ХоВ повећано је за 51,5 млрд динара, на ниво од 908,1 млрд динара крајем јуна.

У П1 нису организоване аукције за продају **државних ХоВ у еврима**, а како су истовремено доспеле претходно емитоване ХоВ у износу од 107,2 млн, стање продатих ХоВ у еврима смањено је у односу на крај 2024, на 1.441,2 млн евра крајем јуна.

На **секундарном тржишту динарских ХоВ** промет је благо повећан у П1 2025. у поређењу с П2 2024. и достигао је ниво од 150,8 млрд динара. Просечне пондерисане стопе приноса код државних ХоВ повећане су упркос смањењу њихове преостале рочности, што се може довести у везу с повећаном аверзијом инвеститора према ризику, услед вишег нивоа глобалне неизвесности у амбијенту повећаних трговинских тензија, као и због ескалације конфликта на Блиском истоку. Просечни приноси у јуну кретали су се у распону од 4,36% за преосталу рочност од седам месеци до 5,24% за преосталу рочност од око десет година.

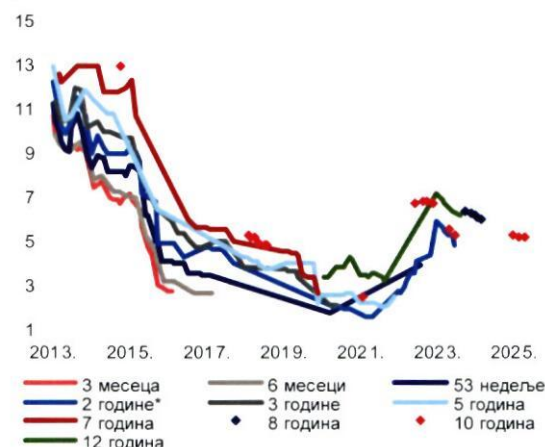
Повољнији извори финансирања и конкуренција међу банкама одразили су се на појефтинјење динарских кредита током П1 2025. Каматна стопа на нове динарске кредите становништву смањена је у П1 за 0,3 п.п., на 9,6% у јуну, што је вођено рекордном реализацијом готовинских кредита по повољнијим условима (за 0,6 п.п., по каматној

Графикон III.3.1. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

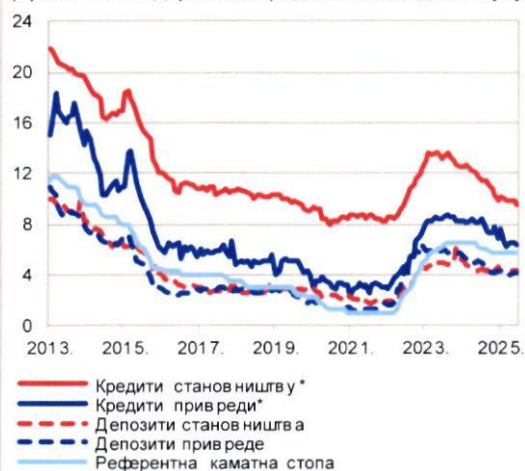
Графикон III.3.2. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

Графикон III.3.3. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

стопа од 9,6%). Каматна стопа на **динарске кредите привреди** смањена је за 0,5 п.п., на 6,4% у јуну, пре свега услед ниже каматне стопе на кредите за обртна средства (за 0,7 п.п., на 6,2%), чије је учешће у динарском кредитирању привреде повећано са 58% на крају претходне године на 79% у јуну. Паду укупне каматне стопе допринело је и смањење каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,2 п.п., на 6,8%, који бележе учешће од око 13%. **Настављено попуштање монетарних услова од стране ЕЦБ-а и пад каматних стопа на тржишту новца у зони евра утицали су на даље појефтинјење домаћих кредита у евро знаку током П1 2025.** Каматна стопа на **евроиндексиране кредите становништву** смањена је за 0,9 п.п., на 4,6% у јуну. Овом смањењу у великој мери су допринели ограничавање каматних стопа на стамбене кредите, у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга, на највише 5%, и реализација програма **субвенционисаних кредита по повољнијим условима у оквиру државног програма „Стамбени кредити за младе“**, услед чега је каматна стопа на стамбене кредите снижена за 0,7 п.п., на 4,3%. Смањењу укупне каматне стопе допринеле су и ниже каматне стопе код потрошачких и осталих некатегорисаних кредита, за 0,6 п.п., на 5,6%, и за 2,5 п.п., на 6,2%, респективно, који заједно чине око 19% евро кредитирања становништва. Каматна стопа на **евроиндексиране кредите привреди** смањена је током П1 за 0,9 п.п., на 4,7% у јуну. Пад каматних стопа забележен је код свих категорија кредитирања, а највећи допринос овом смањењу дало је појефтинјење кредита за обртна средства, за 0,9 п.п., на 4,5%, и инвестиционих кредита, за 0,4 п.п., на 5,3%, који

Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

заједно чине око 91% кредитирања привреде у евро знаку.

Мера о ограничењу каматне стопе на стамбене кредите, која је уведена у септембру 2023, истекла је у децембру 2024. С обзиром на то, Народна банка Србије усвојила је Одлуку о привременом ограничењу каматних стопа како би обезбедила примену ограничења каматних стопа дефинисаних Законом о заштити корисника финансијских услуга до његовог ступања на снагу 14. марта 2025.¹⁰ Овом одлуком је продужено ограничење каматних стопа за постојеће стамбене кредите с променљивом каматном стопом, као и за нове стамбене кредите с променљивом и фиксном каматном стопом, у динарима и у еврима, до краја 2025. године, при чему максимална каматна стопа износи 5%. У прелазном периоду, током 2026. и 2027. године, максимална стопа за стамбене кредите биће једнака просечној пондерисаној стопи увећаној за једну петину те стопе. Од 2028. ово увећање износиће једну четвртину просечне стопе.

Новим Законом о заштити корисника финансијских услуга ограничене су и номиналне каматне стопе на динарске готовинске и потрошачке кредите, као и на остале кредите физичким лицима. У јануару су дефинисана ограничења на нивоу од 14,08% за кредите у динарима и 6,98% за кредите у иностраној валути, која су важила до краја маја, након чега су каматне стопе за период 1. јун – 30. новембар 2025. године смањене на 13,75% и 6,96%, респективно, односно према просечним стопама из марта увећаним за једну четвртину.

¹⁰ За детаљнија појашњења Закона о заштити финансијских корисника погледати *Извештај о инфлацији – мај 2025*, Осврт 1, стр. 20.

Законом је уведена и посебна, нижа стопа законске затезне камате на новчане обавезе у доцњи корисника, која је за 2 п.п. нижа од опште стопе законске затезне камате прописане Законом о затезној камати. Рачуна се као збир референтне каматне стопе Народне банке Србије, односно референтне каматне стопе других централних банака за њихове валуте и 6 п.п.

Ограничења каматних стопа на дуг по кредитним картицама и прекорачења по текућем рачуну рачунају се као посебна затезна каматна стопа из Закона увећана за 6 п.п. односно за 8 п.п. У складу с тим, ограничења за прекорачења по текућем рачуну износила су 19,75%, док су за дуг по кредитним картицама у динарима и иностраној валути била дефинисана на нивоима од 17,75% и 14,40%¹¹, респективно. То се одразило на знатно смањење каматних стопа у јуну у односу на децембар 2024. године – за 7,3 п.п., на 15,1%, за дуг по кредитним картицама и за 10,0 п.п., на 17,9%, за прекорачења по текућем рачуну.

Премија ризика земље и кредитни рејтинг

Глобална премија ризика кретала се доминантно узлазном путањом до средине априла, због забринутости тржишних учесника да би раст царина и трговинских баријера на глобалном нивоу могао да успори раст светске привреде и створи нове инфлаторне притиске. Након тога, глобална премија ризика је до краја П1 смањена, услед попуштања трговинских тензија и наставка ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а. Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO*

EMBIG Composite, смањена је током П1 за 16 б.п. и крајем јуна је износила 176 б.п.

Посматрано по земљама у окружењу, премија ризика на дуг у еврима током П1 смањена је у Северној Македонији (за 69 б.п., на 184 б.п. крајем јуна) и Турској (за 33 б.п., на 162 б.п. крајем јуна). Истовремено, премија ризика на дуг у еврима остала је готово непромењена у Хрватској, Мађарској, Румунији и Црној Гори. Када је реч о кретању премије ризика *EURO EMBIG* за Србију, у П1 је она смањена за 14 б.п., на 180 б.п. крајем јуна.

Табела III.3.1. Кредитни рејтинг
(промена рејтинга и изгледа)

	2020.	2021.	2022.	2024.
S&P	BB+/ста- билни ³⁾	BB+/поз и-тив ни ⁷⁾	BB+/ста- билни ⁴⁾	BB+/позитив ни ²⁾ BBB-/ста- билни⁶⁾
Fitch				BB+/позитив ни ⁵⁾
Moody's		Ba2/ста- билни ¹⁾		Ba2/позитив ни 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.

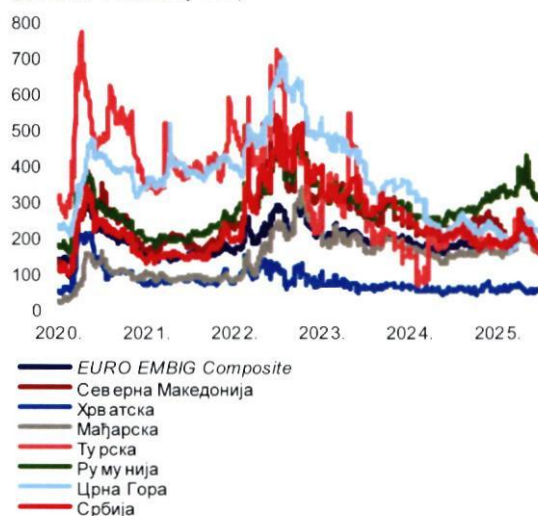
Рејтинг агенција *Fitch* у јануару и јулу задржала је кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга. Као кључне факторе за такву одлуку агенција је истакла адекватно вођену економску политику, пре свега одговорно управљање јавним финансијама и раст девизних резерви, као и виши ниво економске развијености од просека земаља истог нивоа кредитног рејтинга. На позитивну оцену рејтинга утичу 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.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио релативно стабилно кретање према еврџу током П1 и, посматрано крајем периода, номинално је ослабио према еврџу за 0,1%. Истовремено, под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је номинално ојачао према долару за 12,6%.

Депрецијацијски притисци на динар били су доминантни током првих пет месеци 2025, али су постепено слабили. Основни узрок ових притисака у Т1 био је сезонски појачана тражња за девизама, пре свега домаћих компанија из енергетског сектора. Понуда девиза других резидената, осим компанија из енергетског сектора, била је смањена у поређењу са истим периодом претходне године, делимично услед

Графикон III.3.5. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – *EURO EMBIG*
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

¹¹ До 25. јуна, када је примењено ограничење од 14,15%, након снижења референтне каматне стопе ЕЦБ-а.

Графикон III.3.6. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



мање понуде девиза по основу СДИ. На страни тражње за девизама до априла деловала је нето продаја ефективног страног новца од стране банака. Поред тога, тражњу за девизама током целог П1 креирали су нерезиденти, а у истом смеру деловало је и скраћење девизне позиције банака по основу платних картица. Током Т2 тражња за девизама је опадала, док је понуда девиза расла, при чему су од почетка јуна преовладали снажни апresiasiјски притисци. Томе је највише допринела нето индексирана имовина банака,¹² која је расла од априла. У истом смеру деловали су нето продаја девиза резидената и нето откуп ефективног страног новца.

Да би одржала релативну стабилност курса динара према евра, Народна банка Србије је на МДТ-у у П1 нето продала 400,0 млн евра. При томе, у јануару је интервенисала само на страни продаје девиза, а у јуну само на страни куповине, док је у свим осталим месецима интервенисала и продајом и куповином девиза.

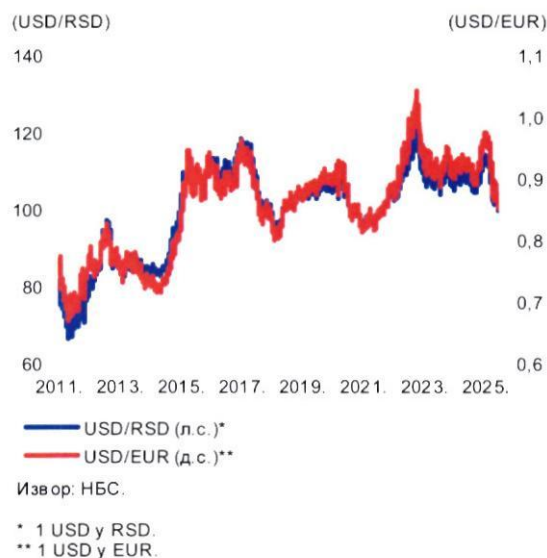
Промет на МДТ-у који је остварен између банака¹³ у П1 у просеку је дневно износио 34,6 млн евра, што је за 2,2 млн евра ниже него у истом периоду претходне године. Притом, највећа вредност промета остварена је у фебруару (43,1 млн евра просечно дневно).

Валуте земаља региона које су у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања према евра током П1. Посматрано крајем периода, ојачали су мађарска форинта (2,7%),

¹² У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

¹³ Без Народне банке Србије.

Графикон III.3.7. Кретање курса динара и евра према долару



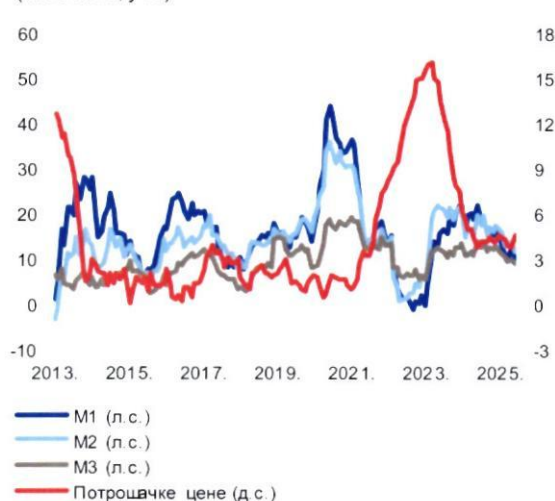
чешка круна (1,8%) и пољски злот (0,7%), док су ослабили румунски леј (2,0%) и турска лира (21,1%).

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Најшири монетарни агрегат, М3, који, поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, забележио је благ раст током П1 2025, за 0,3%. Овај раст се готово у потпуности дугује повећању девизне компоненте. Насупрот томе, најликвиднији динарски депозити, депозити по виђењу, смањени су услед успоравања економске активности, а делом и по основу сезонских фактора присутних почетком године.

Графикон III.4.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене



Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** смањени су за 47,6 млрд динара, што се готово у потпуности односи на пад депозита привреде, пре свега из области грађевинарства, трговине на велико и мало, некретнина и, у нешто мањој мери, прерађивачке индустрије. Трансакциони депозити преосталих сектора нису бележили знатне промене.

Орочени динарски депозити у П1 остали су готово на непромењеном нивоу, будући да је пад динарских орочених депозита привреде компензован благим растом динарске штедње становништва и депозита локалне самоуправе. Динарска штедња становништва је у првих шест месеци 2025. бележила умеренији раст него у претходном периоду и крајем јуна износила је 192,0 млрд динара.¹⁴

Девизни депозити у П1 повећани су за 612,5 млн евра, што је првенствено резултат раста девизне штедње становништва, за 524,8 млн евра (на нови највиши ниво од 14,9 млрд евра у

јуну¹⁵), и, у нешто мањој мери, депозита других финансијских организација, за 210,3 млрд динара. Насупрот томе, депозити привреде смањени су за 133,7 млн евра, што се може довести у везу с падом економске активности, али и мањим приливом СДИ.

Посматрано на мг. нивоу, монетарни агрегати су у П1 успорили динамику раста у односу на крај претходне године, што је забележено и у свим појединачним категоријама монетарних агрегата. У јуну је раст М1, М2 и М3 износио 10,0%, 11,9% и 9,5% мг., респективно.

Кредити банака

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору додатно су убрзали мг. раст у П1, који је у јуну, по искључењу ефекта промене девизног курса,¹⁶ износио 10,8% (са 8,2% у децембру 2024). Раст је био вођен **кредитирањем становништва**, које је убрзало мг. раст на 14,0%, а затим следи **кредитирање привреде**, које је у јуну било веће за 7,1% него пре годину дана.

Под утицајем пре свега високе реализације у јуну, **кредити привреди** су у П1 повећани за 78,5 млрд динара, искључујући ефекат промене девизног курса. Раст кредита претежно се односио на задужење привредних друштава (68,1 млрд динара) и био је вођен одобравањем кредита за ликвидност и обртна средства (52,1 млрд динара), за којим следе инвестициони кредити (21,8 млрд динара). Повећано је и

Табела III.4.1. Монетарни преглед
(у млрд RSD)

	2024.	Јун 2025.	Промене у П1 2025.
Нето потраживања од иностранства	3.293.136	3.117.856	-175.280
Нето потраживања банака од иностранства	-151.062	-108.709	42.353
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.870.101	2.060.168	190.067
Нето домаћи кредити	3.536.595	3.788.565	251.970
Нето потраживања од државе	-27.094	25.517	52.611
Пасмани држави	917.144	972.616	55.473
Депозити државе	-944.238	-947.099	-2.861
Потраживања од невладиних сектора	3.563.689	3.763.048	199.359
Становништво	1.625.247	1.759.202	133.955
Привреда	1.830.615	1.889.569	58.954
Др. финансијске корпорације	72.707	73.357	650
Локални ниво власти	34.680	40.110	5.430
Непрофитне и др. организације	441	811	370
Остала нето актива	-1.666.494	-1.728.397	-61.903
Новчана маса М3	5.163.237	5.178.024	14.787
Новчана маса М2	2.685.365	2.625.013	-60.352
Новчана маса М1	2.038.281	1.978.404	-59.877
Готов новац у оптицају	399.640	387.335	-12.305
Депозити по виђењу	1.638.641	1.591.069	-47.572
Динарски штедни и орочени депозити	647.084	646.609	-474
Девизни депозити	2.477.872	2.553.011	75.139

Извор: НБС.

Графикон III.4.2. Доприноси мг. расту кредита привреди
(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

¹⁴ Новчане масе укључују само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је крајем јуна износила 195,7 млрд динара.

¹⁵ Укључујући средства нерезидената, девизна штедња је крајем јуна износила 15,7 млрд евра.

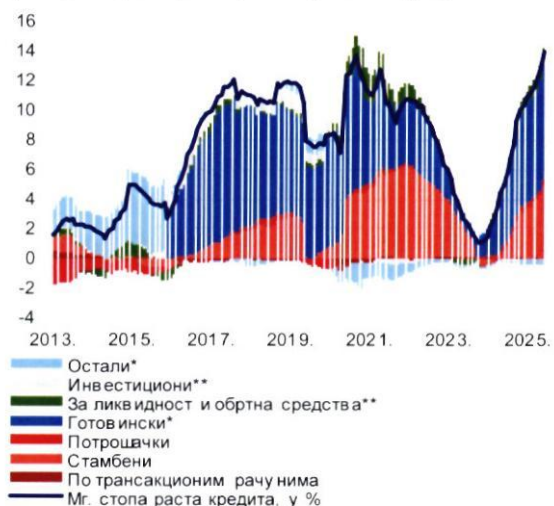
¹⁶ Рачунато по новом програмском курсу на дан 30. септембра 2024.

зaduжење по текућим рачунима и осталим некатегорисаним кредитима. После дужег времена, у јуну је забележено и одобравање кредита за извоз, док су, с друге стране, обавезе по кредитима за увоз су смањене. Таква кретања утицала су на то да учешће кредита за ликвидност и обрtna средства у укупним кредитима привреди буде повећано на 47,9% у јуну (са 47,1% крајем 2024), док је њихов мг. раст убрзан на 8,2%. Истовремено, учешће инвестиционих кредита смањено је у П1 за 0,7 п.п., на 42,1%, док је њихов мг. раст убрзан на 11,8% у јуну. Посматрано по делатностима, током П1 највише су се задуживала трговинска предузећа, а затим предузећа из области пословања некретностима, енергетике, грађевинарства и саобраћаја. Једино су предузећа из прерађивачке индустрије забележила пад задужења. При томе су банке нешто више кредитирале велика предузећа, што је утицало на то да учешће кредита одобрених сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа у укупним кредитима привреди буде смањено за 0,5 п.п., на 60,3% у јуну, док је њихов мг. раст убрзан на 9,0%.

Обим новоодобрених кредита привреди у П1 износио је 634,2 млрд динара, што је за 3,2% више него у истом периоду 2024. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обрtna средства, који су чинили 64% новоодобрених кредита привреди и чији је износ повећан за 7,2% мг., а готово подједнако су их користила мала и средња и велика предузећа. На инвестиционе кредите односило се 24% нових кредита, а три четвртине тих кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

Графикон III.4.3. 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.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су током П1 за 132,4 млрд динара, што је највиши полугодишњи прираст откад постоје упоредиви подаци. Томе је допринела рекордна реализација готовинских кредита (68,8 млрд динара), за којом следи раст стамбених кредита (47,4 млрд динара), потпомогнут одобравањем кредита у оквиру државног програма стамбених кредита за младе, који су чинили нешто више од четвртине тог раста. Повећано је и задуживање грађана по потрошачким кредитима и текућим рачунима, док су обавезе по кредитним картицама благо смањене. Раст кредита становништву подржан је ублаженим кредитним стандардима, нижим каматним стопама, промотивним понудама банака, али и растом зарада и запослености. Таква кретања довела су до повећања учешћа готовинских кредита у укупним кредитима становништву у П1 за 0,4 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%.

Обим новоодобрених кредита становништву у П1 износио је 486,9 млрд динара и био је за 39,8% виши него у истом периоду 2024, пре свега захваљујући већем износу новоодобрених готовинских и стамбених кредита. Готовински кредити су били најзаступљенији и чинили су 69% нових кредита становништву, а за њима следе стамбени кредити, са учешћем од 17%.

Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке након пооштравања кредитних стандарда привреди у Т1, у Т2 ублажиле стандарде за динарске кредите, док су стандарди за девизно

Графикон III.4.4. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора

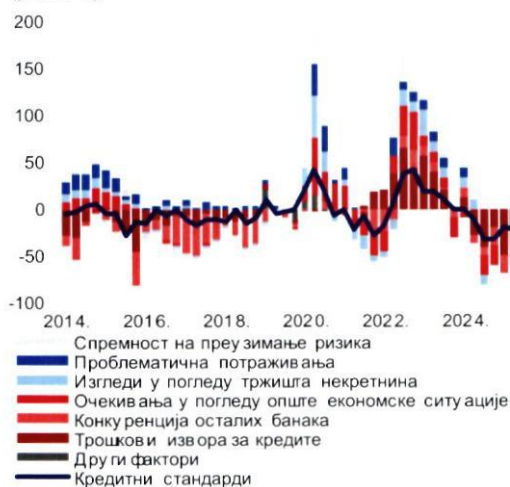
(у нето %)



Извор: НБС.

Напомена: Раст у вредности у казу је на пооштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

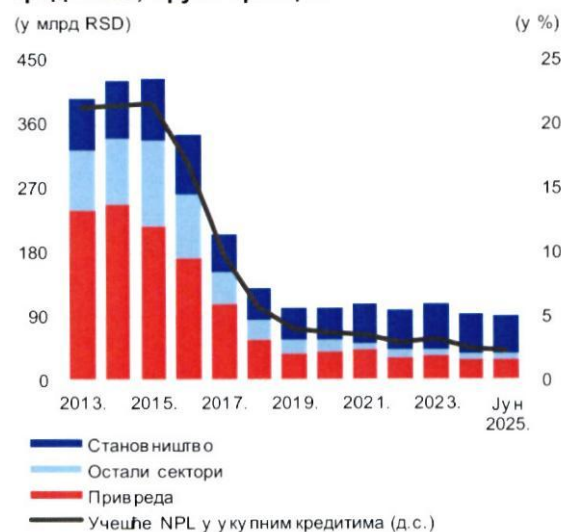
Графикон III.4.5. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



индексиране кредите поопштрени. Иако је већина фактора деловала у смеру поопштравања стандарда, поједине банке су оцениле да су посебне кампање ка клијентима и обезбеђивање 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 у Т2. Банке су оцениле да се пад тражње привреде за кредитима у Т1 претежно односио на дугорочне кредите и да је био условљен смањеном тражњом великих предузећа. Насупрот томе, у Т2 тражња привреде за динарским и за девизно индексираним кредитима готово је подједнако повећана, при чему је раст био вођен финансирањем обртних средстава и израженији у сегменту малих и средњих предузећа. Када је реч о сектору становништва, кредитни стандарди су додатно ублажени у П1, и то за динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, као и за девизно индексирани стамбене и потрошачке кредите. На ублажавање стандарда за кредите становништву утицали су нижи трошкови извора финансирања и деловање конкуренције. Према оцени појединих банака, томе је у Т2 допринео и програм субвенционисаних стамбених кредита за младе.

Становништво је током П1 повећало тражњу за кредитима, и то за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и за девизно индексираним стамбеним кредитима. У Т2 забележен је и раст тражње за потрошачким кредитима. Према оцени банака, раст тражње је био одређен потребама за рефинансирањем постојећих кредита, набавком трајних потрошних добара, растом зарада, а у Т2 и куповином непокретности. Поред тога, поједине банке су навеле да је на повећану тражњу за

Графикон III.4.6. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



кредитима у П1 утицало и ограничавање каматних стопа.

Бруто *NPL* показатељ се у марту спустио на нов минимум од 2,3% (са 2,5% крајем 2024), на ком се задржао и током Т2. Бруто *NPL* показатељ сектора привреде¹⁷ смањен је током П1 за 0,1 п.п., на 1,7% у јуну, док је за сектор становништва¹⁸ овај показатељ смањен за 0,4 п.п., на нову најнижу вредност од 3,0%. 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*.

Показатељ адекватности капитала на крају П1 износио је 21,3%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

5. Показатељи степена динаризације

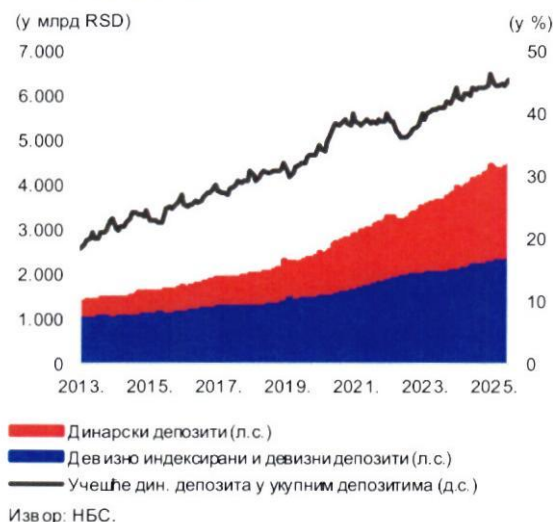
Народна банка Србије остаје посвећена обезбеђивању ниске и стабилне инфлације, очувању релативне стабилности девизног курса и стабилности финансијског система, као и спровођењу мера и активности које доприносе јачању поверења у динар и већој употреби динара у домаћем финансијском систему.

Када је реч о конкретним мерама Народне банке Србије које иду у прилог већој динаризацији финансијског система, ублажавање монетарне

¹⁷ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима такође је смањен за 0,1 п.п. и у јуну је износило 1,9%.

¹⁸ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

Графикон III.5.1. Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва



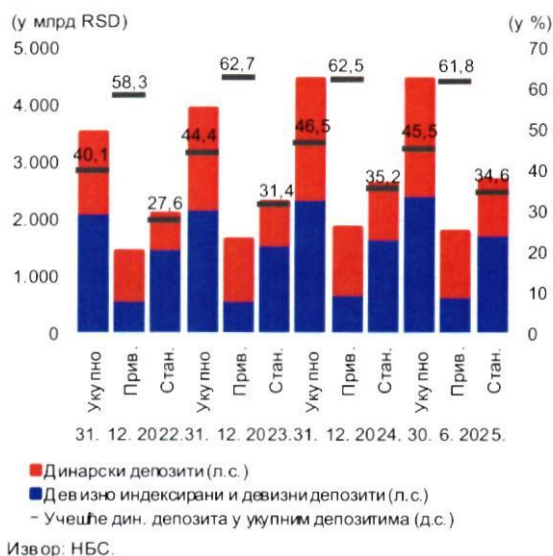
политике у претходном периоду доприноси нижим каматних стопама на динарске кредите банака, што корисницима омогућава повољније задуживање у динарима, без излагања валутном ризику.

Такође, од почетка 2025. године примењује се мера Народне банке Србије којом су банке обавезане да приликом обрачуна адекватности капитала умање износ капитала ако учешће девизно индексираних кредита, кредита у инострану валуту одобрених након 1. јула 2023. године нефинансијском и недржавном сектору, као и дужничких ХоВ изражених у динарима с девизном клаузулом или у инострану валуту, премашу одређени праг (71% у 2025, 64% у 2026, 57% у 2027, а након тога 50%).¹⁹ На тај начин, банке су стимулисане да у већој мери одобравају динарске кредите нефинансијском и недржавном сектору и улажу у динарске ХоВ ових сектора, што ће позитивно утицати на процес динаризације у наредном периоду.

Поред наведених мера, Народна банка Србије наставила је да стимулише банке да у већој мери користе динарске изворе финансирања политиком обавезне резерве. Наиме, стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су знатно ниже од девизних, а Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

Такође, динарске државне ХоВ и динарске обвезнице предузећа с прихватљивим бонитетом, за разлику од девизних ХоВ, укључене су у

Графикон III.5.2. Секторска структура депозита банака



листу прихватљивог колатерала за монетарне операције Народне банке Србије, што у дугом року доприноси развоју тржишта капитала, кроз подстицај банкама да у својим портфолијима држе динарске ХоВ.

Када је реч о развоју инструмената заштите од девизног ризика, Народна банка Србије је наставила да с банкама закључује билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза.

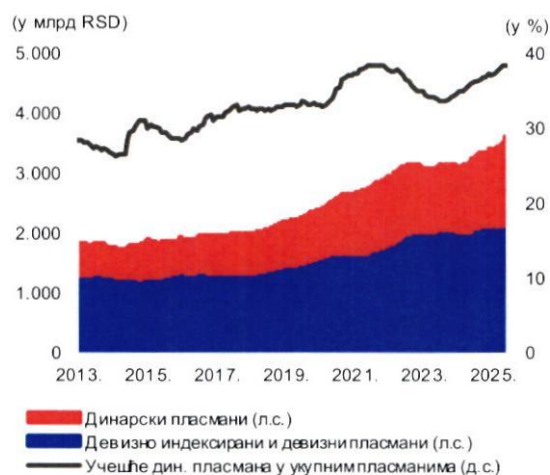
Резултат мера и активности Народне банке Србије јесте чињеница да је степен динаризације према већини релевантних индикатора знатно већи у поређењу са 2012, када је започето спровођење Стратегије динаризације.

Најзначајнији напредак остварен је у области динаризације депозита становништва и привреде. Крајем јуна 2025. овај показатељ је износио 45,5%, што је, иако нешто ниже од рекордног нивоа с краја 2024. године (46,5%), и даље више у поређењу са истим месецом 2024. (за 1,3 п.п.) и крајем 2012. (за 26,2 п.п.).

С обзиром на значај депозита становништва као изузетно значајног извора кредитне активности банкарског сектора, посебно је важно то што степен динаризације депозита становништва показује дугорочни тренд раста. Крајем јуна 2025. овај показатељ износио је 34,6%, што је нешто ниже од рекордна 35,2% забележена крајем 2024. године. Ипак, забележен је знатан м.г. раст (за 2,5 п.п.), а раст је још израженији уколико се пореди с крајем 2012. (за 25,8 п.п.).

¹⁹ Одлука о адекватности капитала банке („Службени гласник РС”, бр. 103/2016, 103/2018, 88/2019, 67/2020, 98/2020, 137/2020, 59/2021, 67/2022, 137/2022, 48/2023, 110/2023, 102/2024 и 41/2025).

Графикон III.5.3. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву



Извор: НБС.

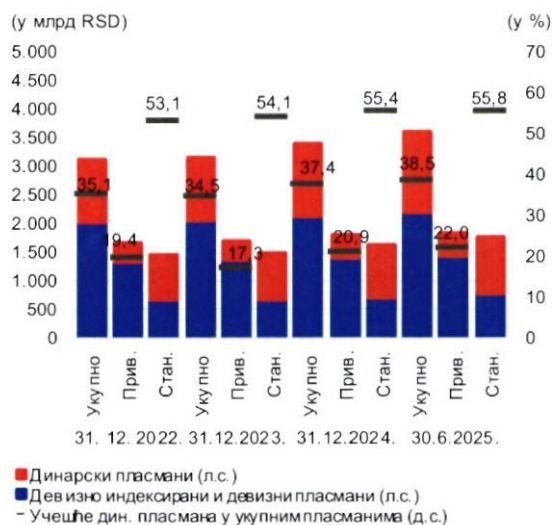
Већој динаризацији депозита становништва доприноси и наставак раста динарске штедње. Иако је раст динарске штедње у П1 2025. био умеренији него у претходном периоду, она је наставила да бележи рекордно високе нивое – крајем јуна је износила 195,7 млрд динара, што је за 4,6 млрд динара (2,4%) више у поређењу с крајем 2024, а једанаест пута (тј. за 177,8 млрд динара) више у односу на крај 2012. године.

Степен динаризације депозита привреде је крајем П1 2025. износио 61,8%, што је нешто нижи ниво у односу на крај 2024. (за 0,7 п.п.), али је и даље виши у поређењу с јуном 2024. (за 0,1 п.п.), а посебно у поређењу с крајем 2012. (за 17,9 п.п.). Смањење овог показатеља у П1 доводи се у везу с мањим стањем на рачунима предузећа, које је било израженије код динарских него код девизних депозита.

Динаризација пласмана привреди и становништву је у шест месеци 2025. постепено повећавана, чиме је настављен тренд раста овог показатеља присутан у претходне две године. Крајем јуна овај показатељ је износио 38,5%, што је за 1,1 п.п. више у поређењу с крајем 2024. Раст је израженији ако се упореди с јуном 2024. (2,4 п.п.), као и с крајем 2012. (10,5 п.п.). Раст динаризације пласмана бележи се и код привреде и код становништва. Код привреде, овај показатељ је током П1 повећан за 1,1 п.п., на 22,0%, што представља највиши ниво у претходне три године. Раст овог показатеља доводи се у везу са значајнијим растом динарског кредитирања привреде у поређењу кредитима одобреним у девизном знаку.

Степен динаризације пласмана становништву забележио је постепени раст – у П1 је повећан за

Графикон III.5.4. Секторска структура пласмана банака



Извор: НБС.

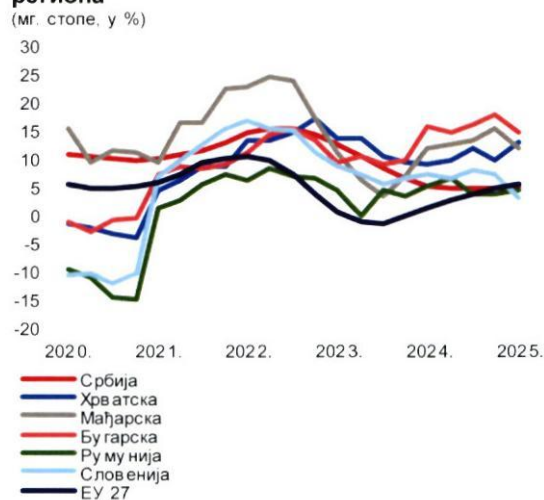
0,4 п.п., на 55,8%, што одражава наставак раста готовинских кредита (који се по правилу одобравају у динарима).

6. Тржиште непокретности

Према подацима Републичког геодетског завода, у Т1 2025. укупан број купопродајних уговора на тржишту непокретности износио је 28.705, што је за 2,4% мање него у Т1 2024, док је број купопродаја у којима су прометовани станови порастао за 7,2% мг. (11.293 уговора).

Укупна вредност оствареног промета на тржишту непокретности у Т1 износила је 1,7 млрд евра, од чега се на промет станова односи 1,0 млрд евра, што је за 21,8% више у односу на Т1 2024.

Графикон III.6.1. Кретање цена станова мерених индексом цена станова, у земљама региона



Извор: Eurostat и РГЗ.

Графикон III.6.2. Кретање броја издатих грађевинских дозвола и завршених станова



Извор: РЗС.

Подаци Републичког геодетског завода указују на наставак **умереног раста цена станова**, који траје од Т3 2022. У Т1 2025. м.г. стопа раста цена станова, мерена индексом цена станова, за Републику Србију износила је 5,3%. У Београду, цене су порасле 6,2% м.г. У сегменту староградње, на нивоу целе Србије, цене су порасле за 5,2% м.г., а у сегменту новоградње, односно куповине од инвеститора, за 5,6% м.г. Подаци за Т1 показују да је 25% станова купљено из кредитних средстава, што је за 7 п.п. више него у истом периоду 2024. године.

У међународном окружењу, према подацима *Eurostat*-а за Т1 2025, цене станова у земљама региона такође настављају да расту. Цене станова су највише порасле у Бугарској (15,1% м.г.) и Хрватској (13,1% м.г.). На нивоу Европске уније у целини ове цене су порасле за 5,7% м.г.

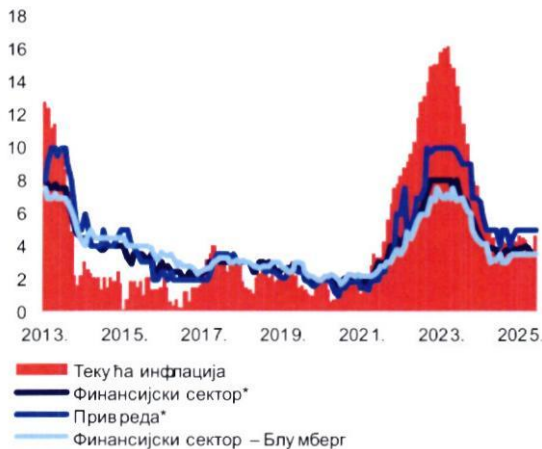
Према подацима РЗС-а, укупан број издатих грађевинских дозвола за зграде у П1 2025. смањен је за 2,7%, а број дозвола за станове за 1,2% м.г. С друге стране, вредност укупних грађевинских радова изведених у Републици Србији за зграде у П1 повећана је за 5,5% м.г.

7. Инфлациона очекивања

Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и у 2025. наставила су да се крећу у границама циља, у којима се налазе од почетка 2024. године, што је потврда адекватности мера монетарне политике које предузима Народна банка Србије.

Према резултатима анкета агенције Нинамедија, **инфлациона очекивања финансијског сектора** за годину дана унапред снижена су са 3,9% на

Графикон III.7.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (м.г. стопе, у %)



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

* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

3,5% од почетка године, што представља најнижи ниво од августа 2024. године. При томе, очекивања готово свих финансијских институција током целог периода налазила су се унутар граница циља Народне банке Србије. Према резултатима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања овог сектора за годину дана унапред била су готово непромењена током свих шест месеци (осим у априлу, 3,6%) и износила су 3,5%.

Инфлациона очекивања сектора привреде за годину дана унапред у П1 кретала су се на нивоу од 5,0%. Од почетка године смањен је удео предузећа која у наредних три и дванаест месеци очекују раст цена инпута у производњи, за по 19,8 п.п. и 12,9 п.п., респективно. Такође,

Графикон III.7.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)

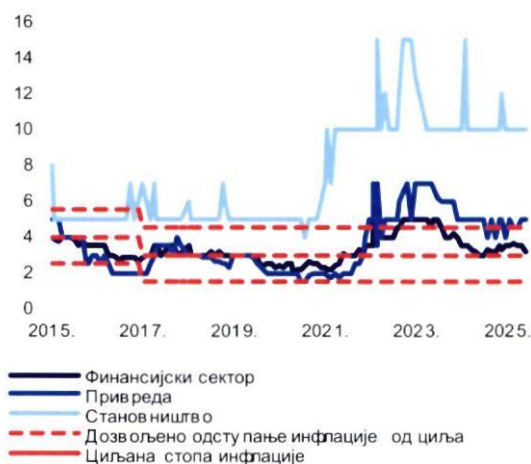


Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

Графикон III.7.3. Очекивана инфлација за две године унапред*

(мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.

* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

раст цена готових производа и услуга у наредна три месеца у јуну очекује 25,5% предузећа, а у следећих дванаест месеци њих 53,6%, што је за по 15,5% мање него у јануару.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва задржана су током ПП на нивоу од 15,0%. Ипак, према резултатима квалитативне анкете,²⁰ становништво очекује да ће инфлација у наредних дванаест месеци бити нижа од процењене инфлације у претходној години дана, што указује на то да је индекс очекиване инфлације, који је у јуну износио 36,4 поена, био нижи од индекса перципиране инфлације (55,9 поена).

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две и три године унапред кретала су се у границама циља Народне банке Србије. Очекивања овог сектора за две године унапред износила су 3,5%, док су се очекивања за три године унапред кретала од 3,0% до 3,5%. У јуну су оба показатеља имала вредност од 3,2%. **Очекивања сектора привреде за две и три године унапред током ПП** кретала су се у распону од 4,0% до 5,0%, при чему су у јуну за оба периода износила 5,0%. **Инфлациона очекивања становништва за две и три године унапред** износила су 10,0%.

8. Фискална кретања

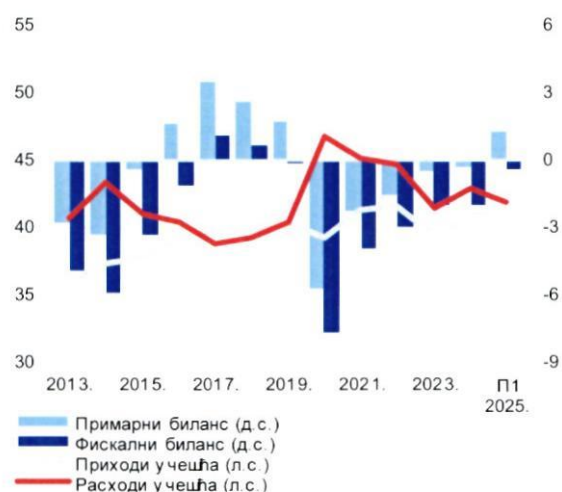
У ПП 2025. године остварен је дефицит опште државе од 21,3 млрд динара (−0,4% БДП-а), док је суфицит примарног биланса износио 66,2 млрд динара (1,3% БДП-а).

Јавни приходи у ПП 2025. повећани су реално за 1,9% мг. Раст је првенствено био подстакнут већим пореским приходима од рада, односно категоријама социјалних доприноса и пореза на доходак, што је резултат повољних кретања на тржишту рада. Упркос повећању реалног расположивог дохотка, приватна потрошња становништва бележила је умеренији раст, у условима повећаних друштвених и политичких тензија, што се одразило на благ негативан допринос прихода од ПДВ-а, реално посматрано. Негативан допринос забележен је од прихода од пореза на добит, услед ниже профитабилности привреде у 2024. у односу на претходну годину. Ипак, она је и даље висока и, према подацима Агенције за привредне регистре, износила је 866 млрд динара.

Јавни расходи су у ПП реално повећани за 4,8% мг., у највећој мери вођени повећањем пензија и капиталних расхода у оквиру тренутног инвестиционог циклуса, уз нешто мањи допринос повећаних издатака за плате у јавном сектору, робу и услуге и субвенције.

Јавни дуг централног нивоа државе крајем јуна 2025. износио је 38,6 млрд евра, или 43,7% пројектованог БДП-а за 2025. У односу на крај 2024. нижи је за 3,5 п.п., што је резултат вишег пројектованог номиналног БДП-а у 2025. години, слабљења долара, али и доспећа претходно емитованих обвезница. Када је реч о валутној структури јавног дуга, у односу на крај 2024. године, учешће дуга у динарима повећано је за 1,6 п.п., на 23,4%, а учешће дуга у еврима за 0,3 п.п., на 57,9%. Насупрот томе, учешће дуга у доларима смањено је за 1,5 п.п., на 12,4%, а учешће дуга по основу SDR за 0,4 п.п., на 6,0% крајем јуна.

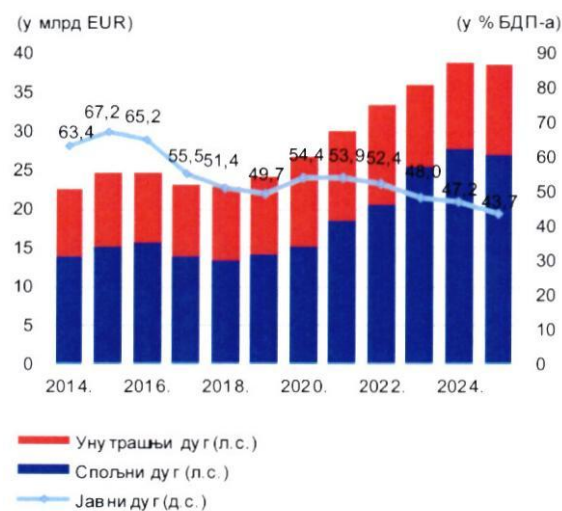
Графикон III.8.1. Фискални и примарни резултат буџета опште државе (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија

²⁰ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

Графикон III.8.2. Јавни дуг*



Извор: Министарство финансија.

* Централни ниво државе.

Новим **средњорочним фискалним оквиром** *Фискалне стратегије за 2026. са пројекцијама за 2027. и 2028. годину* предвиђено је да фискална политика у средњем року има умерено експанзиван карактер, по основу даљег инвестирања у инфраструктуру у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027“. У односу на претходни оквир промене се односе на благе корекције наниже очекиваних прихода од ПДВ-а и капиталних расхода, у складу са оствареном 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% БДП-а све до краја 2027. године, након чега ће се ниво дефицита прилагодити фискалном правилу, чија ће примена започети од 2029. Учесће јавног дуга сектора државе у БДП-у планирано је на нивоу од 46,8% за крај 2025. године, при чему се с предвиђеном динамиком фискалног дефицита очекује смањење учешћа дуга на 46,2% БДП-а до краја 2028. године.

9. Агрегатна тражња

Раст економске активности у ПП 2025. износио је 2,0% (уз приближно исту динамику у оба тромесечја). Спорији раст БДП-а у односу на првобитна очекивања последица је неповољног деловања фактора из међународног окружења, али и протеста и блокада у земљи, што је утицало на смањење инвестиционог и потрошачког поверења. Посматрано с расходне стране, привредни раст је био вођен домаћом тражњом, у оквиру које је највећи допринос дала лична потрошња. С друге стране, нето извоз је дао негативан допринос због бржег реалног раста

Графикон III.9.1. Доприноси м. стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

увоза робе и услуга од извоза, на шта се одражавају инвестиције планиране програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027“ и раст расположивог дохотка за потрошњу.

Приватна потрошња је у ПП повећана за 2,4% м. (што је обезбедило допринос од 1,5 п.п. расту БДП-а у ПП), вођена њеним основним извором – масом зарада, која је, номинално посматрано, у ПП повећана за 11,1% м. Истовремено, пензије су у ПП номинално повећане за 10,8% м. (реално 6,4% м.). Повољнији услови кредитирања, као резултат досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, пружили су додатну подршку потрошњи домаћинства преко раста кредита намењених потрошњи, који су у ПП забележили двоцифрени м. раст од 15,9%. С друге стране, дознаке становништва биле су за

Графикон III.9.2. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.9.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије

(тримесечни 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.

15,1% мање у односу на исти период претходне године, што се може довести у везу с лошијим перформансама економске активности у Европи, одакле по правилу долази највећи прилив дознака у нашу земљу. На даљи раст приватне потрошње указује промет у трговини на мало, који је у П1 порастао за 2,2% м.г., као и повећан увоз потрошне робе од 12,9% м.г., подржан и растом расположивог дохотка становништва. Насупрот томе, у П1 број долазака домаћих туриста опао је за 4,9%, а број ноћења за 8,6% у поређењу са истим периодом претходне године.

Државна потрошња забележила је раст у П1 од 2,2% м.г., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,4 п.п. у П1), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору, као и за набавку робе и услуга. Наведена кретања су утицала на то да укупна потрошња у П1 оствари м.г. раст од 2,4%.

Према процени Народне банке Србије, **приватне инвестиције** су у П1 смањене за 4,8% у односу на исти период претходне године, што је негативно допринело расту БДП-а са 0,9 п.п. На пад приватних инвестиција у П1 упућују пре свега подаци из области грађевинарства, с обзиром на то да је, м.г. посматрано, број издатих грађевинских дозвола био нижи за 5,7%, док је вредност изведених радова у П1 мања за 11,6% м.г. 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). Такође, током П1 остварен је прилив СДИ од преко 1,5 млрд евра, док су инвестициони кредити забележили м.г. раст од 10,7%.

Захваљујући наставку реализације значајних инфраструктурних пројеката које финансира држава, допринос **државних инвестиција** расту БДП-а у П1, према нашој процени, износио је 0,3 п.п., при чему су оне забележиле раст од 4,7% у односу на исти период претходне године. Збирно посматрано, **укупне фиксне инвестиције** су смањене за 2,5% м.г., уз негативан допринос расту БДП-а од 0,6 п.п. у П1.

Повећање залиха индустријских производа позитивно је допринело расту БДП-а у П1 (са 3,6 п.п.).

Реални раст извоза робе и услуга Србије у П1 је износио 6,5% м.г. Истовремено, у условима текућег инвестиционог циклуса, као и већег расположивог дохотка становништва, увоз је реално повећан за 10,5% м.г., због чега је допринос нето извоза расту економске активности у П1 био негативан и износио је 3,0 п.п.

10. Економска активност

Економска активност забележила је раст од 2,0% м.г. у П1. Као и у претходном периоду, раст БДП-а био је вођен услужним секторима. Позитиван допринос расту БДП-а дали су индустрија и пољопривреда, док је грађевинарство забележило пад активности.

Услужни сектори су, збирно посматрано, у П1 успорили раст на 2,5% м.г. (са 4,8% у П2 2024), чиме су допринели расту БДП-а у П1 са 1,4 п.п. На раст упућују пре свега подаци из области трговине, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у П1 реално повећан за 2,2% м.г. На раст активности у ИКТ сектору указује и даљи раст извоза ове групе производа, који је у П1 износио 14,1% м.г. С друге стране, подаци о смањењу броја долазака и ноћења туриста, за 2,7% м.г. и 4,1% м.г., респективно, упућују на пад туристичког промета у П1.

Графикон III.10.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Раст **индустријске производње** износио је 2,5% м.г. у ПП, вођен растом активности у прерађивачкој индустрији и рударству, док је производња електричне енергије забележила пад на м.г. нивоу. Обим производње прерађивачке индустрије бележи раст последњих осам тромесечја, који је у ПП износио 3,8% м.г. Производња је повећана у 14 од 24 гране прерађивачке индустрије. Највећи позитиван допринос дало је повећање производње нафтних деривата (раст од 20,7% м.г.), делом и због ниске базе из прошле године, када се одвијао ремонт рафинерије у Панчеву. Значајан допринос расту дали су и производња производа од гуме и производња пластике (раст од 19,6% м.г. у ПП) и моторних возила (20,0% м.г. у ПП), што се може довести у везу с почетком серијске производње аутомобилских гума у Зрењанину и електричних возила у Крагујевцу. Највећи негативан допринос потицао је од смањене производње машина и одевних предмета. Производња у сектору рударства повећана је у ПП за 4,0% м.г., пре свега захваљујући убрзању раста експлоатације руде метала.

У **грађевинарству** је у ПП смањен обим активности за 11,3% у односу на исти период прошле године, што је за последицу имало негативан допринос расту БДП-а за 0,5 п.п. На то указују подаци о броју издатих грађевинских дозвола, који су забележили пад од 5,7% м.г., као и вредност изведених радова, која је у ПП смањена за 11,6% м.г. С друге стране, производња грађевинског материјала забележила је у ПП скроман раст од 1,3% м.г., док је активност у области „остало рударство“, која највећим делом обухвата експлоатацију грађевинског материјала, повећана за 0,1%.

Графикон III.10.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Нето порези су повећани за 2,9% м.г. у ПП, што доприноси расту БДП-а са 0,4 п.п.

Узимајући у обзир податке РЗС-а о производњи пшенице и појединих сорти воћа и засејаним површинама јесењих култура, али и с обзиром на временске прилике (мраз током пролећа, високе температуре у јуну, уз малу количину падавина), у августовској пројекцији проценили смо да ће овогодишња **пољопривредна сезона** бити лошија од просечне, али ипак мало боља од прошлогодишње. Раст пољопривредне производње у ПП износио је 2,5% м.г., што обезбеђује око 0,1 п.п. расту БДП-а.

Према нашој августовској пројекцији, стопа раста БДП-а у овој години износиће 2,75%, што представља корекцију наниже у односу на

Графикон III.10.3. Показатељи и грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

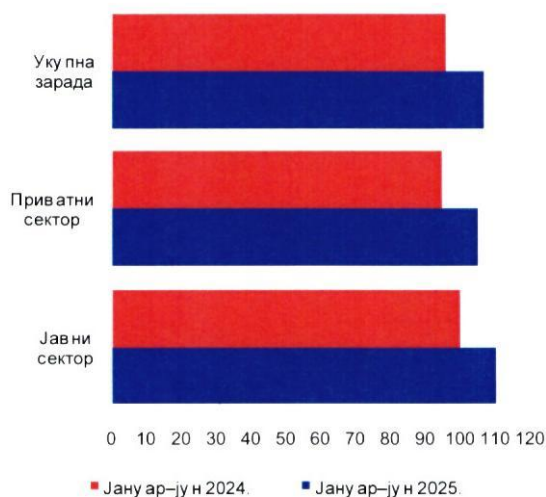
претходне пројекције, на шта се одражава пре свега нижа активност у грађевинарству и појединим услужним секторима у досадашњем току године, посматрано с производне стране, односно мањи раст приватне потрошње и инвестиција од претходно очекиваног, посматрано с расходне стране. Поред тога, процењујемо да ће овогодишња пољопривредна сезона бити исподпросечна, за разлику од фебруарске и мајске пројекције, у којима смо очекивали просечне приносе. Због и даље ниског хидропотенцијала, као и смањених залиха угља, ни енергетика се у П1 није опоравила у складу са очекивањима. Ипак, **убрзање активности очекује се у П2**, чему треба да допринесе 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 остаје у распону 4,0–5,0%, при чему се за 2027. тј. годину одржавања изложбе „Експо 2027”, очекује раст ближи горњој граници овог распона.

11. Зараде и запосленост

У П1 2025. настављена су повољна кретања на домаћем тржишту рада, о чему сведочи даље повећање просечних зарада и формалне запослености, уз истовремено смањење регистроване незапослености на нови најнижи ниво до сада.

Номинална нето зарада у П1 у просеку је износила 107.179 динара (914 евра), што је за 11,0% више него у истом периоду претходне године, при чему су зараде у приватном сектору повећане за 11,2%, а у јавном сектору за 10,6%.

Графикон III.11.1. Просечна номинална нето зарада
(у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

Медијална и минимална зарада у П1 су повећане за 11,7% м.г. и 12,8% м.г., респективно, и у просеку су износиле 82.911 динара и 52.976 динара, респективно.

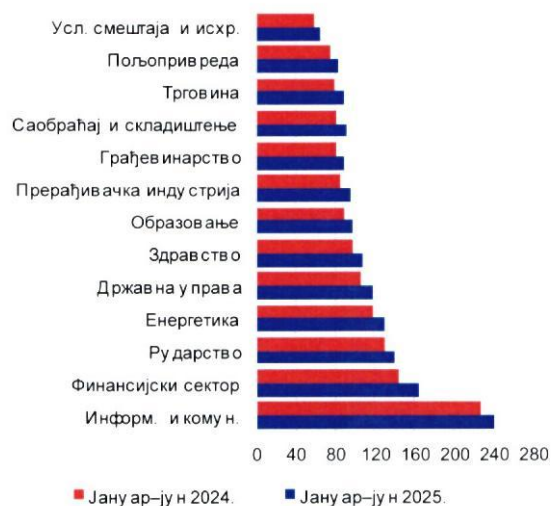
Посматрано по делатностима, просечне номиналне зараде су у П1 највише, м.г. посматрано, порасле у финансијском сектору (13,8%), у делатностима уметности, забаве и рекреације, као и у административним и помоћним услужним делатностима (за по 13,3%).

Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, остварила је м.г. раст од 11,1% у П1, пре свега по основу пораста просечних зарада. Према процени Народне банке Србије, **продуктивност укупне економије у П1** повећана је за 1,9% м.г., вођена бржим растом економске активности од повећања запослености.

Укупна формална запосленост у П1 у просеку је износила око 2,37 млн лица, према подацима РЗС-а добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, што је за 0,1% више него у истом периоду претходне године. У П1 број формално запослених био је у просеку већи за око 2 хиљаде лица него годину дана раније, што је у потпуности резултат раста запослености код предузетника (за око 6 хиљада лица), док је у супротном смеру деловао пад броја запослених код правних лица (за око хиљаду лица) и индивидуалних пољопривредника (за око 4 хиљаде лица).

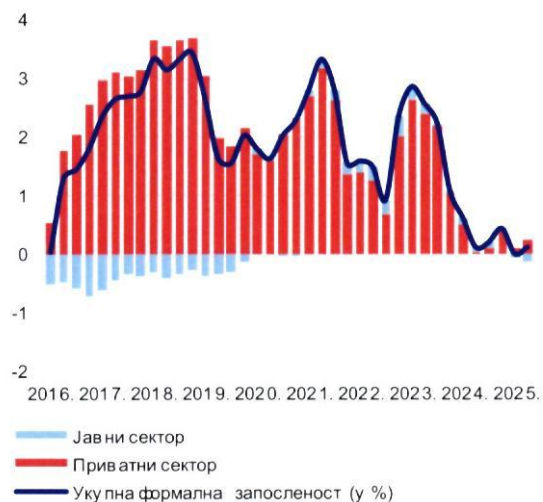
Као и у претходном периоду, највећи број нових радних места током П1 отворен је у **приватном сектору**, тако да је број формално запослених у овом сектору у П1 у просеку износио 1,76 млн

Графикон III.11.2. Просечне номиналне нето зараде по делатностима
(у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

Графикон III.11.3. Структура м. раста укупне формалне запослености (у п.п., просек тромесечја)

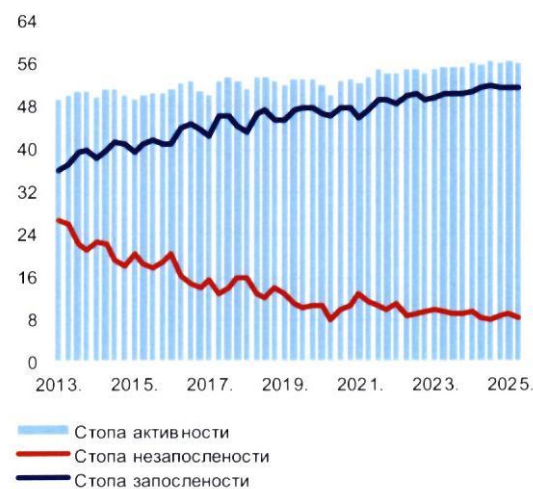


Извор: РЗС и прерачун НБС.

лица, што је за око 4 хиљаде лица више него у истом периоду претходне године. Ако се посматрају делатности које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у П1 у просеку је највише повећана у административним и помоћним услужним делатностима, ИКТ услугама и угоститељству, док је највише смањена у прерађивачкој индустрији и стручним, научним, иновационим и техничким делатностима. Насупрот томе, **запосленост у јавном сектору** је у П1 смањена на м. нивоу, у просеку за око 2 хиљаде запослених.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** је у П1 смањена и у јуну је износила 344.788 лица, што је за око 26 хиљада незапослених мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци.

Графикон III.11.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази* (у %)



* Подаци од 2021. у складу су са Пописом 2022. године.
Извор: РЗС.

Према доступним резултатима ревидиране **Анкете о радној снази**, који обухватају и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа активности је у Т2 2025. износила 56,2%, док је стопа партиципације (стопа активности радно способних лица) била 73,2%, што су за 0,2 п.п. и 0,7 п.п., респективно, виши нивои него у истом периоду прошле године. Стопа запослености је у Т2 повећана на 51,5% (м. раст од 0,1 п.п.), а стопа незапослености на 8,5% (м. раст од 0,3 п.п.) услед смањења неформалне запослености.

Списак графикана и табела

Графикони

II.1.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	7
II.2.1.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.2.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	10
II.3.1.	Динамика инфлације - укупне, базне и <i>trimmed mean</i>	12
II.3.2.	Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији током П1 2025.	12
III.1.1.	Пројекције реалног раста БДП-а у 2025. и 2026. години	13
III.1.2.	Реални раст БДП-а у зони евра и САД током П1 2025.	13
III.1.3.	Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији током П1 2025.	14
III.1.4.	Реални раст БДП-а у земљама средње и југоисточне Европе током П1 2025.	14
III.1.5.	Пројекција просечне инфлације у 2025. и 2026. години	15
III.1.6.	Кретање референтних стопа по земљама	16
III.1.7.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	17
III.1.8.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	17
III.1.9.	Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту	18
III.1.10.	Кретање светских цена злата и нафте	18
III.1.11.	Кретање цена природног гаса, термалног угља и минералних ђубрива	19
III.1.12.	Индекс светских цена примарних производа	19
III.2.1.	Структура финансијског биланса	20
III.2.2.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	20
III.2.3.	Међународна инвестициона позиција	21
III.3.1.	Кретање каматних стопа	22
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	22
III.3.3.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	23
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	23
III.3.5.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	24
III.3.6.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	25
III.3.7.	Кретање курса динара и евра према долару	25
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	26
III.4.2.	Доприноси мг. расту кредита привреди	26
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита становништву	27
III.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	27
III.4.5.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	28
III.4.6.	Учешће <i>NPL</i> у укупним пласманима, бруто принцип	28
III.5.1.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	29
III.5.2.	Секторска структура депозита банака	29
III.5.3.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву	30
III.5.4.	Секторска структура пласмана банака	30

III.6.1.	Кретање цена станова мерених индексом цена станова, у земљама региона	31
III.6.2.	Кретање броја издатих грађевинских дозвола за станове и завршених станова	31
III.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	31
III.7.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	32
III.7.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	32
III.8.1.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	32
III.8.2.	Јавни дуг	33
III.9.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна	33
III.9.2.	Извоз и увоз робе и услуга	34
III.9.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	34
III.10.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	35
III.10.2.	Кретање показатеља економске активности	35
III.10.3.	Показатељи грађевинске активности	36
III.11.1.	Просечна номинална нето зарада	36
III.11.2.	Просечне номиналне нето зараде по делатностима	37
III.11.3.	Структура м.г. раста укупне формалне запослености	37
III.11.4.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази 37	

Табеле

III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	19
III.3.1.	Кредитни рејтинг	24
III.4.1.	Монетарни преглед	26

