
СТРУЧНИ РАДОВИ

СПЕЦИФИЧНОСТИ ДЕЛОВАЊА ФАКТОРА НА ДЕВИЗНОМ ТРЖИШТУ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ У 2025. ГОДИНИ

Младен Вукмировић

© Народна банка Србије, март 2026.

Доступно на www.nbs.rs

За ставове изнете у радовима у оквиру ове серије одговоран је аутор и ставови не представљају нужно званичан став Народне банке Србије.

Сектор за монетарне и девизне операције

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12,

Тел.: (+381 11) 3027 100

Београд, Немањина 17,

Тел.: (+381 11) 333 8000

www.nbs.rs

Специфичности деловања фактора на девизном тржишту Републике Србије у 2025. години

Младен Вукмировић

Апстракт: Последњих неколико година обележиле су три различите кризне епизоде са израженим утицајем на домаће девизно тржиште: пандемија вируса корона у 2020. години, геополитичко-енергетска криза изазвана ескалацијом сукоба у Украјини у 2022. години и, коначно, 2025. година, коју карактеришу депрецијацијски притисци у условима продубљене неизвесности у вези с пословањем Нафтне индустрије Србије. Иако су ове кризе различите по свом пореклу и механизму деловања, заједничко им је то што су ставиле на тест отпорност девизног тржишта и ефикасност економских политика. У раду су анализирани фактори који су утицали на кретања на домаћем девизном тржишту у 2025. години, у којој је Народна банка Србије први пут била нето продавац девиза од пандемијске 2020. године. Указано је на специфичност датих фактора: знатно нижу понуду девиза од стране резидената, чему је у великој мери допринела и снажна тражња за девизама физичких лица крајем године, као и високу тражњу за девизама од стране нерезидената, која је достигла највиши износ од 2017. године. Посебно је истакнут период од краја новембра, од када се бележи значајнија тражња за страном валутом од стране физичких лица, као и начин на који је Народна банка Србије реаговала како би утицала на нормализацију кретања на девизном тржишту и одржала релативну стабилност курса динара.

Кључне речи: девизно тржиште, девизне интервенције, транспарентност, монетарна политика, курс динара

[JEL Code]: F31

Нетехнички резиме

Рад анализира кретања на девизном тржишту Републике Србије у шестогодишњем периоду (2020–2026. године) и улогу Народне банке Србије у оквиру режима руковођено пливајућег девизног курса. Руковођено пливајући режим подразумева да се курс динара према еврџу формира на тржишту, при чему Народна банка Србије може интервенисати куповином или продајом девиза како би ублажавала прекомерне краткорочне осцилације курса, с циљем спречавања поремећаја који би могли угрозити ценовну и/или финансијску стабилност.

У раду се најпре указује на улогу и значај девизних интервенција као помоћног инструмента монетарне политике у условима високе евроизације и израженог преносног ефекта курса на инфлацију. Указано је на значај транспарентности у спровођењу и комуникацији девизних интервенција, при чему је компаративном анализом утврђено да је пракса Народне банке Србије транспарентнија у односу на већину централних банака у региону, које такође, у већој или мањој мери, интервенишу на девизном тржишту.

Анализа дугорочнијих кретања указује на јасну разлику између периода до 2016. године и периода од 2017. године. Док је период до 2016. био обележен слабљењем динара у односу на евро и нето продајом девиза од стране Народне банке Србије, од 2017. године доминирају притисци ка јачању динара, уз нето куповину девиза Народне банке Србије. У том контексту, 2025. година представља прекид тренда куповине, јер је Народна банка Србије први пут од пандемијске 2020. године била нето продавац девиза. Кретања на девизном тржишту током 2025. године била су прилично волатилна, при чему се издвајају три потпериода која су детаљно анализирана.

Посебан фокус у раду ставља се на последње тромесечје 2025. године, тј. на период од краја новембра, од када се бележи значајнија тражња физичких лица за страном валутом. Нарочито је анализиран и начин на који је Народне банке Србије реаговала како би утицала на нормализацију кретања на девизном тржишту и одржала релативну стабилност курса динара. Рад показује да су ови притисци били изражени, али краткорочни и ограниченог обима. Иако је становништво у знатној мери куповало девизе и ефективни страни новац, није дошло до повлачења депозита из банкарског система. Напротив, забележен је раст укупне штедње, што указује на очувано поверење грађана у банкарски систем. Истовремено, Народна банка Србије је комбинацијом девизних интервенција, правовремене комуникације, као и регулативних и оперативних мера усмерених на несметано функционисање мењачког тржишта, успела да смири психолошке притиске и обезбеди постепен повратак тржишта у уобичајене токове.

Садржај:

1. Увод.....	54
2. Интервенције на девизном тржишту као помоћни инструмент монетарне политике.....	55
2.1. Компатибилност интервенција на девизном тржишту са режимом циљања инфлације.....	56
2.2. Интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту.....	57
2.3. Транспарентност по питању објављивања података у вези са интервенцијама на девизном тржишту	57
3. Специфичности деловања фактора на девизном тржишту Републике Србије.....	59
3.1. Фактори који су утицали на кретање курса динара у 2025. години	61
3.2. Сличности и разлике у односу на 2020. и 2022. годину	65
4. Закључак.....	67
Литература	69

1. Увод

Савремена глобална економија обележена је учесталим и по интензитету различитим кризним епизодама, чији се ефекти, директно или индиректно, преливају и на мале и отворене економије. Република Србија, као економија са израженом спољнотрговинском отвореношћу, није изузета од ових процеса. Девизно тржиште, као један од кључних сегмената финансијског система једне земље, представља први канал кроз који се екстерни и интерни шокови материјализују.

Девизни курс детерминисан је законима понуде и тражње за девизама,¹ при чему су неки од основних фактора који утичу на формирање девизног курса: макроекономски показатељи земље, услови спољнотрговинске размене, каматни диференцијал, очекивања у вези с монетарном политиком, стопа инфлације, геополитика и сентимент на финансијским тржиштима. Када постоји већа тражња за одређеном валутом, њена цена се повећава у односу на другу валуту, односно дата валута јача (апредира), и обрнуто. У економској теорији, девизно тржиште представља тачку сусрета реалних и финансијских токова између домаће и међународне економије.²

У условима кризе, поремећаји у глобалном окружењу најчешће се преносе кроз неколико основних канала. Ови канали у највећем броју случајева делују симултано. Први канал је **финансијски**, који подразумева кретање капитала, промене премије ризика и понашање инвеститора у условима повећане неизвесности. У кризним периодима долази до израженог раста аверзије према ризику и повлачења капитала ка сигурнијим активима, што код малих економија ствара депрецијацијски притисак на домаћу валуту. Други канал је **спољнотрговински**, кроз који се промене у глобалној тражњи, ценама енергената и сировина, као и прекиди ланаца снабдевања, директно одражавају на извозне и увозне токове. Погоршање услова размене и последично спољнотрговинског биланса, посебно у условима раста увозних цена, повећава потребу за девизама и ствара депрецијацијске притиске. Трећи канал односи се на **очекивања економских субјеката**. Девизно тржиште је изузетно осетљиво на перцепцију ризика и кредибилитет економске политике. Када је у питању овај канал, значајан утицај имају претходна искуства економских субјеката, пре свега становништва, и у таквим условима долази до изражаја утицај психолошког фактора на њихово понашање. Уколико постоји поверење у институције и уколико се централна банка сматра кредибилном институцијом, негативни ефекти кризе могу бити ублажени.

Последњих неколико година обележиле су три различите кризне епизоде са израженим утицајем на домаће девизно тржиште: пандемија вируса корона у 2020. години, геополитичко-енергетска криза изазвана ескалацијом сукоба у Украјини у 2022.

¹ Наведено важи за режиме пливајућег (флукутирајућег) или руковођеног пливајућег девизног курса, с обзиром на то да се у режимима фиксног курса вредност валуте примарно утврђује одлуком монетарне власти (административно), а не слободним деловањем тржишних сила понуде и тражње.

² Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, and Marc J. Melitz (2012), *International Economics: Theory & Policy*, 9th ed, chapter 14, Addison-Wesley/Pearson.

години и, коначно, 2025. година, коју карактеришу депрецијацијски притисци у условима продубљене неизвесности у вези с пословањем Нафтне индустрије Србије. Иако су ове кризе различите по свом пореклу и механизму деловања, заједничко им је то што су ставиле на тест отпорност девизног тржишта и ефикасност економских политика.

Претходна, 2025. година је по много чему била специфична за кретања на домаћем девизном тржишту, а фактори који су утицали на та кретања (у највећој мери на страни **тражње за девизама**) бележили су највише износе у протеклих неколико година. У 2025. години **тражња за девизама била је већа од понуде за 405 милиона евра**, што је условило да **први пут од пандемијске 2020. године Народна банка Србије** на годишњем нивоу буде **нето продавац девиза**, и то у износу од **580 милиона евра**. Од 2017. године, Народна банка Србије се у највећој мери суочава са апрецијацијским притисцима, тј. притисцима ка јачању домаће валуте у односу на евро и у протеклих девет година само током две – 2020. и 2025. године остварила је нето продају девиза, док је у осталих седам година била нето купац стране валуте за динаре – **током девет година нето куповина девиза Народне банке Србије износила је 11,3 милијарде евра**.

Циљ овог рада је да се објасни улога Народне банке Србије на домаћем девизном тржишту, односно девизне интервенције и њихова сврха у монетарном оквиру Народне банке Србије, као и да се анализирају специфичности деловања фактора на девизном тржишту у претходном периоду, с посебним освртом на депрецијацијске притиске у 2025. години. Основна теза рада јесте да интензитет и природа преливања ефеката глобалних криза на девизно тржиште Републике Србије зависе од структуре спољне повезаности, природе глобалног шока и степена претходно изграђене макроекономске стабилности.

2. Интервенције на девизном тржишту као помоћни инструмент монетарне политике

Према анкетама о девизним интервенцијама централних банака које редовно спроводи Банка за међународна поравнања (*Bank for International Settlements – BIS*), иако централне банке наводе различите мотиве за интервенисање на девизном тржишту, заједничка карактеристика јесте јасна дистинкција између крајњих и посредних циљева интервенција. Крајњи циљ интервенисања најчешће је очување ценовне и финансијске стабилности, док се посредни циљеви, попут ублажавања прекомерне волатилности девизног курса, користе као оперативни механизам за остварење крајњих циљева.

Овакво разумевање улоге девизних интервенција у потпуности је применљиво и на Србију, где је, **услед израженог преносног ефекта девизног курса на инфлацију и релативно високог степена евроизације, стабилност девизног курса важан елемент очувања макроекономске стабилности**. У том контексту, интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту не представљају алтернативу режиму циљања инфлације, већ његов комплементаран инструмент, усмерен на ограничавање

краткорочних осцилација курса и спречавање нежељених секундарних ефеката на инфлациона очекивања, ценовну и финансијску стабилност.

Резултати анкета Банке за међународна поравнања показују да су девизне интервенције најчешће одговор на непожељне услове у финансијском систему, као што су нагле промене аверзије према ризику, пад ликвидности и погоршање тржишног сентимента, што су фактори који су релевантни и за домаће девизно тржиште. У таквим околностима, циљ интервенција није одржавање одређеног нивоа девизног курса, већ спречавање прекомерне волатилности која би могла угрозити ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Смањење прекомерне волатилности девизног курса показало се као оптималан посредни циљ за остваривање крајњег циља ценовне стабилности у условима какви су присутни и у Србији. Повећана волатилност курса може утицати на ценовну политику привредних субјеката, повећати увозну инфлацију и ослабити трансмисиони механизам монетарне политике. У том смислу, пракса Народне банке Србије је у складу са савременим теоријским и емпиријским налазима који девизне интервенције препознају као легитиман и ефикасан допунски инструмент у режиму циљања инфлације код земаља у развоју.

2.1. Компатибилност интервенција на девизном тржишту са режимом циљања инфлације

Светска финансијска криза (2007/2008) указала је да су земље у развоју посебно изложене волатилним капиталним токовима и екстерним шоковима који не морају имати порекло у домаћој економији. Нагле промене девизног курса у овим економијама носе знатно веће ризике него у развијеним земљама, пре свега услед ограничене заштите привреде од девизног ризика и веће изложености овој врсти ризика у билансима, што депрецијацију домаће валуте може претворити у озбиљан финансијски и макроекономски проблем. Због тога централне банке земаља у развоју, поред очувања ценовне стабилности, придају велики значај и стабилности девизног курса.

Иако је циљање инфлације усвојено као доминантан монетарни режим због своје способности да усидри инфлациона очекивања, у литератури се поставља питање његове компатибилности с девизним интервенцијама (нпр. *Ito* 2007; *Ostry* и др. 2019; *Adler, Chang* и *Wang* 2020). Класичан приступ подразумева да референтна каматна стопа треба да реагује искључиво на одступања инфлације од циља, чак и у ситуацијама када таква политика може довести до прекомерних осцилација девизног курса и негативних ефеката по финансијску стабилност. Из овога произлази став да циљање инфлације није компатибилно с девизним интервенцијама, јер једним инструментом није могуће истовремено остварити више циљева. Међутим, у условима ограничене финансијске интегрисаности, високе евроизације и повећане осетљивости на капиталне токове, девизне интервенције представљају важан допунски инструмент монетарне политике у земљама у развоју и успону. Комбинацијом референтне каматне стопе и

интервенција на девизном тржишту, централне банке земаља у развоју и успону могу ефикасније да остварују свој основни циљ – одржавање ниске и стабилне инфлације.³

Искуства глобалне финансијске кризе додатно су подстакла прихватање приступа који подразумева коришћење ширег скупа инструмената ради очувања макрофинансијске стабилности. Иако прекомерна активност централних банака на девизном тржишту носи одређене трошкове, савремена пракса и теорија указују да ослањање на један инструмент није адекватан одговор у условима сложених и међусобно повезаних ризика.

2.2. Интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту

Интервенције на девизном тржишту представљају **помоћни инструмент** у спровођењу монетарне политике Народне банке Србије. Имајући у виду дугогодишње искуство привреде и становништва с високом инфлацијом (укључујући и хиперинфлацију с краја 20. века), као и бројним девалвацијама курса динара, Србија је и даље високо евроизована земља, коју карактеришу висок ниво евроиндексираних кредита,⁴ већинска штедња у еврима, као и дефакто изражавање цена појединих добара у еврима (тржиште некретнина, тржиште аутомобила, као и осталих производа с релативно високом ценом⁵).

С још увек израженим степеном евроизације српске економије, велик је и значај стабилности девизног курса за очување опште финансијске стабилности у Србији. Стога, Народна банка Србије прати и анализира кретања на домаћем и међународним финансијским тржиштима, а како би ублажила краткорочне флукуације курса динара, по потреби реагује у оба смера – и са стране продаје и са стране куповине девиза, у зависности од понуде и тражње за девизама на домаћем девизном тржишту. Поред тога, дневни износи интервенција Народне банке Србије зависе од интензитета и природе притисака на курс динара према евр, са основним циљем њихове амортизације (смањење дневних осцилација) и додатним циљем одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

2.3. Транспарентност по питању објављивања података у вези са интервенцијама на девизном тржишту

Транспарентност у спровођењу монетарне политике и објављивању података представља један од кључних елемената кредибилитета централних банака и значајан

³ D. Hofman, M. Chamon, P. Deb, T. Harjes, U. Rawat and I. Yamamoto (2020), *Intervention Under Inflation Targeting – When Could It Make Sense?*, *IMF Working Paper*, 20/09.

⁴ Кредити индексирани валутном (евро) клаузулом, који се одобравају и враћају у динарима, али се износ обавезе дужника и потраживања банке кредитора изражава у иностраној валути (евру).

⁵ Важећи Закон о трговини Републике Србије прописује да се цене на домаћем тржишту исказују у динарима, уз уско прописане изузетке (одређене туристичке услуге, трговина возилима и поједини случајеви предвиђени посебним прописима).

канал утицаја на формирање очекивања економских субјеката.⁶ У контексту девизног тржишта, **јасно и редовно обавештавање о интервенцијама може допринети смањењу асиметрије информација, ублажавању неизвесности и спречавању паничних реакција**, нарочито у периодима појачаних тржишних турбуленција.⁷ На тај начин, транспарентност делује као комплементаран инструмент самом деловању девизних интервенција, појачавајући њихову ефикасност и сигналну улогу.

Народна банка Србије примењује релативно висок степен транспарентности у погледу обелодањивања података о девизним интервенцијама. У оквиру редовног месечног саопштења о стању и кретањима девизних резерви и активностима на међубанкарском девизном тржишту, Народна банка Србије средином месеца објављује податке о нето куповини односно нето продаји девиза у претходном месецу, као и кумулативне износе од почетка године. Континуирано објављивање месечних података омогућава тржишним учесницима да благовремено сагледају општи смер и интензитет деловања централне банке на девизном тржишту, чиме се смањује асиметрија информација између монетарних власти и свих учесника на девизном тржишту.

Упоредна анализа праксе централних банака земаља централне, источне и југоисточне Европе указује да је **степен транспарентности у погледу девизних интервенција у већини случајева ограничен**.⁸ Централна банка Чешке представља изузетак, будући да с временским закашњењем од нешто више од месец дана објављује месечне податке о трансакцијама на спот девизном тржишту. С друге стране, централне банке Мађарске, Пољске и Румуније немају праксу објављивања податка о девизним интервенцијама. У појединим случајевима, као код Пољске, јавност се на дан интервенције информише искључиво о смеру деловања, без квантитативних података, док поједине централне банке, попут централне банке Румуније, уопште не објављују информације о интервенцијама, чак ни с временским закашњењем. Умерено транспарентнији приступ примењује централна банка Албаније, која податке о интервенцијама објављује на тромесечном нивоу, али са закашњењем од једног тромесечја.

Посматрано у том контексту, може се закључити да је **пракса Народне банке Србије у погледу редовног и јасног објављивања података о девизним интервенцијама транспарентнија у односу на већину централних банака у региону** које, у мањој или већој мери, интервенишу на девизном тржишту. Приступ Народне банке Србије доприноси јачању кредибилитета монетарне политике, стабилизацији очекивања и смањењу ризика од прекомерних и неоправданих тржишних реакција, нарочито у условима појачане неизвесности. Транспарентност се показала као посебно важан механизам и током 2025. године, јер правовремено извештавање о активностима Народне банке Србије и сету мера и инструмената усмерених на мењачко тржиште

⁶ A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan and D. Jansen (2008), Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence, *ECB Working Paper Series*, no. 898.

⁷ P. Chiu (2003), Transparency versus constructive ambiguity in foreign exchange intervention, *BIS Working Paper*, no. 144.

⁸ Анализа је ауторска и заснива се на систематској претрази и квалитативном прегледу званичних интернет презентација централних банака посматраних земаља (доступних саопштења, извештаја и статистике у вези с девизним интервенцијама).

директно је утицала на смиривање психолошких притисака и стабилизацију кретања на домаћем девизном тржишту.

3. Специфичности деловања фактора на девизном тржишту Републике Србије

С циљем разумевања специфичности деловања појединих фактора на девизном тржишту Републике Србије, корисно је направити јасну дистинкцију између периода од 2010. до 2016. године и периода од 2017. године, који се суштински разликују и по доминантним макроекономским кретањима, и по природи притисака на курс динара и улози Народне банке Србије на девизном тржишту. У анализи дугорочних кретања курса динара према еврџу, важно је осврнути се на период од 2010. до краја 2016. године који карактерише опоравак од светске финансијске кризе, избијање кризе дуга у зони евра и спровођење фискалне консолидације. Овај период био је обележен депрецијацијом курса динара у односу на еврџу, а Народна банка Србије је највећим делом овог периода била нето продавац девиза на девизном тржишту. У поменутом периоду, динар је депрецирао у односу на еврџу за 22,3% (са 95,89 на 123,47 динара по еврџу), а Народна банка Србије је нето продала 4,8 милијарди евра на девизном тржишту (Табела 1).

Табела 1. Курс динара према еврџу, номинална промена курса и интервенције НБС у периоду 2010–2016. године

Година	Девизни курс	Номинална промена вредности динара према еврџу	Интервенције НБС на ДТ*
2009.	95,8888		
2010.	105,4982	–9,1%	–2.333
2011.	104,6409	0,8%	–45
2012.	113,7183	–8,0%	–1.343
2013.	114,6421	–0,8%	180
2014.	120,9583	–5,2%	–1.620
2015.	121,6261	–0,5%	520
2016.	123,4723	–1,5%	–160
Укупно		–22,3%	–4.802

* у милионима евра (+ куповина / – продаја); нето износ.
Извор: НБС.

Спровођење фискалне консолидације у периоду од 2014. до 2017. године омогућило је успостављање фискалне равнотеже и знатно побољшање макроекономских показатеља. Након просечног фискалног дефицита од око 5% БДП-а у периоду 2010–2015. године, Србија у периоду од 2016. до 2019. године остварује готово избалансиран фискални резултат, с просечним суфицитом од 0,1% БДП-а. Истовремено, уз убрзање привредног раста (просечна стопа раста од 3,6%, у поређењу са 0,9% у периоду 2010–2015), учешће јавног дуга у БДП-у знатно је смањено – са око 70% у 2015. години на 51,9% у 2019. години.

Фискална дисциплина је, уз изузетак пандемијских година 2020. и 2021, задржана и у наредном периоду, тако да фискални дефицит до 2025. године није знатније одступао од мастрихтског критеријума, док је учешће јавног дуга у БДП-у наставило да опада и у новембру 2025. године износило 43,4%. Паралелно с тим, смањена је спољнотрговинска неравнотежа, при чему је дефицит текућег рачуна платног биланса с готово 11% БДП-а у 2012. години смањен на испод 3% БДП-а у 2016. години, чему је делом допринела и депрецијација курса динара. Иако је од 2017. године екстерна неравнотежа поново проширена, дефицит текућег рачуна у потпуности је био покривен приливом страних директних инвестиција, које од 2012. године континуирано расту и у 2024. години достижу рекордан ниво (4,6 милијарди евра нето, односно 5,2 милијарде евра бруто). Ови процеси представљали су **кључну прекретницу, након које се мењају основне карактеристике деловања фактора на девизном тржишту**, као и улога девизног курса у укупном макроекономском оквиру. Уз поменуто побољшање макроекономских показатеља и јачање финансијске стабилности, Народна банка Србије је у овом периоду одржавала ниску и стабилну инфлацију (изузев периода глобалног инфлаторног шока који кореспондира с растом цена енергената и ескалацијом сукоба у Украјини), којој је у великој мери допринео релативно стабилан девизни курс динара.

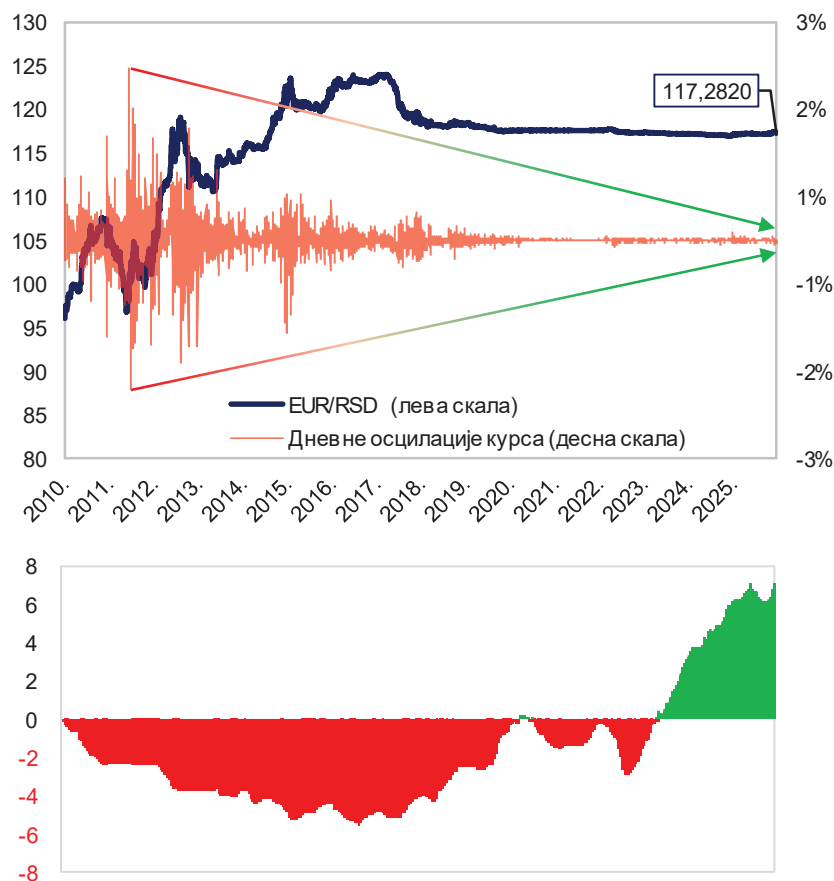
Од 2017. године Народна банка Србије се у највећој мери суочава са апрецијацијским притисцима, тј. притисцима ка јачању домаће валуте према еврџу и у протеклих девет година Народна банка Србије је само током две – 2020. и 2025. године остварила нето продају девиза, док је у осталих седам година била нето купац стране валуте за динаре. **Током ових девет година нето куповина девиза износила је 11,3 милијарде евра**, при чему је динар ојачао за 5,3% у односу на евро (Табела 2).

Табела 2. Курс динара према еврџу, номинална промена курса и интервенције НБС у периоду 2017–2025. године

Година	Девизни курс	Номинална промена вредности динара према еврџу	Интервенције НБС на ДТ*
2017.	118,4727	4,2%	725
2018.	118,1946	0,2%	1.580
2019.	117,5928	0,5%	2.695
2020.	117,5802	0,0%	–1.450
2021.	117,5821	0,0%	645
2022.	117,3224	0,2%	1.000
2023.	117,1737	0,1%	3.940
2024.	117,0149	0,1%	2.725
2025.	117,2820	–0,2%	–580
Укупно		5,3%	11.280

* у милионима евра (+ куповина / – продаја); нето износ.
Извор: НБС.

Графикон 1. Кретање курса динара према еврџ и дневне осцилације курса (горњи панел) и кумулативни износ девизних интервенција НБС (у милијардама евра; доњи панел)



Извор: НБС, обрачун аутора.

Додатни аргумент за јасну диференцијацију ова два периода представљају и **перформансе курса динара у погледу волатилности**. Док је период од 2010. до 2016. године био обележен повећаном дневном волатилношћу и постепеном депрецијацијом курса, од 2017. године карактеристично је значајно смањење краткорочних осцилација курса, уз присуство константних апрецијацијских притисака на курс динара (Графикон 1). Важно је напоменути да су претходних пет година обележиле три различите кризне епизоде, које су имале изражени утицај на домаће девизно тржиште: пандемија вируса корона у 2020. години, геополитичко-енергетска криза изазвана ратом у Украјини у 2022. години и, коначно, 2025. година, коју карактеришу депрецијацијски притисци у условима продубљене неизвесности у вези с будућим пословањем Нафтне индустрије Србије, којој су од стране америчке администрације уведене санкције.

3.1. Фактори који су утицали на кретање курса динара у 2025. години

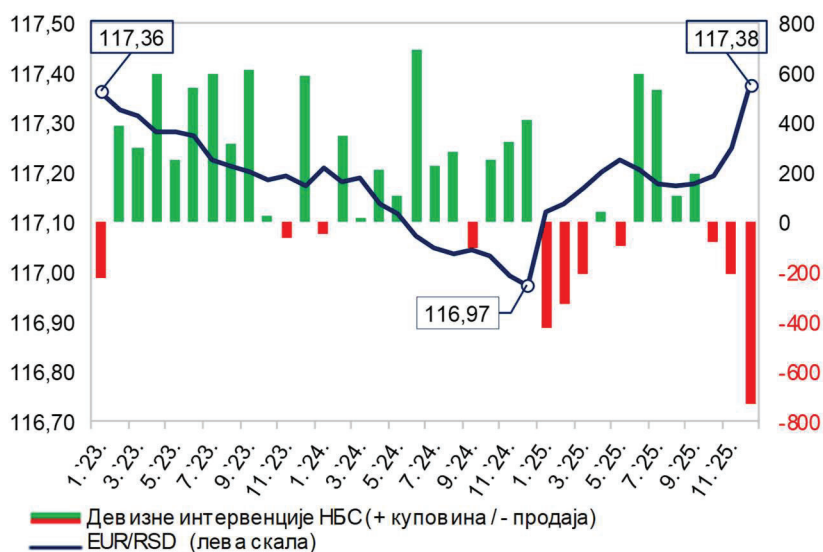
Година 2025. по много чему била је специфична за кретања на домаћем девизном тржишту, а фактори који су утицали на та кретања, који су у највећој мери утицали на

страни **тражње за девизама**, бележили су највише износе у протеклих неколико година. У 2025. години **тражња за девизама била је већа од понуде за 405 милиона евра**, што је условило да **први пут од пандемијске 2020. године Народна банка Србије** на годишњем нивоу буде **нето продавац девиза**, и то у износу од **580 милиона евра**.

Почетак 2025. године обележен је појачаним изазовима за српску економију. У јануару 2025. године Канцеларија за управљање страном имовином (*OFAC*) америчког Министарства финансија додала је Нафтну индустрију Србије на листу санкција, у оквиру мера усмерених против руске компаније Гаспром нефт и Руске Федерације. Санкције нису одмах ступиле на снагу, већ су више пута одложене, све до почетка октобра 2025. године, када *OFAC* није одобрио продужење лиценце за пословање Нафтне индустрије Србије, чиме је дошло до пуне примене санкција овој компанији услед већинског руског власништва.

У таквом окружењу, у 2025. години дошло је до заокрета у кретањима на девизном тржишту. Нове околности промениле су тренд који је био присутан још од 2017. године, од када је Народна банка Србије претежно куповала девизе на домаћем девизном тржишту и спречавала прекомерно јачање динара. **Само у 2023. и 2024. години, Народна банка Србије је нето купила 6,7 милијарди евра**, при чему су **износи девиза купљени током ове две године редом – први и други највећи икада забележени**. Главни покретачи оваквих кретања били су побољшани макроекономски показатељи и повољна платнобилансна кретања, пре свега рекордни приливи СДИ, али и приливи по основу извоза, дознака, туризма. Наведено је, уз раст отпорности земље на шокове, било разлог и за добијање кредитног рејтинга инвестиционог ранга од стране агенције *Standard & Poor's* у октобру 2024. године, а препознато је и од стране других рејтинг агенција и међународних институција.

Графикон 2. Кретање курса динара према еврау и девизне интервенције НБС у периоду 2023–2025. године (месечни просек курса EUR/RSD и нето износ интервенција НБС за дати месец)



Извор: НБС.

Након оваквих кретања током 2023. и 2024. године, **Народна банка Србије је у 2025. години била нето продавац девиза први пут од пандемијске 2020. године, у износу од 580 милиона евра, а динар је номинално ослабио за 0,2% у односу на евро.** Када су у питању фактори који су деловали на домаће девизно тржиште и курс динара у 2025. години, могу се издвојити три потпериода.

- **Период јануар–мај 2025. године**

Очекивани сезонски⁹ депрецијацијски притисци услед појачаног увоза енергената интензивирани су **услед вести о увођењу санкција Нафтної индустрији Србије почетком године**, уз додатни раст тражње за девизама ради попуњавања залиха енергената. У овом периоду нижа је била и понуда девиза осталих домаћих компанија, једним делом и као последица мањег прилива СДИ услед ситуације у вези с Нафтном индустријом Србије, заштравања глобалних трговинских и геополитичких односа и слабијег инвестиционог расположења (сентимента) услед друштвено-политичке ситуације у земљи. У овом периоду бележи се и **појачана тражња за страном валутом од стране грађана**, али и нерезидената (стране банке и друге финансијске институције, компаније).

Сви ови фактори деловали су синхронизовано, појачавајући депрецијацијске притиске, а Народна банка Србије имала је активнију улогу на девизном тржишту и током првих пет месеци интервенисала нето продајом у износу од 1 милијарде евра на домаћем девизном тржишту.

- **Период од јуна до краја септембра 2025. године**

Период од јуна до краја септембра 2025. године карактерисали су **апresiasiјски притисци на динар**, иако је неизвесност у погледу коначног исхода санкција према Нафтної индустрији Србије и даље утицала на понашање економских субјеката. Притисци ка јачању динара у овом периоду јављали су се пре свега услед **појачаног одобравања евроиндексираних кредита привреди и физичким лицима**, уз знатан допринос програма субвенционисаних стамбених кредита за младе, као и услед повећане понуде девиза од стране домаћих компанија, чему је допринело и смањење тражње за девизама од стране компанија увозника енергената. **Већ половином јула, за само месец и по дана, Народна банка Србије је надоместила нето продају девиза током првих пет месеци 2025. године и у другој половини месеца прешла је на страну нето куповине девиза.** У овом периоду остварена је и нето куповина ефективног страног новца банака од физичких лица и овлашћених мењача. **Народна банка Србије је током ова четири месеца нето купила 1,43 милијарде евра.**

- **Последње тромесечје 2025. године**

Након што *OFAC* није одобрио продужење лиценце Нафтної индустрији Србије, након 8. октобра, санкције су и формално почеле да делују. Ово је условило нови талас притисака на девизно тржиште, пре свега кроз канал очекивања,

⁹ Генерално говорећи, прво и четврто тромесечје сваке године има сезонски карактер услед грејне сезоне и повећаних потреба за девизама за увоз енергената. Поред тога, за четврто тромесечје карактеристична је и исплата дивиденди/добити од стране банака и компанија у страном власништву.

односно деловање психолошког фактора и последичну повећану тражњу за страном валутом од стране становништва, што је кореспондирало и са сезонском факторима – почетак грејне сезоне и повећан увоз енергената, као и исплата дивиденди од стране банака и компанија у страном власништву. Током последњег тромесечја, сви фактори на девизном тржишту, изузев наставка тренда појачаног одобравања евроиндексираних кредита привреди и становништву, деловали су на страни тражње за девизама.

Од треће декаде новембра, упркос уверавањима и саопштењима Народне банке Србије да неће дозволити да ситуација у којој се нашла Нафтна индустрија Србије на било који начин угрози финансијску стабилност земље, становништво је у значајном обиму и под утицајем психолошког фактора у великој мери панично куповало и девизе и ефективни страни новац од банака, при чему је знатно порасла и тражња за страном валутом у мењачницама, што је додатно продубило депрецијацијске притиске. **Од краја новембра до краја године, физичка лица су нето купила преко 660 милиона евра. Народна банка Србије је у овом периоду, како би омогућила несметано функционисање девизног тржишта, реаговала комбинацијом тржишних, регулаторних и оперативних мера и инструмената.** Интервенције продајом девиза на међубанкарском девизном тржишту ради одржавања релативне стабилности куса динара према еврџ биле су праћене и активностима усмереним на обезбеђење несметаног функционисања канала снабдевања тржишта страном готовином и другим мерама с циљем заштите интереса грађана и финансијске стабилности: изменама прописа који дефинишу услове и начин обављања мењачких послова, како би се додатно олакшало снабдевање ефективом овлашћених мењача од стране банака, као и укидањем провизије за мењачке послове. **Народна банка Србије је током последњег тромесечја 2025. године интервенисала нето продајом у износу од 1,01 милијарде евра** на девизном тржишту, чиме се поново вратила на страну нето продаје девиза посматрано кумулативно од почетка године. **Од средине децембра до краја године, услед предузетих мера, тражња становништва за девизама и страном готовином знатно је смањена уз постепени повратак у нормалне токове.**

Кретања на девизном тржишту током 2025. године (Графикон 3) карактерисала је неуравнотеженост фактора на страни тражње и понуде девиза, при чему су поједини традиционални извори понуде били ослабљени, док су извори тражње били израженији него у претходним годинама. Посматрано по појединачним факторима који утичу на кретања на домаћем девизном тржишту, и поред највећег годишњег раста индексираних имовине банака (2,1 милијарда евра) икада забележеног, као специфичног фактора на страни понуде девиза, остали кључни чиниоци имали су депрецијацијски ефекат, доприносећи снажној тражњи за девизама. Први пут ефективни страни новац (страна готовина), који банке традиционално нето откупљују у односима са овлашћеним мењачима и физичким лицима, у 2025. деловао је на страни повећане тражње – банке су страну готовину у 2025. нето продале у износу од 356,4 милиона евра. **Резиденти** (домаћа правна и физичка лица) су у 2025, након две године нето продаје девиза, били **нето купци стране валуте** (1.088,7 милиона евра), а **нерезиденти** (страна лица) су већ

традиционално били на страни девизне тражње, али сада са 1.273 милиона евра нето куповине, што је највећи износ од 2017. године.

Код резидената, уобичајена нето куповина девиза од стране највећих увозника енергената (2.453,2 милиона евра) није значајније одступала од износа за 2024. годину (2.524,1 милион евра), али је **нето продаја стране валуте других резидената (1.364,8 милиона евра) била чак 65% (односно чак 2,5 милијарди евра) нижа од износа из 2024. године**. Томе је у великој мери допринела **снажна тражња физичких лица за девизама крајем године**. Код оба фактора (резиденти и нерезиденти) исплата добити из 2024. године страним власницима такође је допринела појачаној тражњи за девизама, док су девизе куповали и нерезиденти који су излазили из динарских обвезница или од девизног ризика штитили (тзв. хеџинг) своја динарска улагања.

Графикон 3. Фактори који су детерминисали кретања на домаћем девизном тржишту у 2025. години.



Извор: НБС.

Важно је истаћи да, иако су током 2025. године били изражени притисци на курс динара по основу повећане тражње становништва за девизама и ефективним страним новцем, ови **притисци нису били праћени повлачењем депозита из банкарског система**. Напротив, у току године забележен је знатан раст динарске и девизне штедње, што указује да је највећи део купљених девиза и ефективног страног новца остао депонован у банкама. Оваква динамика потврђује очувано поверење становништва у банкарски систем и указује да депрецијацијски притисци нису имали карактер системске кризе, већ су били превасходно вођени факторима неизвесности и очекивања и краткорочног карактера.

3.2. Сличности и разлике у односу на 2020. и 2022. годину

Иако су 2020, 2022. и 2025. година биле обележене значајним притисцима на девизном тржишту Републике Србије, природа шокова који су их условили, као и канали њиховог преливања, били су различити. Ове разлике одражавају како промене у међународном окружењу, тако и постепену еволуцију домаћег макроекономског

оквира, финансијске стабилности и понашања економских субјеката. Истовремено, могу се уочити и одређене заједничке карактеристике које су обележиле све три епизоде.

Пандемија вируса корона 2020. године представљала је глобални, симетричан и изразито егзогени шок, који је у кратком временском периоду довео до наглог пада економске активности, поремећаја у глобалним ланцима снабдевања и повећане неизвесности на финансијским тржиштима. Доминирало је понашање инвеститора у виду *flight to safety* феномена, што је резултирало појачаним депрецијацијским притисцима на валуте земаља у успону, укључујући и динар. С друге стране, кризна епизода из 2022. године, изазвана ратом у Украјини, имала је изражен геополитички и енергетски карактер. Овај шок није био симетричан на глобалном нивоу, већ је несразмерно снажније погодио земље средње и источне Европе, укључујући Србију, услед њихове енергетске зависности и географске близине конфликта. Канали преливања обухватили су раст цена енергената, убрзање инфлације, као и знатан раст неизвесности, што је у првим месецима након избијања рата довело до изражених депрецијацијских притисака и паничног понашања становништва, где се могу уочити сличности с понашањем становништва у Србији крајем 2025. године. Насупрот претходне две епизоде, дешавања у 2025. години била су пре свега специфична за домаћу економију и повезана с појачаном неизвесношћу у вези с будућим пословањем Нафтне индустрије Србије након увођења санкција. Депрецијацијски притисци у овом периоду углавном су настали кроз канал очекивања и понашања резидената, пре свега становништва. Заједничка карактеристика све три године било је панично понашање становништва изазвано пре свега психолошким фактором који је довео до раста тражње за страном валутом.

Након избијања рата у Украјини крајем фебруара 2022. године, тражња грађана за ефективним страним новцем достигла је историјски максимум на месечном нивоу, што је у кратком року створило изузетно јак притисак и на девизно, и на мењачко тржиште. У појединим тренуцима дошло је и до привремене несташнице стране готовине у мењачницама, пре свега услед логистичких ограничења у снабдевању, укључујући географску распршеност мрежа филијала банака и мењачница и сложеност увоза готовог новца из иностранства. Народна банка Србије је у том периоду реаговала благовремено и одлучно, омогућавајући банкама конверзију девизних средстава у страну готовину под повољнијим условима, уз јасно обавештавање јавности да су и девизна ликвидност и ниво девизних резерви више него адекватни.

За разлику од тога, иако је крајем 2025. године такође забележена појачана тражња грађана за девизама, интензитет притисака био је знатно мањи. Ипак, у почетној фази овог периода канал снабдевања мењачница није у потпуности функционисао, тако да су током краћег периода у децембру поједини овлашћени мењачи имали потешкоћа у набавци ефективног страног новца. Ови изазови су брзо отклоњени изменама прописа којима је Народна банка Србије додатно олакшала снабдевање мењачница од стране банака, при чему је укинута и провизија за мењачке послове, а све ради заштите интереса грађана. Поред тога, **за разлику од 2022. године, када су у првим месецима кризе забележени и одливи депозита из банкарског сектора, крајем 2025. године**

није дошло до повлачења депозита (укупна штедња становништва је повећана), што указује на **виши степен поверења у банкарски систем**.

Упркос наведеним притисцима, курс динара према еврџ остао је релативно непромењен током све три године, што указује на **ефикасност интервенција Народне банке Србије на девизном тржишту**. Посебно је индикативан пример из 2022. године, када је, упркос снажним депрецијацијским притисцима током првих месеци након избијања рата у Украјини и нето продаје 2,3 милијарде евра током прва четири месеца 2022. године, у другој половини године дошло до преокрета ка апрецијацијским притисцима и постепеног повратка у уобичајене тржишне токове. Тиме је Народна банка Србије надокнадила девизе продате током прва четири месеца године и 2022. годину завршила као нето купац девиза у износу од 1 милијарде евра.

4. Закључак

Анализа кретања на девизном тржишту Републике Србије у претходних петнаест година указује на значајну промену природе притисака на курс динара, као и на еволуцију улоге Народне банке Србије у очувању макроекономске и финансијске стабилности. Док је период до 2016. године био обележен структурним неравнотежама, израженим депрецијацијским притисцима и улогом Народне банке Србије као нето продавца девиза, након 2017. године долази до успостављања стабилнијег макроекономског оквира, где долази до заокрета код деловања фактора на девизном тржишту. Побољшање фискалне позиције, смањење јавног дуга, раст економске активности и континуирани приливи страних директних инвестиција створили су услове за појаву трајнијих апрецијацијских притисака на динар, у којима је Народна банка Србије углавном деловала као нето купац девиза, спречавајући прекомерно јачање динара и акумулирајући девизне резерве. Истовремено, смањење краткорочне волатилности курса допринело је стабилизацији инфлационих очекивања и тиме јачању кредибилитета монетарне политике.

Кризне епизоде у 2020, 2022. и 2025. години представљале су важан тест отпорности овако успостављеног система. Док су 2020. и 2022. година биле доминантно условљене глобалним и регионалним факторима, пандемијом и геополитичко-енергетском кризом, депрецијацијски притисци у 2025. години били су пре свега резултат специфичне домаће неизвесности и деловања канала очекивања. Заједничка карактеристика све три кризне епизоде било је појачано, делом панично понашање становништва и раст тражње за страном валутом. Међутим, 2025. година се издваја по интензитету овог понашања, што се огледало у чињеници да су банке, први пут од када постоје упоредиви подаци, на годишњем нивоу биле нето продавци ефективног страног новца. Истовремено, изостанак повлачења депозита и раст укупне (динарске и девизне) штедње указују да ови притисци нису имали карактер системске кризе, већ су били превасходно вођени неизвесношћу и психолошким факторима. Посебно је значајно да је, упркос наведеним притисцима, курс динара према еврџ остао релативно стабилан током сва три кризна периода. Ова чињеница указује на ефикасност девизних интервенција Народне банке Србије и њихову улогу у амортизацији краткорочних шокова.

Дешавања током 2025. године, која су била изазовна за домаћу економију услед истовремених притисака из међународног окружења и унутрашњих фактора, јасно су показала степен отпорности домаћег девизног тржишта, али и ефикасност вођења економских политика у условима повишене неизвесности. Захваљујући правовременим и одмереним интервенцијама на девизном тржишту, као и комбинацији регулаторних и оперативних мера, Народна банка Србије успела је да очува релативну стабилност курса динара према еврo и ублажи изражене депрецијацијске притиске, чиме је још једном потврђен значај девизног курса као кључног ослонаца финансијске стабилности у условима повећане неизвесности, а самим тим и његов значај за целокупну макроекономску стабилност и привредни раст. Девизне интервенције Народне банке Србије показале су се као ефикасан и флексибилан инструмент у оквиру режима циљања инфлације, чија је улога у ублажавању прекомерне краткорочне волатилности и очувању финансијске стабилности, а не у одржавању одређеног нивоа девизног курса.

Литература

- A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan, and D. Jansen (2008), Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence, *ECB Working Paper Series*, no. 898.
- Bank for International Settlements (2019), Reserve management and FX intervention, *BIS Paper*, no. 104.
- Devereux and Yetman (2010), Price adjustment and exchange rate passthrough, *Journal of International Money and Finance*, vol. 29, no. 1, 181–200.
- D. Hofman, M. Chamon, P. Deb, T. Harjes. U. Rawat and I. Yamamoto (2020), Intervention Under Inflation Targeting – When Could It Make Sense?, *IMF Working Paper*, 20/09.
- Fratzscher, M., Gloede, O., Menkhoff, L., Sarno, L. and Stöhr T. (2019), When Is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11 (1), 132–156.
- Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld and Marc J. Melitz (2012), *International Economics: Theory & Policy*, 9th ed, chapter 14, Addison-Wesley/Pearson.
- P. Chiu (2003), Transparency versus constructive ambiguity in foreign exchange intervention, *BIS Working Paper*, no. 144.
- Извештај о инфлацији – новембар 2025. године (2025), Народна банка Србије.