

MEĐUNARODNA EKONOMIJA

09

9.1. Globalna ekonomska i finansijska kretanja

Prema aprilskim podacima MMF-a, procijenjena stopa rasta globalne ekonomije u 2024. godini iznosila je 3,3%. Ova stopa bila je nešto niža u odnosu na prethodnu godinu, uglavnom kao posljedica ekonomskih rezultata koji su u drugoj polovini godine realizovani ispod očekivanih u najvećim ekonomijama Evrope i Azije. MMF je, u odnosu na oktobarski izvještaj, blago smanjio prognozu rasta za 2025. godinu (za 0,4 pp) i ona trenutno iznosi 2,8% (tabela 9.1).

Tabela 9.1

Pregled odabranih globalnih indikatora, %						
Indikator	2023.	Procjena za 2024.	Prognoze		Razlike u odnosu na prognoze iz oktobra 2024, pp	
			2025.	2026.	2025.	2026.
Realni rast BDP-a						
Svijet	3,5	3,3	2,8	3,0	-0,4	-0,3
Napredne ekonomije	1,7	1,8	1,4	1,5	-0,4	-0,3
SAD	2,9	2,8	1,8	1,7	-0,4	-0,3
Eurozona	0,4	0,9	0,8	1,2	-0,4	-0,3
Japan	1,5	0,1	0,6	0,6	-0,5	-0,2
Ekonomije u razvoju i usponu	4,7	4,3	3,7	3,9	-0,5	-0,3
Kina	5,4	5,0	4,0	4,0	-0,5	-0,1
Indija	9,2	6,5	6,2	6,3	-0,3	-0,2
Rusija	4,1	4,1	1,5	0,9	0,2	-0,3
Evropske ekonomije u razvoju i usponu	3,6	3,4	2,1	2,1	-0,1	-0,4
Obim globalne trgovine (robe i usluge)	1,0	3,8	1,7	2,5	-1,7	-0,9
Cijene berzanskih roba, prosječna stopa						
Nafta	-16,4	-1,8	-15,5	-6,8	-5,1	-3,2
Neenergenti	-5,7	3,7	4,4	0,2	4,6	-0,6
Potrošačke cijene, prosječna stopa						
Napredne ekonomije	4,6	2,6	2,5	2,2	0,5	0,2
Ekonomije u razvoju i usponu	8,0	7,7	5,5	4,6	-0,4	-0,1

Izvor: MMF, april 2025. godine

Za 2025. godinu MMF je prognozirao rast ekonomski razvijenih država od 1,4%. U Sjedinjenim Američkim Državama (SAD) očekuje se niži rast, s prognoziranim stopom od 1,8%. S druge strane, procjena rasta u eurozoni (0,8%) okvirno je u skladu s procjenama rasta ekonomske aktivnosti za prethodnu godinu. Ekonomije u razvoju i usponu na globalnom nivou, prema prognozama MMF-a, očekuje rast od 3,7%. Prognoze rasta ekonomske aktivnosti Kine revidirane su naniže za 0,5 pp, na 4%. Za grupu

evropskih ekonomija u razvoju i usponu, kojoj pripada i Crna Gora, prognozirana stopa rasta ostala je gotovo nepromijenjena (2,1%) u odnosu na oktobarske prognoze, i niža je za 1,3 pp u odnosu na stopu rasta iz prethodne godine.

Ekonomska aktivnost u eurozoni u prvom kvartalu ove godine zabilježila je kvartalnu stopu rasta od 0,6%. Njemačka, Francuska, Italija i Španija, kao najveće ekonomije eurozone, ostvarile su sljedeće kvartalne stope rasta: 0,3%, 0,1%, 0,3% odnosno 0,6%. Upoređujući prvi kvartal 2025. sa istim periodom prethodne godine, ekonomska aktivnost u eurozoni porasla je za 1,5%.

Ekonomija SAD-a u prvom kvartalu 2025. godine zabilježila je pad u odnosu na prethodni kvartal, pa je BDP smanjen za 0,5%⁷⁴. U istom periodu ekonomija Kine ostvarila je stopu rasta od 1,2%.

ECB je u toku prvog kvartala ove godine dva puta snizila svoju referentnu stopu (kamatnu stopu na prekoćne depozite) za po 0,25 pp na 2,5%. Takođe, u aprilu i junu (nakon izvještajnog perioda), stopa je smanjena za po dodatnih 0,25 pp na 2%. ECB je ocijenila da je prikladan momenat da se ublaži monetarna politika, na osnovu ažurirane procjene izgleda i dinamike inflacije, kao i efektivnosti transmisije monetarne politike. Većina pokazatelja osnovne inflacije ukazuje na to da će se inflacija stabilno kretati oko srednjoročnog cilja od 2%. Jedan od razloga je i to što su smanjene ranije zabrinutosti da bi povećana neizvjesnost i burna tržišna reakcija na trgovinske tenzije mogle pooštriti uslove finansiranja.

S druge strane, FED je tokom prvog kvartala svoju referentnu stopu zadržao na istom nivou, u rasponu od 4,25-4,50%. Trenutna tržišna očekivanja (CME FedWatch) ukazuju na to da novih smanjenja kamatnih stopa FED-a neće biti do poslednjeg kvartala 2025. godine.

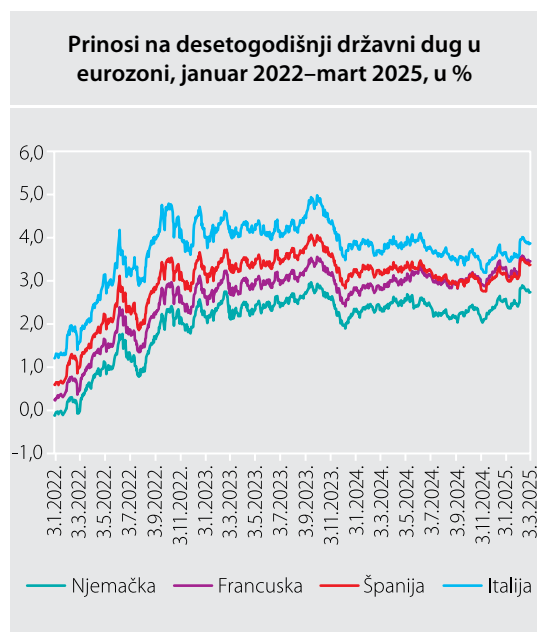
Prinosi na desetogodišnji državni dug četiri najveće ekonomije eurozone tokom prvog kvartala 2025. godine nijesu zabilježili značajnije fluktuacije (grafikon 9.1). Prinosi na njemački, francuski, španski i italijanski desetogodišnji državni dug porasli su u odnosu na kraj 2024. godine i prosječno su iznosili 2,58%, 3,32%, 3,21% odnosno 3,69%. Spređovi, tj. razlike između prinosa na desetogodišnje državne obveznice Francuske, Španije i Italije i istovjetnog njemačkog duga, iznosili su 0,74 pp, 0,63 pp odnosno 1,11 pp (grafikon 9.1). Takođe, i prinos na ekvivalentan američki dug bio je viši u prvom kvartalu ove godine i iznosio 4,46%.

Nakon najave obimne potrošnje njemačke vlade od 500 milijardi eura za infrastrukturne i odbrambene projekte, prinosi na njemačke obveznice su blago porasli. Kako njemački dug predstavlja referentnu tačku za cijelu eurozonu, ovaj rast se prelio i na ostale zemlje, čime su njihova zaduženja takođe poskupjela. Takođe, inflatorni rizici u Evropi, ali i globalno, doveli su do ovog povećanja.

Kratkoročne tržišne referentne kamatne stope nastavile su da prate referentne kamatne stope centralnih banaka (grafikon 9.2). Tokom prvog kvartala 2025. godine, tromjesečni *EURIBOR* zabilježio je pad od 0,38 pp i na kraju marta iznosio je 2,34%. *€STR* je, u odnosu na kraj 2024. godine, bio niži za 0,49 pp iznosivši 2,42%. *SOFR* je na kraju prvog kvartala iznosio 4,41%, što je pad od 0,08 pp u odnosu na kraj prethodnog kvartala.

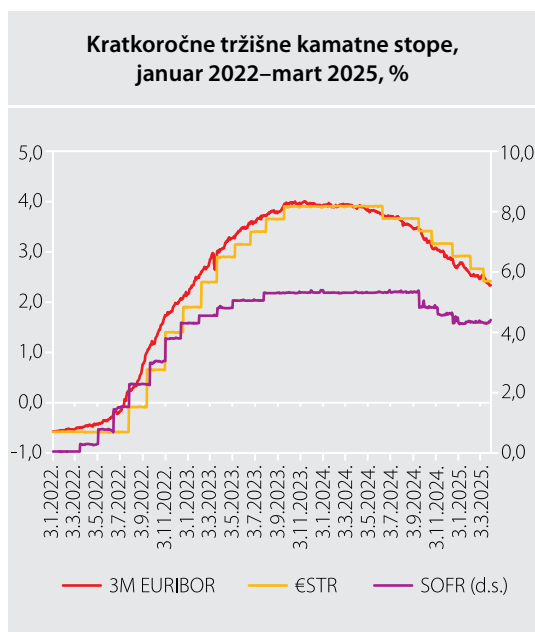
⁷⁴ Kvartalna stopa izražena na godišnjem nivou – tzv. anualizovana stopa rasta.

Grafikon 9.1



Izvor: Bloomberg, kalkulacije CBCG

Grafikon 9.2



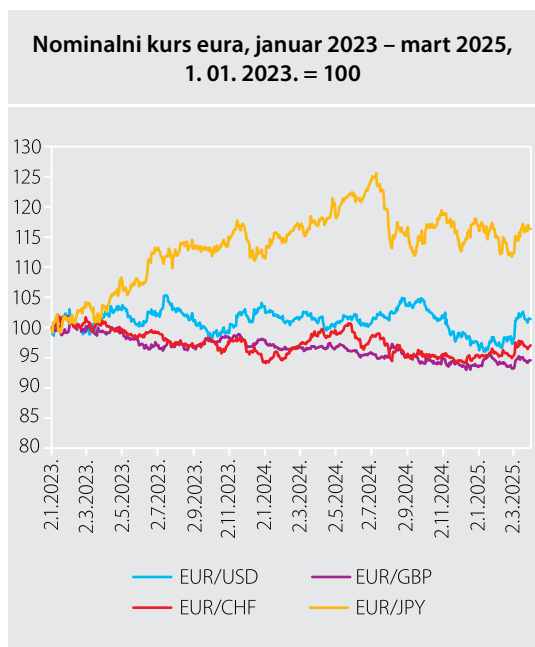
Izvor: Bloomberg, kalkulacije CBCG

Euro je tokom prvog kvartala 2025. godine nominalno aprecirao u odnosu na dolar (4,46%), franak (1,73%) i funtu (1,18%), dok je deprecirao u odnosu na jen (-0,35%) (grafikon 9.3). Euro se tokom ovog izvještajnog perioda prosječno kretao na nivou od 1,053 dolara za euro, a na kraju marta 2025. godine kurs je iznosio 1,082 dolara za euro. Jačanje eura u odnosu na dolar tokom prvog kvartala može se uglavnom pripisati snažnijem privrednom rastu u eurozoni, povoljnijoj monetarnoj politici ECB-a, većim prilivima kapitala, kao i većoj političkoj i ekonomskoj stabilnosti u Evropi u odnosu na rastuće neizvjesnosti u SAD-u.

Na kraju prvog kvartala cijene berzanskih roba bile su za 0,46% više u odnosu na kraj prethodne godine. Cijene energenata na agregatnom nivou opale su za 2,65%. Među njima, cijena nafte pala je za 3,23%, cijena prirodnog gasa za 0,39% i cijena uglja za 21,88%. Cijene neenergenata porasle su za 2,87%, pri čemu su cijene metala porasle za 8,04%, a cijene hrane i pića pale za 2,31%.

U prvom kvartalu 2025. godine cijena nafte pokazala je umjereno nestabilan trend. Početak kvartala obilježio je rast cijene, koja je dostigla vrhunac sredinom januara, nakon čega je uslijedio postepen pad, do marta, kad su cijene ponovo počele rasti i taj trend zadržan je do kraja kvartala. Promjene cijena bile su pod uticajem sezone potražnje i očekivanja u vezi sa politikom proizvodnje članica OPEC+, kao i signalima ekonomskog oporavka u ključnim potrošačkim regijama.

Grafikon 9.3



Izvor: Bloomberg, kalkulacije CBCG

Gledano prema indeksu VIX⁷⁵, nestabilnost na finansijskim tržištima bila je na umjerenom nivou, ali ipak blago veća nego u prethodnom kvartalu, uglavnom zbog rasta volatilnosti u prvoj polovini marta. Prosječna vrijednost indeksa u prvom kvartalu bila je 18,52 poena, krećući se u rasponu od 14,77 do 27,86 poena. U aprilu, nakon izvještajnog perioda, vrijednost indeksa VIX bila je na najvišem nivou još od početka pandemije koronavirusa, kao posljedica protekcionističke politike i odgovarajućih kontramjera, koje su obilježile početak rada nove američke administracije. Međutim, u svjetlu odlaganja primjena tarifa i određenih postignutih dogovora o smanjenjima istih, tržišta su se relativno stabilizovala.

Cijena zlata, kao specifičan indikator stresa i rizika u globalnoj ekonomiji i na finansijskim tržištima, tokom prvog kvartala 2025. godine bilježila je rast, uz male oscilacije, i dostizala nove rekordne vrijednosti. Jedan od glavnih razloga rasta cijene bila je geopolitička nesigurnost, koja je zajedno sa tenzijama u globalnoj trgovini i slabljenjem dolara uticala na rast potražnje za sigurnim sredstvima. Na kraju prvog kvartala, cijena zlata je iznosila blizu 3.120 \$/oz.

Svjetski kumulativni indeksi uglavnom su bilježili rast tokom prvog kvartala, pa je tako londonski FTSE 100 porastao za 5,01%, frankfurtski DAX za 11,32%, a panevropski indeks STOXX za 11,32%. S druge strane, njujorški SPX na kraju prvog kvartala 2025. godine bio je manji za 4,59%.

9.2. Eurozona

Ekonomska aktivnost u eurozoni u prvom kvartalu 2025. godine ostvarila je rast od 1,5%. Prema prognozama Evropske komisije⁷⁶, stopa rasta u eurozoni će u 2025. iznositi 0,9%, odnosno 1,4% u 2026. godini. Četiri najveće ekonomije, Njemačka, Francuska, Italija i Španija, zabilježile su rast ekonomske aktivnosti u iznosu od 0%, 0,6%, 0,7% odnosno 2,8%. Najveći rast ekonomske aktivnosti zabilježen je u Irskoj (21,1%), Hrvatskoj (3,1%), Kipru (3%) i Litvaniji (3%).

Industrijska proizvodnja u eurozoni porasla je u prvom kvartalu 2025. godine za 2%, građevinska aktivnost za 0,4%, a promet trgovine na malo za 0,7% u odnosu na prethodni kvartal.

Stopa nezaposlenosti na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosila je 6,4%. U eurozoni, stopa nezaposlenosti bila je najniža na Malti (2,7%), u Njemačkoj (3,6%), i Holandiji (3,9%), a najviša u Španiji (10,9%), Grčkoj (9,7%) i Finskoj (9,2%).

Trend smanjivanja stope inflacije iz 2024. godine nastavljen je i u 2025. godini, pa je stopa inflacije na kraju prvog kvartala iznosila 2,2%. Posmatrano po zemljama, na kraju prvog kvartala, inflacija je bila najviša u Estoniji (4,3%), Hrvatskoj (4,3%) i Slovačkoj (4,2%), a najniža u Francuskoj (0,9%), Luksemburgu (1,5%), Irskoj (1,8%) i Finskoj (1,8%). Prema glavnim sastavnim komponentama Harmonizovanog indeksa potrošačkih cijena (HIPC), cijene hrane, alkohola i duvana zabilježile su stopu rasta od 2,9%, energenata -1%, industrijskih proizvoda (neenergenata) 0,6%, dok su cijene usluga porasle 3,5%, pri čemu su njihovi doprinosi ukupnoj stopi inflacije iznosili 0,57 pp, -0,10 pp, 0,16 pp, odnosno 1,56 pp.

⁷⁵ Mjera očekivane volatilnosti cijena američkih akcija.

⁷⁶ *European Economic Forecast, Spring 2025, European Commission.*

Budžetski deficit je u četvrtom kvartalu 2024. godine iznosio 3,2%⁷⁷ BDP-a. Kipar, Irska i Grčka ostvarili su budžetske suficite od 3,4% BDP-a, 1,3% BDP-a, odnosno 2,2% BDP-a. Najveće deficite zabilježile su Malta (10,7%), Slovačka (8,8%) i Francuska (6,1%). Ukupni budžetski prihodi u 2024. godini povećani su za 0,5 pp na 46,5% BDP-a, dok su budžetski rashodi povećani, za 0,1 pp, na 49,6% BDP-a.

Javni dug država Eurozone na kraju četvrtog kvartala 2024. godine povećan je na 87,5% BDP-a (13,26 hiljade mlrd. eura), dok je na kraju četvrtog kvartala 2023. iznosio je 87,4% BDP-a. Najviši nivoi javnog duga zabilježeni su u Grčkoj, 153,6%, Italiji, 135,3% i Francuskoj 113,1% BDP-a. Osim navedenih zemalja, javni dugovi Španije i Belgije bili su iznad 100% BDP-a. S druge strane, najniži nivoi javnog duga zabilježeni su u Estoniji i Luksemburgu, iznosivši 23,6%, odnosno 26,3% BDP-a. Javni dugovi Letonije, Litvanije, Malte, Holandije, Irske, Hrvatske i Slovačke bili su takođe ispod mastrihtskog kriterijuma od 60% BDP-a. Gledano prema finansijskim instrumentima, najviše duga odnosilo se na dužničke hartije od vrijednosti, 84%, a potom na kredite 13,5% i 2,5% na gotovinu i depozite.

Tabela 9.2

Makroekonomske prognoze ECB za eurozonu za period 2024-2027, u %				
	2024.	2025.	2026.	2027.
Realni BDP	0,8	0,9	1,1	1,3
privatna potrošnja	1,0	1,2	1,2	1,2
državna potrošnja	2,6	1,6	1,2	1,0
bruto investicije u osnovna sredstva	-1,8	0,7	1,7	1,9
izvoz	1,1	0,5	1,6	2,6
uvoz	0,2	1,9	2,0	2,7
Zaposlenost	1,0	0,6	0,5	0,6
Stopa nezaposlenosti, % radne snage	6,4	6,3	6,3	6,0
HIPC	2,4	2,0	1,6	2,0
HIPC, isključujući energiju	2,9	2,5	2,0	2,0
HIPC, isključujući energiju i hranu	2,8	2,4	1,9	1,9
HIPC, isključujući energiju, hranu i promjene u indirektnim porezima	2,8	2,4	1,9	1,9
Jedinični troškovi rada	4,7	2,8	2,1	2,0
Zarada po zaposlenom	4,5	3,2	2,8	2,8
Produktivnost rada	-0,1	0,4	0,7	0,8
Saldo državnog budžeta, % BDP-a	-3,1	-3,1	-3,4	-3,5
Strukturni saldo državnog budžeta, % BDP-a	-3,1	-3,1	-3,4	-3,5
Javni dug, % BDP-a	87,5	88,4	89,6	90,3
Saldo tekućeg računa, % BDP-a	2,7	2,7	2,6	2,6

Izvor: ECB, jun 2025. godine

9.3. Region

Prema procjeni Republičkog zavoda za statistiku **Srbije**, ekonomska aktivnost te države u prvom kvartalu 2025. godine ostvarila je rast od 2%. Rast je ostvaren u sektoru industrije i snabdijevanja vodom i upravljanja otpadnim vodama 2,1% i sektoru informisanja i komunikacija 8%. Posmatrano po agregaci-

⁷⁷ Posljednji raspoloživi podaci koji su sezonski i kalendarski prilagođeni.

tima BDP-a po potrošnoj metodi obračuna, finalna potrošnja domaćinstava porasla je za 1,7%, izvoz i uvoz roba i usluga za 7,5% i 11,5%, dok su bruto investicije u osnovna sredstva opale za 1%.

Godišnja inflacija u martu 2025. godine iznosila je 4,4%. Referentna kamatna stopa nije mijenjana od septembra 2024. i iznosila je 5,75% na kraju prvog kvartala 2025.

Stopa nezaposlenosti u prvom kvartalu 2025. godine iznosila je 9,1% i u odnosu na isti period prethodne godine manja je 0,3 pp. Stopa zaposlenosti iznosila je 51,4%, a u odnosu na isti period prethodne godine veća je 0,5 pp. Prosječna neto zarada u prvom kvartalu bila je nominalno veća za 11,2%, a realno za 6,4% u odnosu na isti period prethodne godine.

Tekući račun platnog bilansa u prvom kvartalu 2025. godine zabilježio je deficit koji je iznosio 3,4% BDP-a. Na kraju ovog perioda fiskalni deficit je iznosio je 1,2% BDP-a, dok je učešće javnog duga centralnog nivoa vlasti u BDP-u iznosilo 44,3%. U oktobru 2024. godine agencija Standard end Poor's povećala je kreditni rejting Srbije na nivo investicionog rejtinga (BBB-) uz stabilne izgleda.

Prema podacima Agencije za statistiku **Bosne i Hercegovine**, ekonomija te države u prvom kvartalu 2025. ostvarila je rast od 1,7%. Posmatrano prema komponentama BDP-a po proizvodnoj metodi, značajan međugodišnji realni rast ostvaren je u sektoru hotelijerstva i ugostiteljstva 11,8%. Posmatrano prema kategorijama BDP-a prema potrošnoj metodi obračuna, rast je ostvaren kod svih kategorija: potrošnja domaćinstava 1,7%, potrošnja vlade 1,6%, bruto investicije 5,5%, izvoz i uvoz roba i usluga 0,4% i 1,6%.

Godišnja inflacija na kraju prvog kvartala 2025. godine iznosila je 3,2%. Stopa nezaposlenosti u 2024. godini iznosila je 12,6%, a stopa zaposlenosti 42,9%.

Prosječna mjesečna neto zarada u prvom kvartalu 2025. zabilježila je nominalni rast od 13,1% u odnosu na isti period prethodne godine. Učešće javnog duga u BDP-u iznosilo je 25,7% *na kraju četvrtog kvartala 2024. godine*.

Hrvatska ekonomija zabilježila je realni godišnji rast od 2,9% u prvom kvartalu 2025. godine. Posmatrano prema komponentama BDP-a po proizvodnoj metodi, rast u prvom kvartalu 2025. godine bio je vođen rastom građevinarstva od 7,1%. Posmatrano prema komponentama BDP-a po potrošnoj metodi, rast je ostvaren kod finalne potrošnje domaćinstva 2,8% i bruto investicija u fiksni kapital 4,5%.

Godišnja stopa inflacije tokom prvog kvartala 2025. godine kretala se silaznom putanjom i u martu je iznosila 3,2%. Stopa nezaposlenosti u martu iznosila je 5,1%, i u odnosu na isti period prethodne godine manja je za 1 pp. Prosječna neto zarada u periodu januar-mart 2025. godine bila je nominalno viša za 11,6%, a realno za 7,7% u odnosu na isti period prethodne godine.

Prema podacima Hrvatske narodne banke na kraju 2024. dug opšte države iznosio je 57,6%, i smanjen je za 4,2 pp u odnosu na 2023. godinu.

U tabeli 9.3 prikazani su ključni ekonomski pokazatelji po zemljama regiona za period od 2024–2026. godine, predstavljeni u relevantnim dokumentima Eurostata (za 2024. godinu), i MMF-a (prognoze za 2025. i 2026. godinu).

Tabela 9.3

Ključni ekonomski pokazatelji po zemljama regiona za period od 2024–2026. godine ⁷⁸								
		Albanija	BiH	Crna Gora	Hrvatska	Kosovo	Sjeverna Makedonija	Srbija
Realni rast BDP, %	2024.	4,0	2,5	3,8	4,4	3,0	2,8	3,9
	2025.	3,8	2,8	3,1	4,0	3,2	3,2	3,5
	2026.	3,5	3,0	2,7	4,0	3,2	3,2	4,2
Inflacija, %	2024.	2,1	2,9	4,5	1,0	2,1	4,3	4,3
	2025.	2,7	1,8	3,0	2,4	5,2	2,3	3,5
	2026.	2,9	1,6	2,2	2,0	1,3	2,0	3,3
Nezaposlenost, %	2024.	8,8	13,2	5,5	---	---	13,0	8,6
	2025.	8,8	13,2	5,3	---	---	12,8	8,5
	2026.	8,8	13,2	5,3	---	---	12,7	8,4
Budžetski saldo opšte vlade, % BDP-a	2024.	-0,5	-1,6	-2,1	-0,3	-2,8	-4,4	-1,7
	2025.	-2,5	-2,2	-2,4	-2,1	-3,4	-5,0	-2,8
	2026.	-2,6	-2,4	-1,9	-2,0	-3,3	-4,5	-2,8
Tekući račun, % BDP-a	2024.	-2,4	-3,6	-1,2	-9,0	-17,4	-2,3	-6,3
	2025.	-3,1	-3,8	-0,7	-8,7	-15,2	-2,2	-5,8
	2026.	-3,1	-3,8	-0,6	-8,0	-14,0	-2,1	-5,7
BDP per capita, EU27_2020 = 100	2024.	37	35	54	77	---	42	51
Kreditni rejting, S&P	rejting	BB	B+	B+	A-	bez rejtinga	BB-	BBB-
	izgledi	stabilni	stabilni	stabilni	pozitivni		stabilni	stabilni

Izvor: MMF (WEO Database April 2025); Eurostat; tradingeconomics.com

⁷⁸ Za indikatore 1-5 izvor podataka je MMF. Za indikator 6 izvor podataka je Eurostat. Za indikator 7 izvor podataka je tradingeconomics.com, pri čemu se podaci odnose na rejting dodijeljen od strane kreditne agencije Standard end Purs, koji je bio važeći na kraju marta 2025.