

mat

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDovi

MACROECONOMIC ANALYSES AND TRENDS



PRIVREDNA
KOMORA
SRBIJE



ЕКОНОМСКИ ИНСТИТУТ
ECONOMICS INSTITUTE
1947

Jul 2025.



MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDVI
MACROECONOMIC ANALYSIS AND TRENDS

Aktuelnosti:

Evropski fiskalni izazovi:
balansiranje između odbrane, socijalnih davanja i klimatske tranzicije

Izdavači
EKONOMSKI INSTITUT, BEOGRAD
PRIVREDNA KOMORA SRBIJE



Urednik
IVAN NIKOLIĆ

Autori
MARKO MILJKOVIĆ • VESNA SIMONOVIĆ
• IVAN NIKOLIĆ • SANJA FILIPOVIĆ • GORAN NIKOLIĆ
• KATARINA STANČIĆ • PETAR KOROVIĆ • VESNA PANTELIĆ • DUŠKO BUMBIĆ

SADRŽAJ:

PRIVREDA U FOKUSU

Ocena privredne aktivnosti.....

Prognoze.....

KONJUNKTURNI BAROMETAR.....

AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI

ANALIZE

Goran Nikolić

MIT O RASTU NEJEDNAKOSTI.....

Goran Katić

MAKROEKONOMSKE PROGNOZE I PROCENE ZA DRUGI KVARTAL I 2025. GODINU.....

Duško Bumbić

ANALIZA KRETANJA MEĐUNARODNE INVESTICIONE POZICIJE I SPOLJNOG DUGA REPUBLIKE SRBIJE U PRVOM KVARTALU 2025.

OCENA PRIVREDNE AKTIVNOSTI

Prema do sada raspoloživim visokofrekventnim indikatorima, procenjujemo da je realni BDP Republike Srbije u periodu januar-maj 2025. međugodišnje uvećan za oko 2,2%. Posmatrano sa proizvodne strane ključni izvor rasta je sektor ostalih usluga, dok je industrija doprinela rastu BDP-a sa oko 0,4pp. Međugodišnji rast industrije u maju 2025. iznosi 4,4%, prerađivačkog sektora 7%. Zabeležen je i dvocifreni međugodišnji rast spoljnotrgovinske razmene – robni izvoz je uvećan za 17,3%, uvoz za 6,8%, te je deficit u robnoj razmeni smanjen za 26,8%. Pokrivenost uvoza izvozom iznosi 83,7%, a bolji rezultat je do sada evidentiran samo u dva navrata: u septembru 2016. (84,0%) i aprilu 2017. (84,5%). Nakon prethodnog usporavanja (naročito, tokom perioda februar-april) u maju je zabeležen potpuni oporavak unutrašnjeg prometa - u stalnim cenama promet u trgovini na malo uvećan je za 5,6%. Inflacija je u maju smanjena i na mesečnom i na međugodišnjem nivou. U aprilu i maju 2025. registrovana je mesečna inflacija od 0,3% i 0,2%, te međugodišnja inflacija od 4,0% i 3,8%. Međugodišnja inflacija je smanjena četvrti mesec uzastopno, čime je dostigla najniži nivo od juna 2024. godine.

1. Dinamika industrijske proizvodnje

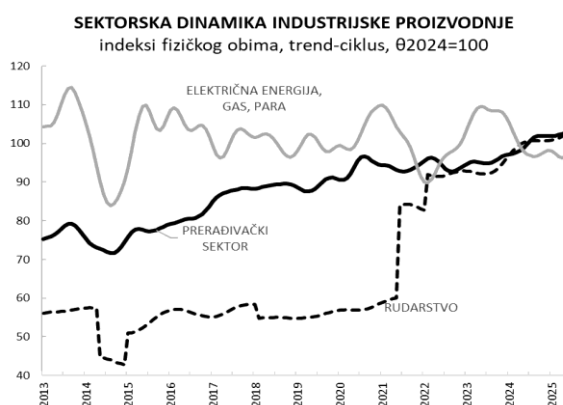
Industrijska proizvodnja je u maju 2025. godine bila za 4,4% veća u odnosu na isti mesec prošle godine. Posmatrano po sektorima, u maju je međugodišnji rast ostvaren u Prerađivačkoj industriji (+7,0%; doprinos od 5,5pp), i pad u Rudarstvu (-4,4%; doprinos od -0,37pp) i Snabdevanju električnom energijom, gasom, parom i klimatizaciji (-5,7%; doprinos od -0,76pp).

Zanimljiv detalj je da je visok međugodišnji rast Prerađivačke industrije, kakav je zabeležen u martu i delimično tokom aprila, ponovljen i u maju mesecu, uprkos činjenici da je izvor takvog rasta iscrpljen. Podsećamo, odličan međugodišnji rezultat prerađivačkog sektora u martu i aprilu poticao je iz efekta niske osnovice za poređenje u oblasti Proizvodnje koksa i derivata nafte (jer

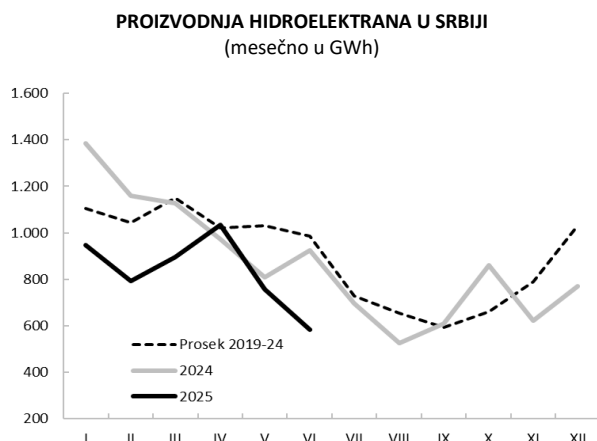
Rafinerija nafte u Pančevu gotovo da nije radila u martu i aprilu prošle godine). Konjunktura Prerađivačkog sektora u maju je počivala na Proizvodnji motornih vozila i prikolica i Proizvodnji proizvoda od gume i plastike.



Ukupna industrijska proizvodnja je u periodu januar-maj uvećana za 2,5% u odnosu na isti period prethodne godine. Rast je ostvaren u sektorima Prerađivačka industrija (4,2%) i Rudarstvo (2,0%). U sektoru Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija ostvaren je kumulativni pad proizvodnje od -4,7%



Najveći pozitivan doprinos rastu Industrijske proizvodnje u prvih pet meseci potekao je od Prerađivačkog sektora (3,2pp). Sledi, Rudarstvo sa doprinosom od oko 0,18pp, dok sektor Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija predstavlja odbitnu stavku sa približno -0,8pp.



Uprkos činjenici da je Rudarstvo imalo međugodišnji rast u periodu januar-maj, u aprilu i maju je zabeležena redukcija proizvodnje od -0,5% i -4,4%, respektivno posmatrano, na šta je u maju najviše uticao pad u Eksploataciji uglja (-18,3%), dok Eksploatacija ruda metala beleži međugodišnji rast od 0,3%.

Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija (u ukupnoj industrijskoj proizvodnji učestvuje sa 15,3%) je sektor čiji dugoročni trend nakon naglašene opadajuće tendencije, koja je trajala od decembra 2023. godine, konačno od sredine prošle godine pokazuje znake stabilizovanja proizvodnje.

Nažalost, takav nivo proizvodnje u prvih pet meseci ove godine i dalje je bio niži od prosečne prošlogodišnje proizvodnje.

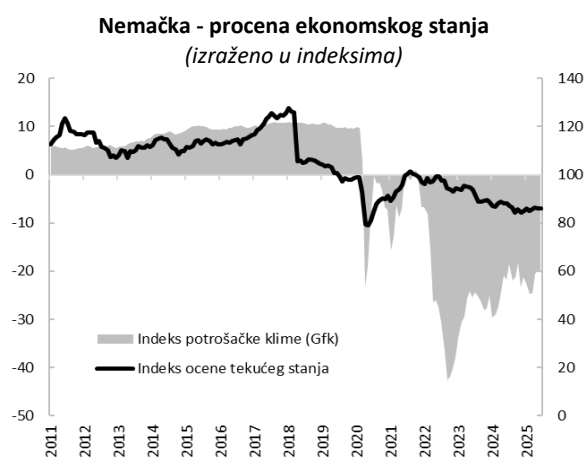
U maju 2025. ova proizvodnja je bila za -5,7% niža nego u maju 2024. godine. Najveći pad proizvodnje zabeležen je u proizvodnji termoelektrične energije iz javnih elektrana, ali je usled nepovoljnih klimatskih uslova redukovana i proizvodnja hidroelektrične energije iz javnih elektrana i proizvodnja električne energije iz energije vetra. Iz priložene ilustracije je jasno da je zbog suše proizvodnja hidroelektrana dodatno opala i u junu, te je kumulativni pad u proizvodnji hidroelektrana u prvom polugođu ove godine međugodišnje iznosio 21,5% (pritom je u junu proizvodnja hidroelektrana bila za oko 37% niža u odnosu na jun prethodne godine, dok je malo verovatno da nam i jul može doneti bolji rezultat s ozbirom na nizak nivo akumulacija hidroelektrana i nedovoljno padavina).

Kišoviti maj je nagoveštavao oporavak proizvodnje hidroelektrične energije, međutim iz priložene ilustracije se vidi da je efekat bio privremen.

Indeksi industrijske proizvodnje, maj 2025.

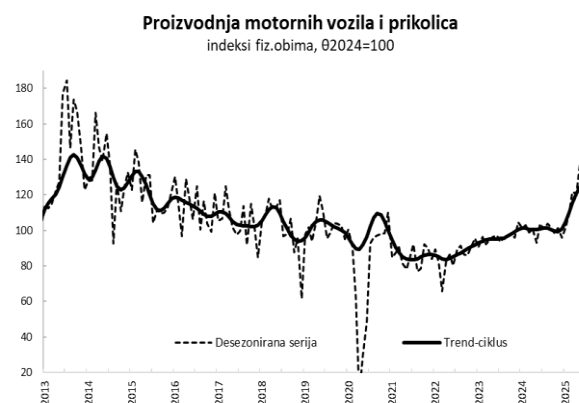
	Ø2024=100			V 2025	I-V 2025
	IV	V	I-V	V 2024	I-V 2024
Prerađivačka industrija, ukupno	100,5	104,8	98,4	107,0	104,2
Proizvodnja prehrambenih proizvoda	96,6	95,5	94,3	99,7	98,5
Proizvodnja pića	100,2	111,6	93,0	109,1	102,6
Proizvodnja duvanskih proizvoda	93,7	104,4	97,2	117,2	108,0
Proizvodnja tekstila	104,2	105,8	100,1	108,0	92,6
Proizvodnja odevnih predmeta	88,6	80,8	84,9	82,4	81,6
Proizvodnja kože i predmeta od kože	92,6	105,1	92,9	97,8	83,9
Prerada drveta i proizvodi od drveta,... osim nameštaja	112,9	101,9	103,3	94,0	107,7
Proizvodnja papira i proizvoda od papira	96,8	103,9	97,8	99,5	95,8
Štampanje i umnožavanje audio i video zapisa	101,8	108,0	100,6	127,8	102,3
Proizvodnja koksa i derivata nafte	89,8	96,8	95,1	90,0	133,2
Proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda	105,3	105,7	99,1	109,5	104,6
Proizvodnja osnovnih farmaceutskih proizvoda i preparata	89,1	98,0	94,5	105,4	96,0
Proizvodnja proizvoda od gume i plastike	111,3	122,4	112,4	132,3	120,2
Proizvodnja proizvoda od ostalih nemetalnih minerala	97,7	116,7	91,7	109,5	99,9
Proizvodnja osnovnih metala	105,8	108,4	104,1	113,0	110,2
Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina i uređaja	102,8	112,2	98,9	109,3	104,8
Proizvodnja računara, elektronskih i optičkih proizvoda	101,2	108,0	102,8	102,8	123,6
Proizvodnja električne opreme	103,3	102,0	97,6	105,3	94,3
Proizvodnja mašina i opreme na drugom mestu navedenite	94,2	86,3	87,3	79,0	86,1
Proizvodnja motornih vozila, prikolica i poluprikolica	124,7	138,4	121,9	153,1	118,2
Proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava	140,8	106,7	105,4	202,5	105,1
Proizvodnja nameštaja	99,2	94,5	93,6	102,8	97,6
Ostale prerađivačke delatnosti	107,4	115,1	109,9	130,2	112,5

Ukupno uzevši, uočljivo je da je linija dugoročnog trenda industrijske proizvodnje opet na uzlaznoj putanji nasuprot negativnim rizicima koji dolaze od kretanja kod najvažnijih trgovinskih partnera iz evrozone, gde su vrednosti gotovo svih ekonomskih pokazatelja koji se tiču industrije (PMI, ESI, nove narudžbine...), posebno u Nemačkoj, još uvek u negativnoj zoni. Ipak, vredi istaći da su projekcije ekonomskog rasta, iako skromne, za nijansu povoljnije nego ranije. Premda, verovatno intenzivnije od 2026. godine, najavljena fiskalna ekspanzija u najvećoj evropskoj ekonomiji takođe bi mogla delovati u pozitivnom smeru.



U ovakvim eksternim okolnostima u Srbiji je pokrenuta proizvodnja novog električnog modela automobila u fabrici FCA Srbija d.o.o. Kragujevac - Fiat Grande Pande. To se vidi i iz rezultata oblasti Proizvodnja motornih vozila i prikolica koja je u martu, aprilu i maju zabeležila solidne međugodišnje stope rasta (u desezoniranoj seriji rast u ova tri meseca iznosio je 23,3%, 19,6% i 46,8%, respektivno).

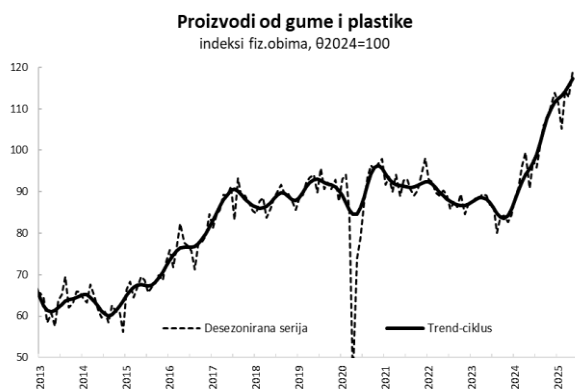
Doprinos oblasti Proizvodnja motornih vozila i prikolica međugodišnjem rastu Prerađivačkog sektora u maju je iznosio visokih 2,5pp. Dakle, više od trećine prirasta proizvodnje Prerađivačkog sektora poteklo je od Proizvodnje motornih vozila i prikolica.



U kojoj će se meri proizvodnja automobila omasoviti i da li može postati ključna poluga uvećanja privredne aktivnosti i robnog izvoza i dalje je neizvesno, ali nema sumnje da će ona amortizovati Trampov carinski „cunami“ koji će zbrisati deo evropske proizvodnje automobila.

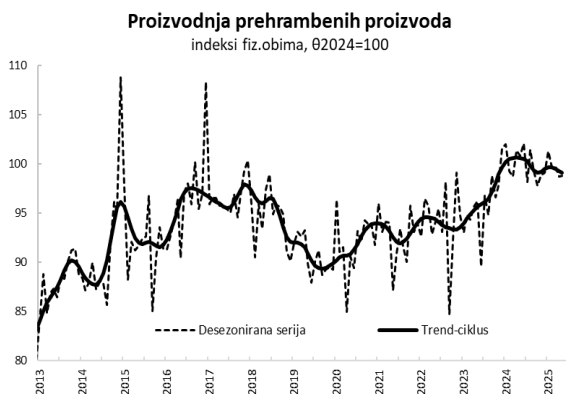


Drugi veliki rizik za ovogodišnju industrijsku aktivnosti tiče se sankcionisanja Naftne industrije Srbije (NIS), koja je u većinskom ruskom vlasništvu. Po četvrti put je dobijen rok za postizanje dogovora (licenca ističe krajem jula), što je odlično. Međutim, mora se što pre doći do trajnog rešenja, kako bi se proizvodnja potpuno stabilizovala. Koliko je za ukupnu industrijsku dinamiku bio bitan samo zastoj u poslovanju Rafinerije nafte u Pančevu (deo je NIS grupe), uverili smo se prethodnog proleća kada je izvođen dvomesečni remont i modernizacija kapaciteta. Rafinerija proizvodi motorna i avio-goriva, tečni naftni gas, sirovine za petrohemijsku industriju, ulje za loženje, bitumene i ostale naftne derivate, ne samo za Srbiju već i region.



Kao što je već napomenuto, odličan međugodišnji rezultat u maju ostvaren je i u Proizvodnji proizvoda od gume i plastike (međugodišnji rast od 32,3%; doprinos rastu Prerađivačke industrije iznosio je 2,43pp).

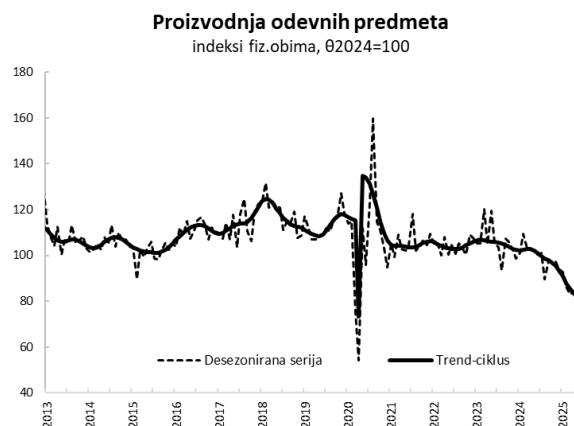
U maju je Prehrambena industrija posle pada proizvodnje u aprilu od 5,7%, ponovo zabeležila pad od 0,3%. Negativno kretanje je i dalje prisutno u tri grane koje imaju jak uticaj na celu oblast: Proizvodnja ostalih prehrambenih proizvoda (pad od -7,9%), Prerada i konzervisanje voća i povrća (pad od -9,5%) i Proizvodnja biljnih i životinjskih ulja i masti (pad od -17,5%).



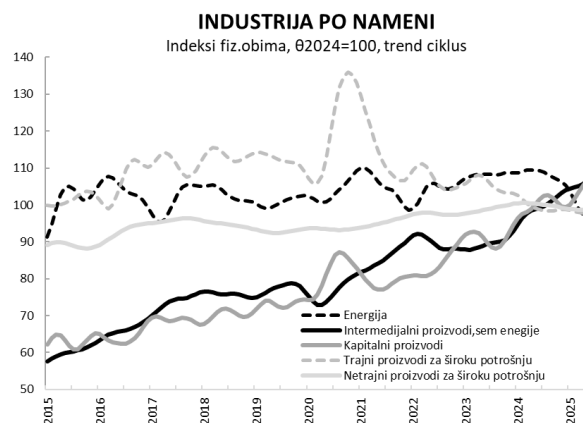
Pored Proizvodnje prehrambenih proizvoda, međugodišnja kontrakcija aktivnosti u maju je evidentirana u još sedam oblasti Prerađivačke industrije (zajedno čine oko dve petine Prerađivačkog sektora).

Najdublji pad je u: Proizvodnji mašina i opreme na drugom mestu nepomenuti (pad od -21%; doprinos od -0,99pp) i Proizvodnji koksa i derivata nafte (pad od -10%; doprinos od -0,94pp). Treba

navesti i dodatni međugodišnji pad u Proizvodnji odevnih predmeta (pad od -17,7%; doprinos od -0,43pp) iako problemi u ovom segmentu proizvodnje traju već godinu dana.



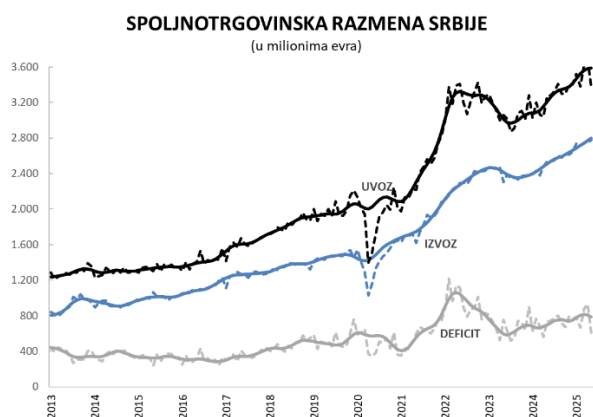
Kretanje trenda ukupne industrije, po namenskim grupama, u maju 2025. međugodišnje posmatrano pokazuje da rast beleži Proizvodnja intermedijarnih proizvoda, osim energije (+7,8%) i proizvodnja Kapitalnih proizvoda (+6,6%). Ostale namenske kategorije proizvodnje padaju: proizvodnja Energije (za -11,7%), Netrajni proizvodi za široku potrošnju (za -1,7%), odnosno Trajni proizvod za široku potrošnju (za -1,1%).



Uprkos tome, za razliku od proizvodnje Energije, čini se da je proizvodnja Trajnih i Netrajnih potrošnih dobara mnogo bliža kratkoročnom stagnantnom nego opadajućem trendu, što svedoči i priložena ilustracija.

2. Spoljnotrgovinska razmena

U odnosu na maj 2024. vrednost robne razmene u maju ove godine uvećana je za 11,3% ili za 646,6 miliona evra. U tom okviru, robni izvoz je iznosio 2.891 milion evra (uvećan za 17,3%), robni uvoz 3.453,3 miliona evra (uvećan je za 6,8%), a deficit u robnoj razmeni 562,3 miliona evra (smanjen je za 26,8%).



Kumulativno posmatrano u periodu januar-maj 2025. vrednost spoljnotrgovinske razmene iznosila je 31.243 miliona evra, što je za 10,9% više u odnosu na isti period prethodne godine. Istovremeno, vrednost izvoza iznosila je 13.749,1 milion evra (za 10,2% više), vrednost uvoza 17.494 miliona evra (za 11,5% više), što je impliciralo robni deficit od 3.744,9 miliona evra (za 534,7 miliona evra tj. za 16,7% više u odnosu na isti period 2024. godine).

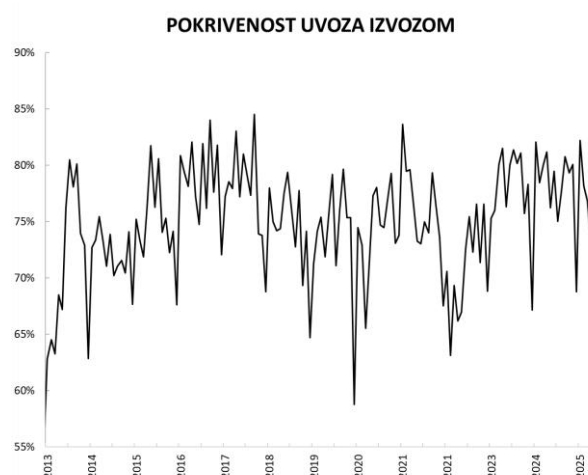
Ukoliko robnu razmenu analiziramo kretanjem trend-ciklusa možemo uočiti da tokom prethodnih šest meseci vrednost robnog izvoza stabilno raste, sa prosečnim mesečnim priraštajima od oko 26 miliona evra, dok su prosečni priraštaji uvoza iznosili 37 miliona evra.

Dinamički posmatrano, prosečne mesečne stope rasta su veoma bliske jedna drugoj, trend izvoza se uvećava po stopi od oko 1,0% prosečno mesečno, dok robni uvoz raste po stopi od oko 1,1%.

Robni deficit se stoga širi, ali znatno sporije u odnosu na stanje koje je postojalo do prošlog meseca (kada je izvršena revizija obračuna robnog izvoza za prethodnih 16 meseci, za iznos neevidentiranog izvoza iz trgovinskih zona). Dokaz tome je i redukcija koeficijenta pokrivenosti uvoza izvozom. U periodu januar-

maj 2025. nešto manje od četiri petine robnog uvoza pokriveno je izvozom (78,8%). Godinu dana ranije ova vrednost je iznosila 79,6%. U samom maju pokrivenost uvoza izvozom je dostigla rekordnih 83,7%. Povoljnija pokrivenost uvoza izvozom do sada je zabeležena samo u dva navrata: u septembru 2016. (84,0%) i aprilu 2017. (84,5%).

Sektor Prerađivačke industrije, koji od svih sektora klasifikacije delatnosti ima najveće učešće u ukupnom robnom izvozu (88,1%), ostvario je kumulativni međugodišnji rast izvoza od 11,4% u periodu januar-maj 2025. i međugodišnji rast od 24,5% u maju 2025. godine. Sledeći po učešću (5,1%) je bio sektor Rudarstvo, koji beleži kumulativni pad od 3,3%.



Oblasti Prerađivačke industrije koje beleže u prvih pet meseci međugodišnji prirast izvoza vredniji od sto miliona evra su, pre svega, Proizvodnja motornih vozila i prikolica (388,2 miliona evra; što je 31% ukupnog prirasta izvoza prerađivačkog sektora). Od ove oblasti potiče i najveći suficit u razmeni sa inostranstvom od 874,8 miliona evra, što je za 330,2 miliona evra ili 60,6% više nego u istom periodu prethodne godine.

Slede, Proizvodnja proizvoda od gume i plastike (214,6 miliona evra), Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina (179,4 miliona evra) i Proizvodnja prehrambenih proizvoda (119,3 miliona evra). Za nijansu slabiji izvozni rezultat imala je Proizvodnja osnovnih metala, sa prirastom izvoza u ovoj godini od 99,8 miliona evra.

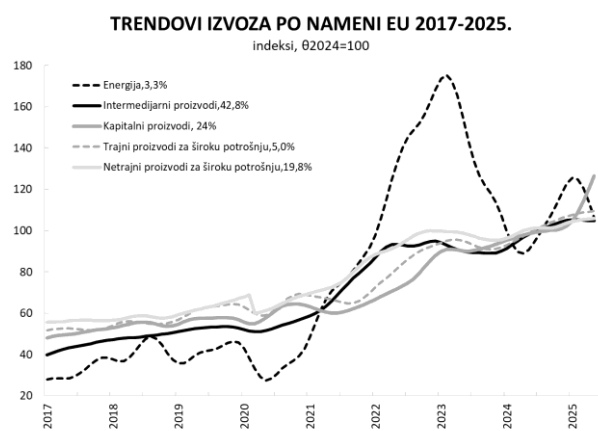
Proizvodnja motornih vozila i prikolica sa ukupnom vrednošću izvoza u periodu januar-maj

od preko 1,7 milijardi evra učestvuje u ukupnom izvozu sa 12,4%. Ova oblast beleži kumulativni rast od 29,5% i međugodišnji rast od 126,9% u maju 2025. Najveći deo izvoza oblasti usmeren je u Nemačku (42,6%), Mađarsku (9,6%) i Češku (8,6%). Grupa klasifikacije delatnosti sa dominantnim učešćem u izvozu ove oblasti je Proizvodnja električne opreme za motorna vozila, koja beleži kumulativni rast od 26,3%.

Najveća izvozna tržišta za kompanije koje posluju u okviru oblasti Proizvodnje proizvoda od gume i plastike su Nemačka (12,8%) i SAD (10%). Grupa Proizvodnja guma za vozila, dominira sa učešćem od oko 44% u izvozu ove oblasti.

Oblasti Prerađivačke industrije sa najslabijim izvoznim performansama od početka godine bile su: Proizvodnja električne opreme (pad izvoza od 84,4 miliona evra, odnosno za 6,4%), Proizvodnja odevnih predmeta (pad izvoza od 30,1 milion evra, odnosno za 9,3%), Proizvodnja papira i proizvoda od papira (pad izvoza od 16 miliona evra, odnosno za 5,7%), te Proizvodnja kože i predmeta od kože (pad izvoza od 15,3 miliona evra, odnosno za 6,9%). Međutim, zanimljivo je da su ove tri oblasti i dalje neto izvoznice, odnosno njihov izvoz je veći od uvoza.

Oblasti koje imaju najveću vrednost uvoza u sektoru Prerađivačke industrije su: Proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda, Proizvodnja nepomenutih mašina i opreme, Proizvodnja osnovnih metala, Proizvodnja električne opreme, Proizvodnja prehrambenih proizvoda, te Proizvodnja osnovnih farmaceutskih proizvoda.



Posmatrano prema namenskim grupama, najveći uticaj (doprinos od 4,2pp) na kretanje ukupnog izvoza u periodu januar – april 2025. godine imao

je izvoz Kapitalnih proizvoda. Sledi, izvoz Intermedijarnih proizvoda (učešće od 42,7%; rast izvoza od 370 miliona evra i doprinos od 3,0pp).

S druge strane, najveći uticaj na kretanje ukupnog uvoza u periodu januar-maj (sa doprinosom od 5,2 pp) imao je uvoz neklasifikovanih proizvoda po nameni EU (učešće od 18,2%, rast od 34,6%) i netrajnih proizvoda za široku potrošnju (učešće 16,9%, rast od 14,9% i doprinos 2,4 pp).

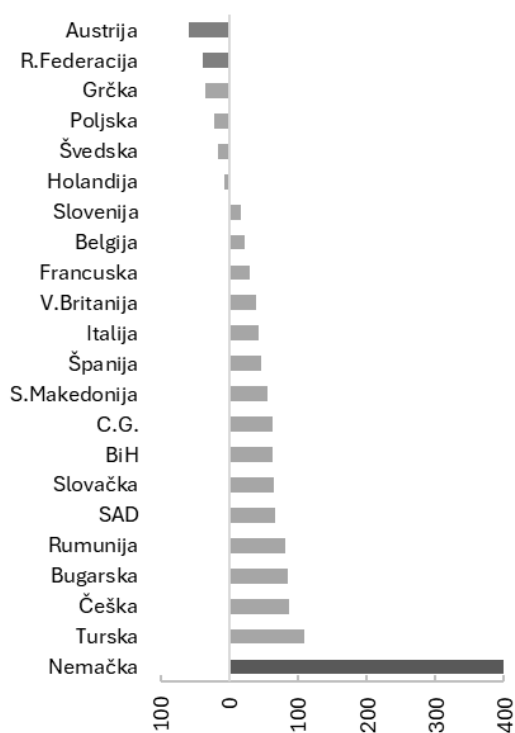


Unutar ekonomske namene robnog uvoza, primetan je rast uvoza sredstava rada što može biti nagoveštaj ubrzanja rasta prerađivačkog sektora.

Spoljnotrgovinka robna razmena je najveća sa zemljama sa kojima Srbija ima potpisane sporazume o slobodnoj trgovini. Zemlje članice EU čine 58,3 ukupne razmene u prvih pet meseci 2025. godine (lane, u isto vreme, 60,5%). Posmatrano pojedinačno po zemljama, Nemačka je po značajnosti robne razmene sa Srbijom na liderskoj poziciji sa udelom od 13,9% (godinu dana ranije 14,4%). Kina je drugoplasirana, ali, sa popravljenim rezultatom u odnosu na isti period 2024. godine – njen udeo u ukupnoj robnoj razmeni Srbije je uvećan sa 9,9% na 10,5%, i to tako što je udeo u robnoj izvozu opao sa 6,3% na 5,7%, odnosno u robnom uvozu uvećan sa 12,8% na 14,2%.

Istovremeno, sa udelom od 16,9%, Nemačka je ubedljivo najznačajnije tržište za Srbiju, dok su ključni proizvodi koje Srbija izvozi u Nemačku od početka godine bili: oprema za distribuciju električne energije (472 miliona evra) i rotacione električne mašine (293 miliona evra).

Robni izvoz Srbije, januar-maj 2025.
(međugodišnja promena, u milionima evra)



Izuzetno povoljna izvozna propulzija ka Turskom tržištu, koja je postojala prethodne godine, nastavljena je i početkom 2025. uprkos tome što ukupan obim razmene relativno posmatrano stagnira (kreće se oko 4,2% ukupne razmene Srbije, što je isto kao i tokom prvih pet meseci 2024. godine). Turska je trenutno na šestoj poziciji po nivou značajnosti u strukturi ukupnog robnog izvoza, iza Nemačke, Kine, Italije, Mađarske i Bosne i Hercegovine.

3. Platni bilans Republike Srbije

Deficit tekućeg računa u periodu januar-april 2025. godine iznosio je 1.338,8 miliona evra (za 927,3 miliona evra ili za 225,4% više u odnosu na isti period prethodne godine, kada je zabeležen deficit u iznosu od 411,5 miliona evra). Deficit tekućeg računa je, pre svega, rezultat većeg deficita spoljnotrgovinske robne razmene (za 778,2 miliona evra ili za 40,4% više), manjeg neto priliva doznaka radnika iz inostranstva (za 238,1 milion evra ili za 19,9% manje), kao i većeg neto

odliva dohotka po osnovu dividendi (za 202,2 miliona evra ili za 64,5% više).

Račun robe i usluga

Posmatrano u odnosu na period januar–april 2024. godine, *deficit spoljnotrgovinske robne razmene* povećan je za 778,2 miliona evra ili za 40,4%, na 2.703,2 miliona evra, pri čemu je uvoz robe zabeležio višu stopu rasta (14,6%) u odnosu na izvoz robe (9,5%). *Suficit po osnovu međunarodne trgovine uslugama* iznosio je 951,3 miliona evra (za 30,2 miliona evra ili za 3,3% više). Na pozitivan saldo po osnovu trgovine uslugama najviše je uticao porast izvoza usluga telekomunikacija, kompjuterskih i informacijskih usluga (za 210,3 miliona evra ili za 16,5% više).

Račun primarnog dohotka

Deficit primarnog dohotka (primarni dohodak obuhvata naknade zaposlenima i dohodak od investicija (direktnih, portfolio i ostalih investicija), kao i dohodak od deviznih rezervi) u periodu januar–april 2025. godine iznosio je 1.137,7 miliona evra (za 45,9 miliona evra ili za 4,2% više). Negativan saldo primarnog dohotka je, pre svega, rezultat rezultata *neto odliva* (neto odliv predstavlja razliku između rashoda (odliva) i prihoda (priliva)) *dohotka od direktnih investicija* koji je iznosio je 1.001,1 milion evra (za 94,7 miliona evra ili za 10,5% više), od čega se 515,7 miliona evra (za 202,2 miliona evra ili za 64,5% više) odnosi na *neto odliv po osnovu dividendi*, 374,0 miliona evra (za 116,5 miliona evra ili za 23,8% manje) na *neto odliv po osnovu reinvestirane dobiti*, a 111,4 miliona evra (za 9,0 miliona evra ili za 8,8% više) na *neto odliv po osnovu kamata*.

Čisti rashodi (odlivi) po osnovu dohotka od direktnih investicija iznosili su 1.079,3 miliona evra (za 92,0 miliona evra ili za 9,3% više), od čega se 561,6 miliona evra (za 177,9 miliona evra ili za 46,4% više) odnosi na *odlive po osnovu dividendi*, 400,0 miliona evra (za 98,5 miliona evra ili za 19,8% manje) na *odlive po osnovu reinvestirane dobiti* (rashodi po osnovu reinvestirane dobiti se tretiraju kao odlivi zato što ona uvek stoji na raspolaganju vlasniku i može u svakom trenutku da se iznese iz zemlje), dok se 117,7 miliona evra (za 12,6 miliona evra ili za 12,0% više) odnosi na *odlive po osnovu kamata*.

Neto odliv kamata po osnovu portfolio investicija u periodu januar–april 2025. godine iznosio je 78,9 miliona evra (za 14,7 miliona evra ili za 15,7% manje), dok je *neto odliv kamata po osnovu ostalih investicija* iznosio 225,3 miliona evra (za 14,3 miliona evra ili za 6,0% manje). U istom periodu, *neto priliv dohotka po osnovu deviznih rezervi* iznosio je 182,5 miliona evra (za 8,3 miliona evra ili za 4,8% više).

Račun sekundarnog dohotka

Suficit na računu sekundarnog dohotka iznosio je 1.550,7 miliona evra (za 133,4 miliona evra ili za 7,9% manje). Na pozitivan saldo računa sekundarnog dohotka najviše su uticali prilivi privatnog sektora: *neto priliv doznaka radnika iz inostranstva* u iznosu od 955,6 miliona evra (za 238,1 milion evra ili za 19,9% manje), *neto priliv po osnovu ostalih ličnih transfera* (od kojih su najvažnije penzije iz inostranstva) u iznosu od 260,9 miliona evra (za 38,5 miliona evra ili za 12,9% manje), kao i *neto priliv po osnovu ostalih tekućih transfera* (od kojih su najvažnije naplate po osnovu trgovinske razmene sa Kosovom i Metohijom) u iznosu od 317,3 miliona evra (za 104,7 miliona evra ili za 49,3% više).

Finansijski račun

Neto priliv po osnovu finansijskih transakcija iznosio je 1.405,6 miliona evra (za 1.236,8 miliona evra ili za 732,5% više u odnosu na period januar–april 2024. godine kada je zabeležen *neto priliv* u iznosu od 168,8 miliona evra). Ovaj priliv uglavnom potiče od smanjenja deviznih rezervi, *neto zaduženja preduzeća, poslovnih banaka i države po osnovu finansijskih kredita*, kao i od stranih direktnih investicija.

Strane direktne investicije

Neto priliv stranih direktnih investicija (SDI), koji predstavlja razliku između priliva po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju i odliva po osnovu SDI rezidenata u inostranstvo, u periodu januar–april 2025. godine iznosio je 385,4 miliona evra (za 1.270,4 miliona evra ili za 76,7% manje).

Priliv po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju u periodu januar–april 2025. godine iznosio je 948,7 miliona evra (za 940,2 miliona evra ili za 49,8% manje). Takođe, u istom periodu su zabeležen je značajan *odliv po osnovu SDI*

rezidenata u inostranstvo u iznosu od 563,3 miliona evra (za 330,1 milion evra ili za 141,6% više).

U strukturi ukupnog priliva po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju koji je iznosio 948,7 miliona evra, udeo vlasničkih ulaganja, uključujući i reinvestiranu dobit, povećan je sa 78,2% na 91,7%, dok je udeo međukompanijskog zaduživanja smanjen sa 21,8% na 8,3%. Veće učešće vlasničkih ulaganja u odnosu na međukompanijsko zaduživanje smatra se povoljnim jer kamate koje se plaćaju na međukompanijske kredite predstavljaju trošak i ne podležu oporezivanju, za razliku od dividendi ostvarenih po osnovu vlasničkih ulaganja koje predstavljaju dobit i podležu oporezivanju. Takođe, treba imati u vidu da, za razliku od međukompanijskih kredita, vlasnička ulaganja u pasivi ne ulaze u bruto dug zemlje.

Portfolio investicije

Neto odliv portfolio investicija (Portfolio investicije (PI) obuhvataju ulaganja u vlasničke i dužničke HoV.) iznosio je 458,8 miliona evra (za 124,4 miliona evra ili za 21,3% manje u odnosu na period januar–april 2024. godine). Ovaj odliv je, pre svega, rezultat investicija rezidenata u inostrane kratkoročne dužničke HoV, razduženja države po osnovu dugoročnih dužničkih HoV, kao i investicija rezidenata u inostrane vlasničke HoV i HoV investicionih fondova.

Ostale investicije

Neto odliv po osnovu ostalih investicija (ostale investicije obuhvataju gotov novac i depozite, finansijske kredite i trgovinske kredite) iznosio je 272,3 miliona evra (za 894,3 miliona evra miliona evra ili za 76,7% manje u odnosu na period januar–april 2024. godine). U okviru ostalih investicija, zabeležen je *neto odliv po osnovu gotovog novca i depozita* u iznosu od 628,5 miliona evra (za 394,1 milion evra ili za 38,5% manje). Takođe, u periodu januar–april 2025. godine zabeleženo je povećanje *neto kreditnih obaveza* (neto povećanje finansijskih obaveza) preduzeća (u iznosu od 941,0 milion evra), poslovnih banaka (u iznosu od 65,9 miliona evra) i države (u iznosu od 42,6 miliona evra). U istom periodu, *neto potraživanja preduzeća po osnovu trgovinskih kredita i avansa* (potraživanja po osnovu nenaplaćenog izvoza i plaćenih avansa

umanjena za obaveze po osnovu neplaćenog uvoza i primljenih avansa) povećana su za 745,2 miliona evra (u periodu januar–april prethodne godine po istom osnovu je zabeleženo povećanje u iznosu od 553,3 miliona evra).

Devizne rezerve

Zabeleženo je smanjenje deviznih rezervi (platnobilansne promene deviznih rezervi ne uključuju međualutne promene i promene vrednosti cene zlata i HoV) u iznosu od 1.750,6 miliona evra (u periodu januar–april 2024. godine zabeleženo je smanjenje u iznosu od 258,3 miliona evra). Ovo smanjenje je, pre svega, rezultat intervencija Narodne banke Srbije (NBS) na domaćem deviznom tržištu, kao i po osnovu po osnovu neto razduženja države na ime deviznih kredita. Od početka 2025. godine NBS je neto prodala 910,0 miliona evra radi održavanja relativne stabilnosti kursa dinara prema evru.

Platni bilans Republike Srbije januar-april 2024-2025. (u milionima EUR)

	2024	2025	Indeks
Tekući račun	-411,5	-1.338,8	325,4
Prihodi	16.741,5	18.036,8	107,7
Rashodi	17.152,9	19.375,6	113,0
Roba i usluge	-1.003,9	-1.751,9	174,5
Izvoz	14.210,9	15.492,0	109,0
Uvoz	15.214,7	17.243,8	113,3
Primarni dohodak	-1.091,8	-1.137,7	104,2
Sekundarni dohodak	1.684,2	1.550,7	92,1
Prihodi	2.119,8	2.120,8	100,0
Od čega: Doznake radnika	1.264,7	1.111,9	87,9
Rashodi	435,6	570,1	130,9
Kapitalni račun	41,6	116,1	279,4
Neto pozajmljivanje(+)/neto zaduživanje (-) (Saldo tekućeg računa i računa)	-369,9	-1.222,7	330,5
Finansijski račun, neto	158,6	1.378,0	868,7
Direktne investicije	1.655,7	385,4	23,3
Direktne investicije u Srbiju (obaveze)	1.888,9	948,7	50,2
Portfolio investicije	-578,6	-458,0	79,2
Neto povećanje finansijske aktive	-460,4	-334,7	72,7
Neto povećanje finansijskih obaveza	-118,3	-123,3	104,3
Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih fondova	-2,4	2,4	-
Dužničke hartije od vrednosti	-120,4	-126,5	105,1
u tome: Država	-120,4	-126,5	105,1
Ostale investicije	-1.176,8	-299,9	25,5
Gotov novac i depoziti	-1.022,6	-628,5	61,5
Kredit - neto	399,1	1.073,9	269,1
Neto povećanje finansijske aktive (naši plasmani)	77,0	24,4	31,7
Neto povećanje finansijskih obaveza (korišćenje)	322,1	1.049,5	325,8
Trgovinski krediti i avansi	-553,3	-745,2	134,7
Devizne rezerve – promena stanja	258,3	1.750,6	677,7
Neto greške i propusti	201,1	-182,9	-

Izvor: NBS

Napomena: NAPOMENA: Platni bilans Republike Srbije je usklađen sa smernicama sadržanim u Priručniku za izradu platnog bilansa br. 6 MMF-a (BPM6);

Najvažnije promene u aprilu 2025. u odnosu na isti mesec prethodne godine

U aprilu 2025. godine zabeležen je deficit tekućeg računa u iznosu od 679,5 miliona evra (za 649,2 miliona evra više u odnosu na isti mesec prethodne godine). Deficit tekućeg računa rezultat je, pre svega, većeg deficita spoljnotrgovinske razmene koji je iznosio 734,7 miliona evra (za 507,0 miliona evra ili za 222,8% više), manjeg neto priliva doznaka radnika iz inostranstva (za 100,3 miliona evra ili za 27,6% manje), kao i većeg neto odliva dohotka po osnovu dividendi (za 65,9 miliona evra ili za 55,2% više).

Finansijski račun

Odliv po osnovu SDI rezidenata u inostranstvo u aprilu 2025. godine iznosio je 416,0 miliona evra (za 382,3 miliona evra više u odnosu na isti mesec 2024. godine) i nadmašio je priliv po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju koji je iznosio 236,3 miliona evra (za 230,0 miliona evra ili za 49,3% manje).

Neto odliv portfolio investicija iznosio je 110,7 miliona evra (za 48,2 miliona evra ili za 30,3% manje), što je najvećim delom rezultat razduženja države po osnovu dugoročnih dužničkih HoV, koje je u aprilu iznosilo 64,1 milion evra. U okviru ostalih investicija, u aprilu 2025. godine zabeležen je neto odliv po osnovu gotovog novca i depozita u iznosu od 159,3 miliona evra (za 94,9 miliona evra ili za 37,3% manje). U istom periodu, zabeleženo je povećanje neto kreditnih obaveza (neto povećanje finansijskih obaveza) preduzeća u iznosu od 528,2 miliona evra, dok je po istom osnovu kod sektora države zabeleženo razduženje u iznosu od 63,1 milion evra.

Takođe, u aprilu je zabeleženo smanjenje deviznih rezervi u iznosu od 616,0 miliona evra (u istom mesecu prethodne godine zabeleženo je povećanje u iznosu od 61,2 miliona evra). Smanjenje deviznih rezervi rezultat je, pre svega, neto razduženja države po osnovu deviznih kredita i plaćanja drugih deviznih obaveza, kao i po osnovu povlačenja obavezne devizne rezerve banaka. Takođe, odlivi su ostvareni po osnovu intervencija NBS na domaćem deviznom tržištu u neto iznosu od 60,0 miliona evra.

4. Budžet Republike Srbije

U budžetu Republike Srbije su u prva četiri meseca ove godine ostvarena primanja u iznosu od 683.751,2 miliona RSD, dok su ukupno izvršeni izdaci budžeta u istom periodu iznosili 761.714,7 miliona RSD. U periodu od početka godine, u budžetu Republike ostvaren je deficit od 77.963,5 miliona RSD, što je, u poređenju sa istim periodom prethodne godine, lošiji fiskalni rezultat za 48.451,6 miliona RSD. Ostvareni rezultat posledica je realnog rasta izdataka budžeta od 4,5% uz istovremeno realno smanjenje budžetskih primanja od -2,1%. Posmatrano po kategorijama, realni pad primanja budžeta posledica je realnog pada primanja po osnovu donacija, poreza na dobit pravnih lica, akciza i poreza na dodatu vrednost koji su zabeležili stope rasta od -20,8%, -4,9%, -3,1% i -2,3%, respektivno. Realni pad primanja budžeta ublažilo je kretanje primanja po osnovu ostalih poreskih prihoda, poreza na dohodak građana, neporeskih prihoda i carina, koji su zabeležili pozitivne stope realnog rasta od 5,4%, 1,3%, 0,9% i 0,3%, respektivno. Realnom rastu izdataka budžeta u najvećoj meri je doprinelo kretanje rashoda po osnovu otplate kamata, transfera ostalim nivoima vlasti i subvencija sa zabeleženim stopama od -21,5%, -44,4% i -23,0%, respektivno. Ublažavanju realnog pada budžetskih izdataka najznačajnije je doprinelo kretanje kapitalnih rashoda, rashoda za zaposlene i transfera organizacijama obaveznog socijalnog osiguranja, koji su zabeležili pozitivne stope rasta od 36,9%, 13,4% i 9,3%, respektivno.

Budžet Republike Srbije je u aprilu 2025. godine zabeležio deficit od 50.188,1 milion RSD, što je za 40.386,4 miliona RSD lošiji rezultat u odnosu na april 2024. godine. U poređenju sa istim mesecom prethodne godine, primanja budžeta realno su manja za 1,5%. Najznačajniji međugodišnji realni pad zabeležen je kod primanja po osnovu poreza na dodatu vrednost sa stopom rasta od -9,1%, akciza sa stopom rasta od -2,6% i donacija sa stopom rasta od -43,7%, dok je međugodišnji realni rast zabeležen kod primanja po osnovu neporeskih prihoda, poreza na dobit pravnih lica i

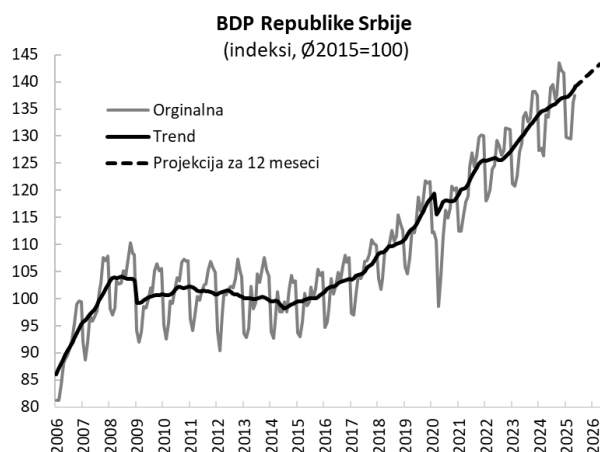
poreza na dohodak građana, sa ostvarenim stopama rasta od 24,2%, 10,8% i 0,2%, respektivno. Izdaci budžeta realno su veći za 18,3%, čemu je najznačajnije doprinelo kretanje kapitalnih rashoda, rashoda za zaposlene i rashoda za kupovinu roba i usluga, sa zabeleženim stopama rasta od 113,8%, 13,1% i 19,4%, respektivno. Sa druge strane, rashodi po osnovu otplate kamata, transferi ostalim nivoima vlasti i izdaci po osnovu subvencija su, svojim negativnim stopama rasta od -56,0%, -40,6%, -7,8%, respektivno, ublažile realni rast izdataka budžeta.

Ukupna primanja budžeta u aprilu 2025. godine iznosila su 189.858,8 miliona RSD, što je za 31.777,3 miliona RSD, odnosno 19,7% više u odnosu na prethodni mesec. Na takvo kretanje uticalo je kretanje skoro svih kategorija primanja, pošto su jedino primanja po osnovu donacija zabeležili realni pad od -41,6%. Najznačajniji realni rast u odnosu na prethodni mesec registrovan je kod primanja po osnovu poreza na dodatu vrednost, neporeskih prihoda i akciza, sa ostvarenim stopama rasta od 14,8%, 43,3% i 22,2%, respektivno. Ukupni izdaci budžeta u aprilu 2025. godine iznosili su 240.046,9 miliona RSD, što je za 79.866,7 miliona RSD više u odnosu na mart tekuće godine. Realnom rastu izdataka budžeta od 49,4% najznačajnije je doprinelo kretanje kapitalnih rashoda, izdataka po osnovu subvencija, izdataka po osnovu budžetskih kredita, sa ostvarenim stopama realnog rasta od 374,2%, 107,2% i 160,8%, respektivno. Sa druge strane, realni pad izdataka po osnovu otplate kamata, transfera ostalim nivoima vlasti i aktiviranih garancija (-26,0%, -24,5%, i -55,4%, respektivno) ublažili su realni rast izdataka budžeta.

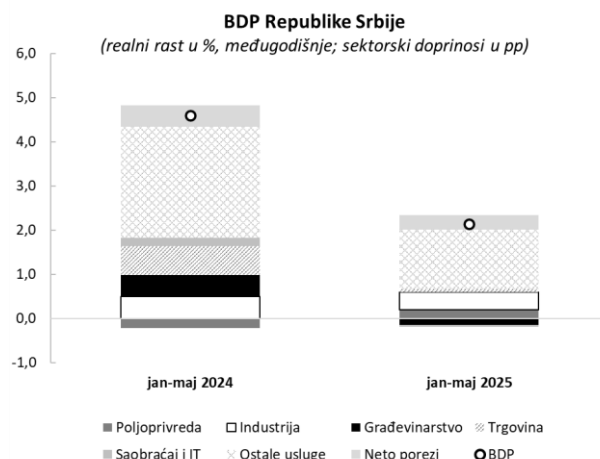
5. Procena rasta BDP-a u periodu januar-maj 2025.

Prema do sada raspoloživim visokofrekventnim indikatorima, procenjujemo da je realni bruto domaći proizvod (BDP) Republike Srbije u periodu januar-maj 2025. međugodišnje uvećan za oko

2,2%. To je za 2,4pp lošiji rezultat u odnosu na isti period prethodne godine.

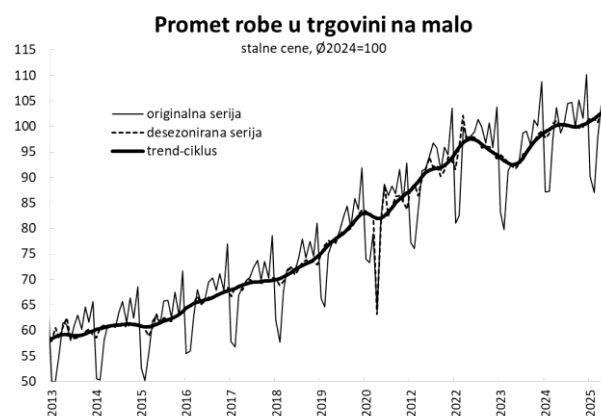


Posmatrano sa proizvodne strane ključni izvor rasta u prvih pet meseci ove godine je sektor ostalih usluga. Industrija je doprinela rastu BDP-a sa oko 0,4pp (lane 0,5p), a sektor ostalih usluga i neto porezi sa po 1,4pp i 0,3pp, respektivno. S druge strane, negativan doprinos potekao je od sektora građevinarstva -0,15pp (lane +0,48pp). U odnosu na isti period prošle godine zabeležen je umereni rast dodate vrednosti u sektoru trgovine (-0,07pp), te za nijansu lošiji sektor saobraćaja i IT-a (-0,05pp; lane +0,18pp).



6. Promet robe u trgovini na malo

Vrednost prometa robe u trgovini na malo u maju 2025. bila je za 7,6% nominalno veća nego u istom mesecu prethodne godine; u stalnim cenama promet je uvećan za 5,6%. Promet se očigledno oporavlja nakon prethodnog usporavanja (naročito, tokom perioda februar-april, kada je promet međugodišnje realno stagnirao) koji pripisujemo studentskim blokadama koje su unele neizvesnost i nervozu na domaćem potrošačkom tržištu i odložile deo kupovine za naredne mesece (imali smo i bojkot trgovinskih lanaca od pojedinih potrošačkih udruženja kao način borbe sa visokim cenama). Negativan efekat blokada i političke nestabilnosti verovatno je najuočljiviji u smanjenoj mobilnosti ljudi usled čega je osetno redukovana potrošnja motornih goriva.



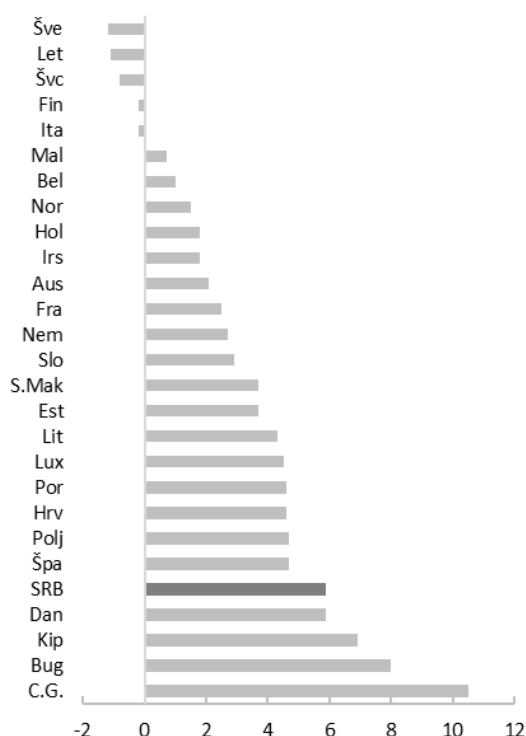
Ako se dinamika trgovinskog prometa tekuće prati putem realnih desezoniranih podataka i trend-ciklusa, treba istaći da se mesečni priraštaji trenda realne potrošnje od kraja 2024. godine kreću u intervalu od 0,5-0,6%.

Kada se promet u trgovini na malo u Srbiji posmatra po osnovnim agregatima Klasifikacije delatnosti, u maju 2025. u odnosu na isti mesec 2024. godine, realni rast zabeležen je u sve tri grupe: Trgovini na malo hranom, pićima i duvanom (3,3%), Trgovini na malo neprehrambenim proizvodima (7,1%), te Trgovini na malo motornim gorivima (7,9%).

Treba naglasiti da je u maju registrovan prvi međugodišnji realni rast prometa motornim gorivima nakon januara ove godine, jer je u

februaru, martu i aprilu redukcija iznosila; -2,2%, -4,6%, i -0,7%, respektivno posmatrano.

Realni promet u trgovini na malo u maju 2025. međug. u %
(kalendarski prilagođeni prodaci, izvor: Evrostat)



7. Dinamika zarada

Prosečna zarada (bruto) obračunata za april 2025. godine iznosila je 150.777 dinara, dok je prosečna zarada bez poreza i doprinosa (neto) iznosila 109.272 dinara.

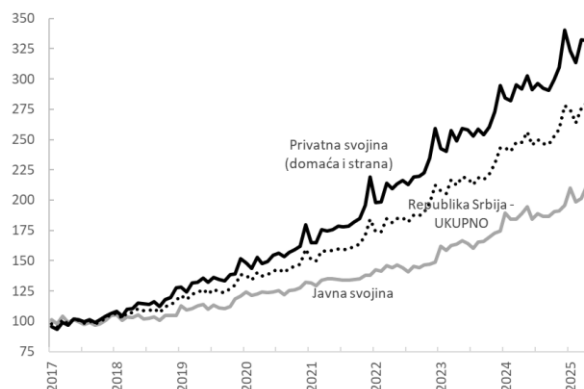


U poređenju sa istim mesecom prethodne godine, prosečna neto zarada u aprilu 2025.

godine nominalno je uvećana za 13,1%, a realno za 8,7%. Za prva četiri meseca 2025. međugodišnji rast neto zarade iznosio je 11,7% nominalno, odnosno 7,0 % realno.

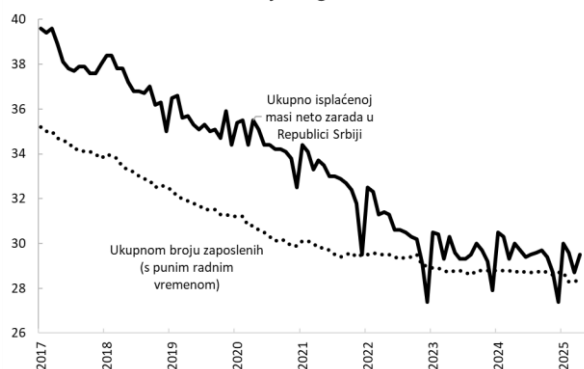
Visok nominalni rast zarada potiče od primanja zaposlenih van javnog sektora. Kako broj zaposlenih u privatnom sektoru raste njegova dominacija je sve izraženija i u masi isplaćenih neto zarada, što je za ekonomiju, a posebno fiskalnu stabilnost, povoljno i podsticajno.

Nominalni rast mase isplaćenih neto zarada
(indeksi, prosek 2017=100)



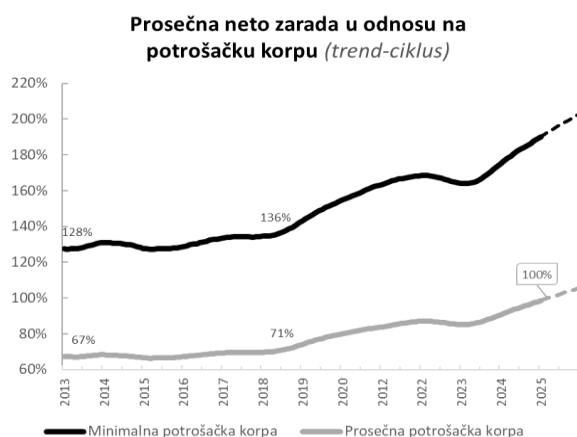
Medijalna neto zarada za april 2025. godine iznosila je 81.974 dinara, što znači da je 50% zaposlenih ostvarilo zaradu do navedenog iznosa.

% učešće javnog sektora u:



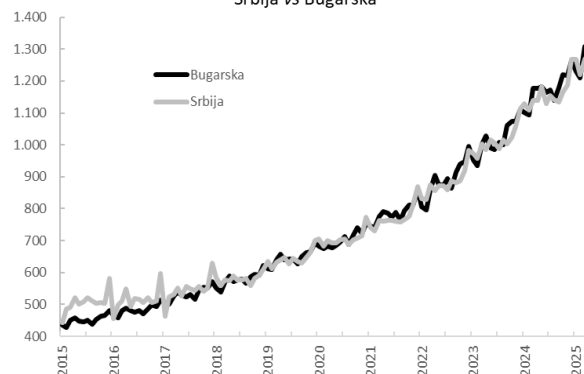
U skladu sa navedenom dinamikom kretanja prosečne zarade i nižom međugodišnjom inflacijom, popravljaju se i pokazatelji pokrivenosti prosečne i minimalne potrošačke korpe prosečnom zaradom, o čemu svedoči priložena ilustracija. U prethodnom broju MAT-a istakli smo da je: „u decembru 2024. prvi put u istoriji Srbije vrednost prosečne neto zarade premašila vrednost prosečne potrošačke korpe. Prosečna

neto zarada u decembru je iznosila 108.312 dinara, a prosečna potrošačka korpa 105.765 dinara¹. Puna pokrivenost prosečne potrošačke korpe prosečnom zaradom je održana i u januaru 2025. godine budući da je prosečna potrošačka korpa vredela 106.195 dinara, a prosečna mesečna neto zarada po zaposlenom 107.476 dinara.



Linija trend-ciklusa kod oba indikatora je na najvišoj vrednosti, od kada se na ovaj način mere. Povrh toga, napominjemo da bi produženje tendencije kretanja prosečne neto zarade iz prethodne dve godine odgovaralo nivou prosečne zarada od oko hiljadu evra krajem 2025. Prethodno postavljen cilj od 900 evra je kao što smo već naveli dostignut, s obzirom na činjenicu da je u decembru 2024. prosečna neto zarada iznosila 926 evra¹.

Prosečna mesečna bruto zarade, u evrima
Srbija vs Bugarska

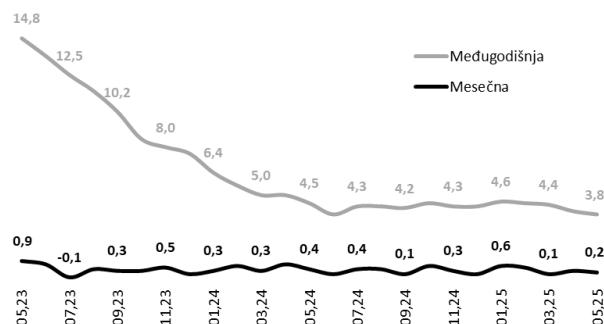


Dugoročni trend kretanja zarada u Srbiji je uporediv sa susednom Bugarskom, koja je od 2007. članica EU. Prosečne bruto zarade u Srbiji od 2017. rastu istim tempom kao zarade u Bugarskoj. Pri tome je i njihov nivo podudaran. Srbija želi da bude članica EU, ali evroskeptici bi na osnovu ovoga s pravom mogli reći da nam standard ne bi bio bitno veći i da je drukčiji pristup briselskih institucija procesu proširenja.

8. Inflacija²

Inflacija je u maju 2025. smanjena i na mesečnom i na međugodišnjem nivou. U aprilu i maju 2025. registrovana je mesečna inflacija od 0,3% i 0,2%, te međugodišnja inflacija od 4,0% i 3,8%. Međugodišnja inflacija je smanjena četvrti mesec uzastopno, čime je dostigla najniži nivo od juna 2024. godine.

Inflacija: 2023–2025. (%)



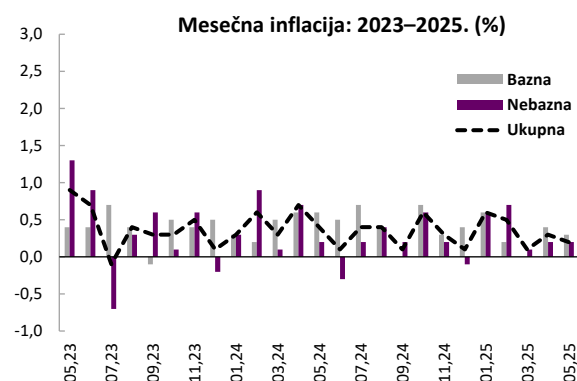
¹ Pokazalo se da smo bili u pravu kada smo u MAT-u broj 300 iz januara 2020. godine tvrdili da je dostizanje prosečne neto zarade od 900 evra do 2025. realno i

moгуće, bez narušavanja makroekonomske stabilnosti!

² Autor priloga o inflaciji je Marko Miljković

Mesečna inflacija je u maju 2025. smanjena isključivo pod uticajem bazne³ komponente, dok je nebazna⁴ komponenta ostala na istom nivou. Mesečna bazna inflacija smanjena je sa 0,4% u aprilu na 0,3% u maju 2025. godine, a mesečna nebazna inflacija je i u aprilu i maju 2025. iznosila 0,2%. U okviru bazne komponente, najveći doprinos mesečnoj inflaciji u maju 2025. pružilo je povećanje cena odeće i obuće od 0,5% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,023 p.p.), poskupljenje usluga u oblasti restorana i kafea od 0,7% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,017 p.p.), zatim povećanje cena lekova, medicinskih uređaja i nebolničkih usluga u zdravstvu od 0,3% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,015 p.p.), kasko osiguranja vozila od 1,3% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,015 p.p.) i usluga odnošenja smeća od 1,7% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,010 p.p.). U okviru nebazne komponente najveći doprinos mesečnoj inflaciji dalo je povećanje cena voća od 7,6% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,191 p.p.), od kojih se posebno ističe povećanje cene trešanja od 177,3% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,073 p.p.), jabuka od 8,7% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,034 p.p.) i limuna od 10,9% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,029 p.p.). Takođe, značajniji doprinos dalo je i povećanje cene duvana od 2,4% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,110 p.p.), kafe od 3,7% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,059 p.p.), starog crnog luka od 18,7% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,052 p.p.) i mesa od 0,6% (doprinos mesečnoj inflaciji od 0,044 p.p.). Sa druge strane, kao i u prethodna dva meseca i u maju je zabeleženo smanjenje cena goriva za putničke automobile, i to beznina za

2,1% i dizela za 2,9% (ukupan doprinos navedenih stavki mesečnoj inflaciji od -0,141 p.p.). Takođe, smanjene su i cene povrća za 4,1% (doprinos mesečnoj inflaciji od -0,188 p.p.), pri čemu se posebno ističe smanjenje cena svežeg paradajza za 20,8% (doprinos mesečnoj inflaciji od -0,140 p.p.).

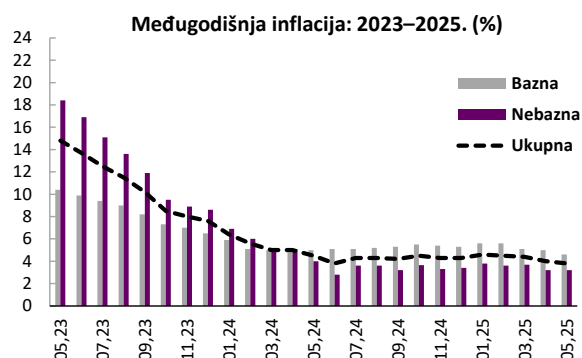


Međugodišnja inflacija je u maju 2025. smanjena isključivo pod dejstvom bazne komponente, dok je nebazna komponenta ostala na istom nivou. Međugodišnja bazna inflacija je smanjena sa 5,0% u aprilu na 4,6% u maju 2025. godine, a međugodišnja nebazna inflacija je i u aprilu i u maju 2025. iznosila 3,2%. U okviru bazne komponente, najveći doprinos međugodišnjoj inflaciji u maju pružilo je povećanje cena snabdevanja vodom, odnošenja smeća i odvođenja otpadne vode od 16,4% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,340 p.p.), zatim povećanje cena lekova, medicinskih uređaja i nebolničkih usluga u zdravstvu od 4,9% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,265 p.p.), odeće i obuće od 5,5% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,252 p.p.), povećanje cena u oblasti restorana

³ Reč je o *baznoj* inflaciji u *najuzem* smislu, koja odražava *dugoročnu* tendenciju opšteg rasta cena jer ne sadrži rast *nijedne* kategorije cena koja je podložna velikim kratkoročnim oscilacijama usled šokova ponude i koja, otuda, ukazuje na intenzitet *stalnih* promena cena. *Bazna* inflacija u *najuzem* smislu ne obuhvata rast cena: energije, prehrambenih proizvoda (hrane i bezalkoholnih pića), alkoholnih pića niti cigareta. Ona, stoga, obuhvata: 1. rast cena neprehrambenih proizvoda bez energije, alkoholnih pića i cigareta; i 2. rast cena usluga. Stavke koje ulaze u obračun *bazne* inflacije u *najuzem* smislu čine 45,66% potrošačke korpe u 2025. godini.

⁴ Reč je o *nebaznoj* inflaciji u *najširem* smislu, koja odražava *kratkoročnu* tendenciju opšteg rasta cena jer sadrži rast *svih* kategorija cena koje su podložne velikim kratkoročnim oscilacijama usled šokova ponude i koja, stoga, ukazuje na intenzitet *privremenih* promena cena. *Nebazna* inflacija u *najširem* smislu obuhvata rast cena: 1. energije, 2. prehrambenih proizvoda (hrane i bezalkoholnih pića), i 3. alkoholnih pića i cigareta. Stavke koje ulaze u obračun *nebazne* inflacije u *najširem* smislu čine 54,34% potrošačke korpe u 2025. godini.

i kafea od 9,5% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,232 p.p.), poskupljenje opreme za stan i tekućeg održavanja od 4,9% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,208 p.p.), kao i povećanje cena u oblasti rekreacije i kulture od 3,6% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,196 p.p.). U okviru bazne komponente, značajnije su smanjene cene računara i računarske opreme za 5,1% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od -0,029 p.p.) i mobilnih telefona i opreme za 4,5% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od -0,028 p.p.). Sa druge strane, u okviru nebazne komponente, od pojedinačnih stavki posebno se ističe rast cena voća od 22,6% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,609 p.p.), u okviru kojeg se posebno ističe rast cena trešanja od čak 215,7% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,247 p.p.). Takođe, zabeleženo je povećanje cena kafe od 28,3% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,463 p.p.), duvana od 7,4% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,344 p.p.), čokolade od 39,2% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,302 p.p.), hleba i žitarica od 4,7% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,231 p.p.), kao i povrća od 6,5% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,280 p.p.) u okviru kojeg se posebno ističe rast cena slatkog kupusa od 66,9% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od 0,266 p.p.). U okviru nebazne komponente, značajnije su smanjene cene goriva za putničke automobile, i to beznina za 11,6% i dizela za 8,0% (ukupan doprinos navedenih stavki međugodišnjoj inflaciji od -0,530 p.p.), kao i cene svinjskog mesa za 12,2% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od -0,173 p.p.) i krompira za 7,6% (doprinos međugodišnjoj inflaciji od -0,068 p.p.).



Opšti međugodišnji rast cena u maju 2025. usporen je u odnosu na prethodni mesec usled sledećih promena u potrošačkoj korpi:

Prvo, povećano je učešće stavki čiji je međugodišnji rast cena bio ispod donje granice cilja NBS i to sa 41,28% u aprilu na 42,45% u maju 2025. Međugodišnji pad ovih cena ubrzan je sa -2,5% u aprilu na -2,7% u maju 2025.

Drugo, povećano je učešće stavki čiji je međugodišnji rast cena bio u granicama cilja NBS i to sa 17,29% u aprilu na 19,49% u maju 2025. Međugodišnji rast ovih cena bio je na istom nivou od 3,0% i u aprilu i u maju 2025.

Treće, smanjeno je učešće stavki čiji je međugodišnji rast cena bio iznad gornje granice cilja NBS i to sa 41,43% u aprilu na 38,06% u maju 2025. Međugodišnji rast ovih cena ubrzan je sa 10,7% u aprilu na 11,4% u maju 2025.

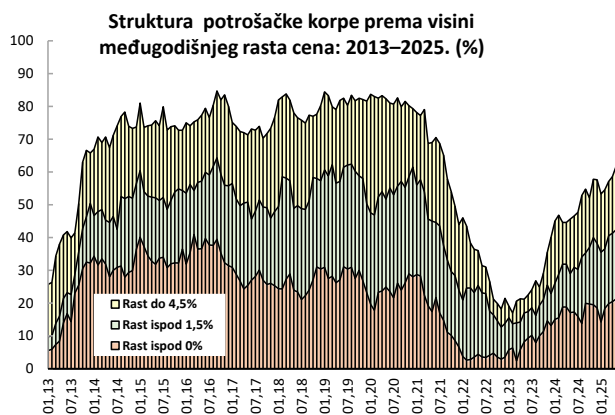
Na osnovu navedenog može se izvući *zaključak* da su promene u trećoj grupi potrošačke korpe odlučujuće delovale na smanjenje međugodišnje inflacije u maju u odnosu na april 2025. godine.⁵

⁵ Opšti međugodišnji indeksi cena za maj i april 2025. mogu da se rastave na tri činioca koji predstavljaju doprinose stavki čiji je međugodišnji rast cena bio (1) ispod donje granice cilja NBS, (2) u granicama cilja NBS i (3) iznad gornje granice cilja NBS, i to na sledeći način:
maj 2025: $103,8 = (0,4245 \times 97,3) + (0,1949 \times 103,0) + (0,3806 \times 111,4) = 41,3 + 20,1 + 42,4$

april 2025: $104,0 = (0,4128 \times 97,5) + (0,1729 \times 103,0) + (0,4143 \times 110,7) = 40,3 + 17,8 + 45,9$

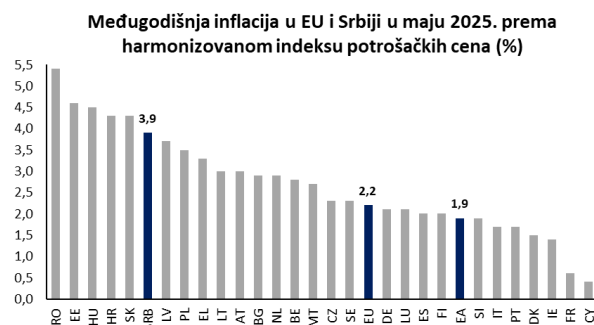
Razlika između navedenih indeksa od -0,2 može da se rastavi na sledeće činioce:

$103,8 - 104,0 = -0,2 = (41,3 - 40,3) + (20,1 - 17,8) + (42,4 - 45,9) = +1,0 + 2,3 - 3,5$

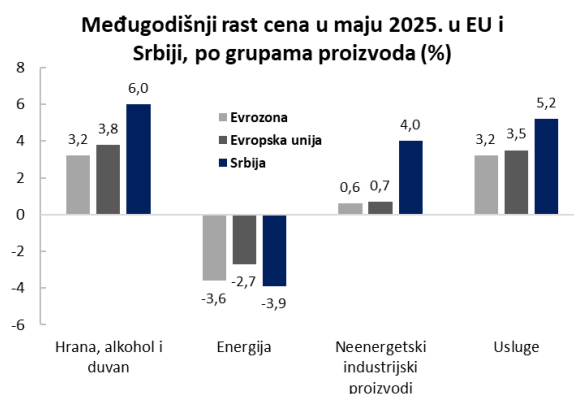


Napomena: Procentualne vrednosti potrošačke korpe u jedinicama ciljane inflacije koja je važila od januara do decembra 2016. ($4,0\% \pm 1,5p.p.$) preračunate su u jedinice ciljane inflacije koja važi od januara 2017. ($3,0\% \pm 1,5p.p.$).

Srbija je u maju 2025. imala veću međugodišnju inflaciju od proseka Evropske unije, a manju međugodišnju inflaciju od pet članica Unije. Međugodišnja inflacija je, prema konceptu harmonizovanog indeksa potrošačkih cena⁶, iznosila 3,9% u Srbiji, a 2,2% u Evropskoj uniji, odnosno 1,9% u evrozoni. Od 27 zemalja članica Evropske unije, veću međugodišnju inflaciju nego Srbija u maju 2025. su imale Rumunija (5,4%), Estonija (4,6%), Mađarska (4,5%), Hrvatska (4,3%) i Slovačka (4,3%). U Srbiji je međugodišnja inflacija u maju smanjena za 0,2 p.p. u odnosu na prethodni mesec, isto kao i na nivou cele Evropske unije, dok je u evrozoni smanjena za 0,3 p.p. Posmatrano po pojedinačnim zemljama, međugodišnja inflacija je smanjena u 14 zemalja članica, pri čemu je ovo smanjenje bilo veće od ili jednako 0,5 p.p. u 4 zemlje (Holandija, Kipar, Litvanija i Irska). Sa druge strane, rast međugodišnje inflacije u maju zabeležen je u 12 država članica, pri čemu je povećanje veće od ili jednako 0,5 p.p. zabeleženo u 3 zemlje (Grčka, Češka i Rumunija).



Razlike u međugodišnjem rastu cena u maju 2025. između Srbije sa jedne strane, i Evropske unije i evrozona sa druge strane, postoje kod svih grupa proizvoda, a posebno su izražene u grupi neenergetskih industrijskih proizvoda. U Srbiji je registrovan značajno veći međugodišnji rast cena neenergetskih industrijskih proizvoda, ali i cena usluga i cena hrane, alkohola i duvana, kao i veći pad cena energije. Osim toga, i struktura doprinosa međugodišnjem rastu cena se razlikuje u Srbiji i evrozoni. Dok je u Srbiji doprinos bazne komponente međugodišnjoj inflaciji u maju 2025. iznosio 57% (usluge oko 33%, neenegetski industrijski proizvodi oko 24%), a nebazne komponente 43% (hrana, alkohol i duvan oko 58%, energija oko -14%), u evrozoni je bazna komponenta generisala čak 85% međugodišnje inflacije (usluge oko 77%, neenegetski industrijski proizvodi oko 8%), dok se na doprinos nebazne komponente odnosilo svega 15% (hrana, alkohol i duvan oko 33%, energija oko -18%).



⁶ Poređenje inflacije u Evropskoj uniji zasniva se na jedinstvenom konceptu: harmonizovanom indeksu potrošačkih cena. Zato se za Srbiju – umesto nacionalnog koncepta: indeksa potrošačkih cena – u

obzir mora uzeti harmonizovani indeks potrošačkih cena.

Posmatrano prema grupama proizvoda, najizraženije promene međugodišnjeg rasta cena u maju u odnosu na april 2025. zabeležene su u oblasti usluga. Naime, međugodišnji rast cena usluga je usporen za 0,8 p.p. u evrozoni (sa 4,0% na 3,2%), odnosno za 0,7 p.p. na nivou cele Evropske unije (sa 4,2% na 3,5%). U ostatku bazne komponente, međugodišnji rast cena neenergetskih industrijskih proizvoda je u maju u odnosu na april 2025. ostao nepromenjen i u evrozoni (0,6%) i na nivou cele Evropske unije (0,7%). U okviru nebazne komponente, međugodišnji rast cena hrane, alkohola i duvana je ubrzan za 0,2 p.p u evrozoni (sa 3,0% na 3,2%), odnosno za 0,3 p.p. na nivou cele Evropske unije (sa 3,5% na 3,8%). Sa druge strane, međugodišnji pad cena energije je u maju ostao na istom nivou kao i aprilu 2025. u evrozoni (-3,6%), dok je na nivou cele Evropske unije neznatno usporen za 0,1 p.p. (sa -2,8% na -2,7%).

PROGNOZE

Rezime:

Period na koji se odnosi prognoza: I-XII 2025/I-XII 2024. (%)

- **Industrijska proizvodnja-ukupno: 2,7**
- **Prerađivačka industrija: 3,0**
- **Potrošačke cene (XII 2025/ XII 2024): 3,5**
- **Promet robe u trgovini na malo u stalnim cenama: 2,9**
- **Izvoz robe, obračunat u evrima : 7,5**
- **Uvoz robe, obračunat u evrima: 11,5**

AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI

Evropski fiskalni izazovi: balansiranje između odbrane, socijalnih davanja i klimatske tranzicije⁷

Pažnja stručne javnosti ponovo je usmerena ka fiskalnoj politici, ovaj put u kontekstu pripreme evropskih ekonomija za narednu deceniju, u kojoj se očekuju povećani i dugotrajni pritisci na javnu potrošnju⁸. Pet oblasti javne potrošnje u kojima treba očekivati najveće izdatke su: penzioni sistem, zdravstvo, klimatska tranzicija, odbrana i rast troškova zaduživanja. Procenjuje se da će do 2050. godine potrošnja u ovim oblastima sa sadašnjih 2,5% dostići 5,75% BDP-a u razvijenim evropskim zemljama i 8% BDP-a u zemljama Centrale, istočne i jugoistočne Evrope (CESEE), što će se odraziti na povećanje javnog duga i deficita. Ova kretanja ne samo da oblikuju fiskalne politike država članica, već zahtevaju i strateško prilagođavanje kako bi se osigurala dugoročna održivost javnih finansija i ekonomska stabilnost Evropske unije. Jedan od najočiglednijih trendova u Evropi je starenje populacije, koje direktno utiče na povećanje budžetskih izdvajanja za penzije i zdravstvenu zaštitu. Istovremeno, klimatska tranzicija postavlja složene ekonomske zahteve, značajna ulaganja u obnovljive izvore energije, modernizaciju infrastrukture i prilagođavanje privrednih sektora. Geopolitička nestabilnost i rastuće globalne tenzije uzrokuju povećanje budžetskih izdvajanja za odbranu, a visok nivo javnog duga u mnogim državama, u kombinaciji sa rastućim kamatnim stopama, dodatno komplikuje fiskalnu situaciju. U takvom okruženju neophodno je revidirati postojeće fiskalne strategije i isplanirati sveobuhvatne strukturne reforme, sa ciljem da se obuzda potrošnja i obezbede dodatni budžetski prihodi, uz istovremeno očuvanje socijalnih, bezbednosnih i ekoloških standarda.

Penzije i zdravstvo: demografski izazovi i rastući troškovi. Evropska populacija je sve starija, a u mnogim zemljama prisutan je i fenomen depopulacije. Pritisci na penzione fondove su ogromni, budući da se kontigent radno sposobnog stanovništva smanjuje, životni vek se produžava, a izdaci za socijalnu, zdravstvenu zaštitu i penzije rapidno rastu. Sad je već izvesno - u budućnosti će sve veći broj ljudi starijih od 65 godina zavisiti od sve manjeg broja zaposlenih. Prema procenama MMF-a, izdaci za penzije i u razvijenim zemljama Evrope i u CESEE⁹ ekonomijama u proseku će da se povećavaju za 0,75% BDP-a godišnje do 2030. godine. Nakon toga, u razvijenim ekonomijama počće njihovo usporavanje, a u CESEE ekonomijama ubrzanje na oko 1,25% BDP-a godišnje. Naime, ove razlike između razvijenih i CESEE zemalja su rezultat očekivanog bržeg rasta stanovništva starijeg od 65 godina u odnosu na radno sposobno stanovništvo (starosti od 15 do 64 godine) u CESEE zemljama nego u razvijenim ekonomijama, gde se očekuje blagi rast populacije, izazvan prilivom migranata. Ako se projekcije realizuju, CESEE zemlje će u

⁷ Autor: Katarina Stančić

⁸ Long-Term Spending Pressures in Europe, Stephanie Eble (lead), Alexander Pitt (co-lead), Irina Bunda (co-lead), Oyun Erdene Adilbish, Nina Budina, Gee Hee Hong, Moheb Malak, Sabiha Mohona, Alla Myrvoda, and Keyra Primus, IMF, 2025

⁹ CESEE je skraćenica od Centralna, istočna i jugoistočna Evropa, tj. geopolitički segment koji obuhvata Albaniju, BiH, Bugarsku, Hrvatsku, Češku, Estoniju, Mađarsku, Latviju, Litvaniju, Moldaviju, Severnu Makedoniju, Poljsku, Rumuniju, Srbiju, Slovačku, Crnu goru i Sloveniju.

narednih 25 godina imati pad populacije od 10% i izdatke za penzije u visini od 3% BDP-a. Uz to, i visina penzijskih primanja predstavlja problem, budući da je u ovoj grupi zemalja prosečna stopa zamene¹⁰ (replacement rate) tek 33%, što može zahtevati dodatne reforme javnog penzijskog sistema u budućnosti radi zaštite standarda stanovništva. Mnoge zemlje su već sprovele penzione reforme kao što su produženje radnog veka, uvođenje automatskih mehanizama prilagođavanja visine penzija životnom veku, kao i podsticanje učešća privatnih penzijskih fondova, ne bi li na neki način izbalansirale trenutne izazove.

Sa starenjem stanovništva rastu i izdaci za **zdravstvenu zaštitu**, a posebno troškovi dugotrajne nege starijih lica, koji su postali najbrže rastući segment zdravstvenih izdataka jer se veliki deo zdravstvenih troškova javlja u poslednjim godinama života. Zbog dužeg životnog veka stanovništva, rast ovih troškova je brži u razvijenim nego u CESEE ekonomijama. Pored toga, razvijene ekonomije pružaju kvalitetnije i skuplje zdravstvene tretmane, ali i visoke zarade u sektoru zdravstva u ovim zemljama podižu ukupne troškove zdravstvenih usluga. Međutim, CESEE ekonomije su takođe u visokom riziku i pritisci na zdravstvo će biti sve veći, ne samo zbog bržeg starenja stanovništva nego i zbog ekonomskog i rasta životnog standarda. Trenutno ove ekonomije troše 5,2% BDP-a na zdravstvenu i 0,7% BDP-a na dugotrajnu negu starih lica (u razvijenim ekonomijama ovi izdaci iznose u proseku 6,3% i 1,8%). Napredak u medicinskoj tehnologiji doprineće porastu troškova za zdravstvo, iako postoje i teorije da bi buduće inovacije mogle povećati efikasnost. Takođe, sektor zdravstva i nege je izrazito radno intenzivan, zbog čega će rast zarada ovog sektora u CESEE regionu dodatno podići ukupne izdatke za zdravstvenu zaštitu.

Klimatska tranzicija u kontekstu navedene publikacije označava skup javnih politika i investicija usmerenih ka smanjenju emisija gasova staklene bašte i prelasku na održive izvore energije, u cilju ostvarivanja klimatskih ciljeva poput klimatske neutralnosti do 2050. godine. Tu spadaju javne investicije u infrastrukturu sa niskim emisijama (npr. vetroparkovi, solarne elektrane, energetska efikasnost), zamena postojeće infrastrukture, fiskalni podsticaji i subvencije (npr. za obnovljive izvore, električna vozila), adaptacija na posledice klimatskih promena (npr. zaštita od poplava, suša, ulaganja u vodnu infrastrukturu). Premda su potrebe za saniranjem klimatskih promena pozamašne i urgentne u celoj Evropi, CESEE zemlje ovde „prednjače“ po crnoj statistici. Intenzitet emisije štetnih gasova kod njih je znatno veći nego u razvijenim zemljama, što podrazumeva veće troškove za postizanje klimatske neutralnosti u odnosu na razvijenije zemlje Evrope. Štaviše, troškovi su ogromni i njihov najveći deo u CESEE regionu će morati da pokrije država (66%) dok će u razvijenim evropskim ekonomijama taj udeo biti manji od 40%. Procene pokazuju da bi fiskalni pritisci vezani za klimatsku tranziciju u CESEE regionu mogli dostići oko 2,25% BDP-a godišnje do 2050. godine, dok će u razvijenim evropskim zemljama biti ispod 1% BDP-a. Pored same visine troškova, dodatnu komplikaciju predstavlja neizvesnost koja prati klimatsku tranziciju: vremenski okvir, tehnologije koje će se koristiti, fiskalni instrumenti, kao i distribicioni efekti klimatske politike koji su teško predvidivi. U želji da što pre reše probleme klimatske tranzicije, mnoge zemlje su postavile ambiciozne ciljeve. Evropska unija je, na primer, postavila kao cilj smanjenje emisije gasova staklene bašte do 2030. na 55% u odnosu na nivo iz 1990. godine, dok je za 2050. planirana potpuna klimatska neutralnost, što podrazumeva dalekosežne investicije i reforme. Simon Stiell, šef UN-ovog tela za klimatske promene, upozorava da klimatska kriza ostaje hitno pitanje nacionalne bezbednosti

¹⁰ Stopa zamene predstavlja odnos penzije i individualne prosečne zarade pojedinca tokom njegovog radnog veka

i apeluje na Evropu da ne zapostavi klimatske akcije uprkos rastućim izdvajanjima za odbranu¹¹. S tim u vezi, Evropska komisija planira da održi klimatske ciljeve, ali uz određeno ublažavanje regulativa, kako bi podržala industrije koje se suočavaju s visokim troškovima energije. Konkretno, razmatra se mogućnost korišćenja međunarodnih CO2 kredita¹² za ispunjavanje klimatskih ciljeva do 2040. godine, što bi značilo odstupanje od dosadašnje prakse da EU klimatske ciljeve ispunjava isključivo domaćim merama.

Rastući izdaci za odbranu i nova realnost evropskih budžeta. U svetlu pogoršane geopolitičke situacije, naročito nakon izbijanja rusko-ukrajinskog sukoba, evropske zemlje se suočavaju i sa naglim porastom izdataka za odbranu. Iako su odbrambeni budžeti decenijama stagnerali ili se čak smanjivali u nekim državama članicama Evropske Unije, nova bezbednosna realnost u Evropi nameće duboku promenu fiskalnih prioriteta. Pritisци su naročito naglašeni u zemljama koje su geografski blizu Rusije i Ukrajine i koje sada teže ka postepenom povećanju izdvajanja za odbranu, čak i preko cilja NATO-a od 2% BDP-a. Poljska planira da podigne troškove odbrane na 5% BDP-a u 2025, a Baltičke zemlje i Rumunija na 2,5-3% BDP-a. Takva promena imaće dalekosežne posledice po javne finansije, jer povećani vojni rashodi dolaze u trenutku kada države već trpe pritiske zbog starenja populacije, zahteva za ulaganja u zdravstvo, zelenu tranziciju i servisiranje javnog duga. Ukoliko se odbrambeni izdaci budu stabilizovali na višem nivou u postkonfliktnom periodu, to će značiti da je povećan vojni budžet postao trajna komponenta javne potrošnje, a ne privremeni odgovor na krizu. To dodatno pojačava potrebu za strateškim upravljanjem javnim finansijama i jasno definisanim budžetskim prioritetima, kako bi se izbegla dugoročna fiskalna nestabilnost. Evropski lideri poslednjih meseci diskutuju o povećanju izdataka za odbranu na 3,5% BDP-a, odnosno za dodatnih 387 milijardi dolara godišnje. To bi bilo najveće izdvajanje za odbranu od šezdesetih godina prošlog veka i neminovno bi dovelo do smanjenja izdataka za socijalnu zaštitu, koji su u proseku iznosili 41,4% evropskog BDP-a u 2020. godini (poređenja radi, u 1995. godini su iznosili 36,3%)¹³. Međutim, izdavanje zajedničkih evroobveznica za finansiranje odbrane dovelo bi do većeg zaduživanja EU, pa su predloženi alternativni mehanizmi finansiranja¹⁴ kao što je mobilizacija postojećih nacionalnih i EU sredstava uz reformu budžetskih mehanizama kako bi se osigurala veća efikasnost. Takođe, raspoloživi su i instrumenti i mehanizmi ranije predstavljeni planom "ReArm Europe" a koji je reimenovan u „Readiness 2030“ i ima za cilj mobilizaciju do 800 milijardi evra za jačanje odbrambenih kapaciteta EU do 2030. godine.

Povećanje budžetskih prihoda. U razvijenim zemljama Evrope prihodi od poreza i doprinosa iznose oko 44,5% BDP-a, što ne ostavlja mnogo prostora poreskoj politici. Međutim u CESEE zemljama, gde su porezi i doprinosi na nivou od 38,5% BDP-a postoji opravdanost povećanja poreskih stopa i proširenja poreske baze. Naime, u ovim zemljama prisutan je veliki neformalni sektor, paralelno sa neefikasnim sistemom naplate poreza, a porezi na dohodak su niži nego u razvijenoj Evropi. Procene MMF-a pokazuju da CESEE zemlje mogu povećavati poreske prihode za oko 1,5% BDP-a godišnje. U praksi bi to značilo proširenje poreske baze eliminacijom poreskih izuzetaka i subvencija, progresivno oporezivanje da bi poreski sistem bio pravedniji i efikasniji, unapređenje poreske administracije uvođenjem digitalizacije, bolje kontrole i

¹¹<https://makepolluterspay.co.uk/news-2/f/un-boss-urges-europe-not-to-forget-planet-amid-defence-drive?blogcategory=News>

¹² <https://www.reuters.com/sustainability/cop/eu-considering-international-co2-credits-meet-new-climate-goal-sources-say-2025-04-07/>

¹³ <https://www.ft.com/content/cf1638c4-45ed-4671-8c42-3136e7bda7d5>

¹⁴ <https://www.euronews.com/my-europe/2025/03/26/eu-not-ready-for-eurobonds-to-boost-defence-spending-says-commissioner-kubilius>

naplate, i možda i najvažnije -srednjoročnu strategiju poreske reforme i sistemske promene, a ne samo *ad hoc* povećanja stopa. Međutim, javnost treba pripremiti da veće oporezivanje ne vodi nužno u povećanje benefita (penziono, socijalno osiguranje, naknade i sl.) – naprotiv, poreske prihode treba usmeriti na poboljšanje kvaliteta usluga država, čime bi trebalo da se postigne međugeneracijska jednakost i adekvatnost, uz istovremeno očuvanje zdravlja javnih finansija. Na primer, u 2023. godini, Estonija je povećala poreze kako bi finansirala dodatnu vojnu potrošnju, ali i prelazak na zelenu infrastrukturu. Povećani su PDV (sa 20% na 22%, a očekuje se još jedno povećanje ove godine, na 24%), akcize, kao i porezi na dohodak fizičkih i pravnih lica.

Moguće politike za odgovor na dugoročne fiskalne pritiske. U situaciji rastućih i sve raznovrsnijih pritisaka na javne finansije u Evropi, postaje neophodno redefinisati fiskalne prioritete i politike. Rešenja ne mogu biti parcijalna niti odložena – potreban je sveobuhvatan i višeslojan pristup koji će kombinovati smanjenje pritisaka na potrošnju, rast prihoda, kao i veće korišćenje zajedničkih fiskalnih kapaciteta Evropske unije. Istovremeno, neophodan je proaktivan pristup u kojem će fiskalni autoriteti regularno i blagovremeno informisati javnost o potencijalnim izazovima i fiskalnoj strategiji baziranoj na profesionalnim i transparentnim podacima, informacijama i prognozama kretanja budžeta. Reforme koje poboljšavaju efikasnost javne potrošnje predstavljaju jednu od najefikasnijih strategija za smanjenje pritisaka. Ipak, zbog razlika među zemljama u pogledu intenziteta fiskalnih pritisaka, početne pozicije i dostupnih resursa, rešenja će morati biti prilagođena nacionalnim okolnostima. Svakako, prioritet predstavljaju sektori koji nose najveće troškove i izazivaju najviše pritisaka, poput penzionih i zdravstvenih sistema:

- **Penzione reforme**, poput postepenog podizanja starosne granice za odlazak u penziju, indeksiranja granice u skladu sa očekivanim životnim vekom, smanjenja preterano velikih beneficija i povećanja doprinosa. Na primer, u Švedskoj, Litvaniji, Luksemburgu i Nemačkoj implementiran je automatski mehanizam balansiranja koji smanjuje penzije kada sistem uđe u deficit. Takođe, penzioni sistem je vezan za očekivani životni vek, što znači da se dužim životom automatski produžava radni vek. Time se izbegavaju politički osetljive reforme i obezbeđuje dugoročna održivost sistema. Norveška koristi javne prihode od nafte za finansiranje penzija putem svog državnog penzijskog fonda, čime obezbeđuje stabilnost rashoda i izbegava opterećenje redovnog budžeta.
- **Zdravstvene reforme**, koje podrazumevaju bolje upravljanje troškovima, podsticanje efikasnijih modela pružanja usluga i integraciju privatnog sektora uz odgovarajuću regulaciju. Mnoge zemlje su se odlučile na jačanje preventive, kako bi se izbegli kasniji, skupi procesi lečenja. Takođe, aktuelan je i koncept *integracije zdravstvene i socijalne zaštite*, odnosno objedinjavanje različitih aspekata nege kako bi se pružila kontinuirana, sveobuhvatna i pacijentu prilagođena usluga — posebno u kontekstu dugotrajne nege starijih osoba. Integrisana nega ima za cilj da poveže različite pružaoce usluga (lekare, bolnice, službe kućne nege, socijalne radnike), smanji dupliranje usluga i administraciju i optimizuje upotrebu radne snage — uključujući preusmeravanje zaposlenih koji su nedovoljno angažovani u druge sektore gde su potrebni.
- **Klimatske politike**, koje racionalizuju investicije i troškove kroz pravednije oporezivanje i eliminaciju neproaktivnih subvencija. Na primer, Francuska je pionir u praćenju uticaja javne potrošnje na klimu – od 2023. koristi tzv. Zeleni budžet, kojim se svaka budžetska stavka ocenjuje u skladu sa klimatskim ciljevima. Ova praksa omogućuje bolju integraciju klimatskih rashoda u javne finansije.

Paralelno sa sprovođenjem ciljanih reformi, neophodno je i ograničiti neproduktivnu potrošnju, pre svega kroz ukidanje subvencija koje nemaju održivu ekonomsku osnovu (npr. subvencije za fosilna goriva), povećati javne prihode putem reforme poreskog sistema, proširenja poreske baze i poboljšanja administrativne efikasnosti i pametno koristiti postojeći fiskalni prostor, posebno tamo gde postoji kapacitet da se kratkoročno podrže investicije koje donose dugoročne koristi. Na primer, troškovi zaduživanja zahtevaju ozbiljan institucioanalni odgovor. U tom smislu, Holandski biro za analizu ekonomske politike izrađuje projekcije javnog duga u koje su integrisani pritisci zdravstvenih i troškova za penzije, kao i fiskalni troškovi klimatskih promena, buduće štete i troškovi adaptacije. Irska, Švedska i Španija imaju nezavisno fiskalno telo koje redovno objavljuje analize fiskalnih rizika i scenarije dugoročnih pritisaka na rashode, čime se omogućuje lakše planiranje fiskalnih strategija koje su otporne na promene kamatnih stopa i demografije. Za koju god opciju da se ekonomisti opredele, izazov pred kojim se nalaze evropske javne finansije je izuzetno kompleksan i zahteva pažljivo balansiranje između socijalne potrošnje, investicija u odbranu i održivog ekonomskog rasta.

ANALIZA 1

MIT O RASTU NEJEDNAKOSTI

Autor: Goran Nikolić

Sudeći po novim ekonomskih istraživanjima, čini se da je skoro sve na šta 'konvencionalna mudrost' ukazuje kada su u pitanju trendovi nejednakosti pogrešno. Ako su ove studije tačne, onda bi teze Tomasa Piketija i njegovih koautora, a delimično i Branka Milanovića (mada naš čuveni ekonomista tvrdi da se na nivou čovečanstva nejednakost zapravo smanjuje, pre svega usled neviđenog progressa Kine), gde se tvrdi da je nejednakost snažno porasla poslednjih decenija — dostižući nivoe koji nisu viđeni od početka dvadesetog veka — mogli dovesti u pitanje.

Da ne bude zabune, i tokom prethodnih godina su bila objavljivana brojna istraživanja koja su dovela u pitanje metodologiju Tomasa Piketija. U tom smislu, indikativne su studije: Donalda Boudreauka: „Pogrešne analize javnog duga i kompenzacije izvršnih vlasti Tomasa Piketija”; Huana Ramona Ralo-a: „Neki fundamentalni problemi sa kapitalom Tomasa Piketija u dvadeset prvom veku”; Filipa Magnesa i koautora, koji su objavili seriju članaka kojima ispravljaju nedostatke analiza Tomasa Piketija. Međutim, objavljivanje nekoliko studija tokom poslednjih godinu dana čini se da drastično menja način na koji se nejednakost tretira, barem u zapadnom svetu.

Istina, dobar deo procena nejednakosti u prihodima bio je osporen u naučnim istraživanjima koja su objavljene tokom poslednje dve decenije. Naime, u tim analizama je uočeno da je fokusiranje na prihod pre oporezivanja dovelo do zanemarivanja posledica progresivnog oporezivanja i, što je najvažnije, ogromne javne potrošnje na zdravstvenu zaštitu, obrazovanje i penzije koja nesrazmerno koristi domaćinstvima sa nižim i srednjim prihodima. Dodatno, istraživanja o bogatstvu često isključuju obaveznu penzionu imovinu, dok se potcenjuje vrednost nekretnina u kojima žive vlasnici — što su u stvari dve najveće forme bogatstva srednje i srednje niže klase. Takođe, problematično je i uzimanje 1980. kao bazne godine (to je zgodno za one koji potenciraju priču o rastućoj nejednakosti jer je ona tada bila neobično niska, što je posledica decenija progresivnog oporezivanja i stroge regulative koja je otežavala preduzetništvo). Dodatno, ukazuje se i da su današnji nivoi nejednakosti, iako viši od onih iz poznih 1970-ih ili pak 1980, daleko su ispod onih iz doba pre Drugog svetskog rata, kada su porezi bili mnogo niži nego danas.¹⁵

Štetnost nejednakosti za ekonomski rast

Pre nego što pređemo na recentna istraživanja, potreban je kratak osvrt na teze Piketija i ostalih podržavalaca teze o rastu nejednakosti, odnosno štetnosti nejednakosti za ekonomski rast, te preporučene politike za ublažavanje datih problema.

Ekonomski bestseller Toma Piketija, „Kapital u 21. veku“¹⁶ pokazao da se razvijene zemlje na početku 2000-ih nalazile na nivoima nejednakosti koji su vrlo bliski enormnim nejednakostima s kraja 19. veka i da će,

¹⁵ Npr. u Švedskoj, kada se javne penzije kapitalizuju i dodaju procenama ličnog bogatstva to smanjuje izmerenu nejednakost bogatstva – Gini koeficijent – za skoro polovinu. Istina, u SAD je redistributivna uloga tržišta manja, ali kada se socijalno osiguranje, Medicare i zdravstveno osiguranje koje obezbeđuje poslodavac tretiraju kao prihod u naturi, prosečna domaćinstva prolaze daleko bolje nego što podaci o platama sugerišu. Istina, u SAD, počevši od 1970-ih, postoji trend rasta nejednakosti, najvidljiviji po spektakularnog rastu bogatstava tehnoloških i finansijskih titana, ali je i pored toga koncentracija bogatstva u SAD ostala daleko bliža nivou iz 1960. nego vrhuncu pre 1914.

¹⁶ Piketty Thomas (2014). Capital in the twenty-first century. Harvard University Press - March 2014

ako se nešto značajno ne promeni u narednom periodu, vrlo brzo preći te nivoe. Piketi pokazuje da je u SAD Gini koeficijent¹⁷ porastao za skoro sedam poena (sa 37 na 44) za nešto više od tri decenije, te da je, takođe, posebno povećan udeo (top) 1% najbogatijih u ukupnom dohotku.¹⁸ Po Piketiju, kapitalizam automatski generiše proizvoljne i neodržive nejednakosti, koje radikalno podrivaju meritokraske vrednosti na kojima se zasnivaju demokratska društva. Ovaj čuveni francuski ekonomista indirektno postavlja i pitanje koliki je nivo dohodovne nejednakosti koji neće dovesti do urušavanja društvene kohezije i stabilnosti.

Povezano sa istraživanjem Piketija je i široko prihvaćeno stanovište da je visoka nejednakost u raspodeli dohotka štetna za ekonomski rast, kako direktno tako i kao potencijalni izvor značajne političke i društvene nestabilnosti (IMF 2014; OECD 2015)¹⁹. Jednostavna analiza, koja polazi od korelacije između Gini koeficijenta i dužine privrednog rasta pokazuje da je veća nejednakost povezana sa manje održivim rastom. Studije pokazuju da rast u nejednakosti za desetinu smanjuje očekivani rast dvostruko, a to potkrepljuje i istraživanje OECD-a (2014)²⁰, koje pokazuje da bi BDP razvijenih zemalja bio znatno veći da je njihov nivo nejednakosti niži.

S druge strane, pokazalo se da nejednakost deluje kao podsticaj za naporan rad, razvoj veština i produktivnost. Pored toga, nejednakost podstiče inovacije i rast u novim sektorima. Modernizacijska teorija potencira i da učinak porodičnog porekla na obrazovno postignuće i zanimanje manji što je ekonomija tehnološki naprednija, jer selekcija u obrazovanju i na tržištu rada ne sme biti neefikasna.²¹

Ipak, prevelika nejednakost negativno utiče na rast jer može dovesti do društvenih sukoba, osiromašanja srednje klase, koja onda manjom potrošnjom negativno utiče na rast. Pored toga, nejednakost snižava produktivni potencijal privrede. Takođe, bogati mogu da blokiraju strukturne reforme, što koči potencijal za ekonomski rast.

Koristeći metaforu o holesterolu, Francisko Ferreira²², ekonomista Svetske banke, je „dobru“ nejednakost označio kao onu kojom se u društvu nagrađuje zalaganje i predan rad, da se vrednuje ulaganje u obrazovanje, tako da pojedinac koji je rođen u siromaštvu uviđa da je to način da se penje uz društvenu

¹⁷ Gini koeficijent je vodeći pokazatelj koji se koristi za merenje nejednakosti u prihodima. Gini koeficijent može varirati od 0, što odgovara potpuno jednakoj raspodeli (drugim rečima, dohodak je podjednako raspoređen između svakog pojedinca u datom društvu) do 100, što podrazumeva totalnu nejednakost (kada bi sav prihod primala jedna osoba, što je teoretska apstrakcija, jer to nije bio ni blizu slučaj ni za vreme starovekovnih onipotentnih vladara). Dakle, niži Gini koeficijent odražava ravnomerniju raspodelu dohotka.

¹⁸ U većini razvijenih zemalja i u mnogim zemljama u razvoju za rast nejednakosti je u najvećoj meri odgovoran rast udela 1% do 10% najbogatijih u ukupnom dohotku. Naime, globalizacija je, kroz rastuću trgovinsku i finansijsku integraciju i tehnološki progres, išla na ruku visokokvalifikovanim pojedincima, dok su oni sa nižim kvalifikacijama u razvijenim zemljama bili suočeni sa gubitkom radnih mesta koja su se mahom preselila u azijske zemlje koje obiluju jeftinom radnom snagom. Ovi procesi proširili su jaz u zaradama između radnika različitih stepena kvalifikovanosti. Paralelno, od 1980-ih godina prošlog veka opao je uticaj sindikata na formiranje zarada.

¹⁹ IMF (2015). Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective. International Monetary Fund; IMF (2014). Redistribution, Inequality and Growth. International Monetary Fund Staff Discussion Note, April 2014; OECD (2015). In It Together: Why Less Inequality Benefits All. Organisation for Economic cooperation and Development

²⁰ OECD (2014). „Focus on Inequality and Growth - December 2014”. Organisation for Economic cooperation and Development.

²¹ Što se potvrđuje i kroz npr. znatno manju mogućnost vertikalne socijalne prohodljivosti pre jednog stoleća.

²² The active ingredient of inequality

lestvicu (s obzirom na to da je većina njegovih sunarodnika baš tako uspela u životu). 'Loša' nejednakost opisuje situaciju u kojoj nemaju svi iste mogućnosti da steknu dobro obrazovanje niti pristup kvalitetnoj zdravstvenoj zaštiti, tako da dete siromašnih i/ili slabije obrazovanih roditelja ima manje mogućnosti da se probija ka vrhu (za društvo to znači neiskorišćen ljudski potencijal jer se određenim grupama stanovništva uskraćuje mogućnost da investiraju u sebe).

Iz prethodnog proizilazi da je ključno napraviti razliku između nejednakosti u ishodima i u šansama. Iako bi većina ljudi verovatno želela da vidi manju nejednakost u ishodima — u raspodeli dohotka i bogatstva — ono što se smatra više nepravednim je nejednakost u šansama. Odnosno, nejednakost u ishodima je prihvatljiva dokle god nije posledica nejednakih šansi u obrazovanju, u pristupu zdravstvenim uslugama, diskriminacije po polnoj, nacionalnoj ili nekoj drugoj osnovi. Ipak, nejednakost ishoda i šansi kauzalno su i cirkularno povezani; to su dve strane istog novčića, jer su današnji ishodi — dohodak ili pristup uslugama — sutrašnje okolnosti za našu decu. I obrnuto, današnje okolnosti — kvalitet predškolskog vaspitanja ili nege koju deca dobijaju u porodici — utiču na različite ishode sutra.

Nejednakost mogućnosti je centralna u objašnjavanju odnosa nejednakosti i rasta. Nejednakost mogućnosti i dalje postoji uz nejednak pristup obrazovanju, tržištima rada odvojena na insajdere i autsajdere, i finansijskim tržištima koja pogoduju onim u povoljnijem položaju.²³ Na osnovu podataka o nejednakosti u međugeneracijskoj mobilnosti, koja izračunava povezanost između prihoda očeva i sinova, pokazuje se da što je veća povezanost, manja je verovatnoća da će se neko bolje snaći od svojih roditelja, što signalizira manje jednaku raspodelu mogućnosti.²⁴ U zemljama sa visokom mobilnošću nalazimo malo uočljive veze između rasta BDP-a po glavi stanovnika i nejednakosti dohotka, mereno široko korišćenim Gini koeficijentom.

Čak 31% ukupne nejednakosti u Britaniji i 45% u SAD je posledica nejednakih šansi, dok druga studija ukazuje da pokazuju da nejednake šanse objašnjavaju 60% ukupne nejednakosti u primanjima u Nemačkoj i SAD (Hufe i saradnici, 2018²⁵; Niehues i Peichl, 2014²⁶). Štiglitz (2015)²⁷ tvrdi da SAD već četvrt veka ne predstavljaju zemlju jednakih mogućnosti, s obzirom na to da svega 6% rođenih na donjoj petini lestvice dohodaka uspeva da dođe do vrha.²⁸

Iz prethodno uočenih problema proističu i preporuke. Naime, smatra se da su Vladama potrebne politike za proširenje pristupa visokokvalitetnom (ranom) obrazovanju, redukovanje dualnosti na tržištu rada i strukturne nezaposlenosti i proširenje izvora finansiranja dostupnih novim preduzetnicima. Izjednačavanje uslova na ovaj način ne samo da će promovisati socijalnu pravdu, već će i povećati rast.

Generalno, donosioci politika imaju dve široke mogućnosti za rešavanje nejednakosti u prihodima. Prva je pre-distribucija i ona ima za cilj stvaranje uslova za ravnomerniju raspodelu dohotka u budućnosti (na primer, ulaganjem u zdravstvo i obrazovanje, efikasnim anti-trust zakonima, propisima tržišta rada i relativno jakim sindikatima). Druga je redistribucija dohotka i ona ima za cilj smanjenje

²³https://blogs.imf.org/2019/11/11/europes-wage-price-puzzle/?utm_medium=email&utm_source=govdelivery

²⁴ U društvima u kojima su prilike nejednake (uključujući i generacijske razlike u prilikama), porast nejednakosti u dohotku ima tendenciju da se učvrsti, što ograničava potencijal i izglede primalaca sa malim primanjima i dugoročno raste.

²⁵ hufe.pdf

²⁶ Lower and Upper Bounds of Unfair Inequality: Theory and Evidence for Germany and the US

²⁷ Stiglitz, J. (2015). Velika podela. Društva nejednakosti i šta da radimo sa njima. Akademska knjiga.

²⁸ Ekonomska pokretljivost u SAD je manja nego u većini evropskih zemalja.

sadašnjih nejednakosti kroz progresivno oporezivanje - pri čemu bogatiji ljudi plaćaju veće stope poreza. Niži nivoi nejednakosti u Evropi je posledica predistribucije. Naime, najviša marginalna stopa američkog federalnog poreza na dohodak pala je sa prosečnih 80% u 1950-1980 na 37% u 2010-im, a potom je 2017. smanjena stopa poreza na dobit korporacija s 35% na 21%. Ali i evropske poreske stope za korporacije su oborene, sa prosečnih 50% u 1980. na 25% u 2010-im. Dodatno, porezi na potrošnju, koji nameću proporcionalno veći teret siromašnima, značajno su porasli u Evropi tokom istog perioda. Generalno, sistemi oporezivanja i u SAD-u i u Evropi, su u poslednjim decenijama uglavnom postali manje progresivni. Međutim, ono je učinilo raspodelu dohotka u Evropi pravednijom je velikoj meri rezultat predistributivnih politika poput nacionalnih minimalnih plata, veće zaštite radnika i slobodnog pristupa javnom obrazovanju i zdravstvenoj zaštiti. Kada su u pitanju buduće politike, potreba za progresivnijim oporezivanjem u obe ekonomije se nameće. Na primer, visoke marginalne poreske stope mogu pomoći da se danas ograniči nejednaka akumulacija kapitala, a samim tim i da budući prihodi postanu pravedniji.²⁹

Milanovićev treći koncept nejednakosti

Branko Milanović, je u svojim istraživanjima³⁰, pokazao da je od poznih 1970-ih do kraja 2000-ih lavovski višak prihoda otišao famoznim top 1% i takozvanoj globalnoj srednjoj klasi, sačinjenoj pretežno od kineskih i indijskih radnika čiji je dohodak značajno porastao, dok su gubitnici globalizacije srednja klasa i radnici na Zapadu. Ono što se desilo je: rast tzv. globalne srednje klase, naročito u Kini, stagnacija srednje klase razvijenih zemalja i značajan porast prihoda najbogatijih. Po Milanoviću, najveći gubitnik je srednja klasa na Zapadu (koja je još veoma bogata za nezapadne standarde).

Inače, Milanović je razvio treći koncept nejednakosti (nejednakost ako svet posmatramo kao celinu). On je pokazao da se od kasnih 1980-ih ta vrsta nejednakosti, merena Gini koeficijentom, blago smanjila i to zahvaljujući dramatičnom izlasku kineske populacije iz siromaštva. Naime, liberalizacija trgovine i povećanje izvoza doveli do povećavanja investicija i novih radnih mesta u zemljama u razvoju, posebno Kini, koja je uz neke zemlje druge pacifičke zemlje, kao i Indiju, smanjila razlike u odnosu na bogatije države (ali se u njima povećao jaz, jer je npr. nova tehnologija favorizovala visoke kvalifikovane radnike i potisnula rutinske poslove).

Dakle, bazična teza Milanovića je da je globalizaciju u tokom 30 godina do Globalne finansijske krize (2008-2009) karakterisala veoma visoka stopa rasta dohodaka azijske srednje klase, praktično odsustvo porasta dohodka kod tzv. srednje klase na Zapadu, te veoma visok rast globalnih top 1%. Posle finansijske krize nastavlja se jak rast azijske srednje klase, kao i nastavak stagnacije srednje klase na Zapadu. Ono što je izvesno je da Kina više nije motor smanjivanja ni globalnog siromaštva ni globalne nejednakosti, jer je sada kotirana suviše visoko u raspodeli dohotka (nastavak ubrzanog rasta Kine samo povećava distancu u odnosu na nerazvijene afričke zemlje). Sada, kada taj motor postaju Afrika i u manjoj meri Indija, ono što ostaje veliko pitanje je koliko je Afrika sposobna da učini u 21. veku ono što je Azija učinila u 20. stoleću.

I bogatiji i jednakiji!

Međutim, čini se da bi istraživanje Danijela Valdenstroma, uticajnog švedskog ekonomiste, koji je došao do sada najpotpunijih podatakao imovini i dohocima u 'jako dugom roku' za šest zemalja Zapada — Francuske, Nemačke, Španije, Švedske, Britanije i SAD, moglo da poljulja vladajuću naučnu paradigmu. Pre nego što se detaljnije osvrnemo na ovaj već dosta citirani rad, treba pomenuti da je veliku pažnju dobila i

²⁹https://www.project-syndicate.org/commentary/europe-america-income-inequality-lessons-by-thomas-blanchet-et-al-2019-11?a_la=english&a_

³⁰Milanović, B. (2016). Globalna nejednakost. Akademska knjiga

studija: Nejednakost prihoda u Sjedinjenim Državama: korišćenje podataka o porezu za merenje dugoročnih trendova“ Džeralda Autena i Dejvida Splintera. Oni su, koristeći potpunija merenja prihoda i transfera od onih u prethodnim studijama, otkrili da se udeo prihoda nakon oporezivanja i transfera koji ide do najbogatije stotine populacije jedva promenio između 1960. i 2019. – što je suprotno sumornim porcenama koje su izneli Piketi i njegovi koautori. Naime, korekcija za nedovoljno prijavljene prihode kod siromašnijeg dela populacije, uključivanje prihoda koji su prebačeni na račune penzionih fondova, kao i transferi socijalne pomoći dramatično drastično je promenila sliku o nejednakosti u SAD.

Dodatno, na sličnom fonu je i studija Kun-a i Rios-Rul-a (2025)³¹, koji su koristeći najnovije podatke iz Ankete o potrošačkim finansijama iz 2022, dokumentovali trenutno stanje i nedavnu evoluciju nejednakosti u zaradama, prihodima i bogatstvu u SAD, odnosno ukazali da je nejednakost bogatstva blago opala od 2016. To se desilo zbog rasta cena nekretnina koji je koristio domaćinstvima srednje klase (istina, bogatstvo je ostalo visoko koncentrisano, a mlađe generacije akumuliraju manje bogatstva od svojih prethodnika). Tako je udeo bogatstva top 1% opao je sa 39% na 35%, dok je Džinijev koeficijent bogatstva pao sa 0,86 na 0,83.32 Između 2016. i 2022, cene nekretnina porasle su za preko 40%, znatno nadmašujući prinose na berzama.³³ Generalno, ovi nalazi ističu kako kretanja cena imovine i razlike u portfoliju mogu preoblikovati nejednakost na složene načine, kao i važnost politika kreiranja bogatstva koje se protežu izvan vlasništva nad nekretninama.

Da li je Zapad postao i bogatiji i jednakiji?

Glavna teza Valdenstroma je da je od kasnih 1800-ih, ali i od 1980-ih, Zapad postao bogatiji i ravnopravniji. Naime, danas su građani tih zemalja tri puta bogatiji mereći dohotke kupovnom moći nego što su to bili 1980. i skoro su desetostruko bogatiji nego što su bili pre jednog veka.

To što se ovaj autor nije bavio zemljama u razvoju ne menja bitno njegov zaključak, budući da se u tom delu sveta, o čemu se većina ekonomista slaže, poslednjih ne manje od sto godina dešava trend smanjivanja nejednakosti. To je dobrim delom posledica neverovatnog uspona Kine i u manjoj meri Indije, ali i uspešne tranzicije većine evropskih zemalja, te značajnog napretka u sprovođenju mera za smanjivanje siromaštva u brojnim državama trećeg sveta. Dodatno, iako ne obuhvata sve zapadne zemlje, čini se da je Valderstrom napravio dosta reprezentativan uzorak, posebno imajući u vidu da se je analizirao praktično sve najveće zapadne ekonomije.

Osnovni nalaz ovog švedskog ekonomiste je da zapadna društva nisu ni približno tako nejednaka kao što mnogi veruju da jesu. Zapravo, stalne teze o rastućoj nejednakosti zamagluje tišu i širu transformaciju: domaćinstva širom spektra prihoda sada poseduju kapital u razmerama nezamislivim za ranije generacije, a osnovne mere blagostanja u zapadnim društvima – od posedovanja nekretnina i prava na penziju, koja možemo dopuniti posrednim merama poput očekivanog životnog veka ili prosečnog nivoa obrazovanja, poboljšane su se za skoro sve. Povezano s prethodnim, Valdenstrom pokazuje da su se smanjile i druge mere nejednakosti između top 1% i svih ostalih – uključujući nejednakost u pismenosti, broju preživela dece, očekivanom trajanju životnog veka. Naime, rastući nivo obrazovanja i razvoj u finansijskom sektoru je omogućio neobogatima da se aktiviraju na kreditnom tržištu preko hipoteka, kao i da se uključe na korporativna tržišta kapitala kroz posedovanje penzija.

³¹ US wealth inequality in 2022: A modest reversal at the top, persistent challenges below | CEPR

³² Preokret proizilazi iz različitih kretanja cena imovine i sastava portfolija budući da domaćinstva srednje klase (50.–90. percentil) drže oko 60% svog bogatstva u stambenom sektoru, u poređenju sa samo 7% za top 1%.

³³ Praktično svi dobici bogatstva u sektoru stambenih objekata proizašli su iz rasta cena, a ne iz dodatnih investicija domaćinstava.

Ono što Valdenstrom autoritativno tvrdi je da najuticajnije tvrdnje o nejednakosti počivaju na selektivnom čitanju istorije i delimičnim merenjima životnog standarda.³⁴ Naime, kreirani narativ o rastućoj nejednakosti izgleda sasvim drugačije kada uključimo transfere, pre svega prava na penziju, kao i parcijalnu, ali vremenom sve obuhvatniju, zdravstvenu zaštitu, vlasništvo nad nekretninama i činjenicu da se ljudi češće nego ikada kroz životni vek prelaze u više dohodovne i imovinske kategorije.

Vlasništvo nad nekretninama i širenje penzionih prava kao uzroci 'ekvalizacije' bogatstva

Generalno, postoje tri važna faktora 'ekvalizacije' bogatstva koje su brojne studije do skoro zanemarivale. Prvo, privatno bogatstvo je eksplodiralo, ali i u okviru populacije rašireno je vlasništvo nad njim. Podaci za Francusku, Nemačku, Španiju, Švedsku, Britaniju i SAD pokazuju da se realno bogatstvo po odrasloj osobi otprilike utrostručilo od 1980. i poraslo više nego sedmostruko od 1950. Ono što je najvažnije, sve veći udeo tog kapitala leži u nekretninama (kućama i stanovima) i penzionim fondovima običnih domaćinstava. U 1900. ukupnom imovinom društva dominiralo je bogatstvo elite — poljoprivredni posedi i njihovi udeli u vlasništvu nad fabrikama ili bankama. Danas je situacija potpuno drugačija jer stambena imovina i penzije (tačnije sredstva domaćinstava u penzionim fondovima) predstavljaju većinu privatne imovine. Indikativno je masovno vlasništvom nad nekretninama: u većini zapadnih zemalja, 60% do 70% domaćinstava sada poseduje krov nad glavom — što je nešto što je vrlo retko bio slučaj kada su u pitanju njihove prabake i predeke.

Drugo, koncentracija bogatstva je opala — a ne porasla — tokom 20. stoleća. U Evropi, najbogatijih 1% sada poseduje jedva trećinu udela koji je držao 1910. — neposredno pre početka transformativne ere koja je usledila nakon dva svetska rata svetskih ratova, a koja se svodila na demokratizaciju i posledičan rast vladinih kapaciteta, odnosno javne potrošnje (od 1970-ih trend rasta je zaustavljen ali ne i preokrenut). Naime, javna potrošnja, kao udeo u BDP-u u zapadnim zemljama, je sa oko 11% pred početak Prvog svetskog rata, učetrostručena!

Treće, činjenica da se ljudi kreću kroz različite dohodovne grupe tokom svog života ublažava tipične mere nejednakosti, a u istom smeru deluju i efekti socijalnih davanja.

(Kontraintuitivan) sporiji rast bogatstva onih na 'vrhu piramide'

Veoma važan nalaz u studiji Valdenstroma je da je najveći deo povećanja bogatstva došao je od štednje, a ne od profita po osnovu kapitala. Naime, prema Valdenstromovim proračunima, bogatstvo je prosečno raslo 3,4% godišnje u SAD (od čega je 2,9 procentnih poena bilo od štednje, a tek 0,5% procentnih poena od kapitalne dobiti). Bogatstvo neobogatih (donjih 90% u 'imovinskoj piramidi') raslo je mnogo brže od bogatih (top 1% u imovinskoj piramidi) tokom „velike ekvalizacije (izjednačavanja) bogatstva”, posebno izražene u razbolju između 1910. i 1980.

Od 1910. do 2010. bogatstvo „elite“ (najbogatijih 1%) u Francuskoj je poraslo tri puta, u Švedskoj osam puta, 16 puta u SAD. Istovremeno, bogatstvo običnih ljudi (donjih 90%) poraslo je 24 puta u Francuskoj, neverovatnih 54 puta u Švedskoj i 26 puta u SAD.³⁵

Posmatrajući po razdobljima, najveća ekvalizacija se desila od 1910. do 1950. kada je bogatstvo po odrasloj osobi raslo prosečno 2,2% godišnje među neobogatima, dok je kod bogatih 1% rast bogatstva iznosio tek 0,2%. U razdoblju 1950-1980. bogatstvo po odrasloj osobi raslo je prosečno 3,9% godišnje među neobogatima, dok je kod bogatih 1% rast bogatstva iznosio 2,3%. U posmatranih šest zapadnih zemalja u

³⁴ The Inequality Myth: Western Societies Are Growing More Equal, Not Less

³⁵ Book Review: Richer and More Equal: A New History of Wealth in the West, By Daniel Waldenström

periodu 1980-2010. stopa rasta bogatstva neobogatih bila je 3,1% godišnje — dok je bogatstvo 1% najbogatih raslo najbrže ikada (4,3%), ali i pored toga se nije bitnije povećao jaz u nejednakosti.

U proseku je udeo bogatstva koji drži najbogatijih 1% populacije palo sa nešto ispod 60% u 1890. na oko 25% u 2010. To je posledica činjenice da su 1890. stanovanje i kapitalne penzije činile oko 25% bogatstva — sa najvećim delom bogatstva u obliku poljoprivredne i poslovne imovine. Do 2010. proporcije su se skoro potpuno obrnule, te je stambeno bogatstvo dostiglo otprilike polovinu svog bogatstva, pri čemu je udeo penzija porastao sa nekoliko procenata na preko 20% (dok je ostala imovina — poljoprivredna i poslovna — pala je na nešto više od četvrtine). Ovo suštinski objašnjava veliku ekvalizaciju bogatstva — siromašniji i srednji slojevi uveliko su proširili svoje bogatstvo kroz vlasništvo nad kućama i kroz prava na penzije. Zanimljivo je da je udeo milijardera koji su nasledili svoje bogatstvo pao sa oko 60% ranih 1980-ih na 35% u 2010-im.

Jednostavno rečeno, zapadna društva su postala „bogatija i jednakija“, a to se desilo podizanjem donjeg, a ne top, dela imovinske piramide. Valdenstrom je posebno optimističan kada posmatra potencijal posedovanja nekretnina za kreiranja bogatstva. Vlasništvo nad nekretninom (kućom ili stanom) je, pored ostalog, kolateral koji se može koristiti za pozajmljivanje i ujednačavanje potrošnje kada dođe do negativnih šokova na strani prihoda. Takođe, posedovanje nekretnina promoviše geografsku mobilnost, dok takođe omogućava starijim domaćinstvima koje poseduju kuće ili stanove da po osnovu rasta cena istih ostvare svoje visoke prosečne prinose na imovinu (višestruko veće nego što su prinosi na osnovu oročene štednje). On procenjuje da je stopa prinosa veoma slična na stanovanje i kapital, što implicira da cene nekretnitna i akcija imaju sličan prosečni rast.

Opasnost populističkih mera i glavne preporuke za javne politike

Nerazumevanje nejednakosti može da stvori regresivnost u oporezivanju sa negativnim konsekvencama na jednokost u krajnjoj instanci. Npr. neselektivno oporezivanje stambenog bogatstva može pogoditi penzionere bogate imovinom, ali sa malim tekućim prihodima. Oporezivanje malih ili srednjim privatnih firmi može forsirati iste da se prodaju multinacionalnim gigantima, što će opet povećati ukupnu nejednakost u društvu.

Rizik takvim mera je narušavanje poverenja: kada građani čuju da kapitalizam koristi samo eliti — čak i kada njihov životni standard raste — oni mogu postati cinični prema zvaničnim statistikama i podložni populističkim lekovima, koji su često gori od bolesti. Dakle, rešenje nije u ograničavanju samog bogatstva, već u očuvanju integriteta političkih institucija i obezbeđivanju ravnopravnog pristupa javnim dobrima.

Put ka većoj pravičnosti bi stoga trebalo da ide preko posprešivanja kanala putem kojih obična domaćinstva stiču imovinu — uključujući ponudu pristupačnih stanova i olakšavanje pristupa penzionim fondovima.

Valderstrom ima četiri glavne preporuke. Prvo, on ukazuje da bi trebalo bi da podstaknemo individualno vlasništvo nad nekretninama jer je to najveći pokretač izjednačavanja raspodele bogatstva. Zatim, trebalo bi da pređemo na „fondovske penzijske šeme“ umesto na sisteme penzionisanja *‘pay as you go’*, jer na taj način ljudi gomilaju zalihe imovine tokom svog radnog veka, što generiše značajno bogatstvo. Dodatno, trebalo bi da pokušamo da smanjimo poreze na dohodak, jer to smanjuje sposobnost ljudi sa prosečnim primanjima da ulažu u svoj nekretnine i penziona davanja, dve ključne stavke imovine koje će verovatno vremenom povećati njihovo bogatstvo. Konačno, treba da oporezujemo prihode zarađene na kapital, a ne na bogatstvo. Uz ove relativno jednostavne principe, koje preporučuje Valderstrom, trebalo da nastavimo da postajemo i bogatiji i ravnopravniji — baš kao što smo to činili u prošlom veku.

ANALIZA 2

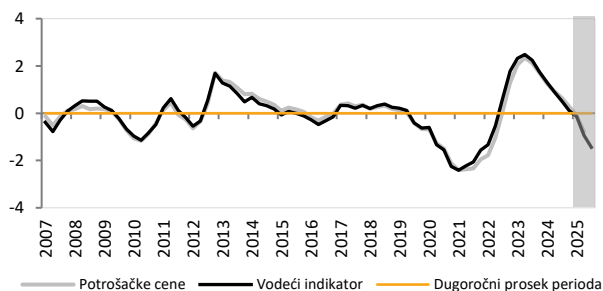
MAKROEKONOMSKE PROGNOZE I PROCENE ZA DRUGI KVARTAL I 2025. GODINU

Autor: Goran Katić

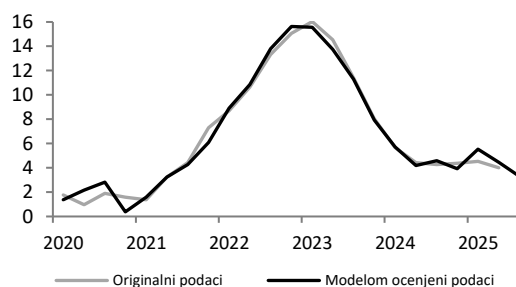
Prikazan sistem kompozitnih vodećih indikatora razvijen je kao proizvod istraživačkog rada (od strane autora), na osnovu zvaničnih podataka RZS, ministarstva finansija, NBS, međunarodnih podataka baze Eurostata i podataka poslovne ankete Evropske komisije (koju za Srbiju metodološki obrađuje RZS), kao i samostalno razvijenim strukturnim ekonometrijskim modelima za svaku oblast zasebno. Dobijeni sistem indikatora prednjači ciklusima privredne aktivnosti, u proseku, za jedan do najviše dva kvartala i u kombinaciji sa ekonometrijskim modelima, omogućava kvantitativnu evaluaciju dinamike godišnje stope rasta privredne aktivnosti u kratkom roku, čime su moguće prognosticke i nowcasting interpretacije. U nastavku će biti prezentovani rezultati prognoze i procena vodećih indikatora potrošačkih cena, inflatornih očekivanja, prognoze bruto dodate vrednosti (BDV) industrije, ukupnih usluga, i građevinarstva.

1.1. Prognoza kretanja potrošačkih cena³⁶ za Q3 2025

Slika 1.1. Poređenje ciklusa kompozitnog vodećeg indikatora potrošačkih cena (IPC) i ukupnih potrošačkih cena u Srbiji, desezonirani, detrendovani i standardizovani podaci, odstupanje od proseka perioda, Q1 2007 – Q3 2025. (%)



Slika 1.2. Međugodišnje stope potrošačkih cena, originalne i modelom inflatornih očekivanja³⁷ ocenjene (prognozirane) vrednosti, Q1 2020 – Q3 2025. (%)



³⁶ Vodeći indikator potrošačkih cena (u oznaci IPC) proizvod je istraživačko-analitičkog rada od strane autora. Indikator se sastoji od obuhvata prethodno razvijenih kompozitnih indikatora cene hrane (IPC-H), cene goriva (IPC-G) i cene duvana (IPC-D) kao najvećih generatora inflacije u dugom roku. Zbog znatne promene strukture potrošačkih cena u generisanju međugodišnje stope rasta (pre svega, znatnom rastu uticaja njene energetske komponente od druge polovine 2022), IPC, uz već postojeće dugogodišnje najveće strateške elemente rasta potrošačkih cena (hrane, duvana i goriva za putničke automobile), modifikovan je dodatnim direktnim uključenjem i faktora rasta cena električne energije, gasa i čvrstih goriva (ogreva).

³⁷ Model inflatornih očekivanja potrošača zasniva se na ponderisanoj numeraciji potrošačkih percepcija, i u obzir se uzimaju: starosna granica ispitanika, visina primanja, nivo obrazovanja, vrsta zanimanja, radno vreme i pol. Istraživanje inflatornih očekivanja sprovodi se na mesečnom nivou, a podatke prikuplja i po metodologiji Evropske komisije obrađuje RZS. Za svaki mesec, potrošači daju odgovore o njihovim očekivanim percepcijama o inflaciji potrošačkih cena u narednom periodu, i to izborom jedne od sledećih opcija: „raste mnogo“, „raste polako“, „raste neznatno“, „nepromenjena“, „pada“ i „ne znam“.

Inflatorna očekivanja sektora trgovine na malo objedinjuju mesečna očekivanja inflacije u narednom periodu: u prodaji hrane, neprehrambenih proizvoda, motornih vozila i goriva od strane trgovačkih maloprodajnih lanaca u uzorku. Kombinovani indikator navedenih inflatornih očekivanja prednjači kretanju potrošačkih cena za oko dva kvartala.

Tabela 1.1. Ostvarene i prognozirane međugodišnje stope rasta potrošačkih cena (%)

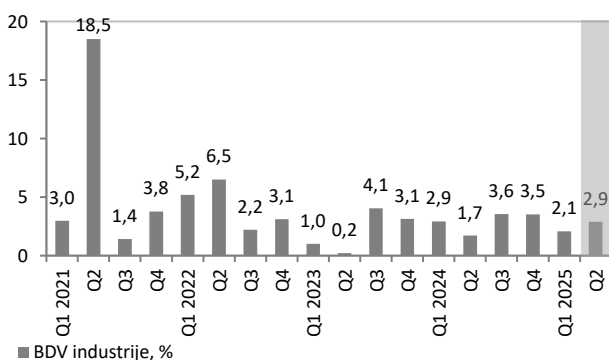
Kvartal	Ostvareno	Prognoza	
	potrošačke cene, međugodišnja stopa rasta, %	model vodećeg indikatora (IPC)	model inflatornih očekivanja
2023 Q1	16,0	16,0	14,9
2023 Q2	14,5	13,5	13,9
2023 Q3	11,4	12,6	12,1
2023 Q4	8,0	9,0	9,4
2024 Q1	5,7	5,3	5,9
2024 Q2	4,4	4,0	4,7
2024 Q3	4,3	3,9	4,9
2024 Q4	4,4	3,7	4,1
2025 Q1	4,5	4,6	4,5
2025 Q2	(3,8)	4,3	4,5
2025 Q3	-	3,5	3,3

Napomena: Podatak o ostvarenim vrednostima potrošačkih cena u zagradi (prva kolona tabele) u Q2 2025. preliminarno je procenjen

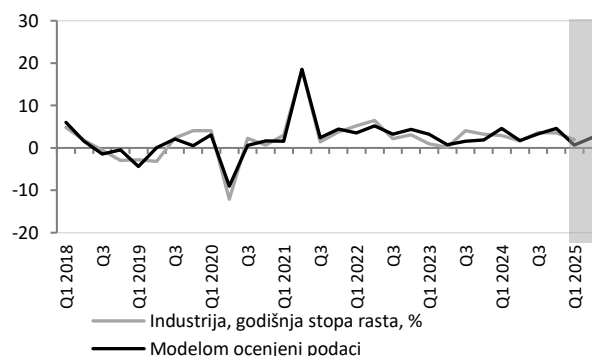
1.2. Procena bruto dodate vrednosti (BDV) industrije za Q2 2025

Analizom rezultata istraživanja o očekivanjima privrednika i iskorišćenosti kapaciteta u industriji, primenom modela ukupne industrije u Q2 2025. procenjuje se međugodišnji rast od 2,9%. Očekuje se da će navedeni međugodišnji rast ukupne industrije u Q2 2025. najviše biti generisan rastom u oblasti proizvodnje motornih vozila i prikolica, proizvodnjom ostalih saobraćajnih sredstava i nastavkom stabilnog rasta proizvodnje proizvoda od gume i plastike.

Slika 1.3. Međugodišnje stope rasta BDV-a ukupne industrije, Q1 2021 – Q2 2025. (%)



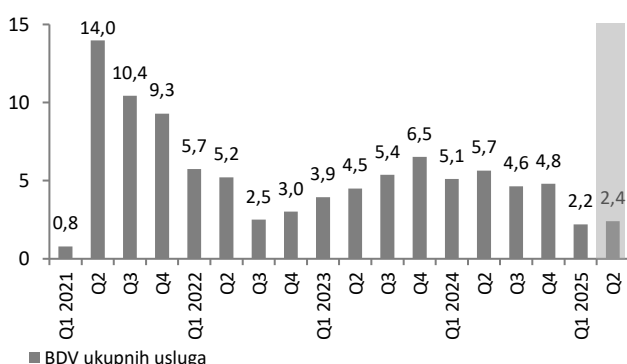
Slika 1.4. Model prognoze godišnje stope rasta ukupne industrije, originalni i modelom ocenjeni podaci, Q1 2018 – Q2 2025. (%)



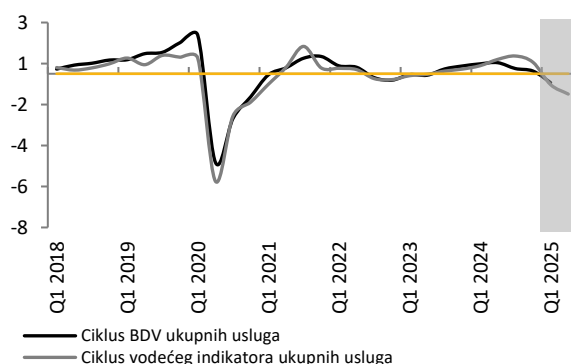
1.3. Procena bruto dodate vrednosti ukupnih usluga za Q2 2025

Primenom indikatora prometa i očekivane tražnje uslužnih sektora u narednim kvartalima i primenom modela vodećeg indikatora ukupnih usluga, u Q2 2025. očekuje se rast ukupnih usluga od oko 2,4%. Usporavanje kretanja BDV-a ukupnih usluga u Q1 2025. najviše je bilo uslovljeno padom trgovine na veliko, padom prometa kopnenog saobraćaja i cevovodnog transporta, padom prometa delatnosti pripremanja i posluživanja hrane i pića i padom prometa u upravljačkim delatnostima i naučnog istraživanja i razvoja. Tendencije usporavanja prometa očekuju se i u Q2 2025.

Slika 1.5. Međugodišnje stope rasta BDV-a ukupnih usluga, Q1 2021 – Q2 2025. (%)

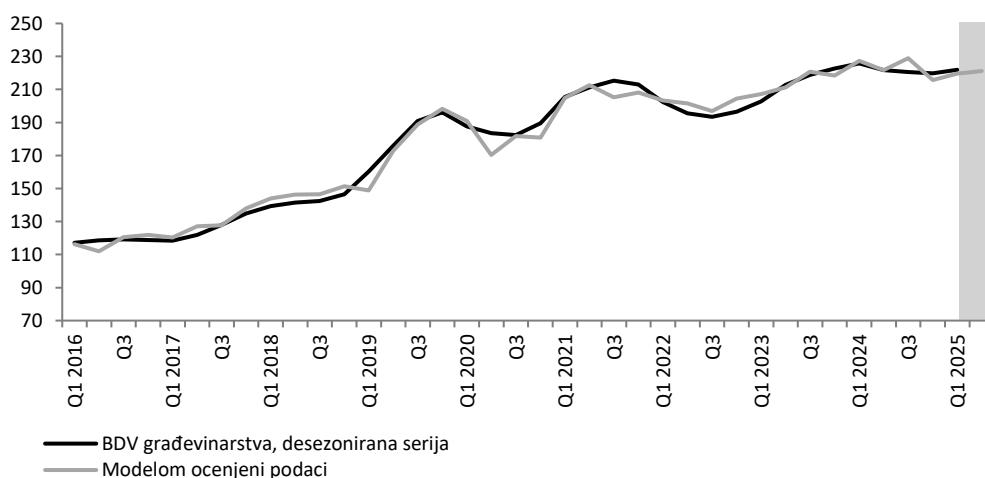


Slika 1.6. Konjunktura BDV-a ukupnih usluga i kompozitnog vodećeg indikatora o očekivanjima privrednika u kretanju oblasti ukupnih usluga, desezonirani, detrendovani i standardizovani podaci



1.4. Procena kretanja BDV-a građevinarstva za Q2 2025.

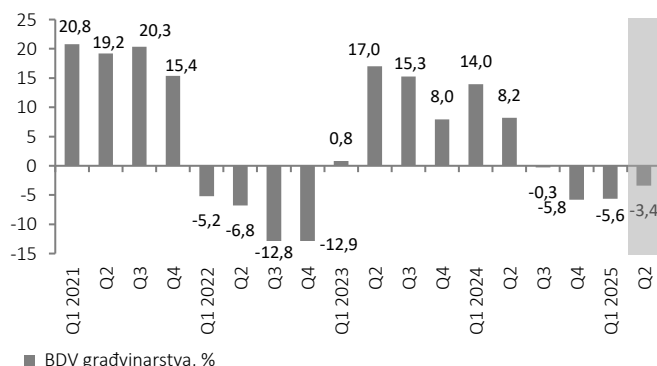
Slika 1.7. Rezultat prognoze modela BDV-a građevinarstva, desezonirani podaci, Q1 2016 – Q2 2025 (originalna serija na bazi Q1 2016=100)



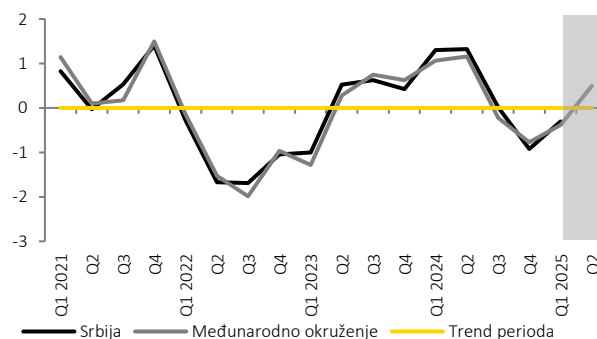
U Q1 2025. BDV građevinarstva ostvario je pad (-5,6%), na šta je najviše uticao pad građevinskih radova na saobraćajnoj infrastrukturi i izgradnji složenih industrijskih građevina. Na osnovu redovne mesečne

poslovne ankete RZS-a o očekivanjima građevinskih firmi u narednom periodu i kretanju građevinskih trendova u međunarodnom okruženju, primenom modela prognoze u Q2 2025. očekuje se međugodišnji pad od oko (-3,4%).

Slika 1.8. Međugodišnje stope rasta BDV-a građevinarstva Q1 2021 – Q2 2025. (%)



Slika 1.9. Međuzavisnost ocenjene konjunkturalne BDV-a građevinarstva u Republici Srbiji i građevinske aktivnosti u međunarodnom okruženju, standardizovani podaci.



REZIME PROCENJENIH GODIŠNJIH STOPA RASTA PO SEKTORIMA za Q2 i 2025.

Tabela 1.2. Procenjene godišnje stope BDV izabranih sektora i njihovi doprinosi (u zgradama) godišnjoj stopi BDP-
– osnovni scenario –

Sektor	Q1	Q2	Q3	Q4	2025, %
Poljoprivreda, %, (p.p)	6,5 (0,2)	9,5 (0,3)	-	-	9,5 (0,3)
Neto porezi, %, (p.p)	2,3 (0,3)	1,6 (0,2)	-	-	1,8 (0,3)
Industrija, %, (p.p)	2,1 (0,4)	2,9 (0,5)	-	-	2,7 (0,5)
Građevinarstvo, %, (p.p)	-5,6 (-0,3)	-3,4 (-0,2)	-	-	1,0 (0,0)
Usluge, %, (p.p)	2,2 (1,3)	2,4 (1,4)	-	-	2,9 (1,7)
BDP	2,0	2,3	-	-	2,8

ANALIZA 3

ANALIZA KRETANJA MEĐUNARODNE INVESTICIONE POZICIJE I SPOLJNOG DUGA REPUBLIKE SRBIJE U PRVOM KVARTALU 2025. GODINE

Autor: Duško Bumbić

1. PROMENE U MEĐUNARODNOJ INVESTICIONOJ POZICIJI SRBIJE NA KRAJU PRVOG KVARTALA 2025. GODINE U ODNOSU NA KRAJ 2024. GODINE

Neto međunarodna investiciona pozicija (MIP)³⁸ Srbije (poslednja stavka u tabeli), kao razlika između strane finansijske aktive i pasive, jasno pokazuje razliku između finansijskih sredstava kojima jedna ekonomija raspolaže i sredstava koja duguje. Tokom prvog kvartala 2025. godine, međunarodna investiciona pozicija Srbije kao neto dužnika povećana je za 219,2 mil. evra, na 50,9 mlrd. evra. To znači da su za 50,9 mlrd. evra akumulacije stranih finansijskih obaveza nadmašile odgovarajuće akumulacije strane finansijske aktive. Na kraju prvog kvartala 2025. godine, **učešće negativnog neto MIP-a u godišnjem BDP-u**³⁹ smanjeno je na 60,8% u odnosu na 61,5% na kraju 2024. godine.

Finansijska aktiva

Strana finansijska aktiva Srbije (stavka 1 u tabeli) obuhvata finansijska potraživanja od nerezidenata i monetarno zlato, koje ulazi u sastav rezervne aktive zemlje. **Strana neto finansijska aktiva**, koja pokazuje promene nakon saldiranja pojedinačnih stavki u aktivu, na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosila je 52,8 mlrd. evra, što je za 697,8 mil. evra više nego na kraju 2024. godine. Na ovo povećanje najviše su uticale realizovane neto transakcije (povećanje od 390,5 mlrd. evra), dok je neto povećanje po osnovu ostalih promena⁴⁰ (uključujući promene usled promene odnosa valuta i promene cena) iznosilo 307,2 mil. evra.

U strukturi⁴¹ neto finansijske aktive, najveća promena u prvom kvartalu 2025. godine zabeležena je kod **ostalih investicija** rezidenata u inostranstvo koje su povećane za 1,1 mlrd. evra, na 16,6 mlrd. evra, čime je njihovo učešće u ukupnoj aktivu povećano na 31,4% u odnosu na 29,7% na kraju 2024. godine. U strukturi ostalih investicija, u prvom kvartalu 2025. godine zabeleženo je povećanje potraživanja po osnovu **trgovinskih kredita i avansa** (povećanje u iznosu od 814,9 mil. evra), kao i po osnovu **gotovog**

³⁸ MIP obuhvata finansijsku aktivu i pasivu koje imaju međunarodni karakter, tj. MIP je bilans stanja strane finansijske aktive i pasive jedne zemlje. MIP po pravilu prikazuje stanje na početku i na kraju obračunskog perioda, najčešće tromesečja ili godine. Zavisno od predznaka MIP-a, zemlja može biti neto kreditor ili neto dužnik u odnosu na ostatak sveta.

³⁹ Učešća u BDP-u za 2024. godinu izračunata su u odnosu na prvu preliminarnu procenu BDP-a za 2024. godinu (82.321 mil. evra), dobijenu kao zbir preliminarne kvartalnih procena BDP-a za četiri uzastopna kvartala 2024. godine (podatak objavljen 28. februara 2025. godine), dok su učešća u BDP-u na kraju prvog kvartala 2025. godine izračunata u odnosu na preliminarnu procenu godišnjeg BDP-a za period 2024Q2–2025Q1 (83.635 mil. evra), dobijenu kao zbir preliminarne kvartalnih procena BDP-a za četiri uzastopna kvartala u periodu 2023Q2–2024Q1.

⁴⁰ U zaglavlju tabele MIP-a navedeni su uzroci promena u pozicijama aktive i pasive koji se dele na transakcije i ostale promene u vrednosti (promene odnosa valute, promene cena i ostale promene).

⁴¹ Pored uzroka promena u MIP-u, analiziraju se i promene u strukturi aktive i pasive (pretkolone tabele MIP-a). Strana finansijska aktiva obuhvata direktne investicije, portfolio investicije, finansijske derivate, ostale investicije i devizne rezerve, dok strana finansijska pasiva uključuje iste elemente osim deviznih rezervi.

novca i depozita (povećanje u iznosu od 297,4 mil. evra). **Direktne investicije** rezidenata u inostranstvo su u prvom kvartalu 2025. godine povećane za 160,9 mil. evra, na 5,4 mlrd. evra, dok je njihovo učešće u ukupnoj aktivni povećano na 10,3% u odnosu na 10,1% na kraju 2024. godine. U istom periodu, kod **portfolio investicija** rezidenata u inostranstvo zabeleženo je povećanje u iznosu od 189,2 mil. evra. **Devizne rezerve** su u prvom kvartalu 2025. godine smanjene za 767,1 mil. evra, na 28,5 mlrd. evra, čime je njihovo učešće u ukupnoj aktivni smanjeno na 54,0% u odnosu na 56,2% na kraju 2024. godine.

Finansijska pasiva

Strana neto finansijska pasiva Srbije (stavka 2 u tabeli) na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosila je 103,7 mlrd. evra, što je za 917,0 mil. evra više nego na kraju 2024. godine. Na ovo povećanje su najviše uticale realizovane neto transakcije (povećanje od 1,2 mlrd. evra), dok je po osnovu ostalih promena (uključujući promene usled promene odnosa valuta i promene cena) zabeleženo neto smanjenje u iznosu od 266,3 mil. evra.

U strukturi neto finansijske pasive, najveća promena zabeležena je kod **(stranih) direktnih investicija (SDI)** nerezidenata u Srbiju, koje su u prvom kvartalu 2025. godine povećane za 632,0 mil. evra, na 60,6 mlrd. evra, čime je njihovo učešće u ukupnoj pasivi povećano na 58,4% u odnosu na 58,3% na kraju 2024. godine. Najveći deo ovog povećanja se odnosi na **vlasnička ulaganja**, koja su porasla za 533,9 mil. evra, na 48,2 mlrd. evra, čime je njihovo učešće u ukupnoj pasivi povećano na 46,4% u odnosu na 46,3% na kraju 2024. godine (Treba imati u vidu da vlasnička ulaganja u pasivi ne ulaze u bruto dug zemlje.). U istom periodu **SDI u vidu dužničkih instrumenata** porasle su za 98,1 mil. evra, na 12,4 mlrd. evra, dok je njihovo učešće u ukupnoj pasivi (12,0%) ostalo nepromenjeno u odnosu na kraj 2024. godine. **Portfolio investicije** nerezidenata u Srbiju u prvom kvartalu 2025. godine smanjene su za 32,5 mil. evra, na 11,1 mlrd. evra, dok je njihovo učešće u ukupnoj pasivi smanjeno na 10,7% u odnosu na 10,9% na kraju 2024. godine. **Obaveze po osnovu ostalih investicija** na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosile su 31,7 mlrd. evra, što je povećanje u iznosu od 312,8 mil. evra, dok je njihovo učešće u ukupnoj pasivi (30,6%) ostalo nepromenjeno u odnosu na kraj 2024. godine. U strukturi ostalih investicija, došlo je do povećanja obaveza po osnovu **finansijskih kredita** (povećanje od 292,7 mil. evra), kao i po osnovu **trgovinskih kredita i avansa** (povećanje od 96,8 mil. evra), dok je po osnovu **gotovog novca i depozita** zabeleženo smanjenje obaveza u iznosu od 168,1 mil. evra.

2. KRATAK REZIME PROMENA U MEĐUNARODNOJ INVESTICIONOJ POZICIJI

Međunarodna investiciona pozicija (MIP) Srbije kao neto dužnika (poslednja stavka u tabeli) na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosila je 50,9 mlrd. evra, što je za 219,2 mil. evra više nego na kraju 2024. godine. U istom periodu, **učešće negativnog neto MIP-a u BDP-u³⁹** smanjeno je na 60,8% u odnosu na 61,5% na kraju 2024. godine.

Strana neto finansijska aktiva Srbije (stavka 1 u tabeli) je na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosila je 52,8 mlrd. evra, što je za 697,8 mil. evra više nego na kraju 2024. godine. U strukturi strane finansijske aktive, dominantnu poziciju zauzimaju **devizne rezerve**, koje su u prvom kvartalu 2025. godine smanjene za 767,1 mil. evra, na 28,5 mlrd. evra, čime je njihovo učešće u ukupnoj aktivni smanjeno na 54,0% u odnosu na 56,2% na kraju 2024. godine. U istom periodu, najveća pojedinačna promena u strukturi finansijske aktive zabeležena je kod **ostalih investicija** rezidenata u inostranstvo koje su povećane za 1,1 mlrd. evra, na 16,6 mlrd. evra, čime je njihovo učešće u ukupnoj aktivni povećano na 31,4% u odnosu na 29,7% na kraju 2024. godine.

Strana neto finansijska pasiva Srbije (stavka 2 u tabeli) na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosila je 103,7 mlrd. evra, što je za 917,0 mil. evra više nego na kraju 2024. godine. U strukturi neto finansijske pasive, najveći porast zabeležen je kod najpoželjnijeg oblika ulaganja – SDI nerezidenata u Srbiju, koje su u prvom kvartalu 2025. godine povećane za 632,0 mil. evra, na 60,6 mlrd. evra, čime je njihovo učešće u ukupnoj pasivi povećano na 58,4% u odnosu na 58,3% na kraju 2024. godine.

Međunarodna investiciona pozicija Republike Srbije na kraju I kvartala 2025. godine

preliminarni podaci u milionima evra

STAVKA		Stanje na dan 31.12.2024.	Promene usled:		Stanje na dan 31.03.2025.
			transakcija	Promene odnosa valuta, cena i ostale promene	
1	Aktiva	52,129	391	307	52,827
1.1	Direktne investicije	5,288	147	14	5,449
1.1.1	Vlasnički kapital	4,470	180	-12	4,638
1.1.1.1	Vlasnički kapital osim reinvestirane dobiti	3,230	159	-12	3,377
1.1.1.2	Reinvestirana dobit	1,240	21		1,261
1.1.2	Dužnički instrumenti	818	-32	26	811
1.2	Portfolio investicije	2,017	286	-96	2,206
1.2.1	Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih fondova	599	78	-146	531
1.2.2	Dužničke hartije od vrednosti	1,418	207	50	1,675
1.3	Finansijski derivati (osim dev. rezervi) i opcije na akcije za zaposlene	54	0		54
1.4	Ostale investicije	15,475	1,092	23	16,590
1.4.1	Ostali vlasnički kapital	0	0		0
1.4.2	Gotov novac i depoziti	7,872	303	-6	8,169
1.4.3	Kredit	415	-26	8	397
1.4.4	Programi osiguranja i standardizovani garancijski programi	131	0	22	153
1.4.5	Trgovinski krediti i avansi	7,051	815	0	7,866
1.4.6	Ostala potraživanja	6	0	-1	5
1.5	Devizne rezerve	29,295	-1,135	367	28,527
2	Pasiva	102,775	1,183	-266	103,692
2.1	Direktne investicije	59,929	712	-80	60,561
2.1.1	Vlasnički kapital	47,629	614	-81	48,162
2.1.1.1	Vlasnički kapital osim reinvestirane dobiti	36,096	329	-61	36,365
2.1.1.2	Reinvestirana dobit	11,532	285	-20	11,798
2.1.2	Dužnički instrumenti	12,300	98	0	12,398
2.2	Portfolio investicije	11,176	-63	30	11,143
2.2.1	Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih fondova	30	0		30
2.2.2	Dužničke hartije od vrednosti	11,146	-62	30	11,113
2.3	Finansijski derivati (osim dev. rezervi) i opcije na akcije za zaposlene	253	5		258
2.4	Ostale investicije	31,417	529	-216	31,730
2.4.1	Ostali vlasnički kapital	63	27		90
2.4.2	Gotov novac i depoziti	2,159	-166	-2	1,991
2.4.3	Kredit	25,156	571	-279	25,448
2.4.4	Programi osiguranja i standardizovani garancijski programi	109	0	12	120
2.4.5	Trgovinski krediti i avansi	2,554	96	1	2,651
2.4.6	Ostala potraživanja/dugovanja	33	0	84	117
2.4.7	Alokacija SPV	1,344	0	-32	1,312
Međunarodna investiciona pozicija - neto		-50,646	-793	574	-50,865

Izvor: NBS

NAPOMENA: Međunarodna investiciona pozicija Republike Srbije je usklađen sa smernicama sadržanim u Priručniku za izradu platnog bilansa i međunarodne investicione pozicije br. 6 MMF-a (BPM6). Podaci su podložni korekcijama prema zvaničnim izvorima. Tabela je izrađena na osnovu podataka koji su bili dostupni do 30.06.2025. godine i podložna je izmenama u skladu sa promenama zvaničnih izvora podataka.

3. ŽELJENE I NEŽELJENE PROMENE U MEĐUNARODNOJ INVESTICIONOJ POZICIJI

Željene promene:

- **Učešće negativnog MIP-a u procenjenom BDP-u³⁹** na kraju prvog kvartala 2025. godine je **smanjeno** na 60,8% u odnosu na 61,5% na kraju 2024. godine.
- **Rast učešća SDI** (stavka 2.1 u pasivi – direktne investicije) nerezidenata u Srbiju **u strukturi ukupne strane finansijske pasive** (58,4% na kraju prvog kvartala 2025. godine u odnosu na 58,3% na kraju 2024. godine) – u odnosu na zaduživanje na međunarodnom tržištu kapitala, SDI svakako predstavljaju **poželjniji oblik finansiranja deficita tekućeg računa** platnog bilansa.
- **Najveći deo SDI** (79,5% ukupnih priliva SDI ili 46,4% ukupne strane finansijske pasive na kraju prvog kvartala 2025. godine) **se odnosi na vlasnička ulaganja** (stavka 2.1.1 u pasivi – vlasnički kapital), koja uključuju i **reinvestiranu dobit** (stavka 2.1.1.2 u pasivi – reinvestirana dobit), čije je učešće u ukupnim SDI u pasivi na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosilo 19,5% (11,4% ukupne strane pasive). Za razliku od dužničkih instrumenata, **vlasnička ulaganja u pasivi ne ulaze u bruto dug zemlje**, a takođe **smanjuju i potrebu za zaduživanjem** na međunarodnom tržištu kapitala.

Neželjene promene:

- **Visoko učešće negativnog MIP-a u procenjenom BDP-u³⁹** (60,8%) na kraju prvog kvartala 2025. godine ukazuje na visoku zavisnost od inostranih sredstava, kao i na potencijalnu opasnost od izbijanja dužničke krize. **Procedure za slučaj makroekonomskih neravnoteža** (Macroeconomic Imbalances Procedures⁴²) kao **upozoravajući prag za učešće salda međunarodne investicione pozicije u BDP-u** zemalja članica EU navode učešće od **-35%**.

4. ANALIZA PROMENA SPOLJNOG DUGA U PRVOM KVARTALU 2025. GODINE

Ukupan javni dug

Prema podacima Ministarstva finansija, **ukupan javni dug** (dug centralnog nivoa vlasti) na dan 31. marta 2025. godine iznosio je 39,1 mlrd. evra (44,3% BDP-a), od čega se 11,4 mlrd. evra (12,9% BDP-a ili 29,1% ukupnog javnog duga) odnosi na **unutrašnji javni dug**, a 27,7 mlrd. evra na **spoljni javni dug⁴³** (31,4% BDP-a ili 70,9% ukupnog javnog duga)⁴⁴.

⁴² **MIP** (Macroeconomic Imbalances Procedures) predstavlja sistem za praćenje ekonomskih politika i otkrivanje potencijalne štete za pravilno funkcionisanje ekonomije države članice, Ekonomske i Monetarne unije i Evropske unije u celini. Ovaj sistem **ima za cilj da u ranoj fazi identifikuje potencijalne makroekonomske rizike, spreči nastanak štetnih makroekonomskih neravnoteža, kao i da koriguje postojeće neravnoteže.**

⁴³ Iznos spoljnog javnog duga koji objavljuje NBS razlikuje se od odgovarajućeg iznosa koju objavljuje Ministarstvo finansija kao nadležna institucija za objavljivanje podataka o javnom dugu.

⁴⁴ Podaci o učešću unutrašnjeg i spoljnog javnog duga u BDP-u preuzeti su sa veb-sajta Ministarstva finansija.

Ukupan spoljni dug

Prema podacima NBS, **ukupan spoljni dug Republike Srbije**⁴⁵ je u prvom kvartalu 2025. godine povećan za 251,8 mil. evra i na kraju marta 2024. godine je iznosio 49,0 mlrd. evra, dok je u istom periodu njegovo **učešće u procenjenom BDP-u**³⁹ smanjeno na 58,6% u odnosu na 59,2% na kraju 2024. godine.

U strukturi spoljnog duga po preostalom dospeću, **učešće dugoročnog duga** na kraju prvog kvartala 2025. godine smanjeno je na 87,4% u odnosu na 87,6% na kraju 2024. godine, dok je u istom periodu **učešće kratročnog duga** povećano na 12,6% u odnosu na 12,4% na kraju 2024. godine.

Spoljni dug javnog sektora

Spoljni dug javnog sektora⁴⁶ je tokom prvog kvartala 2025. godine smanjen za 265,5 mil. evra, na 26,4 mlrd. evra. **Učešće javnog sektora u ukupnom spoljnom dugu** smanjeno je na 53,8% u odnosu na 54,7% na kraju 2024. godine, dok je njegovo **učešće u procenjenom BDP-u** smanjeno na 31,6% u odnosu na 32,4% na kraju 2024. godine.

Spoljni dug privatnog sektora

U toku prvog kvartala 2025. godine, **spoljni dug privatnog sektora**⁴⁷ povećan je za 517,3 mil. evra, na 22,6 mlrd. evra. **Učešće privatnog sektora u ukupnom spoljnom dugu** povećano je na 46,2% u odnosu na 45,3% na kraju 2024. godine, dok je njegovo **učešće u procenjenom BDP-u** povećano na 27,1% u odnosu na 26,9% na kraju 2024. godine.

Spoljni dug banaka je u prvom kvartalu 2025. godine smanjen za 51,0 mil. evra i zadržao se na nivou od 3,5 mlrd. evra, dok je **učešće banaka u ukupnom spoljnom dugu privatnog sektora** smanjeno na 15,5% u odnosu na 15,6% na kraju 2024. godine. U istom periodu, **spoljni dug preduzeća** povećan je za 465,3 mil. evra, na 19,1 mlrd. evra, dok je njihovo **učešće u ukupnom spoljnom dugu privatnog sektora** povećano na 84,4% u odnosu na 84,2% na kraju 2024. godine. **Spoljni dug fizičkih lica** je u prva tri meseca 2025. godine povećan za 0,2 mil. evra, na 22,8 mil. evra.

⁴⁵ Spoljni dug Republike Srbije obračunava se po principu „dospelog duga“ koji obuhvata iznos duga po glavnici i iznos obračunate kamate koja nije plaćena u momentu ugovorenog dospeća.

⁴⁶ Spoljni dug javnog sektora obuhvata dug države (u koji je uključen dug Kosova i Metohije po kreditima koji su zaključeni pre dolaska misije KFOR-a, neregulisan dug prema Libiji i klirinški dug prema bivšoj Čehoslovačkoj), Narodne banke Srbije, lokalne samouprave, fondova i agencija koje je osnovala država i dug za koji je izdata državna garancija.

⁴⁷ Spoljni dug privatnog sektora obuhvata dug banaka, preduzeća i ostalih sektora za koje nije izdata državna garancija. Spoljnim dugom privatnog sektora nisu obuhvaćeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. godine po kojima se ne vrše plaćanja (961,9 mil. evra, od čega se 429,2 mil. evra odnosi na domaće banke, a 532,7 mil. evra na domaća preduzeća).