



Народна банка Србије

2026
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2026
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

Споразум о циљању (таргетирању) инфлације, који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије, означава формални прелазак Народне банке Србије на циљање инфлације као режим монетарне политике почевши од 1. јануара 2009. године. Основни принципи и функционисање овог режима утврђени су Меморандумом о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

Будући да је један од основних принципа циљања инфлације јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије и активности централне банке.

Извештај о инфлацији садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Извршног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је вођена у протеклом тромесечју. Садржи и пројекцију инфлације за осам наредних тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

Приступ јавности овим информацијама омогућиће боље разумевање монетарне политике коју спроводи централна банка и њене одлучности у остваривању циљане инфлације, а свакако ће допринети сузбијању инфлаторних очекивања и постизању и одржавању стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије утврђен законом.

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. фебруара 2026. године.

Сви досадашњи извештаји о инфлацији доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ДФО – друге финансијске организације
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
NPL – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
ПДВ – порез на додату вредност
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 30. јануара.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 1: Анализа ригидности цена у оквиру базне инфлације у Србији</i>	15
<i>Осврт 2: Анализа хетерогености утицаја инфлације на домаћинства у Србији</i>	19
IV. Детерминанте инфлације	23
1. Кретања на финансијском тржишту	23
<i>Осврт 3: Специфичности деловања фактора на девизном тржишту Србије у 2025. години</i>	29
2. Новац и кредити	32
<i>Осврт 4: Повећана стопа контрацикличног заштитног слоја капитала ради јачања отпорности банкарског сектора</i>	37
3. Агрегатна тражња	40
4. Економска активност	42
5. Кретања на тржишту рада	44
<i>Осврт 5: Оцена услова на тржишту рада у Србији применом композитног показатеља</i>	46
V. Пројекција	49
<i>Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције – утицај пролонгиране глобалне неизвесности и геополитичких тензија на инфлацију и привредни раст</i>	76
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	79
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	80
Списак графикана и табела	81
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	84
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	85

I. Резиме

Према процени Међународног монетарног фонда из јануара, **глобални привредни раст** у овој години износиће 3,3%, колико се процењује да је износио и у 2025, што је за ову годину благо више од очекивања из октобарске пројекције. На сличном нивоу, од 3,2%, глобални привредни раст се пројектује и за наредну годину. Негативне утицаје трговинских тензија ублажавају повећана улагања у технологију, фискални стимуланси у појединим земљама већи од очекиваних, ублаженији финансијски услови и већи степен прилагодљивости приватног сектора на трговинске баријере. Међународни монетарни фонд за зону евра за ову и наредну годину пројектује релативно уравнотежен привредни раст, близу нивоа од 1,4%, колико је, према проценама, износио и прошле године.

Ризици пројекције глобалног привредног раста и даље су израженији наниже и односе се, пре свега, на и даље присутну неизвесност због геополитичких и трговинских тензија, затим на ниже процене ефеката вештачке интелигенције на продуктивност од очекиваних, што би могло да доведе до пада инвестиција и изазове знатне корекције цена финансијске активе, као и на повећану фискалну рањивост у појединим земљама и потенцијални раст трошкова задуживања по том основу.

Пројектује се наставак успоравања **инфлације на глобалном нивоу**, с тим да ће повратак инфлације на циљ бити спорији у случају Сједињених Америчких Држава у поређењу с другим земљама због преношења ефеката уведених царина. Када је реч о одлукама о монетарној политици водећих централних банака, пројекције Система федералних резерви, објављене након састанка у децембру, указују на то да би се и у овој години могао очекивати наставак смањења распона референтне стопе, док ће Европска централна банка вероватно задржати тренутне нивое својих основних каматних стопа још неко време, јер се процењује да ће се инфлација у наредном периоду кретати око циља од 2%.

Показатељи **неизвесности на међународном финансијском тржишту** током четвртог тромесечја углавном су се кретали силазном путањом, али су у јануару порасли након најаве увођења виших

Упркос и даље присутној глобалној неизвесности по основу трговинских и геополитичких тензија, светска економија је наставила да показује значајан степен отпорности. Ове и наредне године очекује се релативно уравнотежен глобални привредни раст, и поред присутних дивергенција у погледу фактора који га детерминишу.

Према оцени Међународног монетарног фонда, глобална инфлација ће наставити да успорава сличном динамиком као у октобарској пројекцији – просечна инфлација ће у овој години износити 3,8%, а у наредној 3,4%.

На кретања на светском робном и финансијском тржишту и даље утичу трговинске политике водећих светских економија и геополитичка дешавања.

царинских стопа за осам земаља у Европи због заостравања геополитичких тензија између Сједињених Америчких Држава и Европске уније око питања статуса Гренланда. Силазном путањом крајем 2025. кретала се и светска цена нафте услед знатно више понуде од тражње, као и цене већине осталих примарних производа, укључујући и пољопривредне производе. Ипак, почетком ове године, услед заостравања геополитичких тензија, цене већине енергената и примарних производа бележе раст, а знатно је повећана и волатилност на међународном тржишту трговине племенитим металима.

У периоду од претходног извештаја, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која износи 5,75%.

Приликом доношења **одлука о монетарној политици**, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да је успоравање међугодишње инфлације на ниво испод централне вредности циља од септембра 2025. у великој мери резултат ограничења трговинских маржи на прехрамбене производе, али да ће усвајање системских закона којима ће се спречити непоштене трговачке праксе, уз опрезну монетарну политику, допринети кретању инфлације у оквиру граница циља у средњем року. Такође, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да су и даље присутне изражене геополитичке и трговинске тензије водећих светских економија, које се могу одразити на цене примарних производа, ланце снабдевања и токове капитала према земљама у успону, укључујући Србију. Поред тога, Извршни одбор указује на то да се подршка привредном расту пружа одржаном релативном стабилношћу девизног курса и обезбеђеним повољнијим условима кредитног финансирања, што је резултирало даљим убрзањем кредитне активности према немонетарном сектору.

Под утицајем повољнијих услова задуживања, међугодишњи раст кредита немонетарном сектору у децембру убрзан је на 15,4%.

Услови задуживања приватног сектора у динарима додатно су ублажени током последњег тромесечја 2025, док је цена задуживања у евро знаку била готово непромењена, на шта су се вероватно одразиле процене тржишних учесника да је процес ублажавања монетарне политике Европске централне банке завршен. Притом, у децембру су каматне стопе на динарске готовинске кредите становништву спуштене на историјски минимум од 8,2%, чему је допринело омогућавање повољнијег задуживања становништва с месечним примањима до 100.000 динара, у складу са супервизорским очекивањима Народне банке Србије. **Међугодишњи раст кредита** убрзан је на 15,4% у децембру, уз убрзање раста код привреде на 11,3%, чему су највише допринели кредити за обртна средства и инвестициони кредити, а код становништва на 19,5%, уз снажан раст готовинских и стамбених кредита. Раст кредитне активности, уз очување квалитета активе банака, допринео је томе да

се учешће проблематичних кредита у укупним кредитима спусти на нови минимум од 2,11% у децембру. Узимајући у обзир важеће смернице и препоруке Европског одбора за системски ризик, Извршни одбор је на децембарској седници донео одлуку да се повећа стопа контрацикличног заштитног слоја капитала на 0,5% ризичне активе банака, коју ће банке бити у обавези да примењују од 15. децембра ове године. На тај начин Народна банка Србије делује проактивно с циљем додатног јачања финансијске стабилности, посебно у условима изражене глобалне неизвесности, с обзиром на то да се током периода кредитног раста ствара додатни слој основног акцијског капитала, који може бити ослобођен ако се системски ризици материјализују.

У 2025. години остварен је **дефицит сектора државе** од 2,4% бруто домаћег производа, што је ниже од планираног (3%), уз дефицит примарног буџета од 0,8% бруто домаћег производа. На повољнија кретања од очекиваних утицала је нижа реализација расхода за куповину робе и услуга, за отплату камата и капиталних издатака, као и виши приходи од пореза на зараде и добит и од акциза. На крају 2025. године **учешће јавног дуга сектора државе у бруто домаћем производу** износило је 44,8%, што је за 2,1 процентни поен ниже у односу на крај претходне године. И поред пројектованог фискалног дефицита од око 3% бруто домаћег производа ове и наредне године, очекује се наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, а тиме и одрживост јавних финансија. Томе ће допринети и очекивано постепено смањење фискалног дефицита у средњем року, уз почетак примене општих фискалних правила у 2029. години.

Упркос и даље ниској екстерној тражњи, извоз робе у 2025. повећан је за 8,7%, подстакнут већим извозом прерађивачке индустрије, у оквиру које је 19 од 23 области забележило раст, при чему су највећи допринос дале гране повезане са аутомобилском индустријом. Истовремено, робни увоз растао је нешто споријом динамиком од извоза, по стопи од 6,3%, уз раст увоза све три категорије – репроматеријала, потрошне робе и опреме. На виши **дефицит текућег рачуна** у поређењу с претходном годином утицало је пре свега смањење суфицита у трговини услугама, највише због повећаног нето увоза туристичких услуга, док је извоз информационо-комуникационих услуга наставио да бележи двоцифрену стопу раста. На финансијском рачуну највећи прилив остварен је по основу страних директних инвестиција, који је на нивоу године износио 3,5 милијарди евра. Због повећаних улагања

Фискална кретања у 2025. карактерише нижи дефицит од пројектованог, као и опадајућа путања учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу.

Учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу у 2025. било је у складу с нашом претходном пројекцијом и износило је 4,8%, што је благо више него у 2024. години, када је износило 4,5%.

Током последњег тромесечја 2025. и почетком ове године преовладавали су депрецијацијски притисци, а Народна банка Србије је на девизном тржишту углавном интервенисала продајом девиза. И поред тога, девизне резерве земље налазе се на рекордном нивоу и знатно су изнад критеријума адекватности.

Према процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у Србији у 2025. износио је 2,0%, што је готово у потпуности у складу с нашом новембарском пројекцијом.

Наша пројекција раста бруто домаћег производа за 2026. износи 3,5%, док за 2027. годину, услед одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо“, очекујемо да ће раст убрзати на око 5%.

резидената у иностранство, нето прилив по овом основу износио је 2,3 милијарде евра.

Током последњег тромесечја 2025. и почетком ове године на девизном тржишту преовладавали су депрецијацијски притисци, на шта је, поред сезонских фактора, попут увоза енергената и исплате дивиденди појединих компанија у страном власништву, утицала и неизвесност повезана са уведеним санкцијама Нафтној индустрији Србије. Номинално посматрано, вредност динара према еврџу крајем децембра била је за 0,1% нижа него крајем септембра, а за 0,2% нижа него крајем 2024. Ради очувања релативне стабилности курса динара према еврџу, Народна банка Србије је на девизном тржишту у 2025. години продала девизе у нето износу од 580 милиона евра, што је била прва нето продаја посматрано на годишњем нивоу након 2020. године. И поред тога, **девизне резерве земље** налазе се на рекордном нивоу и крајем јануара ове године износиле су 29,4 милијарде евра, чему су допринели раст цене злата и увећање његове количине у девизним резервама.

Продужена глобална неизвесност, раст протекционизма и изражене геополитичке тензије, уз друштвено-политичка дешавања у земљи, утицали су на то да **привредни раст у 2025. години** успори на 2,0%. Притом, ступање на снагу америчких санкција Нафтној индустрији Србије од октобра и по том основу смањена производња целе прерађивачке индустрије утицали су на то да економска активност и у четвртом тромесечју 2025. године, уместо јачег убрзања, задржи сличну динамику раста као у претходном делу године (2,2% међугодишње). Посматрано на нивоу године, привредни раст у 2025. водили су услужни сектори, а затим индустрија, захваљујући пре свега повећаним производним капацитетима у аутомобилској индустрији. Пад активности је забележен у грађевинарству и, у мањој мери, у пољопривреди услед неповољних временских прилика за производњу јесењих култура и воћа.

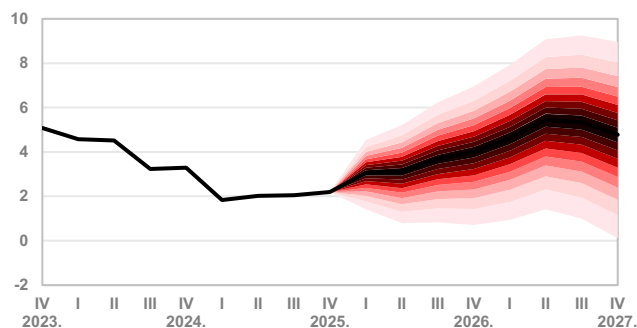
Ове године очекујемо убрзање **раста бруто домаћег производа** на 3,5%. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства. Расту потрошње допринеће већи расположиви доходак по основу раста зарада и пензија, као и повољнијих кредитних услова, док ће реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027“ подстаћи раст инвестиција. Због бржег пројектованог раста увоза од извоза у условима и даље ниске екстерне тражње и раста инвестиција и расположивог дохотка, очекујемо негативан допринос

нето извоза. Добра вест је да је постигнут прелиминарни споразум о преузимању већинског власништва у Нафтної индустрији Србије од стране мађарске компаније МОЛ, што би требало да обезбеди наставак производње и смањи неизвесност у погледу снабдевања енергентима. У 2027. години пројектујемо да ће раст бруто домаћег производа износити око 5%, при чему ће убрзање његове динамике у односу на 2026. годину бити подстакнуто већим извозом услуга због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо”.

У складу с нашом пројекцијом из новембарског Извештаја о инфлацији, **међугодишња инфлација** се током последњег тромесечја 2025. године кретала благо испод централне вредности циља од 3%, спутивши се у децембру на 2,7%. Таквом кретању инфлације допринеле су пре свега цене хране, које су забележиле негативне међугодишње стопе раста, највише као резултат спровођења Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије. У супротном смеру деловале су цене енергије, пре свега због поскупљења струје у октобру. Базна инфлација је наставила да се креће око нивоа од 4% међугодишње, при чему је око три четвртине доприноса базној инфлацији потицало од цена услуга.

Према нашој новој централној пројекцији, **међугодишња инфлација** ће се до септембра ове године кретати око централне вредности циља. И у наставку 2026. године, као и у средњем року, међугодишња инфлација би требало да настави да се креће у границама циља од $3 \pm 1,5\%$, при чему ће ниска база из септембра прошле године, услед примене уредбе којом су ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%, утицати на то да се инфлација крајем ове године креће око нивоа од 4%. На такву путању инфлације утицаће очекивани престанак важења ове уредбе, с тим да ће доношење одговарајућег законског оквира којим ће се унапредити регулација тржишта и спречити појава непоштених трговинских пракси, допринети томе да се трговачке марже не врате на ниво пре њеног доношења. Раст зарада и по том основу већи расположиви доходак за потрошњу требало би да делују у смеру раста тражње, али ни по овом основу не очекујемо знатније инфлаторне притиске. Поред тога, раст зарада биће у великој мери праћен и растом продуктивности, тако да не очекујемо веће инфлаторне притиске ни по основу трошкова рада. С друге стране, очекујемо да ће трошковни притисци из међународног окружења и даље остати ниски, а претпоставили смо и да ће нова пољопривредна

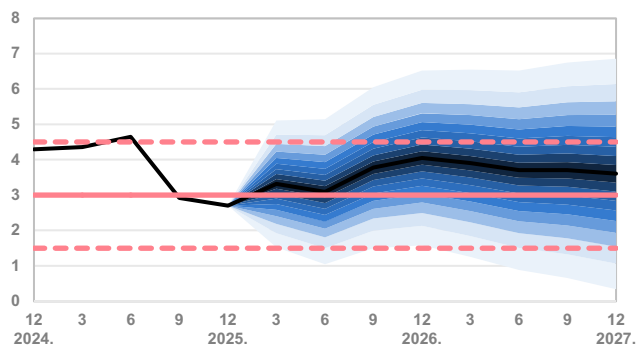
Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Међугодишња инфлација током последњег тромесечја 2025. наставила је да се креће благо испод централне вредности циља од 3%.

Наша нова пројекција инфлације слична је новембарској – очекујемо да ће међугодишња инфлација до септембра ове године бити око централне вредности циља, а да ће затим због ефекта ниске базе, пре свега код цена хране, крајем ове године износити око 4% и да ће се око тог нивоа кретати и током 2027. године.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Народна банка Србије ће наставити опрезно да води монетарну политику, узимајући у обзир кретања свих кључних економских показатеља из домаћег и међународног окружења.

сезона бити боља од прошлогодишње, што ће допринети већој понуди непрерађене хране. У 2027. години очекујемо додатни раст тражње због одржавања изложбе „Експо”, тако да просечну инфлацију пројектујемо на 3,8%.

Народна банка Србије ће наставити да **одлуке о будућој монетарној политици** доноси од састанка до састанка, у зависности од кретања инфлације и њених кључних фактора из домаћег и међународног окружења. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која износи 5,75%. Приликом доношења одлука, Извршни одбор узео у обзир да је успоравање м.г. инфлације од септембра на ниво испод централне вредности циља углавном резултат ограничења трговинских маржи, док ће усвајање системских закона којима ће се спречити непоштене трговачке праксе допринети кретању инфлације у оквиру граница циља у средњем року. Такође, имао је у виду да и даље постоје изражене геополитичке и трговинске тензије између водећих светских економија, које се могу одразити на цене примарних производа, ланце снабдевања и токове капитала према земљама у успону, укључујући Србију.

Извршни одбор истиче да се подршка очекиваном убрзању привредног раста пружа одржаном макроекономском стабилношћу, релативном стабилношћу курса динара према еврџу и обезбеђеним повољнијим условима кредитног финансирања, што је резултирало двоцифреним м.г. растом кредитне активности према сектору привреде и становништва.

Образложење одлука у децембру 2025. и јануару 2026. године

Извршни одбор Народне банке Србије је на последњем састанку у 2025. и првом састанку у 2026. години задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,75%. Референтна каматна стопа се на том нивоу налази од септембра 2024, када је смањена по трећи пут за 25 б.п. у текућем циклусу ублажавања монетарне политике, који је започет у јуну 2024. године.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у овом периоду представљала је **новембарска средњорочна пројекција инфлације**, према којој се очекивало да ће се м.г. инфлација крајем 2025. и почетком ове године кретати око централне вредности циља, чему доприноси Уредба о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије, којом су ограничене марже у трговини на велико и мало до марта ове године. И у наставку 2026. године, као и у средњем року, очекивало се да ће м.г. инфлација остати у границама циља од $3 \pm 1,5\%$, при чему ће ниска база из септембра 2025. године утицати на то да се инфлација крајем 2026. креће око 4%. На кретање инфлације у границама циља, поред ефеката ове уредбе и доношења одговарајућег законског оквира којим ће се унапредити регулација тржишта и спречити појава

непоштених трговинских пракси с циљем очувања стабилности цена, утицаће и даље попуштање трошковних притисака из међународног окружења. Долазак нове пољопривредне сезоне такође би требало да делује дезинфлаторно, под претпоставком да она буде боља од претходне, што ће допринети нижим ценама воћа и поврћа. Раст зарада и по том основу већи расположиви доходак за потрошњу требало би да делују у супротном смеру, али ни по овом основу нису очекивани већи инфлаторни притисци, јер ће раст зарада у великој мери бити праћен и растом продуктивности.

Као што је Извршни одбор очекивао, **м.г. инфлација** се током последњег тромесечја у 2025. години кретала благо испод централне вредности циља за инфлацију (3%), спустивши се на 2,7% у децембру. Томе је у највећој мери допринела поменута уредба којом су ограничене трговинске марже у велетрговини и малопродаји на 20%. По том основу, цене хране и безалкохолних пића од септембра се смањују, а, м.г. посматрано, у децембру су забележиле пад од 0,9%. Ако се посматра **базна инфлација** (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета из индекса потрошачких цена), она се током Т4 кретала око нивоа од 4% м.г., колико је износила и у децембру. При томе, око три четвртине остварене базне инфлације потиче од цена услуга, које су током Т4 убрзале м.г. раст, услед повећања реалног

расположивог дохотка, док су цене производа унутар базе инфлације благо успориле мг. раст.

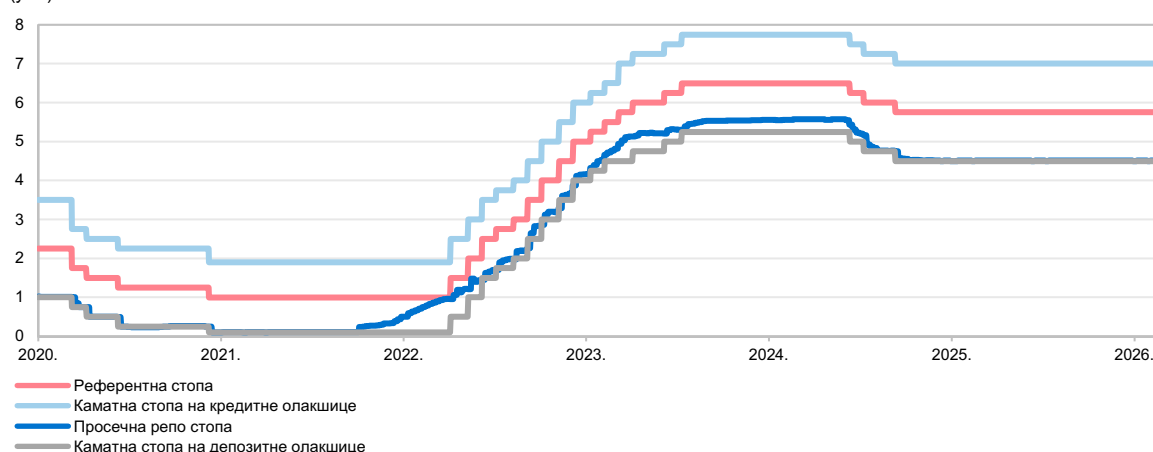
Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је узео у обзир и то да су краткорочна и средњорочна **инфлациона очекивања** финансијског сектора и током Т4 наставила да се крећу у границама циља (где се налазе од почетка 2024. године), с тим да се и даље крећу изнад централне вредности циља. Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред у новембру су привремено повећана, али су се у децембру вратила на ниво од 5,0%, што је ниво на коме су се налазила у већем делу претходне године и на коме се налазе очекивања овог сектора за две и три године унапред.

Разматрајући кретања у **реалном сектору**, Извршни одбор је имао у виду да су се глобална неизвесност и геополитичке тензије, као и друштвено-политичка дешавања у земљи, одразила на успоравање привредног раста Србије у 2025, што је за последицу имало нижи раст инвестиција и потрошње него што се очекивало почетком године. Према прелиминарним подацима РЗС-а, реални раст БДП-а у 2025. износио је 2,0%, што је готово у потпуности у складу с новембарском пројекцијом Народне банке Србије. Раст су водили услужни сектори, као и индустрија, упркос проблемима у производњи нафтних деривата од октобра, захваљујући пре свега повећаним производним капацитетима у аутомобилској индустрији, који су резултирали и убрзањем раста извоза прерађивачке индустрије. Пад је забележен у грађевинарству и, у мањој мери, у пољопривреди. Расту расположивог дохотка доприносе пре свега **реални раст просечне зараде, повећање пензија**, као и **повољнији кредитни услови и двоцифрени**

раст кредитне активности банака, који је у новембру и децембру 2025. износио 14% и 15,4%, респективно. Поред ефеката претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, висок раст кредитне активности резултат је и ублажавања кредитних стандарда, повећане тражње привреде и становништва за кредитима, као и мера Народне банке Србије и Владе које олакшавају кредитирање младих који купују прву стамбену непокретност и грађана с нижим примањима и мера којима се ограничавају каматне стопе на поједине видове задуживања физичких лица у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга. Извршни одбор је истицао очекивања да ће раст БДП-а убрзати у 2026. и 2027. години, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства, чему треба да допринесе реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, при чему ће у 2027. позитиван допринос имати и нето извоз услед одржавања специјализоване изложбе „Експо”.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио факторе из међународног окружења и истакао да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, јер је **неизвесност на глобалном нивоу**, иако мања него током П1, и у П2 2025. године била изражена. О томе најбоље говори **раст тражње за златом као активом сигурног уточишта** и њена цена, која је крајем 2025. и почетком 2026. године постављала нове рекорде. **Геополитичке тензије** и даље представљају ризик за раст **цена енергената**. Иако глобалне залихе сирове нафте расту и указују на то да ће за уравнотежење добре понуде и солидне тражње бити потребна нижа цена сирове нафте у

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



Извор: НБС.

2026. години (како би се успорио раст понуде ван *ОПЕС*-а), опрезност монетарне политике је неопходна због могуће волатилности на светском тржишту услед и даље изражених геополитичких тензија и повећане политичке нестабилности у Ирану и Венецуели, који су значајни светски произвођачи нафте. Када је у питању домаће тржиште нафте и нафтних деривата, ситуација је била стабилна, али је такође била потребна опрезност и проактивно деловање Народне банке Србије на девизном тржишту, укључујући мењачке послове, имајући у виду привремен, али снажан скок тражње за евром због забринутости привреде и грађана да ће америчке санкције НИС-у услед већинског руског власништва довести до поремећаја на тржишту и кризе ширих размера. Опрезност монетарне политике била је потребна и када су у питању **цене хране**, због слабе прошлогодишње пољопривредне сезоне услед неповољних временских прилика, као и још увек присутних ефеката ранијих поскупљења **појединих прехранбених сировина на светским берзама** (какаоа и кафе). Ипак, очекује се ишчезавање тих ефеката, с обзиром на побољшане изгледе за род какаоа и кафе за ову годину, захваљујући повољним временским приликама у земљама које су водећи светски произвођачи.

Разматрајући **екстерну тражњу**, Извршни одбор је узео у обзир да је светска економија суочена с ризиком исподпросечног раста у наредном периоду. Иако су тензије око царина ублажене и инфлација оборена, будући трговински и инвестициони токови остају неизвесни, а повећани геополитички ризици утичу на перспективе глобалног раста. Светска економија је несумњиво успорила раст од пандемије и, ако се тренутне прогнозе одрже, Светска банка истиче да ће ова деценија вероватно бити деценија с најслабијим глобалним привредним растом од 1960-их. Иако глобални трендови представљају изазов, Србија је током последњих година радом на диверсификацији своје извозне понуде проширила асортиман производа и услуга који се пласирају на инострана тржишта. Ова диверсификација доприноси отпорности извоза Србије, смањујући зависност од мањег броја тржишта или производа и повећавајући шансе за стабилан раст прихода од извоза чак и у условима успорене глобалне економске активности.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, **мг. инфлација** се крајем 2025. године спустила тачно на циљ од 2%, захваљујући пре свега смањењу цена енергената, али и благом успоравању раста цена услуга и индустријских производа. Пројекција инфлације ЕЦБ-а у децембру указује на

очекивано даље смањење инфлације на 1,9% у овој и 1,8% у наредној години. Притом, ЕЦБ очекује да ће се умерен раст плата наставити и ове године, а да ће се затим стабилизovati на око 3%, уз раст продуктивности нешто испод 1%. У исто време, **економска активност** зоне евра показала је већу отпорност него што се процењивало, па је ЕЦБ у децембру поново повећала своју пројекцију раста за 2025. и 2026. годину у односу на септембар за 0,2 п.п., на 1,4% и 1,2%, респективно. Домаћа тражња ће и даље бити главни покретач раста привреде зоне евра, уз раст реалних зарада и повећање запослености, у условима стабилног тржишта рада с рекордно ниском стопом незапослености. Очекује се да ће привреда зоне евра подржати додатна државна потрошња на инфраструктуру и одбрану, нарочито у Немачкој, као и повољнији услови финансирања услед смањења каматних стопа од јуна 2024. године. Очекује се да ће се извоз опоравити у 2026. години, иако се и даље јављају изазови у конкурентности, укључујући и структурне факторе.

Након смањења основних каматних стопа у јуну, **ЕЦБ** није даље ублажавала монетарну политику и чини се да је тај процес приведен крају, посебно имајући у виду процене да се основна каматна стопа тренутно налази око неутралног нивоа. Истовремено, наставила је да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком. ЕЦБ је истицала да ће и у наредном периоду одлуке о монетарној политици доносити на основу динамике инфлације, оцене изгледа за њено кретање у наредном периоду и јачине трансмисије монетарне политике, без обавезивања на одређену путању референтне каматне стопе.

С друге стране, након септембарског смањења, **ФЕД** је и у октобру и децембру смањивао распон референтне каматне стопе за по 25 б.п., на 3,5–3,75%, што представља најнижи ниво у последње три године. Притом, смањење активе у оквиру биланса стања ФЕД-а наставља да се одвија према раније утврђеном темпу. ФЕД настоји да постигне максималну запосленост, уз инфлацију на нивоу од 2% у дугом року, али неизвесност у вези са економским условима и даље остаје повећана. Нова пројекција ФЕД-а из децембра сигнализирала је још само једно смањење распона референтне каматне стопе од 25 б.п. у овој години, као што је сигнализирано и пројекцијама из септембра. Притом, ФЕД очекује да ће мг. инфлација у САД успорити на око 2,4% до краја ове године, а да ће раст БДП-а убрзати на 2,3%, уз умерену стопу незапослености од 4,4%, захваљујући пре свега повољнијим финансијским условима и пореским олакшицама.

Образложење одлуке у фебруару 2026.

Доносећи одлуку на састанку у **фебруару да не мења висину референтне каматне стопе**, Извршни одбор је нагласио да наставља да води опрезну монетарну политику, пре свега због и даље изражене глобалне неизвесности услед геополитичких тензија и протекционизма, који у великој мери утичу на кретања на међународним робним и финансијским тржиштима, као и на инвестиционо и потрошачко поверење. По том основу, у последњих месец дана забележена је повећана волатилност светских цена енергената и других примарних производа, као и племенитих метала и међувалутних односа. Полазећи од

наведених околности, Извршни одбор је оценио да је задржавање постојећег нивоа референтне каматне стопе у овом тренутку адекватно.

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

III. Кретање инфлације

У складу с нашим очекивањима, мг. инфлација се током Т4 кретала благо испод централне вредности циља од 3%, успоривши на ниво од 2,7% у децембру. Томе је највише допринео мг. пад цена хране и безалкохолних пића од 0,9% у децембру, услед примене уредбе о ограничавању маржи у велепродаји и малопродаји. Базна инфлација се током Т4 кретала око нивоа од 4% мг., колико је износила и у децембру, при чему је и даље вођена растом цена услуга, уз спорији раст цена индустријских производа.

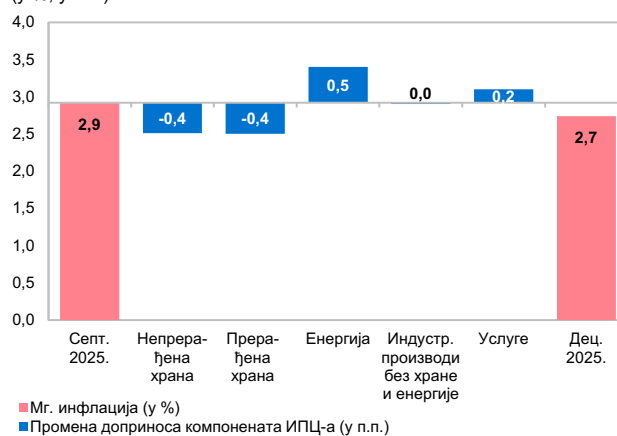
Током целе 2025. године инфлациона очекивања финансијског сектора за једну, две и три године унапред наставила су да се крећу унутар граница дозвољеног одступања од циља од $3 \pm 1,5\%$, што је потврда очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т4

У складу с нашом пројекцијом из новембарског Извештаја о инфлацији, мг. инфлација се током Т4 кретала благо испод централне вредности циља од 3%, спустивши се у децембру на 2,7%, доминантно као резултат спровођења Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе¹ Владе Републике Србије. По том основу, цене хране и безалкохолних пића наставиле су да успоравају мг. раст у октобру, након чега су смањене у наставку Т4. У односу на септембар, у децембру је додатно снижен допринос цена и непрерађене и прерађене хране, за по 0,4 п.п. Цене поврћа у децембру биле су ниже за 13,6% мг., док су цене воћа успориле раст на 11,7% мг. Насупрот томе, цене енергије су у истом периоду повећале допринос мг. инфлацији за 0,5 п.п., пре свега због октобарске корекције цена електричне енергије. Цене услуга такође су повећале допринос мг. инфлацији, за 0,2 п.п., док је допринос цена индустријских производа (без хране и енергије) у децембру остао непромењен у односу на септембар. Према подацима РЗС-а, просечна инфлација на нивоу 2025. године износила је 3,8%, што је испод просека за 2024. годину (4,6%).

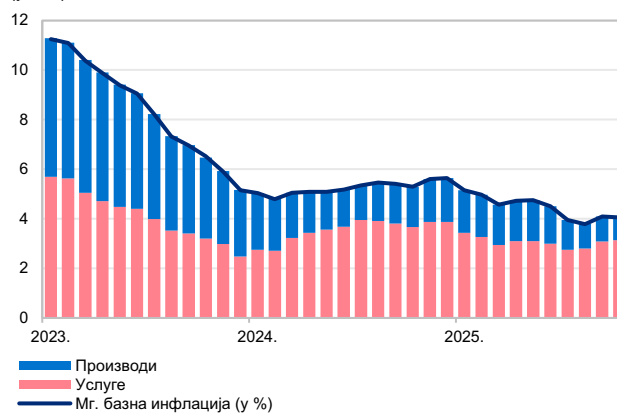
Базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) током Т4 кретала се око нивоа од 4% мг., колико је износила и у децембру. При томе, око три четвртине

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

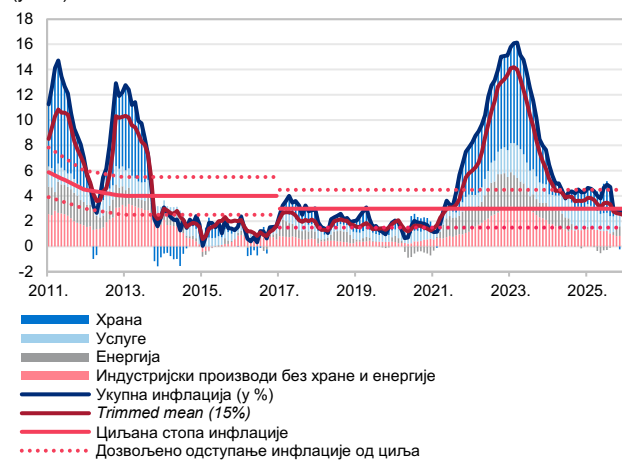
Графикон III.0.2. Доприноси компонента мг. базној инфлацији (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹ Уредбом су на период од шест месеци, почев од 1. септембра, трговинске марже ограничене на 20% за 23 категорије производа у оквиру хране и кућне хемије, које у збиру чине око 35% ИПЦ-а.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

оствареног повећања базне инфлације потиче од цена услуга, које су током Т4 убрзале мг. раст услед повећања реалног расположивог дохотка, док су цене производа унутар базне инфлације благо успориле мг. раст. На сличне закључке упућује и допунска мера базне инфлације, која укључује само **ригидне цене производа и услуга**,² а која се већ дужи период креће изнад базне инфлације. Поред тога, изведена мера базне инфлације – *trimmed mean*, добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера – такође се од септембра креће испод централне вредности циља од 3,0% мг. и налази се на нижем нивоу у односу на укупну инфлацију.

Тромесечно посматрано, **потрошачке цене су**, после пада у Т3, који се највише дугује почетним ефектима примене поменуте уредбе, **у Т4 повећане за 0,8%**. Овај раст је првенствено последица поскупљења **енергената** на домаћем тржишту од 4,4% (уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.), највише због октобарске корекције цена електричне енергије (9,6%), а у мањој мери и због виших цена грејања (5,1%) и сезонског поскупљења чврстих горива (2,6%). Цене нафтних деривата такође су у Т4 забележиле раст (0,7%), који је у целости евидентиран у новембру, под утицајем повећаних трошкова набавке услед неизвесности повезане с радом рафинерије у Панчеву. С друге стране, **цене хране и безалкохолних пића** снижене су у Т4 за 2,1%, уз негативан допринос инфлацији од 0,7 п.п. Овај пад доминантно је последица нижих **цена непрерађене хране** за 4,2% због уобичајеног сезонског појефтињења свежег воћа (за 11,5%) и свежег меса (за 6,5%), док су цене свежег поврћа повећане (за 3,1%). **Цене прерађене хране** у Т4 забележиле су пад од 1,0%, који је био широко распрострањен по категоријама услед примене уредбе и нижих цена у производњи прехранбених производа. То је утицало и на ниже цене хлеба и житарица у Т4, као и на пад цена месних прерађевина и кондиторских производа, чије су цене на светском тржишту такође снижене.

Раст **цена индустријских производа (без хране и енергије)** од 1,5% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.) у највећој мери је последица децембарске корекције цена цигарета (2,4%), а у мањој мери и сезонског поскупљења одеће и обуће, као и виших цена рачунарске опреме, лекова и алкохолних пића.

Табела III.0.1. Раст и доприноси компонента ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т4 2025.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

² За више детаља видети Осврт 1, на стр. 15, који се бави анализом ригидности цена у оквиру базне инфлације у Србији.

Раст **цена услуга** од 1,6% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.) био је широко распрострањен по категоријама, при чему је највећи допринос расту цена на нивоу целе групе потекао од поскупљења комуналних и угоститељских услуга и услуга одржавања возила, а у мањој мери и од виших цена медицинских и телефонских услуга. Раст цена услуга, заједно с вишим ценама појединих индустријских производа, определио је повећање **цена унутар базне инфлације** од 1,4% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.).

Регулисане цене, које директно или индиректно одређује Влада, повећане су за 4,5% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,8 п.п.), под утицајем поменутих корекција цена електричне енергије и цигарета, као и поскупљења комуналних услуга и лекова. То је допринело убрзању раста регулисаних цена на 7,0% м.г. у децембру.

Произвођачке и увозне цене у Т4

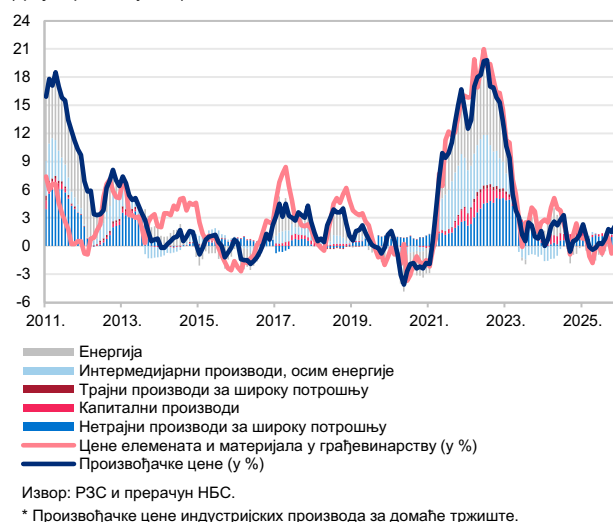
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште, на нивоу тромесечја, у Т4 повећане су за 0,9%. На м.г. нивоу, ове цене су у децембру благо успориле раст на 1,7% (са 1,8% у септембру), што је скоро у целости резултат смањеног доприноса **цена у производњи нетрајних производа за широку потрошњу**, пре свега цена у производњи прехранбених производа, које су битно успориле м.г. раст у децембру на 3,0% (са 4,8% у септембру). Допринос цена осталих група м.г. расту произвођачких цена у децембру био је готово исти као у септембру, што указује на изостанак већих трошковних притисака у свим областима индустрије. На нивоу 2025, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште повећане су за 0,9% (наспрам 1,4% у 2024).

Цене елемената и материјала за уградњу у грађевинарству у децембру повећане су за 1,0% м.г. (наспрам 0,9% м.г. у септембру), док су на нивоу Т4 незнатно порасле, за 0,1%, што указује на ниске трошковне притиске и у сектору грађевинарства.

Готово све компоненте **увозне инфлације изражене у динарима**³ пружиле су нижи допринос м.г. динамици

³ Прелиминаран податак. Базна година је 2010. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек неколико компонената: индекса цене нафте типа брент, цена гаса из увоза, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у оквиру базне инфлације у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Фиксни пондери компонената обрачунати су према вредносном увозу робе и услуга у 2025. години.

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



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



увозних цена у децембру у односу на септембар. При томе, негативан допринос светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, као и цена гаса из увоза, надмашио је позитиван допринос цена услуга из увоза (апроксимиране базном инфлацијом у зони евра) и цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимиране извозним ценама Немачке). Као резултат тога, увозне цене су у децембру забележиле м.г. пад од 1,9%, док су, на нивоу тромесечја, у Т4 незнатно порасле, за 0,1%.

Осврт 1: Анализа ригидности цена у оквиру базне инфлације у Србији

У осврту смо анализирали учесталост и интензитет промена цена унутар базне инфлације по групама *COICOP* класификације хармонизованог ИПЦ-а. При томе, акценат анализе био је на поређењу кретања цена у два посматрана потперода – преткризном, тј. од 2014. до 2019. године, и у периоду од избијања пандемије, тј. од 2020. до 2025. године. У анализи учесталости промене цена унутар базне инфлације, по узору на *Höynck et al. (2025)* и *Gautier et al. (2022)*,¹ израчуната је медијална фреквенција месечних промена цена за 70 категорија у оквиру базне инфлације, а затим су те категорије разврстане на **групу производа и услуга чије су цене биле релативно непроменљиве, тј. ригидне** (енгл. *sticky*), и **групу производа и услуга чије су цене биле релативно променљиве, тј. флексибилне**. Подела је извршена у зависности од тога да ли је фреквенција месечних промена цена конкретне категорије производа и услуга испод или изнад медијалне, на основу података за период 2014–2019, када су инфлаторни притисци били релативно ниски. У групи коју карактерише **ригидност промена цена**, која чини око 38% базне инфлације, **доминирају цене услуга, док у групи коју одликује већа флексибилност**, која чини 62% базне инфлације, **доминирају производи**, што одговара налазима поменутих анализа за зону евра. На основу ове класификације конструисали смо **индекс ригидних цена производа и услуга** као допунску меру базне инфлације коју прати Народна банка Србије.

У највећем делу посматраног периода м. стопе раста индекса ригидних цена производа и услуга кретале су се на сличном нивоу као базна инфлација коју прати Народна банка Србије (Графикон О.1.1). Највеће одступање уочава се током 2022. и почетком 2023. године, у периоду најизраженијих ценовних притисака у Србији и на глобалном нивоу. У том периоду су флексибилне цене производа и услуга доминантно одређивале убрзање базне инфлације, што је у складу с њиховом природом да снажније и брже реагују на тржишне притиске и текућа кретања. Од средине 2024. до краја 2025. године примећује се да је м. раст ригидних цена на вишем нивоу него укупна базна инфлација, што се вероватно може објаснити релативно високим реалним растом зарада, који се углавном одражавао на раст цена услуга, пре свега радно интензивних (личних, занатских и угоститељских).

Ако се упореди учесталост промена цена за 70 група у оквиру базне инфлације за два посматрана потперода (2014–2019. и 2020–2025), учесталост промена цена већа је у периоду након избијања пандемије, када је дошло до егзогених шокова без преседана и значајних промена у глобалним ланцима снабдевања и навикама потрошача. Посматрано по појединачним групама, после 2020. године повећана је учесталост промене цена регулисаних услуга (пре свега комуналних) и медицинских производа и услуга, уз очекивано задржавање релативно високе учесталости промена цена одеће и обуће, кућне хемије и кућних апарата.

Додатно смо испитали интензитет месечних промена цена појединачних категорија производа и услуга, које Народна банка Србије сврстава у базу инфлацију (ИПЦ без хране, енергије, алкохола и цигарета). Уочава се да се у преткризном периоду, 2014–2019, цене производа у оквиру базне инфлације у просеку нису

Графикон О.1.1. Динамика базне инфлације у Србији и њене допунске мере (месечно, м. промене у %)



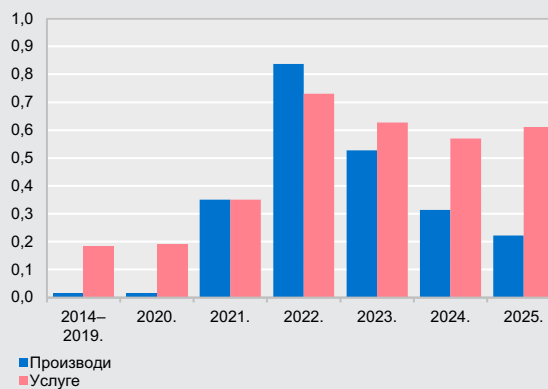
¹ Gautier, E., Conflitti, C., Faber, R. P., Fabo, B., Fadejeva, L., Jouvanceau, V., Menz, J.O., Messner, T., Petroulas, P., Roldan-Blanco, P. and Rumler, F. (2022). New facts on consumer price rigidity in the euro area, *Working Paper Series*, no. 2669. 1–115; Höynck, C., Wieland, E. & Gandur, L. M. Z. (2025). Not all prices disinflate alike: disentangling the dynamics of sticky and flexible-price items, *Economic Bulletin Boxes*, no. 7/2025, 67–71.

мењале (бележиле су и раст и смањење у појединим месецима, тако да су у просеку остале непромењене), док су цене услуга расле по просечној месечној стопи од око 0,2% (Графикон О.1.2). Скоро идентична динамика очувана је и у 2020. години, након чега су просечне месечне стопе раста цена производа и услуга повећане на по близу 0,4% у 2021. години.

У 2022. години просечне месечне стопе раста цена производа и услуга готово су удвостручене, на 0,8% код производа и на 0,7% код услуга. Оваква месечна динамика довела је до двоцифрених м.г. стопа раста цена производа (од 12,0%) и цена услуга (од 11,0%) у Т1 2023. У наставку 2023. године инфлаторни притисци почели су да попуштају, што се пре свега огледало у нижој просечној месечној стопи раста цена производа, која је на нивоу 2023. износила 0,5%. Опадајући тренд је настављен и у наредне две године (0,3% у 2024. и 0,2% у 2025). У истом периоду, цене услуга су бележиле релативно стабилан раст од око 0,6% у просеку, првенствено под утицајем раста зарада, што се одражавало на више трошкове рада и по том основу више финалне цене услуга. Цене услуга су у децембру 2025. чиниле око 75% остварене м.г. базне инфлације, која је износила 4,0%.

На основу спроведене анализе може се закључити да је након избијања пандемије повећана учесталост промена цена унутар базне инфлације у Србији. Истовремено, интензитет месечних промена цена знатно је појачан и код производа и код услуга, што је допринело убрзању базне инфлације. При томе, показано је да су **флексибилне цене производа и услуга имале кључну улогу у периоду убрзања базне инфлације, док су ригидне цене, пре свега цене услуга, у протекле две године ограничавале темпо њеног успоравања.** На сличне закључке упућују и налази аутора у случају земаља зоне евра, што показује да су уочени обрасци понашања цена унутар базне инфлације на примеру Србије карактеристични и за остале европске земље. Такође, ова анализа указује да је за трајнију стабилизацију кретања инфлације око централне вредности циља Народне банке Србије од 3% потребно успоравање раста цена услуга, које се очекује у средњем року са усклађивањем динамике раста реалних зарада с растом продуктивности укупне економије.

Графикон О.1.2. Динамика цена производа и услуга унутар базне инфлације (просечне месечне промене, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Инфлациона очекивања

Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора почетком 2026. наставила су да се крећу у границама циља, где се налазе од почетка 2024. године.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према резултатима анкете агенције **Нинамедија**, снижена су у децембру на 3,1%, а у јануару 2026. додатно на 3,0%, што је њихов најнижи ниво од септембра 2021. године. Појединачни одговори свих финансијских институција у погледу очекиване инфлације налазе се унутар граница циља Народне банке Србије. Према подацима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред привремено су у децембру повећана на 4,0%, да би се у јануару 2026. вратила на 3,8%.

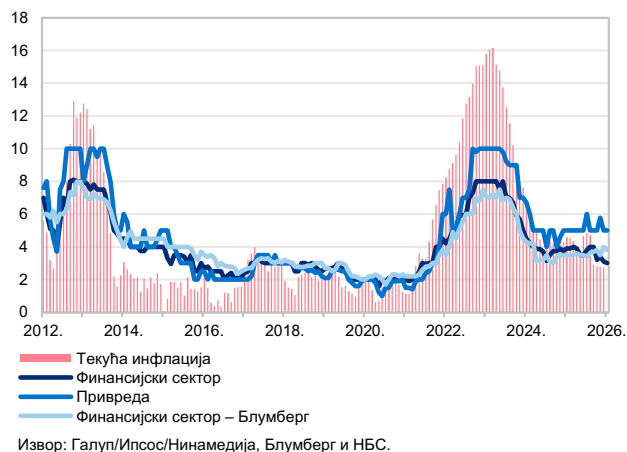
Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред привремено су повећана у новембру на 5,8%, што се може објаснити повећаном бојазни у погледу доступности нафтних деривата на домаћем тржишту и последично нивоа цена. Ипак, након уверења да су обезбеђене довољне залихе и да се у релативно кратком року може очекивати решавање питања производње и снабдевања нафтним дериватима, у децембру су враћена на 5,0% и на истом нивоу задржана у јануару ове године.

Већина испитаника очекује да ће и цене инпута у производњи и цене готових производа и услуга у наредна три месеца бити непромењене. У наредних 12 месеци раст цена инпута очекује мање од половине испитаника, док раст цена готових производа и услуга очекује око 59% испитаника.

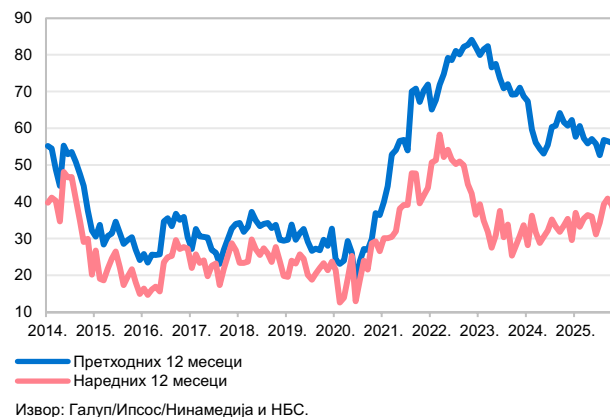
Краткорочна инфлациона очекивања становништва, након повећања у новембру на 18%, у децембру су враћена на ниво од 15%, где су задржана у јануару ове године. Према резултатима квалитативне анкете, становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана, на шта указује индекс очекиване инфлације, који је у јануару 2026. износио 35,2 поена и био нижи од индекса перципиране инфлације (55,8 поена).

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора две године заредом крећу се у интервалу 3,0–3,5% и у јануару 2026. износе 3,1% за две године унапред и 3,0% за три године унапред.

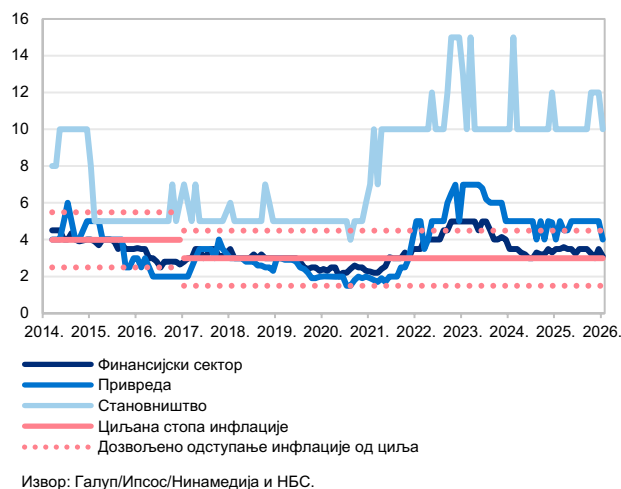
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (мг. стопе, у %)



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



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



Средњорочна очекивања сектора привреде за две године унапред, према јануарској анкети, налазе се у **границама циља** и снижена су са 5,0% на 4,0%, док су очекивања **за три године унапред** снижена на 4,7%. **Инфлациона очекивања становништва за две и три године унапред** у јануару 2026. године снижена су на 10,0%.

Осврт 2: Анализа хетерогености утицаја инфлације на домаћинства у Србији

Инфлација представља феномен који има широко распрострањен утицај на друштво, при чему последице раста цена нису исте за све групе становништва, с обзиром на то да немају сви друштвени слојеви исту структуру потрошачке корпе. На куповну моћ појединаца током периода високих инфлаторних притисака не утиче само динамика кретања њихових доходака номинално посматрано већ и кретање цена производа и услуга које ти појединци конзумирају. Циљ ове анализе је испитивање редистрибутивних ефеката инфлације на домаћинства, најпре путем **канала релативне потрошње**, на основу конструкције посебних индекса потрошачких цена који уважавају специфичности потрошачких навика различитих група становништва, а затим путем утицаја на реални раст зарада различитих група домаћинстава груписаних према нивоу дохотка, што представља **канал дохотка**. Анализа обухвата период од пандемије вируса корона.

У нашој анализи **канала релативне потрошње** домаћинства су подељена у пет група (квинтила) исте величине на основу висине њихове потрошње (први квинтил представљају домаћинства с најнижом потрошњом, а пети квинтил домаћинства с највишом потрошњом). Применили смо методолошки приступ представљен у раду *Gautier и Montornès (2022)*.¹ Да би се индекси потрошачких цена, који су доступни само за укупно становништво, повезали са структуром потрошње по квинтилима из Анкете о потрошњи домаћинстава РЗС-а, пондери група производа из ИПЦ-а прилагођавају се на основу релативних удела тих истих група у потрошњи по квинтилима. Конкретно, пондер групе производа j за дати квинтил у години g ($w_{j,kvintil}^g$) добија се тако што се званичан ИПЦ пондер ($wIPC_j^g$) коригује односом удела групе производа у потрошњи датог квинтила ($APD_{j,kvintil}^g$) и њеног удела у укупној потрошњи ($APD_{j,ukupno}^g$), према Анкети о потрошњи:

$$w_{j,kvintil}^g = wIPC_j^g * \frac{APD_{j,kvintil}^g}{APD_{j,ukupno}^g} \quad (1)$$

Важно је напоменути да се структуре потрошње добијене из Анкете о потрошњи ($APD_{j,ukupno}^g$) пондери који се користе у ИПЦ-у ($wIPC_j^g$) разликују, понекад и за неколико процентних поена, иако је Анкета о потрошњи основ за утврђивање пондера ИПЦ-а. Ове разлике могу утицати на ниво израчунатих стопа инфлације по квинтилима.

Тако добијени квинтилски пондери (једначина 1) користе се за израчунавање доприноса раста цена појединачних *COICOP* група ($pIPC_j^g$) укупној годишњој стопи инфлације сваког квинтила (једначина 2). С обзиром на то да се пондери у ИПЦ-у и Анкети о потрошњи ажурирају на годишњем нивоу, за обрачун мг. инфлације примењује се формула која обухвата промене пондера између две узастопне године, према методологији *OECD*-а за израчунавање доприноса појединачних компонената годишњој стопи инфлације (*OECD, 2022*).² Укупна стопа инфлације за дати квинтил у посматраном месецу m_t (3) добија се као збир доприноса раста цена свих група производа по класификацији *COICOP*:

$$doprinos_{j,kvintil}^{g,m_t} = \left[\left(\frac{pIPC_j^{g-1,m_{12}}}{pIPC_j^{g-1,m_t}} * w_{j,kvintil}^{g-1} \right) * \left(\frac{pIPC_j^{g,m_t} - pIPC_j^{g-1,m_{12}}}{pIPC_j^{g-1,m_{12}}} \right) \right] + \left[\left(\frac{pIPC_j^{g-2,m_{12}}}{pIPC_j^{g-1,m_t}} * w_{j,kvintil}^{g-2} \right) * \left(\frac{pIPC_j^{g-1,m_{12}} - pIPC_j^{g-1,m_t}}{pIPC_j^{g-2,m_{12}}} \right) \right] \quad (2)$$

$$inflacija_{kvintil}^{g,m_t} = \sum_j doprinos_{j,kvintil}^{g,m_t} \quad (3)$$

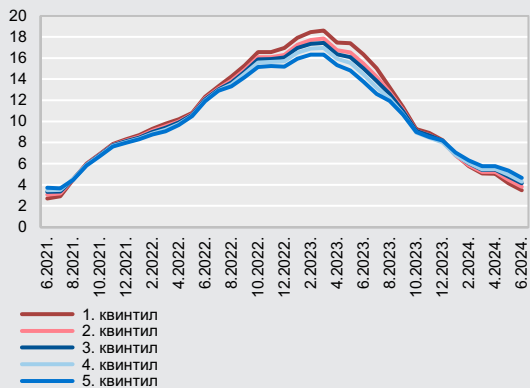
¹ Gautier, E., Montornès, J. (2022). The Heterogeneous Effects of Inflation in France and in the Eurozone. *INSEE Working Paper*.

² OECD (2022). Calculation of contributions to annual inflation. *OECD Statistics Working Methods*.

Неједнакости инфлације за различите групе домаћинстава могуће је испитати поређењем показатеља инфлације који уважавају различитости у структури потрошње домаћинстава.

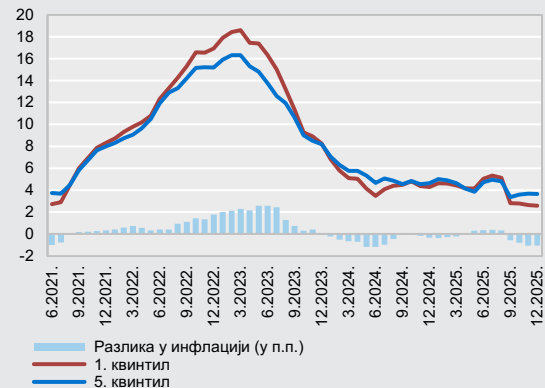
Ако посматрамо период најјачих инфлаторних притисака, што је период од јуна 2021. године до јуна 2024, може се видети да је утицај инфлаторног шока већи за групе становништва с мањом потрошњом. Другим речима, м.г. стопа инфлације у периоду од септембра 2021. до краја 2023. била је најнижа за групу домаћинстава с највишом потрошњом (пети квинтил), а највиша за оне с најнижом потрошњом (први квинтил), јер су у том периоду посебно интензивно расле цене хране, које имају највеће учешће у структури потрошње домаћинстава с најнижом потрошњом (Графикон О.2.1).

Графикон О.2.1. Кретање инфлације за различите доходне групе становништва
(м.г. стопе раста, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

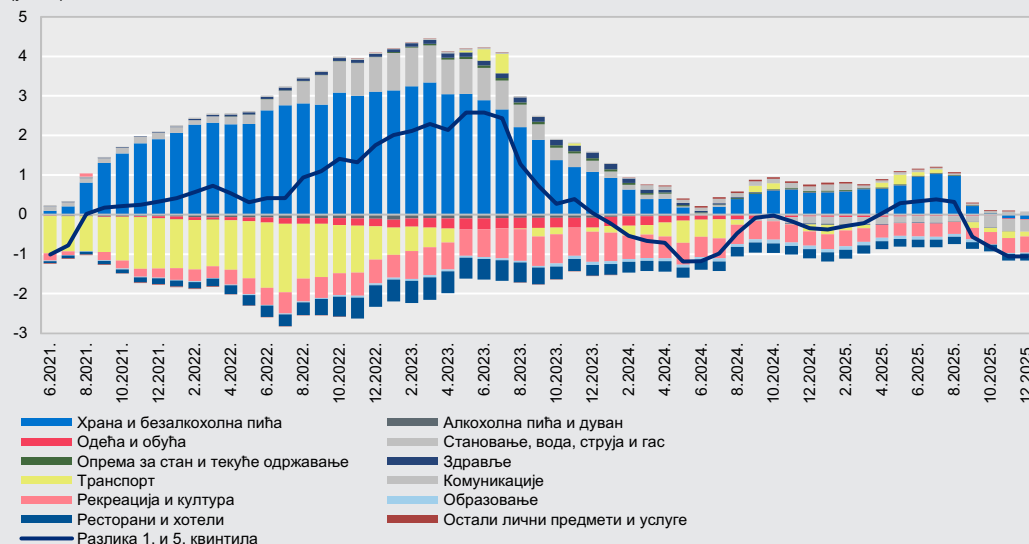
Графикон О.2.2. Кретање инфлације за петину становништва с најмањим и највећим доходом
(м.г. стопе раста, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Јаз у м.г. расту цена између група с најнижом потрошњом и највишом потрошњом повећава се са убрзавањем инфлације (с обзиром на то да је она била вођена управо растом цена производа који највише учествују у потрошњи најсиромашнијег дела становништва). Прво се појављује у блажем облику, да би од августа 2022. јаз почео интензивније да се увећава и достиже свој врхунац у мају и јуну 2023, када је износио 2,6 п.п. (Графикон О.2.2). Од

Графикон О.2.3. Разлика у инфлацији за 20% становништва с најмањим и највећим доходом и доприноси тој разлици по COICOP категоријама
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

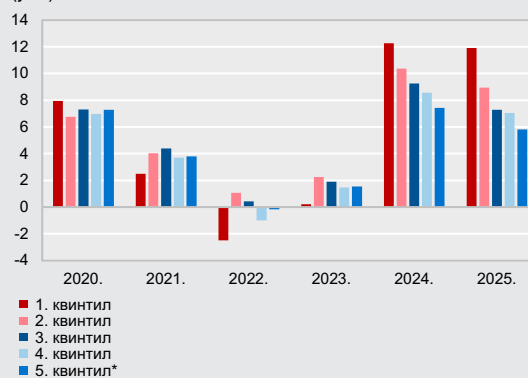
почетка 2024. године м.г. раст потрошачких цена углавном је био нижи за групу домаћинстава с мањим обимом потрошње, на шта се делом одражава и висок базни ефекат из претходне године, а од септембра 2025. и доношење уредбе којом су ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%, које су утицале на смањење цена хране. Изузетак представља период од априла до августа 2025, непосредно пре доношења уредбе, када су цене хране услед неповољних временских прилика бележиле већи раст од нивоа укупне инфлације, што је за последицу имало виши м.г. раст потрошачких цена за групу становништва с нижом потрошњом.

Декомпозицијом јазу у кретању м.г. стопа раста потрошачких цена између група с најнижом и највишом потрошњом, посматрано према врсти производа, јасно се види да је позитиван допринос јазу током посматраног периода потекло доминантно од раста цена хране и комуналних услуга (категорије услуга становања, снабдевања водом, струјом и гасом према класификацији *COICOP*). У супротном смеру, нарочито до почетка 2023, деловао је раст цена транспорта, а затим и услуга угоститељства и рекреације, који је више погађао категорије становништва с вишом потрошњом (Графикон О.2.3).

Тако образоване мере инфлације по групама становништва, подељеним на основу потрошње, користили смо за дефлационирање номиналних зарада по доходним групама, како бисмо апроксимирали утицај инфлације на реални доходак различитих група становништва. Притом, треба имати у виду да је кретање номиналних зарада првог квинтила, а вероватно и другог квинтила, у великој мери опредељено динамиком минималне зараде.

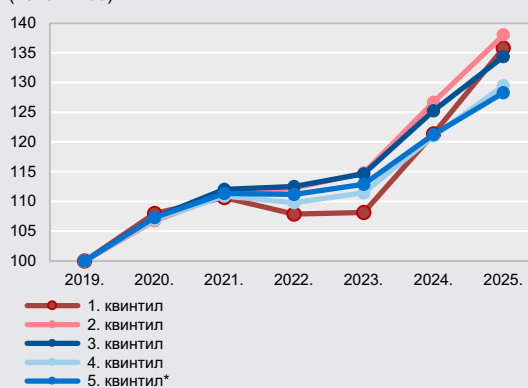
Тако посматран реалан раст зарада домаћинстава сврстаних према величини потрошње био је релативно уравнотежен у периоду ниже инфлације, што показују подаци за 2020. и 2021. годину, да би од 2022. почеле да се јављају варијације у интензитету и смеру кретања реалне стопе раста зарада (Графикон О.2.4). У 2022. зараде, реално посматрано, готово свих пет група домаћинстава забележиле су стагнацију или пад, који је најизраженији био у случају 20% домаћинстава с најнижим доходком. Заостајање те групе наставило се и у 2023. години, када су њихове зараде стагнирале, док су зараде осталих група реално благо расле. Ипак, у 2024. и 2025. години долази до другачије расподеле, јер су, реално посматрано, зараде расле у већој мери за оних 40% домаћинстава с најмањим дохоцима. Кумулативно посматрано, реални раст зарада у те две године износио је око 25% за први квинтил, односно око 20% за други квинтил, чему су допринела обимнија повећања минималне зараде. У односу на 2019. годину (Графикон О.2.5), за домаћинства из прва два квинтила (односно 40% домаћинстава с најнижим доходком) зараде су до 2025. реално порасле за преко 35%, док је код оних с највећим доходком тај раст износио нешто испод 30%. Иако је динамика реалног раста била повољнија за домаћинства с нижим дохоцима, апсолутни ефекти су нижи због разлике у нивоима зарада између група. Међутим, ако посматрамо показатељ покривености минималне потрошачке корпе минималном зарадом (чија је динамика јако слична зарадама првог квинтила), он указује на побољшање куповне моћи

Графикон О.2.4. Годишњи реални раст зарада група с различитим нивоом доходка (у %)



* Подаци о зарадама објављени на РЗС-у односе се на 9. децил.
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.2.5. Кумулативан раст реалних зарада група с различитим нивоом доходка (2019 = 100)



* Подаци о зарадама објављени на РЗС-у односе се на 9. децил.
Извор: РЗС и прерачун НБС.

домаћинстава с најнижим дохотком. Конкретно, покривеност је повећана с нивоа од 77% у 2022. и 2023. години, на 88% у 2024, а затим 95% у првих осам месеци 2025. године, чиме је достигнута готово потпуна покривеност минималне потрошачке корпе.

Анализа канала релативне потрошње показала је да је структура инфлаторних притисака током 2022. и 2023. највише погађала становништво с нижим нивоом потрошње. Ипак, према образованој мери инфлације, јаз између најсиромашнијег и најбогатијег дела становништва у свом врхунцу износио је 2,6 п.п., што указује на умереније разлике у односу на оне које су истицане у јавности, када се за групе становништва с нижим нивоом потрошње погрешно узимале у обзир искључиво цене хране. Од 2024. године цене хране су успориле раст, чему је у Т4 2025. допринело и увођење уредбе о ограничењу маржи, што је определило да стопа инфлације за оне с нижом потрошњом буде мања од инфлације оних с вишом потрошњом. Када је у питању канал дохотка, након негативног утицаја високих инфлаторних притисака у 2022. и 2023, који се највише одразио на реалан раст зарада домаћинстава с најнижим дохотком, дошло је до значајног раста реалних зарада у 2024. и 2025. години, чему су допринели успоравање инфлације и раст минималне зараде, што је резултирало готово пуном покривеношћу минималне потрошачке корпе минималним зарадама и указује на побољшање куповне моћи ове групе становништва.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Каматна стопа на динарске кредите привреди благо је смањена током Т4, уз наставак пада каматне стопе на динарске готовинске кредите становништву, које су достигле историјски минимум од 8,2%. Такав тренд резултат је супервизорских очекивања Народне банке Србије за повољније кредитирање становништва с месечним примањима до 100.000 динара. Цена задуживања у еврима готово да није промењена током Т4, у складу са очекивањима да је процес ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а завршен.

Каматне стопе

На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током Т4 референтна каматна стопа и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице задржане су на нивоима од 5,75%, 7,00% и 4,50%, респективно, што је допринело томе да осцилације каматних стопа на тржишту новца буду минималне.

Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту новца, *BEONIA*, остала је током Т4 готово непромењена и износила је 4,42% крајем децембра. Минималне осцилације бележиле су и каматне стопе *BELIBOR*, које су се кретале у распону од 4,51% за најкраћу рочност до 4,73% за рочност од шест месеци. Вишкови динарске ликвидности банака смањени су током Т4, пре свега по основу интервенција Народне банке Србије нето продајом девиза на домаћем девизном тржишту, али и по основу убрзавања кредитне активности банака. У складу с тим, просечно стање репо продатих ХоВ смањено је у односу на септембар за 117,3 млрд динара, на 333,9 млрд динара у децембру, док су просечни преконоћно депоновани вишкови банака код Народне банке Србије смањени за 10,7 млрд динара, на 124,5 млрд динара.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ током Т4 одржана је аукција за десетипогодишње ХоВ, што је било четврто реотварање аукције из јануара 2025. Том приликом продате су обвезнице у номиналном износу од 6,0 млрд динара, по извршној

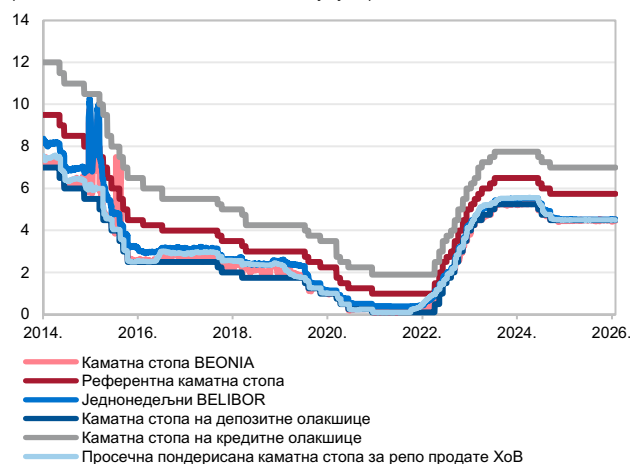
Графикон IV.1.1. Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности



Извор: НБС.

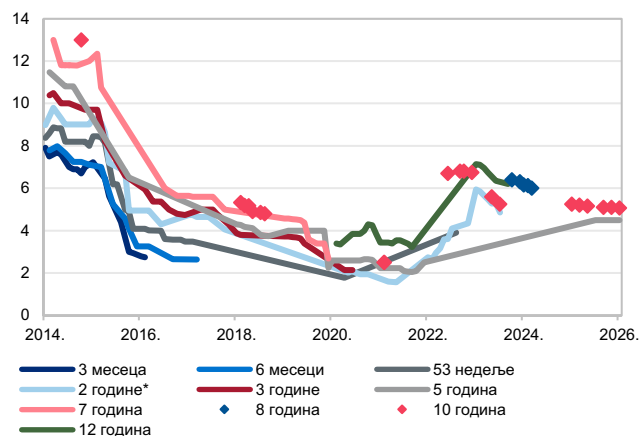
Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

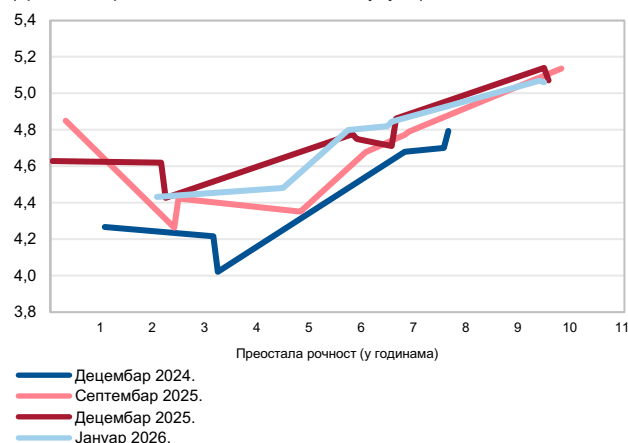
Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу Народне банке Србије.

стопа од 5,10%, која је остала непромењена у односу на реотварање из септембра. На петом реотварању аукције за десетипогодишње ХоВ у јануару 2026, продато је преосталих 11,6 млрд динара, по незнатно нижој извршној стопи од 5,07%. Тиме је испуњен планиран обим емисије од 180 млрд динара, чиме је њихово учешће према тржишној капитализацији друго по реду, после дванаестипогодишњих ХоВ. У јануару је одржано и прво реотварање аукције за продају петогодишњих ХоВ из јула 2025. године, које су продате у номиналној вредности од 51,6 млрд динара (тражња је износила 60,2 млрд динара), по непромењеној извршној стопи од 4,49%. С обзиром на то да су у јануару доспеле претходно емитоване седмогодишње ХоВ у номиналној вредности од 150,0 млрд динара, стање портфеља динарских ХоВ смањено је крајем јануара на 766,8 млрд динара.

Графикон IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Када је реч о државним ХоВ у еврима, након што је у јулу продат целокупан обим дванаестогодишњих ХоВ у еврима, држава је у децембру извршила додатну емисију. Продате су ХоВ у номиналној вредности од 200 млн евра (тражња је била виша и износила је 254,8 млн евра), по готово идентичној извршној стопи од 4,97%. Пошто током Т4 није било доспећа претходно емитованих обвезница, стање портфеља ХоВ у еврима повећано је крајем децембра на 1.791,2 млн евра, колико је износило и крајем јануара ове године.

Током Т4, на секундарном тржишту динарских ХоВ промет је снижен за 5,2 млрд динара у односу на Т3 и износио је 52,1 млрд динара. Просечни пондерисани приноси на обвезнице преостале рочности до три и до шест година благо су повећани, за по 10 б.п., на нивое од 4,45% и 4,77%, респективно, док су приноси за преостале рочности до седам и до десет година незнатно снижени, на 4,77% и 5,07%, респективно.

Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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

Каматна стопа на динарске кредите привреди смањена је током Т4 за 0,2 п.п. и у децембру је износила 6,2%, услед пада каматних стопа на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите за око 0,2 п.п., на 6,1% и 7,2%, респективно. Каматна стопа на нове динарске кредите становништву снижена је за 0,7 п.п., на 8,1%, доминантно опредељена истом динамиком каматне стопе на готовинске кредите, која је смањена на историјски минимум од 8,2%. Ова кретања резултат су супервизорских очекивања Народне банке Србије, уведених септембра 2025, да се омогући приступ повољнијим кредитима за грађане с редовним месечним примањима до 100.000 динара, услед чега је реализација готовинских кредита у Т4 била рекордна.

Током Т4 каматне стопе **на нове кредите привреди у еврима бележиле су благ раст у децембру**, за 0,1 п.п., на 4,8%. Разлог томе је пораст каматне стопе на остале некатегорисане кредите за 0,5 п.п., на 5,1%, што је делимично компензовано падом каматне стопе на инвестиционе кредите за 0,2 п.п., на 5,1%. Инвестициони кредити остварили су рекордну реализацију у децембру и чинили су готово половину кредитирања привреде у евро знаку. Каматне стопе на кредите **становништву у еврима током Т4 остале су непромењене**, јер је благи раст каматне стопе на стамбене кредите за 0,1 п.п., на 4,5%, неутрализован падом каматне стопе на остале некатегорисане кредите у истој мери (на 5,7%).

Каматне стопе по основу дуга по кредитним картицама и прекорачења по текућем рачуну и у децембру снижени су у односу на септембар за 0,3 п.п. и 0,5 п.п., на 14,7% и 17,1%, респективно. У односу на крај 2024. године, камате на ове, уједно и најскупље видове задуживања, знатно су смањене, за 7,7 п.п. и 10,8 п.п., респективно, услед примене ограничења каматних стопа у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга. Ова мера допринела је повећању расположивог дохотка становништва.

Каматне стопе на штедњу становништва у динарима и еврима повећане су током Т4 за 0,4 п.п. и 0,6 п.п., на 4,8% и 3,3%, респективно, што је сезонски уобичајено, с обзиром на то да су новембар и децембар месеци када се бележи пораст штедње.

Премија ризика

Глобална премија ризика кретала се доминантно силазном путањом током Т4, пре свега под утицајем наставка ублажавања монетарних услова од стране ФЕД-а, као и слабијих података у САД. **Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима, изведена на бази *EMBI Composite***, на крају децембра износила је 231 б.п., што је за 27 б.п. ниже него крајем септембра. Истовремено, доларска премија ризика Србије повећана је за 14 б.п., на 131 б.п. крајем децембра, што се може довести у везу с повећаном неизвесношћу услед ступања на снагу санкција НИС-у, при чему је и даље остала на знатно нижем нивоу од композитне мере ризика земаља у успону. Током јануара композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима додатно је смањена, за 9 б.п., на 222 б.п. Услед смањене неизвесности након постизања прелиминарног споразума о преузимању већинског власништва у НИС-у од стране мађарске компаније МОЛ, смањена је и премија ризика Србије, за 16 б.п., на 115 б.п. крајем месеца.

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

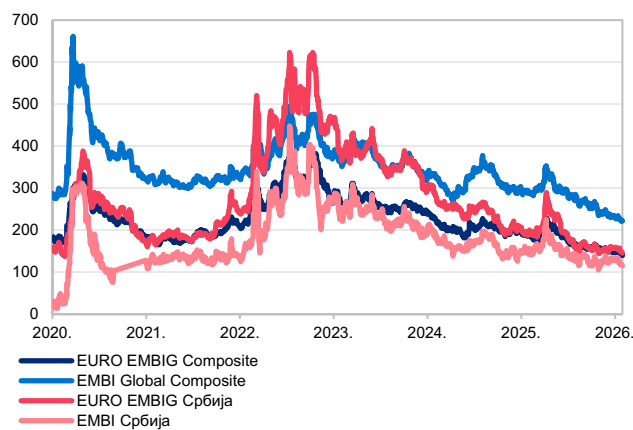
	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2024.		2025.	2024.		2025.
	T4	T3	T4	T4	T3	T4
Укупни кредити становништву*	9,9	8,8	8,1	5,5	4,6	4,6
Готовински кредити	10,2	8,8	8,2	2,4	3,3	3,4
Стамбени кредити	10,6	9,7	10,0	4,9	4,4	4,5
Потрошачки кредити	2,5	2,4	2,0	6,2	5,5	5,5
Остали кредити	8,2	9,2	8,7	8,7	5,8	5,7
Укупни кредити привреди*	6,9	6,4	6,2	5,6	4,7	4,8
Кред. за обртна сред.	6,9	6,2	6,1	5,4	4,5	4,5
Инвестициони кред.	6,9	7,4	7,2	5,7	5,3	5,1
Остали кредити	7,0	6,5	6,1	5,8	4,6	5,1
Кредити за увоз	-	-	-	5,6	2,9	3,9

Извор: НБС.

Напомена: Подаци се односе на просечне вредности последњег месеца у тромесечју.

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

Графикон IV.1.6. Показатељи премије ризика (дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

Табела IV.1.2. Кредитни рејтинг

(промена рејтинга и изгледа)

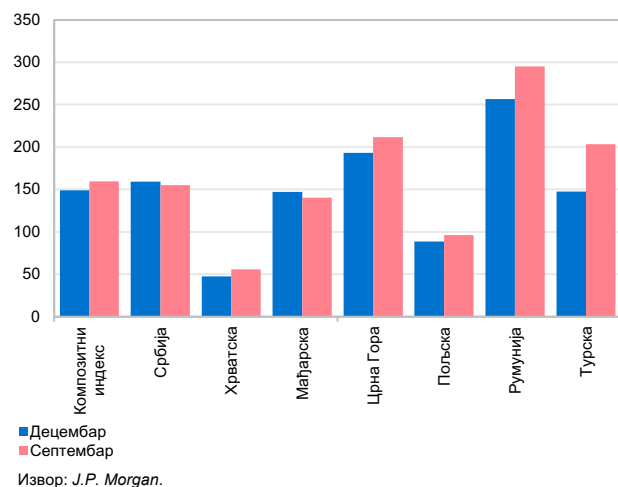
	2020.	2021.	2022.	2024.	
S&P	BB+ /стабилни ³⁾	BB+ /позитивни ⁷⁾	BB+ /стабилни ⁴⁾	BB+ /позитивни ²⁾	BBB- /стабилни ⁶⁾
Fitch				BB+ /позитивни ⁵⁾	
Moody's		Ba2/стабилни ¹⁾		Ba2/позитивни ⁵⁾	

Извор: НБС.

¹⁾ Март, ²⁾ Април, ³⁾ Мај, ⁴⁾ Јун, ⁵⁾ Август, ⁶⁾ Октобар, ⁷⁾ Децембар.

Напомена: У 2023. и 2025. није било промене рејтинга и изгледа.

Графикон IV.1.7. Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима (крај месеца, у б.п.)



Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, изведена на бази *EURO EMBIG Composite*, смањена је у Т4 за 11 б.п., а у јануару за 9 б.п., на 140 б.п. крајем месеца. Насупрот томе, **премија ризика за Србију за дуг у еврима** незнатно је повећана у Т4 (за 4 б.п.), на 159 б.п. крајем децембра, док је у јануару смањена на 145 б.п. крајем месеца. Од земаља у окружењу, раст премије ризика у Т4 забележен је и у Мађарској (за 7 б.п.), док је највеће смањење регистровано у Турској (за 56 б.п.) и Румунији (за 38 б.п.).

Рејтинг агенција *Fitch* у јануару 2026. задржала је кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга. Према оцени агенције, кључни фактори за овакву одлуку су адекватно вођена економска политика – пре свега одговорно управљање јавним финансијама и раст девизних резерви – као и већи БДП по глави становника у односу на просек земаља истог нивоа кредитног рејтинга. Поред тога, на позитивне изгледе за промену рејтинга одражава се и чињеница да ће привредни раст водити инвестиције у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, уз наставак опадајуће путање јавног дуга, као и јачање екстерне позиције.

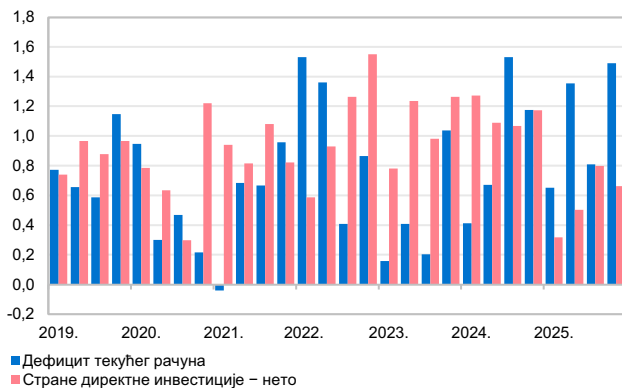
Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса у Т4 чинили су приливи по основу финансијских кредита и СДИ. Ти приливи су надмашили одливе забележене по основу трговинских кредита, портфолио инвестиција и повећања средстава банака на рачунима у иностранству.

Прилив СДИ у Србију у Т4 износио је 898,1 млн евра, док је, узимајући у обзир улагања резидената у иностранство, остварен нето прилив СДИ од 661,2 млн евра. Посматрано на нивоу године, укупан прилив СДИ у Србију у 2025. износио је 3,5 млрд евра (3,9% БДП-а), што је за 33,5% мање од рекордног прилива из 2024. године, при чему су на инвестициони сентимент неповољно утицале глобалне трговинске тензије и друштвено-политичка дешавања у Србији. Више од две трећине прилива (око 70%) било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, а СДИ су задржале географску и пројектну распрострањеност. Повећана улагања резидената у иностранство (1,2 млрд евра), првенствено по основу једнократних фактора, утицала су да у 2025. нето прилив СДИ износи 2,3 млрд евра.

Графикон IV.1.8. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ

(у млрд EUR)



Током Т4 нерезиденти су улагали у корпоративне обвезнице и државне ХоВ на примарном тржишту, али су та улагања била нижа од продаје ХоВ на секундарном тржишту. Поред тога, резиденти су повећали улагања у иностране ХоВ, тако да је по основу **портфолио инвестиција** у Т4 забележен нето одлив капитала од 157 млн евра. Исти фактори, уз доспеће претходно емитованих државних ХоВ, утицали су на то да на нивоу године по основу портфолио инвестиција у 2025. буде регистрован нето одлив капитала од око 881 млн евра.

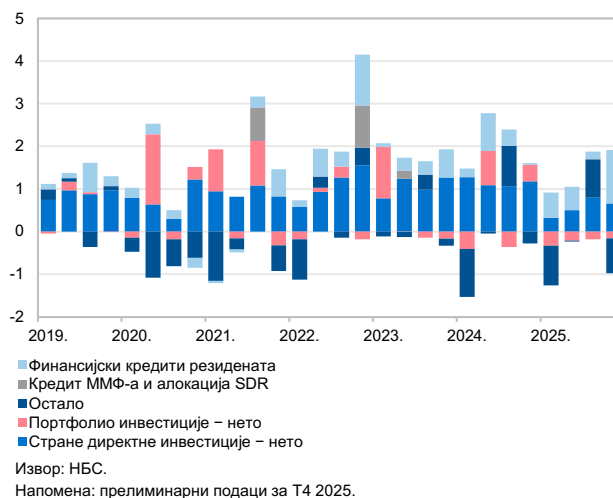
По основу **финансијских кредита** у Т4 остварен је нето прилив у износу од 1.252,9 млн евра, при чему се више од половине тог прилива односило на нето задужење државе. Поред тога, и предузећа и банке повећали су кредитне обавезе према иностранству. С друге стране, по основу **трговинских кредита и аванса** регистрован је одлив у износу од 784,8 млн евра. Истовремено, раст средстава на рачунима домаћих банака у иностранству надмашио је повећање средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, што је резултирало одливом по основу **готовог новца и депозита** од 56,3 млн евра. Прилив по основу осталих инвестиција на нивоу године износио је 1,7 млрд евра, а највише су му допринели финансијски кредити приватном сектору.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

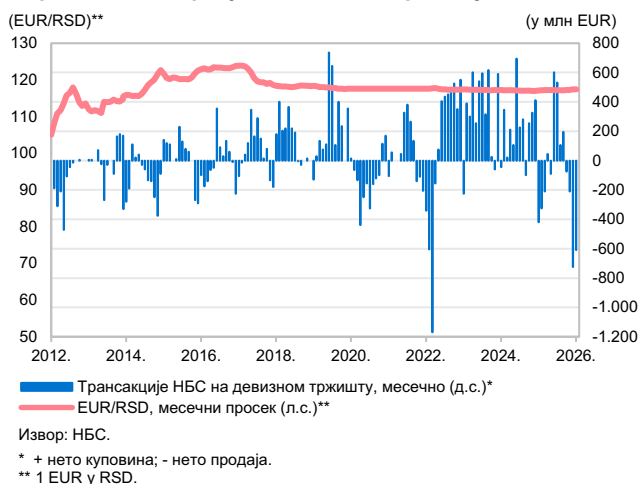
Иако су депрецијацијски притисци били доминантни током Т4, динар је наставио релативно стабилно кретање према евр, чему су допринеле интервенције Народне банке Србије на МДТ-у. Номинално посматрано, вредност динара према евр крајем децембра била је за 0,1% нижа него крајем септембра, а за 0,2% нижа него крајем 2024. Посматрано крајем периода, динар није променио вредност према америчком долару у Т4, док је на нивоу 2025. године номинално ојачао за 12,5%, под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту.

Тражња за девизама у Т4 била је знатно већа од понуде, на шта је, поред сезонских фактора (попут увоза енергената и исплате дивиденди појединих банака и компанија у страном власништву), утицала и неизвесност повезана са уведеним санкцијама НИС-у. Таква кретања одразила су се на депрецијацијске притиске, који су били посебно изражени у децембру. Тражњу за девизама креирали су и резиденти и нерезиденти, а у новембру и, посебно, у децембру на страни тражње деловала је и нето продаја ефективног

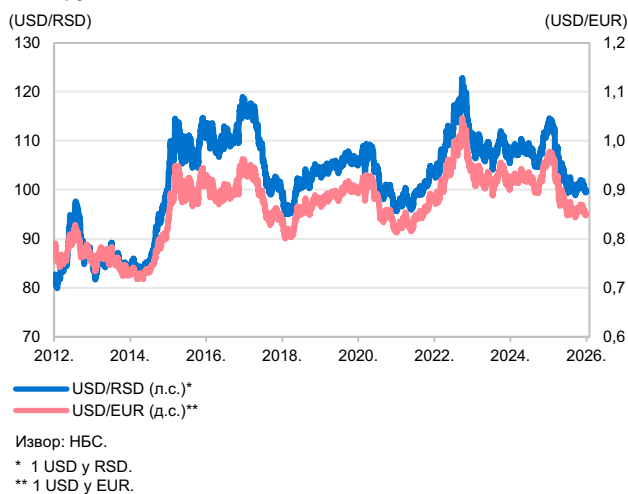
Графикон IV.1.9. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



Графикон IV.1.10. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и евра према долару



страног новца од стране банака. На раст тражње за девизама током Т4 утицало је и скраћење девизне позиције банака по основу платних картица, док је повећање нето индексиране имовине банака⁴ допринело расту понуде девиза, али недовољно да покрије тражњу за девизама.

Како би у условима повећане тражње за страном готовином обезбедила несметано функционисање мењачког тржишта, Народна банка Србије је у децембру донела привремене мере којима се олакшава снабдевање овлашћених мењача ефективним страним новцем,⁵ а на неодређено време укинута је могућност наплате провизије мењачима приликом обављања мењачких послова.

Поред тога, ради одржавања релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије је на МДТ-у током Т4 нето продала 1.010,0 млн евра, при чему се највећи део (преко 70%) односио на нето продају у децембру. Таква кретања определила су да, посматрано на нивоу 2025. године, Народна банка Србије буде нето продавац 580,0 млн евра на МДТ-у.

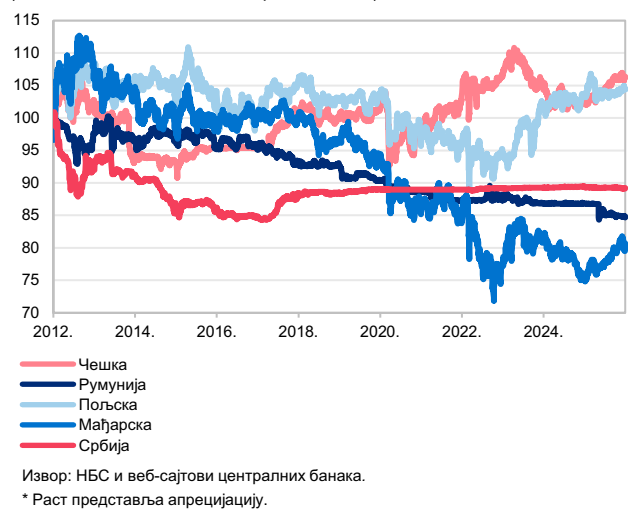
Девизне резерве крајем 2025. износиле су 29,0 млрд евра, што је било благо ниже него крајем 2024. године (29,3 млрд евра). Ниво девизних резерви на крају 2025. знатно је изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност – покрива нешто мање од седам месеци увоза робе и услуга и 156% новчане масе М1.

Депрецијацијски притисци настављени су и у јануару 2026, пре свега под утицајем повећане тражње резидената за девизама, при чему је Народна банка Србије на МДТ-у продала 610,0 млн евра.

Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације бележиле су дивергентна кретања према евр током Т4. Ојачали су чешка круна (0,4%), пољски злот (1,0%) и мађарска форинта (1,5%), док је румунски леј ослабио (0,3%). Посматрано на нивоу године, у 2025. пољски злот је ојачао за 1,1%, чешка круна за 3,9%, а мађарска форинта за 6,4%, док је румунски леј ослабио за 2,4%.

Графикон IV.1.12. Кретање курсева одређених националних валута према евр*

(дневни подаци, 31. децембар 2011 = 100)



⁴ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

⁵ Мера је донета 9. децембра 2025. и омогућава да овлашћени мењачи ефективни страни новац купљен од банака враћају у року од 30 дана, уместо дотадашњег рока од седам дана. Ефекти донетих мера били су видљиви већ крајем децембра, а из предострожности важење ове мере продужено је 8. јануара 2026. за додатних 30 дана. Важење ове мере продужено је и у фебруару, при чему ће у периоду од 11. фебруара од 15. марта мењачи бити обавезни да врате ефективну банци у року од 15 дана.

Осврт 3: Специфичности деловања фактора на девизном тржишту Србије у 2025. години

Претходна, 2025. година по много чему била је 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 млн евра**, што је условило да **Народна банка Србије први пут од пандемијске 2020. године** на годишњем нивоу буде **нето продавац девиза**, и то у износу од **580 млн евра**. Од 2017. године Народна банка Србије се у највећој мери суочава са апрецијацијским притисцима, тј. притисцима ка јачању домаће валуте према еврџу. 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 износила је 11,3 млрд евра**.

Посматрано по појединачним факторима који утичу на кретања на домаћем девизном тржишту, и поред највећег годишњег раста индексиране имовине банака (2,1 млрд евра) икада забележеног, као специфичног фактора на страни понуде девиза, остали кључни чиниоци имали су депрецијацијски ефекат, доприносићи 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 млн евра. **Резиденти** (домаћа правна и физичка лица) били су у 2025. години, након две године нето продаје девиза, **нето купци стране валуте** (1.088,7 млн евра), док су **нерезиденти** (страна лица), већ **традиционално**, били **на страни девизне тражње**, али сада са 1.273 млн евра нето куповине, што је **највећи износ од 2017. године**.

Уобичајена нето куповина девиза од стране највећих увозника енергената (2.453,2 млн евра) није значајније одступала од износа за 2024. годину (2.524,1 млн евра), али је **нето продаја стране валуте других резидената** (1.364,8 млн евра) била **чак 65% (односно чак 2,5 млрд 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. Девизе су куповали и нерезиденти који су излазили из динарских обвезница или од девизног ризика штитили (тзв. хеџинг) своја динарска улагања.

Ипак, кретања током 2025. на домаћем девизном тржишту нису била једносмерна, већ прилично волатилна.

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 НИС на листу санкција, у оквиру мера усмерених против руске компаније *Gazpromneft* и Руске Федерације. Санкције нису одмах ступиле на снагу, већ су више пута одлагане, све до почетка октобра 2025. године, када *OFAC* није одобрио продужење лиценце за пословање НИС-а, 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, 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 млрд евра**, при чему су **износи девиза купљени током ове две године били редом – први и други највећи икада забележени**. Главни покретачи таквих кретања били су побољшани макроекономски показатељи и повољна платнобилансна кретања, пре свега рекордни приливи СДИ, али и приливи по основу извоза, дознака и туризма. Наведено, уз раст отпорности земље на шокове, било је разлог и за добијање кредитног рејтинга инвестиционог ранга од стране агенције *Standard & Poor's* у октобру 2024. године, што су препознале и друге рејтинг агенције и међународне институције. Након оваквих кретања током 2023. и 2024. године, **Народна банка Србије је у 2025. години била нето продавац девиза први пут од 2020. године, у износу од 580 млн евра, а динар је номинално ослабио за 0,2% у односу на евро**. Када је реч о факторима који су деловали на домаће девизно тржиште и курс динара у 2025. години, могу се издвојити три потперода:

• **Период јануар–мај 2025. године:** Очекивани сезонски депрецијацијски притисци услед појачаног увоза енергената интензивирани су услед **вести о увођењу санкција НИС-у почетком године**, уз додатни раст тражње за девизама ради попуњавања залиха енергената. У овом периоду понуда девиза осталих домаћих компанија била је смањена, делимично и као последица мањег прилива СДИ услед ситуације у вези с НИС-ом, 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).

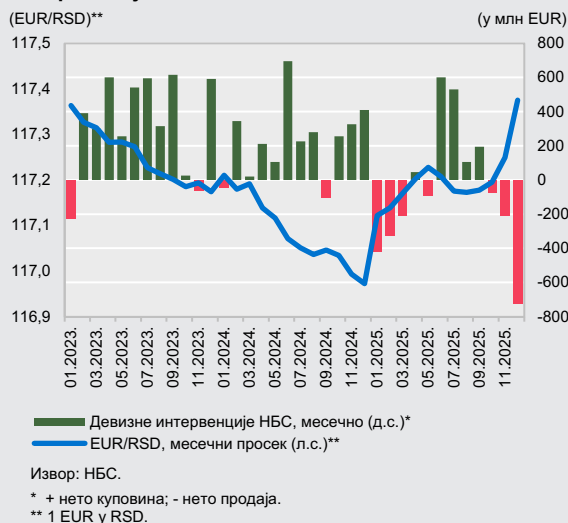
Сви ови фактори деловали су **синхронизовано, појачавајући депрецијацијске притиске**. Народна банка Србије имала је активнију улогу на девизном тржишту и током првих пет месеци интервенисала **нето продајом у износу од 1 млрд евра** на домаћем девизном тржишту.

• **Период од јуна до краја септембра 2025. године:** Притисци ка јачању динара према евр 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 средином 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 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 млрд евра**.

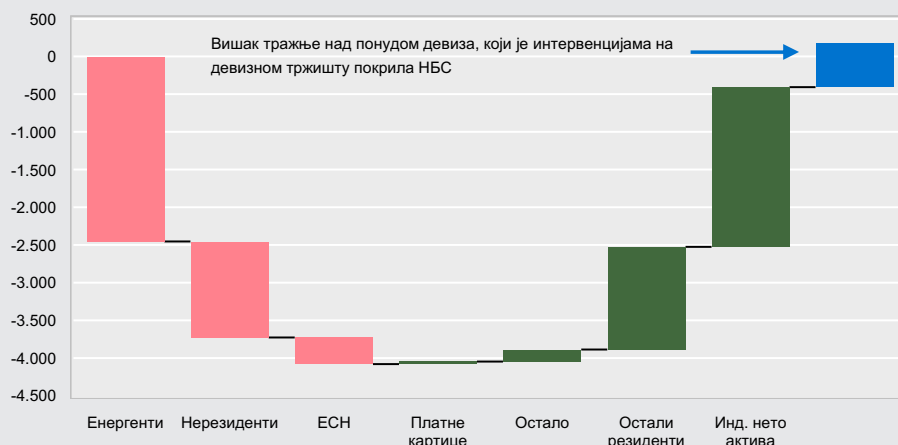
• **Последње тромесечје 2025:** Након што **ОЕАС није одобрио продужење лиценце НИС-у, после 8. октобра, санкције су и формално почеле да делују на НИС**. Ово је изазвало **нови талас притисака на девизно тржиште, пре свега кроз канал очекивања, односно деловање психолошког фактора и последичну повећану тражњу становништва за страном валутом**, што је кореспондирало и са сезонском факторима – почетком грејне сезоне и повећаним увозом енергената, као и исплатом дивиденди од стране банака и компанија у страном власништву. Током последњег тромесечја, сви фактори на девизном тржишту, изузев наставак 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 наша компанија НИС на било који начин угрози финансијску стабилност земље, становништво је у значајном обиму и под утицајем психолошког фактора у великој мери безразложно панично куповало и девизе и ефективни страни новац од банака, при чему је знатно порасла и тражња за страном валутом у мењачницама, што је продубило депрецијацијске притиске. **Од краја новембра до краја године, физичка лица су нето купила преко 660 млн 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 МДТ-у ради одржавања релативне стабилности куса динара према евр 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

Графикон О.3.1. Курс динара према евр у и девизне интервенције



Графикон О.3.2. Фактори на девизном тржишту у 2025.



Извор: НБС.

послова, како би се додатно олакшало снабдевање ефективом овлашћених мењача од стране банака, као и укидањем провизије за мењачке послове. **Народна банка Србије је у Т4 2025. године интервенисала нето продајом у износу од 1,01 млрд 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 ефективом знатно је смањена, уз постепени повратак у нормалне токове.**

Кретања на девизном тржишту током 2025. године (Графикон О.3.2) 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.

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 и ублажи изражене депрецијацијске притиске, чиме је још једном потврђена улога курса динара као кључног ослонца финансијске стабилности у условима повећане неизвесности, а самим тим и његов значај за целокупну макроекономску стабилност и привредни раст.

2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 успорила је м.г. раст у Т4, услед споријег раста најликвидније компоненте – динарских депозита по виђењу. Динарска штедња резидената забележила је умерен раст и крајем 2025. године достигла нови највиши ниво од 203,4 млрд динара.

Захваљујући повољнијим условима задуживања и ублаженим кредитним стандардима, кредитна активност додатно је убрзала м.г. раст, на 15,4% у децембру. То је, уз очуван квалитет активе банкарског сектора, допринело да се учешће NPL у укупним кредитима спусти на нови минимум од 2,11% у децембру. Грађани и привреда више су користили динарске него девизно индексирани кредити, што је допринело томе да степен динаризације пласмана крајем године достигне 39,3%, а највиши степен динаризације до сада, од 46,9%, бележи се и на страни депозита.

Новац

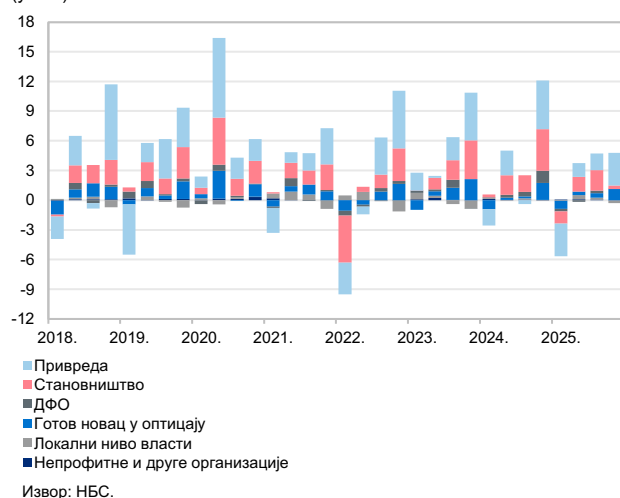
Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, забележио је раст у Т4 од 3,0%, слично као у претходном тромесечју. Раст је у највећој мери био одређен растом најликвидније компоненте, динарских депозита по виђењу, док су динарски орочени депозити и девизни депозити дали нешто мањи, али међусобно приближно једнак допринос.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу повећани су у Т4 за 53,6 млрд динара, првенствено услед раста трансакционих депозита привреде (сектора грађевинарства и некретнина). Расту је у мањој мери допринело и повећање стања на текућим рачунима грађана. Динарски орочени и штедни депозити повећани су за 38,5 млрд динара, подстакнути растом депозита привреде (већином од услужног сектора и грађевинарства), уз мањи допринос раста депозита других финансијских организација и умереног повећања штедне становништва. Динарска штедња становништва достигла је нови највиши ниво од 203,4 млрд динара⁶ на крају децембра.

Девизни депозити немонетарних сектора у Т4 повећани су за 306,4 млн евра, што је делом и резултат

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

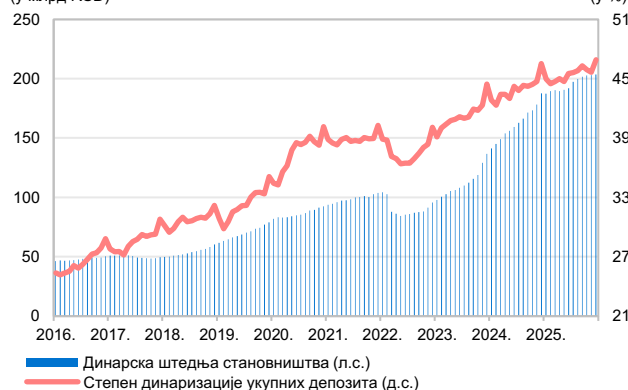
(у п.п.)



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

(у млрд RSD)

(у %)



⁶ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају децембра износила око 206,2 млрд динара, а девизна штедња 16,2 млрд евра.

сезонски уобичајеног повећања. Девизна штедња становништва повећана је за око 284 млн евра (која је достигла нови највиши ниво од 15,4 млрд евра), уз нешто мањи допринос повећања депозита привреде. Насупрот томе, девизни депозити осталих сектора забележили су пад.

Степен динаризације депозита привреде и становништва током Т4 повећан је за 0,6 п.п., на рекордно висок ниво од 46,9% у децембру, услед релативно бржег раста динарских депозита (пре свега депозита привреде) од девизних депозита.

Посматрано на мг. нивоу, новчана маса М3 током Т4 успорила је раст, који је у децембру износио 6,5%, што је било опредељено умеренијим растом најликвидније динарске компоненте.

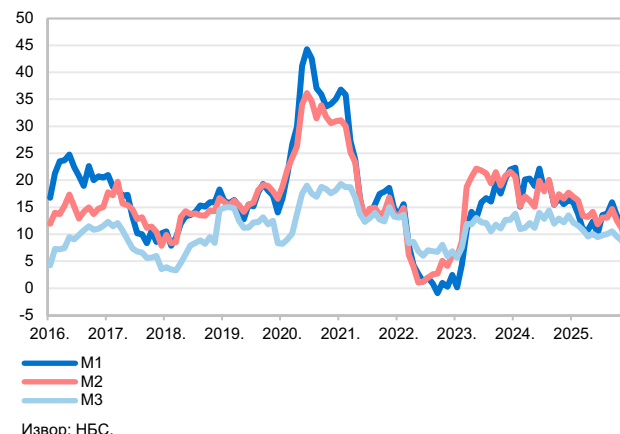
Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору наставили су да убрзавају мг. раст током Т4, који је у децембру, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁷ достигао 15,4%. То је највиша годишња стопа раста још од 2008. године, при чему је раст био вођен **кредитирањем становништва**, које је у 2025. повећано за 19,5%, и **кредитирањем привреде**, које је такође остварило двоцифрен раст (11,3%).

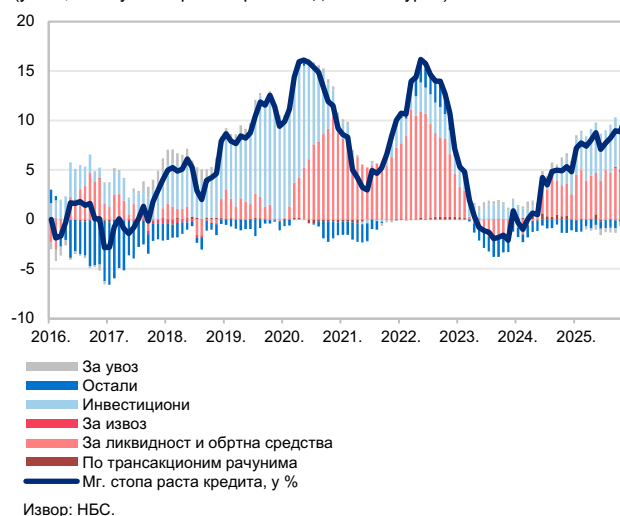
Кредити привреди повећани су у Т4 за 46,8 млрд динара, при чему се више од четири петине раста односило на задужење привредних друштава. Раст је био доминантно вођен одобравањем инвестиционих кредита (48,7 млрд динара), а повећано је и задужење по извозним кредитима и текућим рачунима. С друге стране, обавезе привреде по основу кредита за ликвидност и обртна средства смањене су посматрано на нивоу тромесечја услед раздуживања у октобру и новембру. Поред тога, смањене су и обавезе по кредитима за увоз и осталим некатегорисаним кредитима. Таква кретања су утицала на то да учешће инвестиционих кредита у укупним кредитима привреди буде повећано током Т4 за 1,5 п.п., на 43,4% у децембру, уз убрзање мг. раста на 12,8%. Истовремено, учешће кредита за ликвидност и обртна средства смањено је за 1,3 п.п., на 47,3%, док је њихов мг. раст убрзан на 11,8%.

Посматрано по делатностима, током Т4 највише су се задужила предузећа из енергетике, пословања некретнинама и грађевинарства, док је највећи пад

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

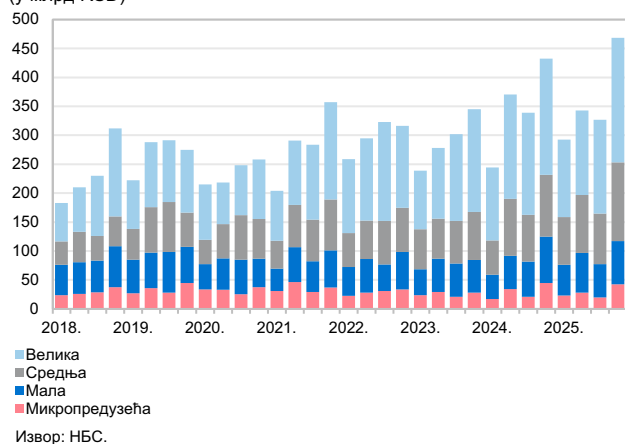


Графикон IV.2.4. **Доприноси мг. расту кредита привреди** (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



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

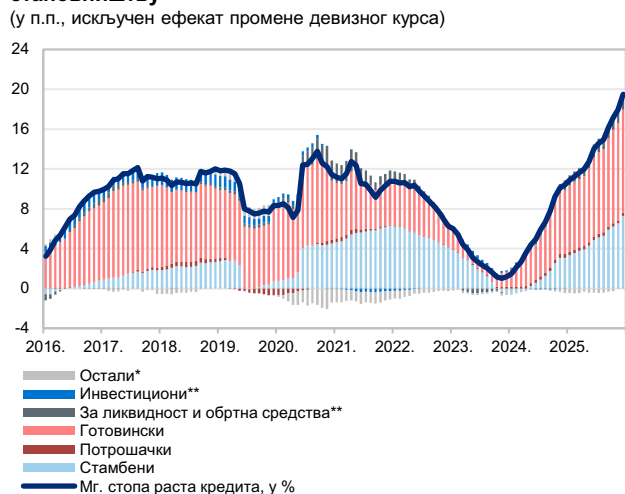
Графикон IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа (у млрд RSD)



задужења забележен код предузећа из сектора саобраћаја и трговине. Током Т4 повећано је учешће кредита одобрених сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа у укупним кредитима привреди за 1,5 п.п., на 60,6% у децембру, док је њихов мг. раст убрзан на 11,2%. Динарски кредити чинили су нешто више од трећине прираста у Т4, што је допринело да степен динаризације пласмана привреди буде повећан за 1,2 п.п. и у децембру достигне 22,9%.

Обим новоодобрених кредита привреди у Т4 износио је 468,4 млрд динара, што је за 8,3% више него у истом периоду 2024. године. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили 56% новоодобрених кредита привреди, а нешто више од половине тих кредита било је усмерено на сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа. На инвестиционе кредите односило се 33% нових кредита, а скоро две трећине тих кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

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



* Обухвата доприносе потраживања по трансакционим рачунима, кредитним картицама и осталим некатегорисаним кредитима.

** Кредити одобрени предузетницима.

Кредити становништву повећани су у Т4 за 94,1 млрд динара, што је највећи тромесечни прираст још од Т3 2008. Као и раније, тај раст био је вођен растом готовинских кредита (49,0 млрд динара) и стамбених кредита (36,2 млрд динара), а допринеле су му и мере које омогућавају повољније услове задуживања грађана с месечним примањима до 100.000 динара.⁸ Поред тога, расту стамбених кредита доприноси и одобравање кредита из програма за младе, на које се односило 37% повећања стамбених кредита у Т4. Повећано је и задуживање грађана по потрошачким кредитима и кредитним картицама, док су задужења по текућим рачунима смањена. Таква кретања су утицала на то да учешће готовинских кредита у укупним кредитима становништву буде повећано у Т4 за 0,2 п.п., на 47,4% у децембру, док учешће следећих по заступљености, стамбених кредита (38,2%), није промењено. Истовремено, и готовински и стамбени кредити наставили су да убрзавају мг. раст и, посматрано на нивоу године, у 2025. повећани су за 22,3% и 19,0%, респективно. Грађани су наставили да се претежно задужују у динарима, што је допринело да динаризација пласмана становништву буде повећана у Т4 за 0,2 п.п., на 56,2% у децембру.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т4 износио је 334,3 млрд динара и био је за 40,9%

⁸ За више детаља о мерама за повољније кредитирање грађана с нижим примањима видети Извештај о инфлацији – новембар 2025, Осврт 3.

виши него у истом периоду 2024. године, највише захваљујући већем износу новоодобрених готовинских и стамбених кредита.

Резултати јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке у Т4 ублажиле кредитне стандарде и за привреду и за становништво. Код привреде су ублажени стандарди за дугорочне кредите, под утицајем нижих трошкова извора за кредите, а код појединих банака томе су допринеле и посебне кампање које се односе на скраћене процедуре одобравања кредита малим правним лицима (обухваћене у оквиру „других фактора“). Код становништва, кредитни стандарди су додатно ублажени за све динарске кредите, као и за девизно индексирани стамбене кредите, пре свега захваљујући деловању конкуренције. Банке су оцениле да је у Т4 тражња привреде за динарским и дугорочним девизно индексираним кредитима додатно порасла, као и да је раст био израженији на сегменту малих и средњих предузећа. Као и у претходна два тромесечја, раст тражње био је вођен потребама финансирања обртних средстава, за којим следи финансирање инвестиција. Становништво је у Т4 највише повећало тражњу за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, а затим за девизно индексираним стамбеним кредитима и динарским потрошачким кредитима. Према оцени банака, томе су допринеле потребе за рефинансирањем постојећих кредита и куповина непокретности, више зараде и набавка трајних потрошних добара.

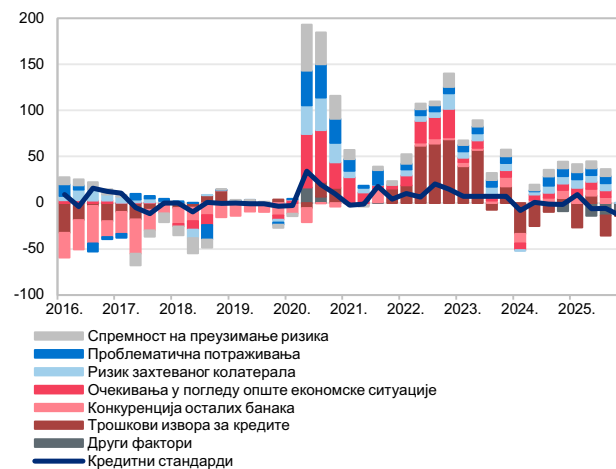
Бруто ***NPL*** показатељ спустио се на нову најнижу вредност од 2,11% у децембру, што је за 0,1 п.п. ниже у односу на септембар. За исто толико је смањен и ***NPL*** показатељ сектора становништва,⁹ на 2,7%, док је за сектор привреде¹⁰ тај показатељ смањен за 0,2 п.п., на 1,4%. Покривеност ***NPL*** и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 114,2% ***NPL***, док је исправка вредности ***NPL*** била на нивоу од 61,6% ***NPL***.

Показатељ адекватности капитала на крају Т3 износио је 21,0%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

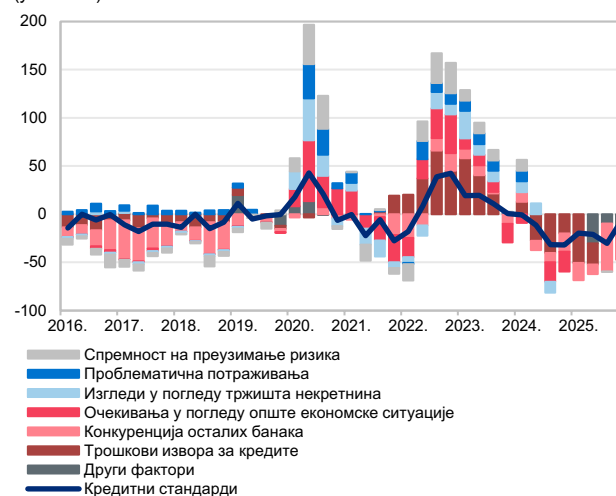
⁹ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

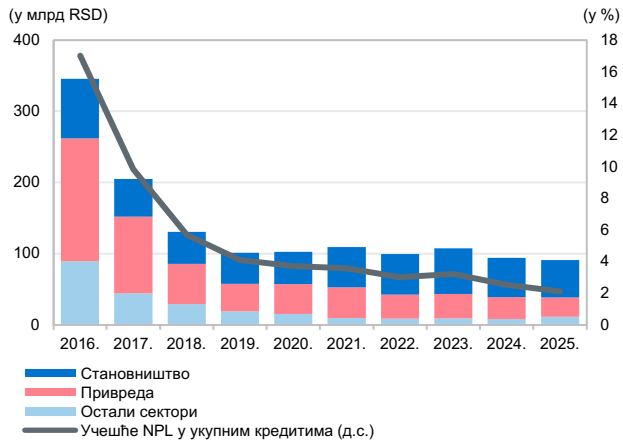
¹⁰ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће ***NPL*** у укупним кредитима такође је смањено, за 0,2 п.п. и у децембру је износило 1,6%.

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



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



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

Народна банка Србије је у децембру донела одлуку да повећа стопу контрацикличног заштитног слоја капитала на 0,5% (са 0%) ризичне активе банке, имајући у виду да се у Т3 2025. учешће укупних кредита (домаћих и прекограничних) у БДП-у креће изнад дугорочног тренда и да је оцењена вредност тог одступања изнад 2 п.п., које представља референтну вредност за увођење ове стопе. Банке ће бити у обавези да примењују стопу контрацикличног заштитног слоја капитала од 15. децембра 2026. године. Иако је банкарски сектор у Србији добро капитализован, високо ликвидан и профитабилан, повећањем ове стопе Народна банка Србије делује проактивно с циљем јачања финансијске стабилности, посебно у условима изражене глобалне неизвесности.

Осврт 4: Повећана стопа контрацикличног заштитног слоја капитала ради јачања отпорности банкарског сектора

Контрациклични заштитни слој капитала (енгл. *Countercyclical Capital Buffer – CCyB*) представља макропруденцијални инструмент који служи за јачање отпорности банкарског сектора током периода појачаног кредитног раста. То је инструмент којим регулатори делују проактивно, тако што у периодима појачаног кредитног раста утичу на стварање додатног слоја основног акцијског капитала, који може бити ослобођен ако се системски ризици материјализују. Начин утврђивања ове стопе за Републику Србију у потпуности је усаглашен с препоруком Европског одбора за системски ризик (*European Systemic Risk Board – ESRB 2014/1*), према којој се кредитни раст може оценити као убрзан ако је учешће укупних кредита у БДП-у за најмање 2 п.п. изнад свог дугорочног тренда. Народна банка Србије на тромесечном нивоу утврђује стопу *CCyB*-а за Републику Србију, узимајући у обзир вредност одступања учешћа укупних реалних кредита у реалном БДП-у од свог дугорочног тренда,¹ уз коришћење и других показатеља релевантних за праћење цикличне димензије системског ризика. **На седници одржаној 11. децембра 2025. године Извршни одбор Народне банке Србије донео је одлуку да стопу *CCyB*-а за Републику Србију утврди на нивоу од 0,5%, имајући у виду да је, према подацима за Т3 2025. године, оцењено да је учешће кредита у БДП-у изнад свог дугорочног тренда за више од 2 п.п., који је утврђен као праг.**

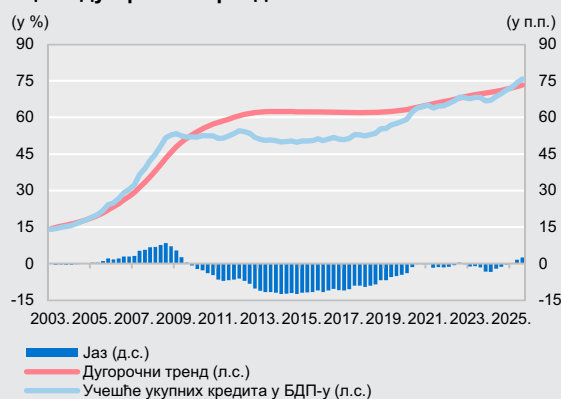
Након периода експанзивне кредитне активности од 2000. до 2008. године, крајем 2009. године оцењено одступање учешћа укупних кредита² у БДП-у од свог дугорочног тренда ушло је у зону негативних вредности, односно оцењено је да је кредитни јаз био негативан. Од 2014. године поново је присутан кредитни раст, који је утицао на то да се учешће укупних кредита у БДП-у приближи свом дугорочном тренду, док је убрзање, које се бележи од почетка 2024. године, допринело да се ово учешће нађе изнад свог дугорочног тренда, тј. да кредитни јаз буде позитиван. **Према подацима за септембар 2025. године, учешће укупних кредита у БДП-у износи 75,9%, док оцењена вредност одступања учешћа реалних кредита у реалном БДП-у од свог дугорочног тренда износи 2,5 п.п., што је за 3,9 п.п. више него у истом периоду 2024. године.**

Ако се посматра кредитна активност према сектору становништва, у Т3 2025. године ови кредити налазили су се испод свог дугорочног тренда, уз забележену вредност јаза од -0,9 п.п., што је за 1,6 п.п. више у односу на исти период претходне године.

¹ Оцењен на основу једностраног *HP* филтера (ламбда = 400.000).

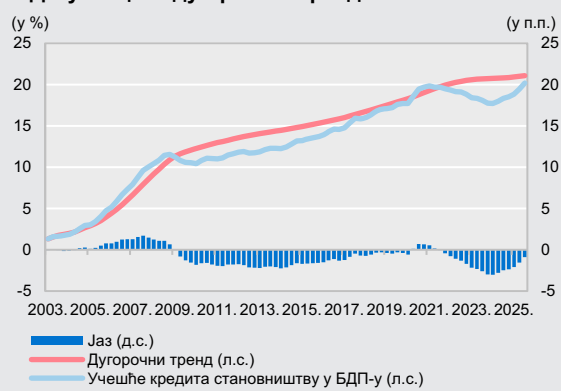
² Укупни кредити представљају укупне реалне кредите недржавног сектора, који обухватају кредите домаћих банака дате недржавном сектору (без кредита датих локалним нивоима власти и субвенционисаних кредита) и прекограничне (енгл. *cross-border*) кредите који су домаћем приватном сектору одобрени из иностранства.

Графикон О.4.1. Учешће укупних кредита у БДП-у и оцена дугорочног тренда



Извор: НБС.

Графикон О.4.2. Учешће кредита становнишву у БДП-у и оцена дугорочног тренда



Извор: НБС.

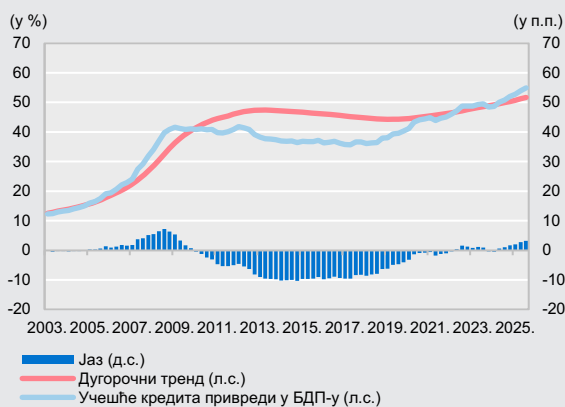
Код сектора привреде, од Т2 2022. године углавном се бележи позитиван јаз учешћа кредита у БДП-у, који је на крају Т3 2025. износио 3,2 п.п. Вредност јаза учешћа кредита привреде у БДП-у мг. посматрано повећана је за 2,3 п.п.

Да би се одредила стопа *ССуВ*-а за Републику Србију, поред одступања учешћа укупних кредита у БДП-у од дугорочног тренда, узети су у обзир и додатни опциони показатељи који се односе на тржиште непокретности, спољну неравнотежу и кретања у банкарском сектору, као и композитни показатељ системског стреса, који је конструисан ради идентификације кризних периода финансијског циклуса, анализу акумулације ризика у различитим сегментима финансијског система, као и оцену укупног нивоа системског стреса.³ На крају Т3 2025. године показатељ системског стреса забележио је изразито низак ниво, што указује на одсуство материјализације системских ризика, па се у таквим условима стопа *ССуВ*-а може флексибилно користити ради превентивног јачања капиталне базе банака.

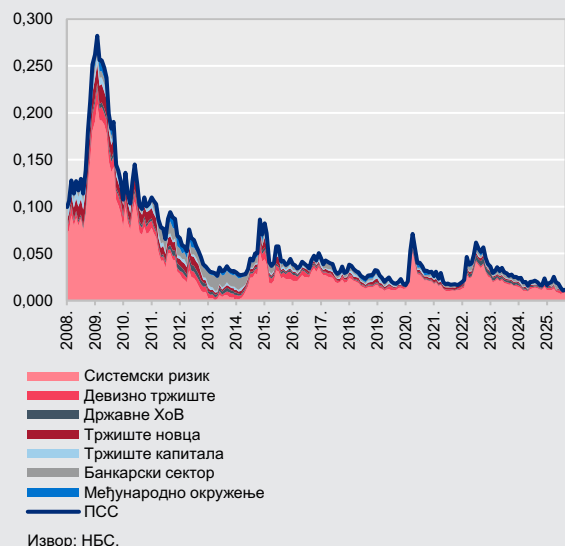
Приликом калибрације стопе *ССуВ*-а посебна пажња посвећена је потреби да се обезбеди благовремено јачање капитала банака, уз истовремено очување способности банкарског сектора да на здравим основама подржава економску активност.

Повољна макроекономска кретања у земљи, као и континуирано унапређење регулаторног оквира, утицали су на то да банкарски сектор Републике Србије остане стабилан. **Банкарски сектор Републике Србије је добро капитализован, високо ликвидан и профитабилан, а квалитет активе је очуван упркос глобалном заоштравању финансијских услова и вишедимензионалној кризи која је у протеклим годинама обележила међународно окружење.** На крају Т3 2025. године показатељ адекватности капитала банкарског сектора износио је 21,0%, што је знатно изнад регулаторног минимума (од 8%). Учешће *NPL*-а у укупним кредитима банкарског сектора у децембру 2025. године износило је 2,1% и налазило се на рекордно ниском нивоу. На тржишту непокретности настављен је умерен мг. раст цена станова, уз повећан промет и учешће куповине из кредитних извора. Одрживост екстерне позиције обезбеђује дефицит текућег рачуна, чије је учешће у БДП-у око просечне равнотежне вредности, висок прилив по основу СДИ и девизне резерве, за које је оцењено да су на адекватном нивоу.

Графикон О.4.3. Учешће кредита привреде у БДП-у и оцена дугорочног тренда



Графикон О.4.4. Кретање показатеља системског стреса и приказ доприноса најзначајнијих фактора ризика показатељу системског стреса, уз идентификацију режима финансијског стреса



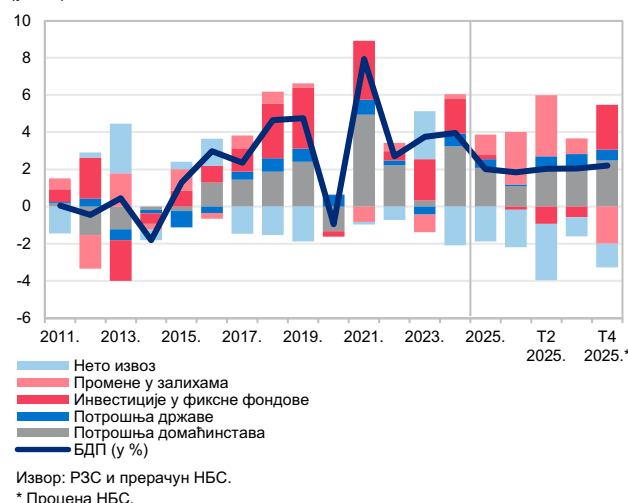
³ За више информација о кретању поменутих опционих показатеља и о показатељу системског стреса видети Образложење за утврђивање стопе *ССуВ*-а за Републику Србију од 11. децембра 2025. године (https://www.nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/finansijska-stabilnost/zastimi_slojevi_kapitala/kontraciklicni/).

Утврђена стопа *CCyB*-а од 0,5% примењиваће се од 15. децембра ове године, а банке ће бити у обавези да одржавају додатни основни акцијски капитал изнад прописаних регулаторних минимума у износу који је једнак производу њихове ризичне активе и специфичне стопе *CCyB*-а.⁴ На овај начин обезбеђује се резерва капитала која се може ослободити у случају реализације системских ризика, чиме се осигурава несметано кредитирање реалног сектора. **Коришћењем овог инструмента Народна банка Србије додатно учвршћује отпорност финансијског система на потенцијалне шокове из глобалног окружења, задржавајући флексибилност да стопу *CCyB*-а прилагоди будућим фазама кредитног циклуса.**

Према подацима *ESRB*-а, од укупно 30 европских земаља, од почетка 2026. године, 25 земаља примењује стопу *CCyB*-а већу од нуле, што указује на то да је примена овог макропруденцијалног инструмента у условима појачаних цикличних ризика широко заступљена у европској пракси.

⁴ Специфична стопа контрацикличног заштитног слоја капитала израчунава се као пондерисани просек стопа контрацикличног заштитног слоја капитала за Републику Србију и друге државе у којима банка има релевантне кредитне изложености у складу са тачком 443. Одлуке о адекватности капитала банке („Службени гласник РС”, бр. 103/2016, 103/2018, 88/2019, 67/2020, 98/2020, 137/2020, 59/2021, 67/2022, 137/2022, 48/2023, 110/2023, 102/2024, 41/2025, 70/2025, 101/2025 и 104/2025).

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



Табела IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства (реалне м.г. стопе раста, у %)

	2025.			
	T1	T2	T3	T4
Потрошња домаћинства	1,8	3,1	3,4	4,0 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	1,4	3,8	3,2	8,0
Промет у угоститељству	-8,8	2,4	4,8	3,7 **
Број домаћих туриста	-3,7	-5,7	0,1	-0,2
Број ноћења домаћих туриста	-8,4	-8,7	-1,0	-4,5
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	17,6	9,3	9,1	1,7
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	11,4	10,9	11,5	11,1 **
Прилив дознака, номинално	-8,0	-6,5	25,9	26,2
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	14,7	15,8	18,2	21,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Октобар–новембар.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2025.			
	T1	T2	T3	T4
Реалне м.г. стопе раста (у %)				
Укупне инвестиције (нац. рачуни)	9,7	10,3	1,0	1,5 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-5,3	-15,8	-11,7	10,6 *
Капитални расходи државе, номинално	-3,7	23,4	-11,0	-0,5
Број издатих грађевинских дозвола	-2,7	-7,9	-0,8	-3,0 **
Производња грађевинског материјала	1,9	0,8	2,3	-3,4
Вредност изведених радова	-5,3	-16,1	-12,3	10,6
Увоз опреме, номинално	-2,3	-6,9	4,4	15,3
Производња домаћих машина и опреме	-11,4	-16,9	-15,3	0,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Октобар–новембар.

3. Агрегатна тражња

Раст БДП-а у Т4 износио је 2,2% м.г. и, према нашој процени, био је вођен домаћом тражњом, пре свега личном потрошњом. С друге стране, негативан допринос потекао је од нето извоза услед бржег реалног раста увоза од извоза робе и услуга.

Домаћа тражња

Према нашој процени, **потрошња домаћинства** убрзала је раст у Т4 на 4,0% м.г., уз допринос од 2,5 п.п. расту БДП-а. На даљи раст приватне потрошње упућују пре свега подаци из области трговине на мало и промета у угоститељству, с обзиром на остварени раст током Т4. Иако спорим темпом него у претходном делу године, у Т4 настављен је и раст увоза потрошне робе. С друге стране, настављено је смањење броја долазака и ноћења домаћих туриста у поређењу са истим периодом претходне године.

Ако се посматрају извори личне потрошње, као и у претходном периоду, маса зарада, као њен основни извор, наставља да бележи двоцифрени номинални м.г. раст (11,1% у периоду октобар–новембар), док је реални раст масе зарада у истом периоду износио 8,2% м.г. Истовремено, номинални раст пензија у Т4 износио је 11,3% (реално 8,5% м.г.). Повољнији услови кредитирања, као резултат досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, а од септембра 2025. и супервизорских мера усмерених на обезбеђивање повољнијих услова кредитирања за категорије становништва с нижим дохотком, обезбедили су додатну подршку потрошњи домаћинства преко раста кредита намењених потрошњи, који су убрзали м.г. раст на двоцифрен ниво. Поред тога, дознаке становништва су се, након смањења током П1, од почетка П2 опоравиле и наставиле су да расту у Т4, забележивши повећање од 26,2% м.г.

Према нашој процени, **државна потрошња** у Т4 порасла је за 3,2% м.г., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,6 п.п. у Т4), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и за набавку робе и услуга. Наведена кретања су утицала на то да **укупна потрошња** у Т4 оствари м.г. раст од 3,8%.

Према нашој процени, а имајући у виду расположиве податке РЗС-а о првој процени раста БДП-а у 2025, укупне инвестиције су у Т4 забележиле м.г. раст од 1,5%, уз допринос расту БДП-а у Т4 од 0,4 п.п.

Наставак реализације значајних инфраструктурних пројеката државе, уз раст приватних инвестиција, обезбедио је позитиван допринос фиксних инвестиција расту економске активности у Т4. С друге стране, смањење залиха, према нашој процени, негативно је допринело расту БДП-а у Т4.

Ако се посматра кретање индикатора инвестиција током Т4, на опоравак инвестиционе активности упућује раст производње и увоза капиталних производа, као и раст увоза грађевинског материјала. Истовремено, подаци из области грађевинарства указују на повратак у позитивну зону, с обзиром на то да је вредност изведених радова у Т4 повећана за 10,6% мг.

У погледу извора финансирања инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран сопственим средствима услед остварене високе профитабилности предузећа из претходних година (866 млрд динара у 2024. години). Такође, током Т4 остварен је прилив СДИ од готово 900 млн евра, док су инвестициони кредити забележили мг. раст од 13,2%. Капитални расходи државе, номинално посматрано, забележили су мг. пад од 0,5%, али и даље имају релативно високо учешће у БДП-у.

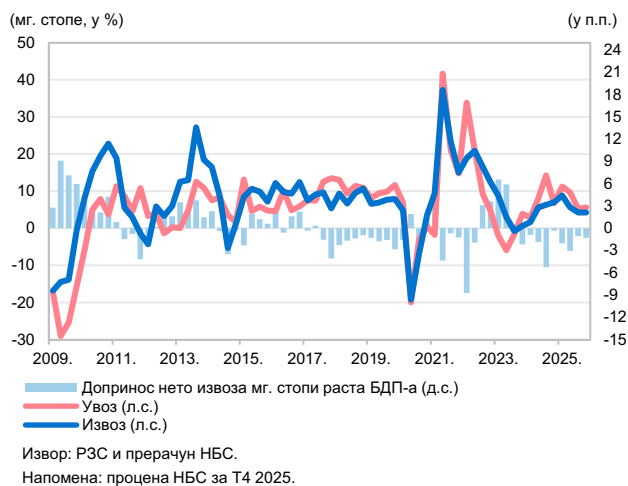
Нето екстерна тражња

Према нашој процени, **реални раст извоза робе и услуга** у Т4 износио је 4,2% мг., чиме је задржао динамику из претходног тромесечја, док је раст **увоза убрзао** на 5,6%, што је резултирало негативним доприносом **нето извоза** расту БДП-а (од -1,3 п.п.).

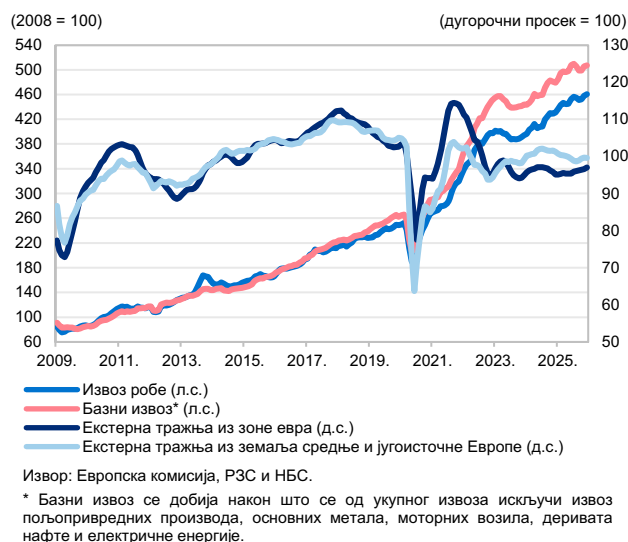
Робни извоз изражен у еврима у Т4 повећан је за 5,9% мг. Раст извоза је највећим делом резултат повећаног извоза **прерађивачке индустрије** (6,0% мг.), у оквиру које је забележен раст у 14 од 23 гране, захваљујући производној и географској распрострањености извозне понуде и инвестицијама из претходног периода. Посебно се издваја раст извоза моторних возила и производа од гуме и пластике, што је резултат повећаних инвестиција у аутомобилску индустрију и почетка серијске производње електричних аутомобила и аутомобилских гума. Порастао је и извоз рударства (59,9% мг.). С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на ниже залихе и пад извоза пољопривреде у Т4 (-32,9% мг.). Пад је забележен и код извоза електричне енергије (-10,0% мг.).

Робни увоз изражен у еврима повећан је у Т4 за 3,5% мг., највише захваљујући повећаном увозу опреме и средстава за репродукцију.

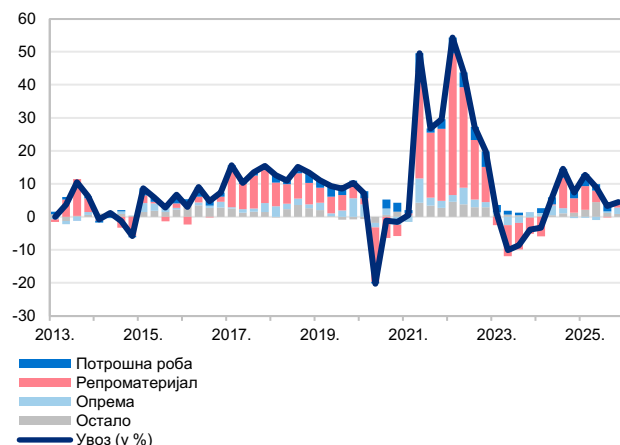
Графикон IV.3.2. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама претходне године, реф. 2021)



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



Графикон IV.3.4. Кретање главних компонената увоза (доприноси м.г. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

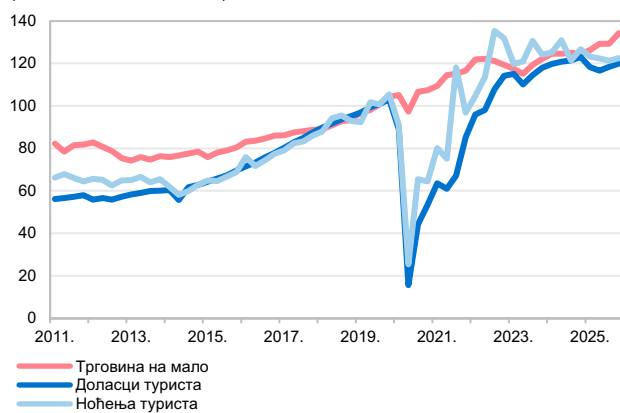
Табела IV.4.1. Доприноси м.г. расту БДП-а (у п.п.)

	2024.		2025.			
	T4		T1	T2	T3	T4*
БДП (у %, м.г.)	3,5		1,8	2,0	2,0	2,2
Пољопривреда	-0,3		0,0	0,0	0,0	0,0
Индустрија	0,9		0,4	0,6	0,5	-0,7
Грађевинарство	-0,2		-0,3	-0,8	-0,6	0,5
Услуге	2,4		1,0	1,6	1,7	2,2
Нето порези	0,7		0,3	0,6	0,5	0,3

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у Т4, остваривши суфицит у износу од 864 млн евра, упркос снажном расту увоза туристичких услуга. Извоз услуга у Т4 повећан је за 6,8% м.г., а увоз услуга за 12,7% м.г., чему су највише доприносиле управо туристичке услуге.

Покривеност робног увоза извозом повећана је током Т4 за 0,4 п.п. и у децембру¹¹ је износила 83,5% (вредност овог показатеља по укључењу услуга у децембру износи 92,1%, што представља раст од 0,1 п.п. у односу на крај Т3).

4. Економска активност

Према процени РЗС-а, економска активност благо је убрзала у односу на претходни део године и у Т4 забележила раст од 2,2% м.г. Услужни сектори били су носиоци раста БДП-а, а позитиван допринос обезбедило је и грађевинарство. Пољопривреда је имала неутралан утицај на економску активност, док је индустрија забележила пад, највише као последица проблема у нафтној индустрији услед уведених санкција компанији НИС.

Према нашој процени, услужни сектори су, збирно посматрано, у Т4 убрзали раст на 3,9% м.г. (са 3,1% у Т3), чиме су допринели расту БДП-а са 2,2 п.п. То потврђују подаци првенствено из области трговине и угоститељства, с обзиром на раст промета током Т4. Истовремено, на стабилну високу активност у ИКТ сектору указује даљи двоцифрени раст извоза ове групе производа у Т4, упркос веома високој бази из претходне године. С друге стране, подаци о туристичком промету показују да је и број долазака и ноћења туриста у Т4 мањи за око 3% м.г. односно око 4% м.г.

Индустријска производња је, према нашој процени, у Т4 забележила пад активности од 3,8% м.г., чиме је негативно допринела расту БДП-а са 0,7 п.п. Смањење активности највећим делом је последица проблема у прерађивачком делу нафтне индустрије услед увођења санкција компанији НИС због већинског руског власништва. Имајући наведено у виду, обим производње прерађивачке индустрије у Т4 смањен је за 4,1% у поређењу са истим периодом претходне године. Производња је смањена у 15 од

¹¹ Мерено 12-месечним покретним просеком.

укупно 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи негативан допринос дало је смањење производње кокса и нафтних деривата, одевних предмета и производа хемијске индустрије. С друге стране, снажан раст забележен је у производњи моторних возила (за 65,3% м.г. у Т4), производа од гуме и пластике (8,9% м.г.), што се може довести у везу са убрзањем серијске производње електричних возила у Крагујевцу и аутомобилских гума, као и од осталих саобраћајних средстава (16,1% м.г.). Пад производње забележен је и у **производњи електричне енергије** (за 5,9%). С друге стране, **рударство** је у Т4 забележило раст обима производње за 4,3%, захваљујући експлоатацији руде метала.

Према нашој процени, **грађевинарство** је у Т4 обезбедило позитиван допринос економској активности са 0,5 п.п. На то првенствено упућују подаци о вредности изведених радова, који су у Т4 забележили раст од 10,6% м.г. Такође, повећан је увоз грађевинског материјала за 4,8% м.г. у Т4. Поред тога, од почетка 2025. године расту залихе грађевинског материјала, капиталних производа, као и шљунка, песка и камена, што указује на очекивани даљи опоравак грађевинске активности у наредном периоду. С друге стране, производња грађевинског материјала у Т4 смањена је за 3,4% м.г., као и активност у области „остало рударство”, које обухвата експлоатацију шљунка, песка и камена. Број издатих грађевинских дозвола био је готово током целе године у паду, што се наставило и у новембру, с тим да вредност предвиђених радова по тим дозволама расте у поређењу с новембром претходне године.

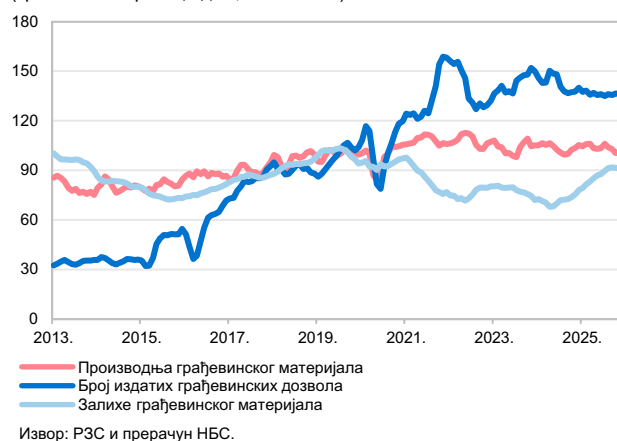
Нето порези су у Т4, према нашој процени, повећани за 2,3% м.г., што је допринело расту БДП-а са 0,3 п.п. и резултат је раста потрошње и боље наплате пореских прихода.

Када је реч о **пољопривреди**, подаци РЗС-а о прелиминарној процени раста БДП-а у 2025. години указују на благи пад пољопривредне производње на нивоу године (-0,3%), с обзиром на то да је производња већине јесењих култура и воћа нижа у односу на прошлу годину. У складу с тим, проценили смо да ће пољопривредна производња у Т4 стагнирати.

Графикон IV.4.2. Доприноси м.г. стопи раста индустрије (у п.п.)



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



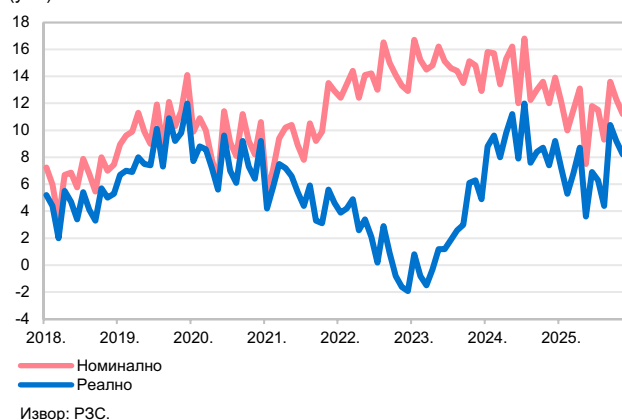
5. Кретања на тржишту рада

Током Т4 кретања на тржишту рада била су релативно стабилна, при чему се, у поређењу са истим периодом претходне године, бележи благо смањење запослености и смањење регистрованога броја незапослених, уз наставак раста просечне и минималне зараде.

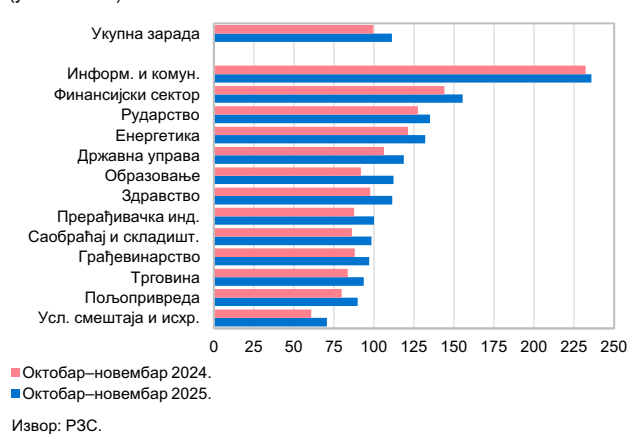
Зараде

У периоду октобар–новембар просечна номинална нето зарада износила је 111.329 динара (950 евра), при чему је мг. раст благо убрзао, на 11,7% (са 11,4% у Т3). У истом периоду, реално посматрано, просечна нето зарада убрзала је раст на 8,8% (са 6,9% у Т3). Истовремено, медијална нето зарада повећана је за 12,1% мг. и износила је 86.699 динара. Повећањем минималне цене рада на 337 динара по сату, минимална зарада у октобру износила је око 62.000 динара, чиме је први пут премашила ниво од 500 евра. На побољшање животног стандарда указује и раст покривености просечне потрошачке корпе просечном зарадом, као и раст покривености минималне корпе минималном зарадом, које су у осам месеци 2025. (што су последњи расположиви подаци о потрошачкој корпи) износиле 99,6% и 95,3%, респективно.

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



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



Раст просечних номиналних нето зарада био је израженији у **јавном сектору** (14,8% мг.) него у **приватном сектору** (10,5% мг.), при чему је у већини **привредних делатности** забележен двоцифрен раст. Највећи мг. раст остварен је у областима образовања, угоститељства, водоснабдевања, прерађивачке индустрије и здравства и кретао се у распону од 14,1% до 22,1%.

У периоду октобар–новембар номинална нето маса зарада, као главни извор потрошачке тражње, повећана је за 11,1% мг., што је у потпуности резултат наставка раста зарада.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т4 повећана је за 3,1% мг., као резултат раста економске активности у условима нешто ниже запослености.

Запосленост

Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** у Т4 у просеку је износио око 2,36 млн лица, што је за 0,9% ниже него у истом периоду претходне године, након стагнације у Т3. Током Т4

повећан је број запослених код предузетника, док је број регистрованих пољопривредника и запослених код правних лица смањен.

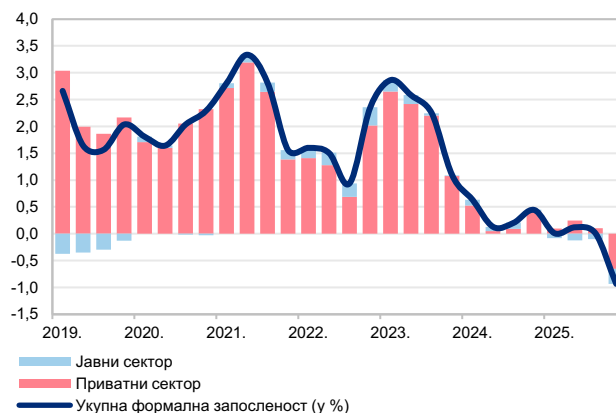
Формална запосленост у приватном сектору у Т4 у просеку је износила 1,75 млн лица, при чему је мг. посматрано нижа за 0,9% (након раста од 0,1 мг. у Т3). **Формална запосленост у јавном сектору смањена је** за 1,1% мг. (након пада од 0,4% у Т3), што је првенствено последица смањења броја запослених у државној управи. Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у Т4 највише је повећана у административним и помоћним услугама и ИКТ услугама, док је највише смањена у прерађивачкој индустрији, стручним, научним, иновационим и техничким услугама, као и трговини.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** у децембру износила је 339.512 лица, што је за око 14 хиљада незапослених мање него у истом периоду претходне године.

Према резултатима **Анкете о радној снази**, која обухвата и **формални и неформални сегмент тржишта рада**, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т3 износила је 73,1%, а стопа активности (старији од 15 година) 55,9%. Иако је број незапослених, мг. посматрано, смањен, стопа незапослености је у Т3 благо повећана мг. посматрано, за 0,1 п.п., на 8,2%, услед бржег пада броја активног становништва. Истовремено, стопа запослености је смањена за 0,6 п.п., на 51,3%.

Графикон IV.5.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености

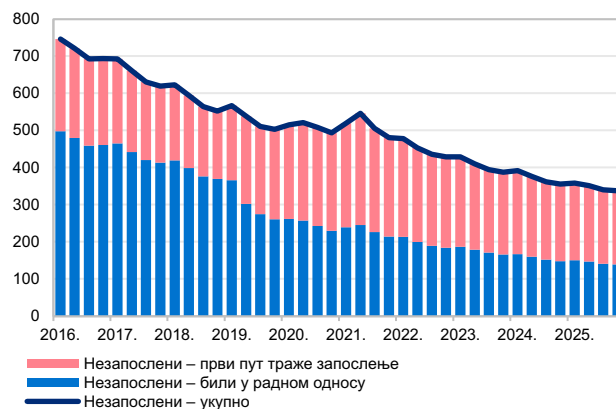
(у п.п., просек тромесечја)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.4. Кретање регистроване незапослености

(у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

Осврт 5: Оцена услова на тржишту рада у Србији применом композитног показатеља

Очувана макроекономска стабилност у претходној деценији, уз знатно побољшан инвестициони и пословни амбијент и снажан прилив СДИ, позитивно се одразила на кретања на домаћем тржишту рада, о чему сведочи раст броја запослених, уз истовремени пад броја незапослених на рекордно низак ниво. Према последњим доступним подацима за Т4 2025, формална запосленост је у просеку повећана у протеклој деценији (Т4 2015) за око 363 хиљада лица, док је регистрована незапосленост у истом периоду смањена за око 383 хиљада лица у просеку. С обзиром на то да наведени показатељи запослености и незапослености осликавају стање и динамику само унутар одређених контингената, посредством метода главних компонената (енгл. *principal component analysis*) конструисали смо **композитни показатељ** (енгл. *Composite Labor Market Indicator – CLMI*),¹ који даје јаснији увид у опште услове на тржишту рада. При креирању композитног показатеља фокус је стављен на ангажованост и доступност радне снаге, по узору на слична истраживања централних банака,² због чега су изостављене категорије које се односе на дохотке запослених.

У случају Србије, прва главна компонента добијеног композитног показатеља објашњава 46,2% његове укупне варијансе, а заједно с другом компонентом објашњава 75,6%. Укључивањем треће компоненте објашњеност варијансе расте на 91,0%, што потврђује висок степен заједничке динамике међу изабраним показатељима тржишта рада. Обрачунати коефицијенти корелације између сваког од 14 појединачних показатеља и композитног показатеља *CLMI* имају очекиване предзнаке (Табела О.5.1). Позитивне вредности показатеља *CLMI* указују на затегнуте услове на тржишту рада (висока запосленост и ниска незапосленост), док негативне вредности сигнализирају њихово ублажавање. Затегнути услови на тржишту рада одражавају повећани ниво ангажованости радне снаге услед раста економске активности и по том основу доприносе јачању ценовних притисака, док ублажени услови, повезани с већом доступношћу радне снаге, делују у супротном смеру.

На примеру Србије показано је да добијени композитни показатељ адекватно одражава преовлађујућа кретања на тржишту рада током целог посматраног периода (Графикон О.5.1). Висока незапосленост и мањи број ангажоване радне снаге утицали су на то да се композитни показатељ на почетку посматраног периода кретао у негативној зони, да би се након тога испољили ефекти значајних промена у институционалном оквиру, пре свега по основу измене Закона о раду (2014), што је, уз

Табела О.5.1. Корелација између изабраних показатеља тржишта рада и композитног показатеља *CLMI*

Показатељи тржишта рада	Коефицијент корелације с композитним показатељем <i>CLMI</i>
Запослени 15+	0,40
Стопа запослености 15+	0,35
Активни 15+	0,43
Стопа активности 15+	0,35
Незапослени 15+	-0,28
Стопа незапослености 15+	-0,31
Стопа незапослености младих (15–24)	-0,38
Регистрована незапосленост	-0,23
Показатељ очекивања запослености (<i>EEI</i>)	0,47
Комбинована стопа незапослености и потенцијалне радне снаге	-0,34
Просечни недељни часови рада	-0,23
Неискоришћена радна снага	-0,31
Стопа дугорочне незапослености	-0,29
Формална запосленост	0,18

Напомена: Коефицијенти корелације односе се на период Т1 2014 – Т3 2025. Негативан коефицијент код недељних часова рада подразумева да дуже радно време смањује тражњу за радном снагом, чиме се смањује степен затегнутости.

Извор: прерачун НБС.

¹ За потребе конструисања композитног показатеља *CLMI* коришћени су тромесечни подаци РЗС-а, Националне службе за запошљавање, Међународне организације рада (*ILO*), *Eurostat*-а и Европске комисије, за 14 индивидуалних показатеља тржишта рада у периоду Т1 2014 – Т3 2025. године.

² Central Bank of the Republic of Türkiye (CBRT). (2025). Composite Labor Market Conditions Index (CLMI) (Box 2.3). *Inflation report 2025-III: Economic outlook*, 1–5. Hakkio, C. S., & Willis, J. L. (2013). Assessing labor market conditions: the level of activity and the speed of improvement. *Macro Bulletin*, 1–2; Hakkio, C. S., & Willis, J. L. (2014). Kansas City Fed's labor market conditions indicators (LMCI). *Macro Bulletin*, 1–2.

убрзање економске активности, допринело расту *CLMI*. Од почетка 2016. године *CLMI* се вратио у позитивну зону, где се практично задржао све до почетка 2020. године (са изузетком кратког периода средином 2019, када је био благо испод нуле). По избијању пандемије вируса корона знатно је смањена пословна активност, што се одразило и на нижу тражњу за радном снагом, па се *CLMI* од Т2 2020. до краја 2021. године кретао у негативној зони. Међутим, већ од Т2 2021. започео је кретање узлазном путањом, услед интензивираних привредних оправка, достижући врхунац у Т2 2022. Висока тражња за радном снагом и недостатак радне снаге у појединим групама занимања утицали су на раст зарада, што је, између осталог, вршило одређене инфлаторне притиске, пре свега у сектору услуга, где су трошкови рада доминантнији у структури укупних трошкова. Постепена нормализација економске активности и уравнотежење понуде и тражње за радном снагом смањили су затегнутост услова на тржишту рада током 2023. године. У 2024. години услови су били у мањој мери затегнути него у 2022. години, након чега су од Т2 2025. ублажени (Графикон О.5.1), углавном као последица знатно споријег раста запослености, која је у Т3 практично стагнирала.

Оваква динамика композитног показатеља у сагласности је с фазама пословног циклуса и развојем ситуације на тржишту рада. О томе сведочи висока позитивна корелација *CLMI* са инверзном серијом регистроване незапослености (Графикон О.5.2). Уз одређено кашњење, *CLMI* значајно прати и кретање укупне економске активности, на шта указује његова повезаност с динамиком реалног БДП-а (Графикон О.5.3).

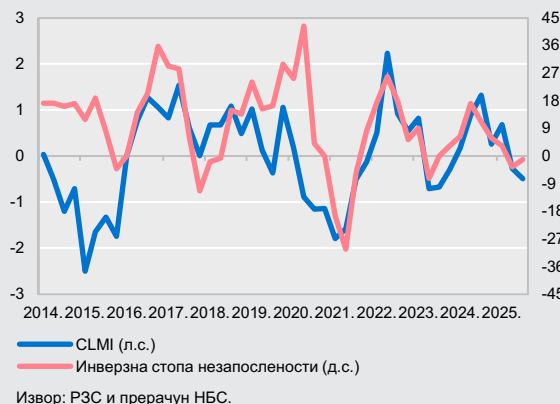
Да бисмо адекватније сагледали факторе који су определили стање на тржишту рада у Србији, ***CLMI* смо разложили на неколико кључних група:** запослене, незапослене, активне, неискоришћену радну снагу и очекивања привредника у погледу запошљавања (Графикон О.5.1). До избијања пандемије највећи допринос кретању композитног показатеља потицао је од контингентата запослених и незапослених, чији се број континуирано увећавао односно смањивао у преткризни периоду. Након избијања пандемије, захваљујући **правовременим економским**

Графикон О.5.1. Динамика композитног показатеља *CLMI* и доприноси по групама (стандардизовне вредности)



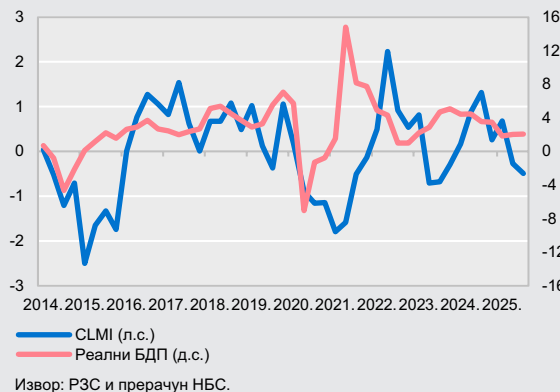
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.5.2. Динамика *CLMI* и инверзне регистроване незапослености (мг. промене, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.5.3. Динамика *CLMI* и реалног БДП-а (мг. промене, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

мерама избегнут је снажнији пад запослености и пораст незапослености, али је због смањене економске активности повећана неискоришћеност радне снаге, која је у наредном периоду доминирала у структури доприноса *CLMI*. **Од средине 2024. повећана је ангажованост радне снаге** интензивнијим коришћењем већ запослених. Успоравање раста укупне запослености, уз задржавање стопе незапослености близу рекордно ниског нивоа у ТЗ, определило је ублажавање услова на тржишту рада током већег дела 2025. године, што је сигнализирао и *CLMI*. **Ублажени услови упућују на слабљење трошковних притисака који потичу од фактора с тржишта рада.**

V. Пројекција

Наша нова пројекција раста БДП-а за 2026. годину износи 3,5% и непромењена је у односу на новембарску, а даље убрзање на 5,0% пројектујемо за 2027. годину. Раст економске активности биће првенствено вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства, захваљујући већем расположивом доходу по основу раста зарада и пензија, као и повољнијих услова финансирања, односно реализацији инфраструктурних пројеката повезаних с програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. За 2026. годину пројектован је бржи раст увоза од извоза у условима и даље ниске екстерне тражње и раста инвестиција и потрошње, због чега очекујемо негативан допринос нето извоза. С друге стране, убрзање раста у 2027. години биће подржано и позитивним доприносом нето извоза, захваљујући очекиваном расту извоза услуга због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо”.

Према нашој новој централној пројекцији, м.г. инфлација ће до септембра наставити да се креће око централне вредности циља. И након тога, као и у средњем року, инфлација ће остати у границама циља од $3 \pm 1,5\%$, при чему ће ниска база из септембра прошле године, услед примене уредбе којом су ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%, утицати на то да се инфлација крајем ове године креће око нивоа од 4%. На такву путању инфлације утицаће очекивани престанак важења ове уредбе, с тим да ће доношење одговарајућег законског оквира којим ће се унапредити регулација тржишта и спречити појава непоштених трговинских пракси допринети да се трговачке марже не врате на ниво пре доношења уредбе. Раст зарада и по том основу већи расположиви доходак за потрошњу требало би да делују у смеру раста тражње, али не у мери да изазове веће инфлаторне притиске. Поред тога, раст зарада ће у великој мери бити праћен и растом продуктивности, тако да ни по основу трошкова рада не очекујемо веће инфлаторне притиске. С друге стране, поред и даље рестриктивне монетарне политике, очекујемо да ће трошковни притисци из међународног окружења и даље остати ниски, а претпоставили смо и да ће нова пољопривредна сезона бити боља од прошлогодишње, што ће допринети већој понуди пољопривредних производа. У 2027. години очекујемо додатни раст тражње због одржавања изложбе „Експо”, тако да просечну инфлацију пројектујемо на око 4%.

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се односе на изражене геополитичке тензије између водећих светских сила, раст протекционизма и неизвесну трговинску политику, који могу утицати на светске цене енергената и примарних производа и ланце снабдевања, као и на волатилна кретања на глобалном финансијском тржишту и токове капитала према земљама у успону. Светске цене примарних пољопривредних производа и других сировина у производњи хране зависе и од карактера глобалне пољопривредне сезоне. Од ризика из домаћег окружења, важни су брзина раста домаће тражње и карактер домаће пољопривредне сезоне.

Екстерне претпоставке

Економска активност

ММФ је у јануару пројектовао глобални привредни раст од 3,3% у 2026. (на нивоу процењене стопе раста у 2025) и од 3,2% у 2027. години. У односу на октобар, јануарска пројекција за 2026. благо је ревидирана навише (за 0,2 п.п.), пре свега због повољнијих изгледа за Кину и САД, док за 2027. годину није мењана. Према оцени ММФ-а, растуће глобалне инвестиције у технологију, укључујући вештачку интелигенцију, посебно у Северној Америци и Азији, фискални и монетарни подстицаји, повољни финансијски услови, као и прилагодљивост

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

	2025.		2026.		2027.	
	Процена у јануару	Пројекција у јануару	Пројекција у јануару	Одступање у односу на октобар	Пројекција у јануару	Одступање у односу на октобар
Свет	3,3	3,3	3,3	↑ 0,2	3,2	⇒ 0,0
Развијене земље	1,7	1,8	1,8	↑ 0,2	1,7	⇒ 0,0
Зона евра	1,4	1,3	1,3	↑ 0,1	1,4	⇒ 0,0
САД	2,1	2,4	2,4	↑ 0,3	2,0	↓ -0,1
Земље у успону и развоју	4,4	4,2	4,2	↑ 0,2	4,1	⇒ 0,0
Русија	0,6	0,8	0,8	↓ -0,2	1,0	↓ -0,1
Кина	5,0	4,5	4,5	↑ 0,3	4,0	↓ -0,2

Извор: ММФ *WEO* (октобар 2025. и јануар 2026).

Графикон V.0.1. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а зоне евра

(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

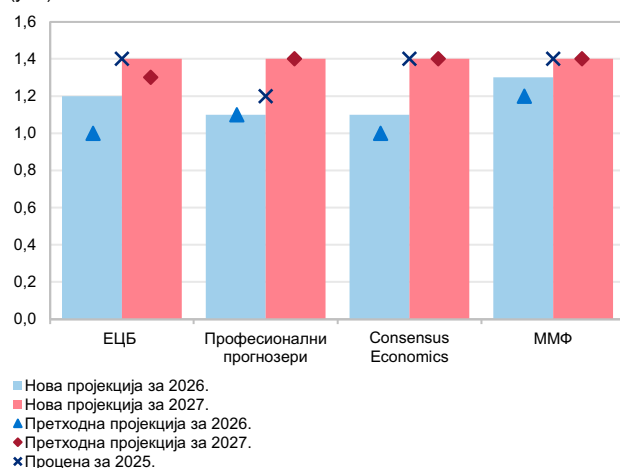
приватног сектора трговинским баријерама, надомештају последице променљивих трговинских политика, за које се очекује да ће постепено ишчезавати током 2026. и 2027. године. Међутим, **ризици пројекције у јануару остали су асиметрични наниже**, највише због продужетка геополитичких и трговинских тензија, као и потенцијално нижих ефеката инвестиција у вештачку интелигенцију на продуктивност од очекиваних.

Привреда зоне евра је у Т3 остварила раст од 0,3% дсз. (тј. 1,3% мг.), захваљујући расту домаће тражње, док је нето извоз смањен због бржег раста увоза од извоза. Извоз се опоравио у Т3, а посебно извоз хемијске индустрије. Ипак, услужне делатности су биле главни покретач економске активности и у Т3, пре свих ИТ сектор, док је активност у секторима грађевинарства и индустрије стагнирала. Када је реч о нашим главним трговинским партнерима унутар зоне евра, **привреда Немачке** је у Т3 стагнирала, док је **привреда Италије** незнатно порасла, за 0,1% дсз. Према прелиминарној процени Eurostat-а, БДП зоне евра, дсз. посматрано, у Т4 убрзао је раст на 0,3%, за колико је повећан и у Немачкој и Италији.

Имајући у виду боља остварења од очекиваних у већем делу 2025. године, мању неизвесност у светској трговини, као и ниже светске цене примарних производа, **ЕЦБ** је у децембру подигла септембарске **пројекције раста БДП-а зоне евра у 2025. и 2026. години** – за по 0,2 п.п., на **1,4% и 1,2%**, респективно. У 2027. и 2028. години прогнозиран је раст БДП-а од по 1,4%. Ризици наниже произлазе из могућег поопштравања геополитичких тензија и погоршања глобалних финансијских услова, док се ризици навише односе на обимне фискалне издатке у ЕУ и јачање потрошачког поверења. Подршку економској активности у зони евра наставља да пружа и **стабилно тржиште рада**, о чему сведочи рекордно ниска стопа незапослености од 6,2% у децембру и повећање броја запослених у Т3 за 0,2% дсз.

Према процени *Consensus Economics*-а из децембра, БДП зоне евра је у 2025. години остварио раст од 1,4%. Очењује се да је економија зоне евра показала знатно већу отпорност од очекиване. Међу водећим економијама зоне евра, Шпанија и Ирска су оствариле снажан раст БДП-а у 2025, док је у Италији и Немачкој економска активност благо порасла. *Consensus Economics* је у јануару пројектовао раст БДП-а зоне евра од 1,1% у 2026. (за 0,1 п.п. више него у октобру), док је у 2027. години прогнозиран раст од 1,4%. Аналитичари оцењују да економски изгледи у

Графикон V.0.2. Пројекције раста БДП-а зоне евра (у %)

Извор: ЕЦБ (септембар и децембар 2025), професионални прогнозери, *Consensus Economics* и ММФ *WEO* (октобар 2025. и јануар 2026).

зони евра у значајној мери зависе од фискалних подстицаја у Немачкој. Упркос трговинским баријерама, прерађивачка индустрија у Немачкој могла би се опоравити у овој години, доминантно као резултат инвестиција у одбрамбену и саобраћајну инфраструктуру, што се позитивно одражава и на остале европске земље. С друге стране, трговински споразум између ЕУ и заједнице јужноамеричких земаља Меркосур, који је постигнут након 25 година преговора, изазива забринутост европских произвођача хране због повећаног увоза пољопривредних производа на европско тржиште.

На нивоу региона средње и југоисточне Европе, у Т3 регистрован је раст БДП-а од 0,5% дсз. (2,5% мг.), који је претежно резултат повећаних инвестиција у основна средства, а у мањој мери и веће потрошње државе и домаћинства, насупротив чему је деловао пад нето извоза. Према процени *Consensus Economics*-а из јануара, на нивоу 2025. године у групи земаља средње Европе остварен је раст БДП-а од 2,5%, а у групи земаља југоисточне Европе раст од 1,9%. За 2026. годину јануарска пројекција привредног раста у средњој Европи благо је повећана, за 0,1 п.п., на 2,9%, док је у југоисточној Европи благо коригована наниже у односу на октобарску, за 0,2 п.п., на 2,2%. Кључни ризици наниже по очекивани привредни раст у земљама региона односе се на наставак геополитичких сукоба, пре свега сукоба у Украјини, као и актуелне тензије између САД и ЕУ у погледу статуса Гренланда. Економски изгледи за већину земаља региона у 2026. у великој мери зависе од темпа опоравка екстерне тражње у зони евра, а делом и од способности земаља да обезбеде приступ средствима из фондова ЕУ, која би, заједно с подстицајним економским мерама, требало да у 2027. години подстакну личну потрошњу и приватне инвестиције.

Светска банка је у јануару пројектовала привредни раст у региону средње Европе у овој и наредној години од по 2,6% (слично јунској пројекцији), док је у **региону Западног Балкана** прогнозиран раст БДП-а од 3,1% у 2026. односно 3,3% у 2027. години, што је за по 0,4 п.п. ниже него у јунској пројекцији. Оцењено је да ће још увек повишена неизвесност у вођењу трговинских политика водећих економија, као и слабија увозна тражња из зоне евра, ограничити извоз оба региона, посебно аутомобилске индустрије. Иако је директна изложеност царинама које увode САД релативно ниска, постоји ризик од индиректног преношења негативних ефеката, због интегрисаности земаља оба региона у европске ланце снабдевања.

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



Извор: Eurostat.

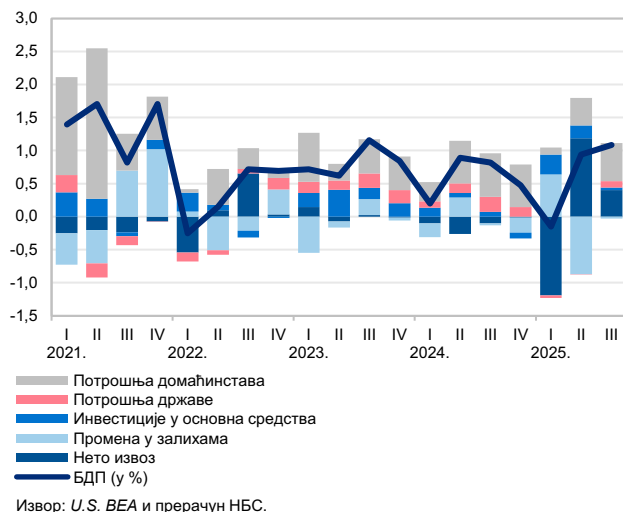
* Обухваћене су Бугарска, Чешка, Хрватска, Мађарска, Пољска, Румунија, Словенија и Словачка.

Табела V.0.2. Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона средње и југоисточне Европе (у %)

	2025.		2026.		2027.	
	Процена у јануару	Пројекција у јануару	Пројекција у јануару	Одступање у односу на октобар	Пројекција у јануару	Одступање у односу на октобар
Пољска	3,4	3,6	3,1	0,3	3,1	-
Чешка	2,5	2,4	2,6	0,3	2,6	-
Мађарска	0,4	2,2	2,6	-0,4	2,6	-
Румунија	1,1	1,4	2,4	-0,2	2,4	-
Словачка	0,8	1,4	2,0	0,0	2,0	-
Словенија	0,9	2,2	2,2	0,0	2,2	-
Хрватска	3,0	2,8	2,6	0,1	2,6	-
Бугарска	3,2	2,9	2,8	0,0	2,8	-

Извор: *Consensus Economics* (октобар 2025. и јануар 2026).

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



Привреда САД је у Т3 остварила раст од 1,1% дсз. (4,4% прерачуно на годишњи ниво), уз позитиван допринос готово свих компонента БДП-а, пре свега потрошње домаћинства и нето извоза, док је у супротном смеру деловао једино пад залиха робе. ФЕД је у децембру оценио да је привреда САД бележила умерен раст у већем делу 2025. године, уз очекивање да ће обустава рада федералне владе умањити раст БДП-а у Т4 за цео процентни поен. У децембру је ФЕД проценио да је БДП у 2025. повећан за 1,7%, док је у 2026. години раст пројектован на 2,3% (за 0,5 п.п. изнад пројекције у септембру). Прогнозе раста у 2027. и 2028. години подигнуте су за по 0,1 п.п., на нивое од 2,0% и 1,9%, респективно. Ризици децембарске пројекције остали су асиметрични наниже због повишене неизвесности и ублажавања услова на тржишту рада. Стопа незапослености у САД у децембру је задржана на септембарском нивоу од 4,4%, што је изнад нивоа које је бележила на крају претходне три године.

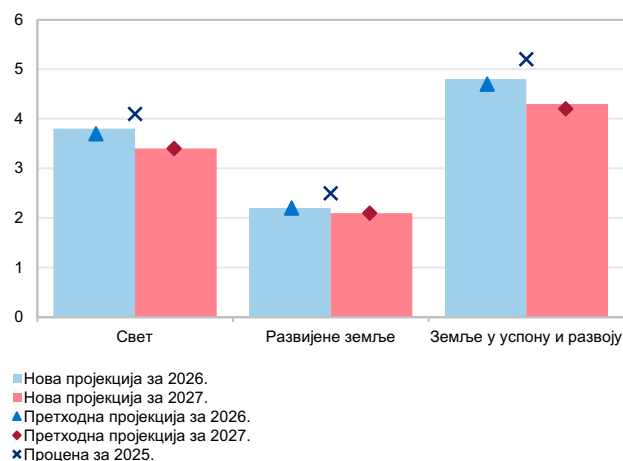
ММФ је у јануару подигао октобарску процену привредног раста Кине у 2025. за 0,2 п.п., на 5,0%, по основу додатних банкарских кредита за инвестиције и стимулативних мера кинеских власти. То је, заједно с нижим ефективним царинским стопама које САД примењују на увоз кинеске робе, определило подизање пројекције раста БДП-а Кине у 2026. за 0,3 п.п., на 4,5%. Пројекција за 2027. годину ревидирана је наниже, за 0,2 п.п., на 4,0%, под утицајем структурних проблема у кинеској привреди.

Инфлација

Према јануарској пројекцији ММФ-а, глобална инфлација би требало да успори на 3,8% у 2026. (са 4,1% у 2025) и додатно на 3,4% у 2027. години, што је готово непромењено у односу на октобарску пројекцију и пре свега резултат слабљења глобалне тражње и нижих цена енергената. ММФ је оценио да је динамика инфлације и даље знатно дивергентна по земљама. Инфлација у САД се знатно спорије приближава циљаном нивоу од 2,0% у односу на остале велике економије, услед постепеног преноса ефеката повишених царина на потрошачке цене, док се за зону евра очекује наставак кретања инфлације око циљаног нивоа од 2,0% у овој и наредној години.

Мг. инфлација у зони евра током Т4 наставила је да се креће око циљаног нивоа од 2,0%, на којем се нашла у децембру. На то је првенствено утицао наставак мг.

Графикон V.0.5. Пројекције укупне инфлације по регионима (у %)



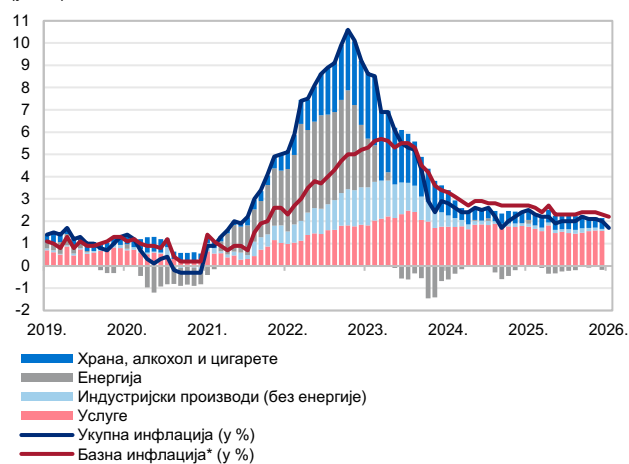
пада цена енергије, а у мањој мери и нижи м.г. допринос цена хране и индустријских производа (без хране и енергије). С друге стране, цене услуга су остале повишене на м.г. нивоу услед раста зарада. Базна инфлација у зони евра у децембру је износила 2,3% м.г., што је благо испод нивоа у септембру. Мерена као промена хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** у децембру се нашла на циљаном нивоу од 2,0% м.г., по основу споријег раста цена хране, као и даљег пада регулисаних цена енергије, који је одределио и успоравање **инфлације у Италији** на 1,2% м.г. На нивоу 2025. године, ЕЦБ је у децембру проценила да је просечна инфлација у зони евра износила 2,1%. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а,¹² м.г. инфлација је у јануару износила 1,7% у зони евра, 2,1% у Немачкој и 1,0% у Италији.

ЕЦБ сматра да се очекивани наставак опадајуће путање укупне инфлације на почетку 2026. године дугује нижим ценама енергије, код којих се испољава и базни ефекат, као и успоравању м.г. раста осталих компонената хармонизованог ИПЦ-а. Прехрамбена инфлација би требало значајно да успори, упоредо са ишчезавањем ефеката претходног повећања светских цена хране и неповољних временских услова од прошлог лета, и да се до краја ове године стабилизује на нивоу благо изнад 2,0% м.г. **ЕЦБ је у децембру пројектовала инфлацију у 2026. на 1,9%**, што је за 0,2 п.п. изнад пројекције у септембру, првенствено због даљег раста зарада и по том основу виших цена услуга. Пројекција за 2027. годину благо је ревидирана наниже, за 0,1 п.п., на 1,8%, због очекиваног нижег доприноса цена енергије, јер је примена система трговања емисионим дозволама (*ETS2*) одложена за 2028. годину. Пројекција базне инфлације у зони евра у 2026. повећана је за 0,3 п.п., на 2,2%, а у 2027. за 0,1 п.п., на 1,9%, док је за 2028. годину пројектована на 2,0% (колико износи и пројекција укупне инфлације). Изгледе за остварење децембарске пројекције прати већи ниво неизвесности него раније, који је пре свега последица нестабилног међународног окружења.

У свим земљама **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, м.г. инфлација у децембру била је нижа него у септембру. М.г. инфлација у **Чешкој** и **Пољској** у децембру је успорена на 2,1% и 2,4%, респективно, што је близу нивоа који циљају централне банке ових земаља,

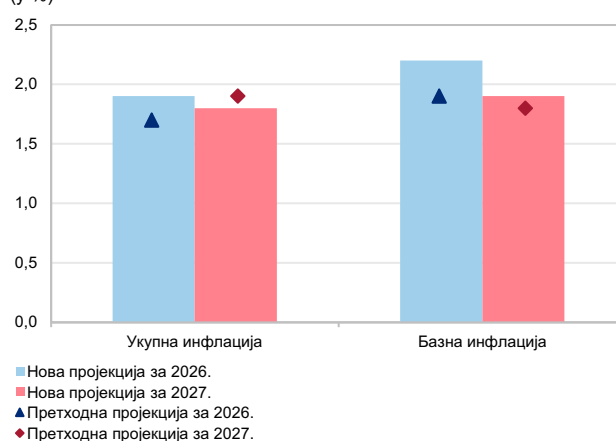
¹² Почев 4. фебруара 2026. године, *Eurostat* је спровео неколико методолошких измена о обрачуна хармонизованог ИПЦ-а. Индекс се саставља према новој класификацији *ECOICOP* (верзија 2), који је усклађен са класификацијом *COICOP* УН-а из 2018. године.

Графикон V.0.6. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а м.г. инфлацији у зони евра (у п.п.)



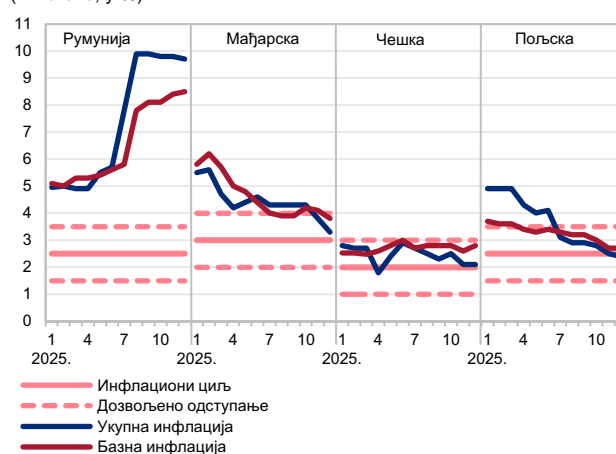
Извор: *Eurostat* и прерачун НБС.
* Хармонизовани ИПЦ по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета.

Графикон V.0.7. Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра (у %)



Извор: ЕЦБ (септембар и децембар 2025).

Графикон V.0.8. Кретање м.г. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с децембром 2025) (м.г. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

чему је допринео спорији раст цена хране, као и пад цена одеће и обуће и нафтних деривата. Мг. инфлација у **Мађарској** успорена је на 3,8% у децембру, по основу пада цена хране и енергије, док је у **Румунији** снижена на 9,7%, углавном због споријег раста цена непрехрамбених производа. *Consensus Economics* је оценио да је, и поред успоравања, укупна инфлација у земљама региона током прошле године била виша од очекиване. На нивоу целе 2025. просечна инфлација је у јануару процењена на нивоу од 3,5% у групи земаља средње Европе, односно од 5,6% у групи земаља југоисточне Европе. На нивоу 2026. у јануару је пројектовано успоравање просечне инфлације у оба региона, на ниво од 2,7% и 4,9%, респективно, и додатно у 2027. години на ниво од 2,8% и 3,2%, респективно.

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

	2025.	2026.		2027.	
	Остварење	Пројекција у јануару	Одступање у односу на октобар	Пројекција у јануару	Одступање у односу на октобар
Пољска	3,6	2,6	-0,3	2,8	-
Чешка	2,5	2,0	-0,2	2,4	-
Мађарска	4,4	3,5	-0,4	3,7	-
Румунија	7,3	6,5	0,2	3,4	-
Словачка	4,0	3,5	0,2	2,7	-
Словенија	2,4	2,2	0,0	2,1	-
Хрватска	3,7	3,1	0,2	2,6	-
Бугарска	4,6	3,5	0,3	3,0	-

Извор: *Consensus Economics* (октобар 2025. и јануар 2026).

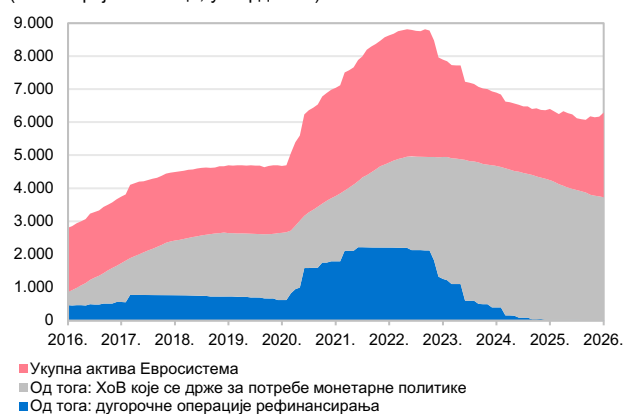
У земљама региона **Западног Балкана** инфлација је и током Т4 бележила дивергентна кретања. У односу на септембар, мг. инфлација је у децембру била нижа у Албанији (2,3%), Црној Гори (4,0%) и Босни и Херцеговини (4,1%), док је била благо виша у Северној Македонији (4,1%). *Consensus Economics* у јануару није значајније мењао октобарске пројекције инфлације за 2026. годину у свим земљама региона.

Мерена променом ИПЦ-а, **укупна инфлација у САД** успорена је на 2,7% мг. у децембру, захваљујући паду цена нафтних деривата, пре свега цена бензина, код којих делује и базни ефекат, као и споријем расту цена половних и нових возила. Поред тога, у децембру је успорен и мг. раст цена услуга, што је определило и спуштање базне инфлације у САД на 2,6% мг., што је њен најнижи ниво још од марта 2021. С друге стране, прехрамбена инфлација је у децембру задржана на септембарском нивоу од 3,1% мг. **ФЕД** је у децембру снизио септембарске пројекције просечних годишњих стопа раста индекса издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије) у 2025. години за по 0,1 п.п., на ниво од 2,9% и 3,0%, респективно. За 2026. очекује се њихово додатно успоравање на 2,4% и 2,5%, респективно, а за 2027. и 2028. годину приближавање циљу од 2,0%. Ипак, ризици пројекције инфлације су и у децембру оцењени као асиметрични навише.

Монетарна политика

Након смањења основних каматних стопа у јуну 2025, **ЕЦБ** није мењала њихову висину, тако да каматне стопе на депозитне олакшице, главне операције рефинансирања и кредитне олакшице износе 2,00%, 2,15% и 2,40%, респективно. У условима постепене

Графикон V.0.9. Консолидовани биланс Евросистема (стање крајем месеца, у млрд EUR)



Извор: ЕЦБ.

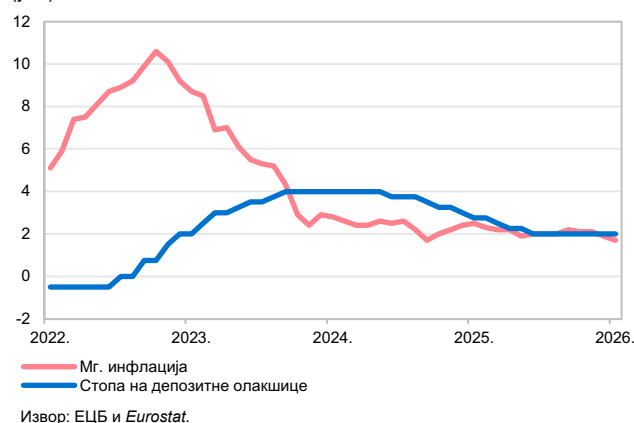
дезинфлације и умереног привредног раста, ЕЦБ је оценила да је ниво ових каматних стопа и даље у складу с циљем за инфлацију од 2% у средњем року.

Очекује се постепено даље слабљење инфлаторних притисака и кретање просечне инфлације благо испод 2%. Истовремено, очекује се привредни раст по стопи нешто вишој од 1% годишње, с домаћом тражњом као главним покретачем. ЕЦБ је нагласила важност очувања финансијске стабилности, имајући у виду геополитичку неизвесност и могуће изненадне промене на глобалним финансијским тржиштима. Макропруденцијална политика остаје прва линија одбране против акумулације слабости у банкарском сектору, што омогућава ЕЦБ-у да одржи стабилност цена и несметано функционисање трансмисије монетарне политике у зони евра.

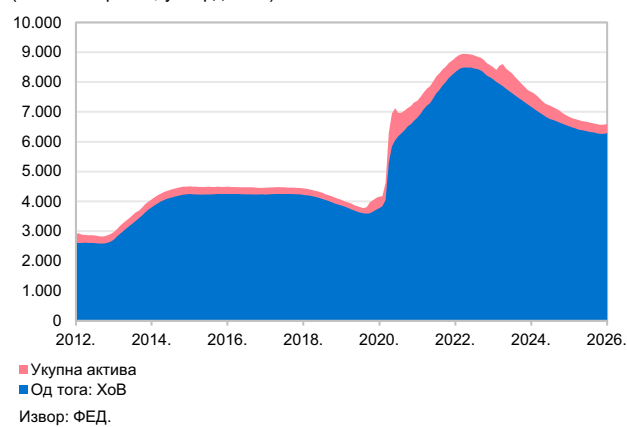
Као и до сада, ЕЦБ је истакла да ће одлучивати о монетарној политици од састанка до састанка, чиме се избегава предузимање унапред наметнутих корака и осигурава да свака одлука о каматним стопама буде усмерена искључиво ка остваривању средњорочног циља за инфлацију од 2%. Промене основних каматних стопа у зони евра не очекују се ускоро, с обзиром на то да се оне налазе у неутралној зони или близу ње. Евентуално, у случају знатнијег пада инфлације испод циља, могло би доћи до једног или два додатна смањења каматних стопа у П1 2026. године. Разлози за то би могли бити одложени ефекти америчких тарифа, јачање евра, кашњење немачког фискалног подстицаја, као и могуће одлагање примене *ETS2* (другог система трговине емисионим дозволама). Супротно томе, могу се чути мишљења појединих чланова Управног одбора ЕЦБ-а да би следећи потез требало да буде повећање каматних стопа, с обзиром на све веће и брже прихватање вештачке интелигенције, као и јавне инвестиције, што помера неутралну каматну стопу навише, па монетарна политика и без промене висине каматних стопа постаје експанзивнија.

За разлику од ЕЦБ-а, ФЕД је у децембру по трећи пут узастопно снизио висину распона своје референтне каматне стопе за 25 б.п., на 3,50–3,75%. ФЕД се одлучио на ублажавање монетарне политике у складу са очекивањима, с тим да су ставови *FOMC*-а у погледу ризика када су у питању виша инфлација и незапосленост различити – део чланова *FOMC*-а сматра да су потребни виши трошкови кредитирања да би се инфлација стабилизовала на нижем нивоу, док други део сматра да су потребне ниже камате да би се ублажили знаци успоравања на тржишту рада.

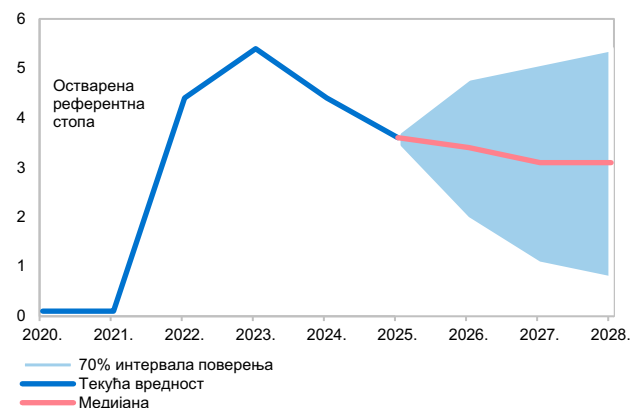
Графикон V.0.10. Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра (у %)



Графикон V.0.11. Укупна актива ФЕД-а (месечни просек, у млрд USD)

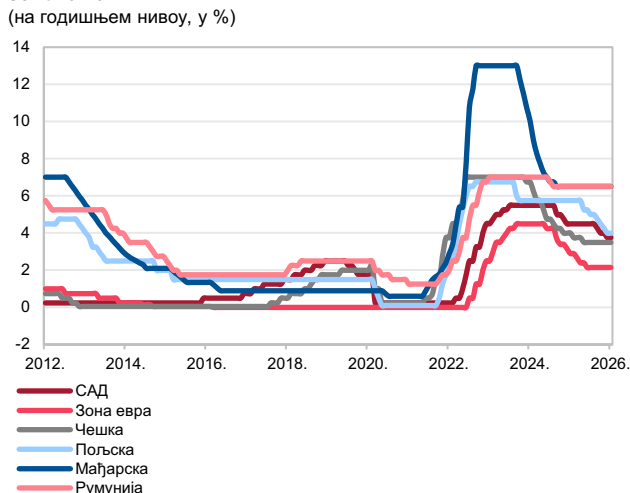


Графикон V.0.12. Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а (у %)



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

Графикон V.0.13. Кретање референтних каматних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Чланови *FOMC*-а су оптимистичнији када је реч о привредном расту, пре свега због мањег од очекиваног краткорочног ефекта повећаних царина. На седници у јануару ФЕД је распон своје референтне каматне стопе задржао на непромењеном нивоу.

Нове пројекције које су објављене након састанка у децембру указују на то да већина чланова *FOMC*-а очекује још само једно смањење од 25 б.п. у 2026, као што се очекивало и према пројекцијама у септембру.

Као и у претходном периоду, већина централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације наставиле су да воде опрезну монетарну политику и нису мењале висину својих референтних каматних стопа. Једино је **централна банка Пољске** наставила да смањује своју референтну каматну стопу у новембру и децембру за по 25 б.п., на 4,00%, док је у јануару и фебруару направила паузу. Инфлација у Пољској је успорила на 2,4% у децембру, што је благо испод централне вредности циља (2,5% ± 1 п.п.). Централна банка је истакла да тек треба видети да ли је пад инфлације одржив на дужи рок. У складу са очекивањима, централне банке **Чешке, Мађарске и Румуније** нису мењале висине својих референтних каматних стопа. У **Чешкој** је она на нивоу од 3,50% од маја прошле године, у условима смањења инфлације на 2,1% у децембру и очекиване даље дезинфлације. Румунија и Мађарска имају референтне каматне стопе од 6,50% од августа и септембра 2024. године, респективно. У **Мађарској** је инфлација крајем прошле године враћена у границе циља (3% ± 1 п.п.), а пројекција инфлације за 2026. смањена је на 3,2% (са 3,8%), па је централна банка сигнализирала да би ублажавање монетарне политике могло бити разматрано ако то дозволе економска кретања у наредном периоду. Инфлација је још увек релативно висока у **Румунији**, а базна инфлација наставља да расте. Очекује се да ће фискална консолидација, структурне реформе, апсорпција европских фондова и слабљење глобалних инфлаторних притисака допринети враћању инфлације у границе циља (2,5% ± 1 п.п.), након чега би могло доћи до разматрања промена у монетарној политици.

Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља у Т4 бележили су благ раст (у просеку за око 6 б.п.), у складу с генералним консензусом тржишних учесника да је циклус

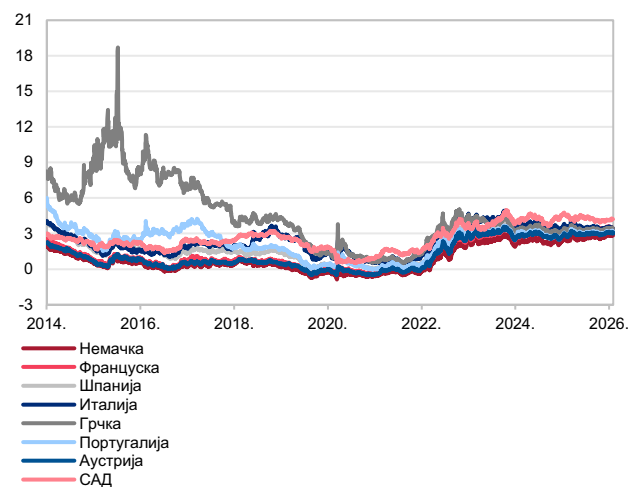
ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а окончан. Раст приноса у случају Немачке био је израженији (14 б.п.), што се може повезати са очекивањима повећане емисије државних обвезница у складу с најављеним фискалним пакетом за подршку економском опоравку. **Приноси на десетогодишње државне ХоВ САД** на крају Т4 нашли су се на незнатно вишем нивоу, уз изражену волатилност током периода, због неизвесности тржишних учесника око даљег правца монетарне политике ФЕД-а. С једне стране, забележена је упорност инфлације, док је с друге стране америчко тржиште рада показивало знакове хлађења, што се одразило и на нешто опрезнију и мање јасно усмерену комуникацију званичника ФЕД-а. Процена будућих економских кретања додатно је била отежана застојима у објављивању макроекономских података услед блокаде федералне владе. Разлике у очекивањима о будућем карактеру монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а одразиле су се на благо јачање евра према долару током Т4.

Индекс имплицитне мере волатилности берзе (*VIX*) на крају Т4 благо је снижен у односу на септембарски ниво, након периода кратких скокова. Први скок догодио се у октобру, услед напетости у трговинским односима САД и Кине, док је други био резултат промењених очекивања да ФЕД у децембру неће смањивати референтну каматну стопу, што је праћено повлачењем инвеститора с тржишта акција водећих компанија за вештачку интелигенцију. Претње новим америчким царинама почетком октобра одразиле су се и на индекс неизвесности у трговинској политици (*TPU – Trade Policy Uncertainty Index*),¹³ при чему се он на крају Т4 ипак нашао на знатно нижем нивоу него у Т3. Насупрот томе, у јануару је дошло до раста оба индикатора, након најаве увођења виших царинских стопа за осам европских земаља, услед заоштравања геополитичких тензија између САД и ЕУ око питања статуса Гренланда.

Под утицајем повећане тражње за сигурном активом услед повишених глобалних геополитичких тензија, ублажавања монетарних услова ФЕД-а, као и слабљења долара према другим најважнијим светским валутама, **светска цена злата** наставила је да се креће узлазном путањом током Т4 2025. У децембру је у просеку износила око 4.285 долара по финој унци, што је за 62,1% више него у истом

Графикон V.0.14. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД

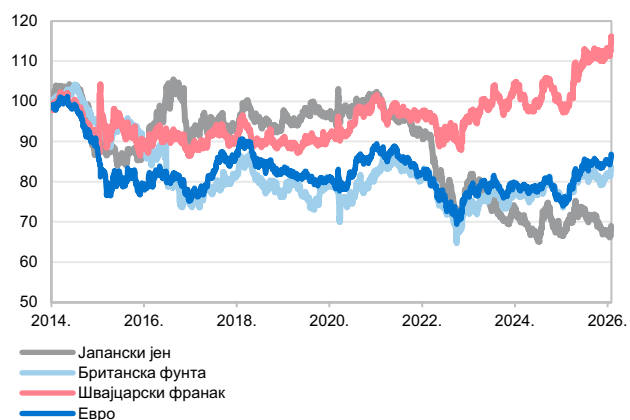
(дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон V.0.15. Кретање курсева одређених националних валута према долару*

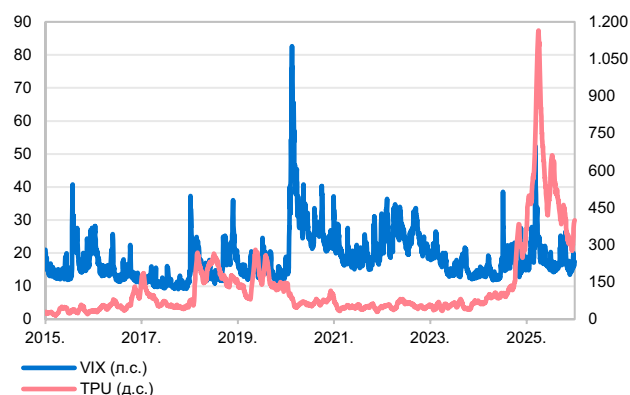
(дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)



Извор: ММФ.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон V.0.16. Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту*



Извори: Блумберг, Caldara et al. (2022).

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

¹³ Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2020). „The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty”, *Journal of Monetary Economics*, 109, стр. 38–59.

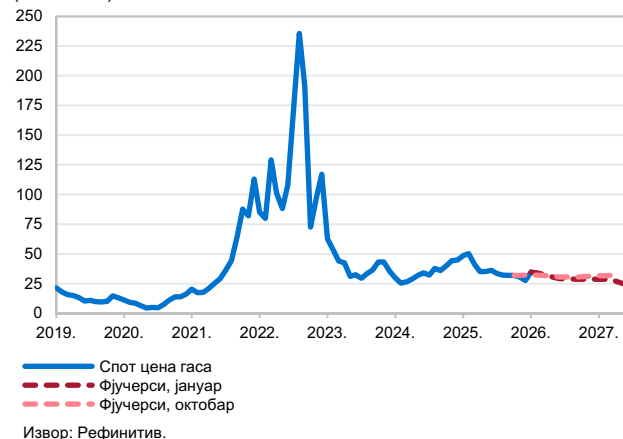
Графикон V.0.17. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



периоду претходне године. Раст цене злата настављен је у јануару, када је премашила ниво од 5.400 долара по финој унци, али је на крају месеца забележила снажан пад.

Цена нафте типа брент наставила је да се креће силазном путањом током Т4 услед прекомерне понуде на глобалном нивоу, пре свега због повећане производње земаља чланица *ОПЕС+* и САД, уз истовремено успоравање тражње, као и раста светских залиха. Цена нафте је у Т4 у просеку износила око 64 долара по барелу, што је за 14,7% ниже него у Т4 претходне године. Насупрот томе, цена нафте је повећана у јануару на око 67 долара по барелу у просеку, првенствено услед повишених геополитичких тензија. Према оценама релевантних институција, у одсуству већих шокова, она ће се кретати силазном путањом у наредном периоду, имајући у виду очекивања о рекордној понуди нафте у 2026. години. *Consensus Economics* очекује да ће цена нафте пасти на око 61 долара по барелу до краја 2026, а затим да ће постепено расти на око 64 долара по барелу до краја 2027. године, услед опоравка глобалне тражње. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, светска цена нафте ће крајем 2026. износити око 64 долара по барелу у просеку, а затим ће се на сличном нивоу кретати и током 2027. године.

Графикон V.0.18. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



Упркос почетку грејне сезоне, **реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF** кретала се силазном путањом у Т4, под утицајем повећане понуде из САД и Норвешке, као и интензивирања преговора за окончање сукоба у Украјини. У просеку је била нижа за 30,0% него у истом периоду претходне године. Услед хладнијег времена, ниског нивоа залиха у ЕУ и повишених геополитичких тензија, цена природног гаса у јануару је повећана на око 35 евра по мегават-сату у просеку, али је и поред тога била за 28,3% нижа него у истом периоду претходне године. На кретање цене гаса и у наредном периоду у највећој мери утицаће сезонске осцилације, при чему ће се, према тржишним фјучерсима, крајем 2026. она спустити на око 29 евра по мегават-сату. *Consensus Economics* такође очекује пад цене природног гаса, тако да ће крајем 2026. износити око 30 евра по мегават-сату.

Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) кретала се доминантно узлазном путањом током Т4 и у јануару, услед повећане тражње, смањене производње из обновљивих извора,

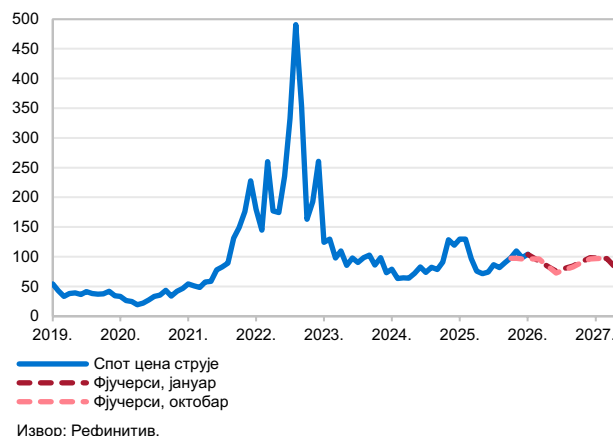
као и виших цена дозвола за емисију угљен-диоксида, док се на пад цене крајем 2025. године одразила сезонски уобичајена мања тражња током празничног периода. Цена електричне енергије на немачкој берзи у јануару износила је око 115 евра по мегават-сату у просеку, што је за 11,7% ниже него у истом периоду претходне године. Сличну путању имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, али је била на вишем нивоу, тако да је у јануару у просеку износила око 153 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије на немачкој берзи кретаће се на сличном нивоу у наредном периоду, уз одређене сезонске осцилације.

Након што је повећана у октобру и новембру, под утицајем ограничења производње у Кини, раста тражње у Азији, као и смањеног извоза из Аустралије и Индонезије, **цена термалног угља** кретала се силазном путањом до краја Т4, пре свега због слабљења тражње, обилне понуде и различитих фундаменталних фактора који су негативно утицали на расположење на тржишту. У децембру 2025. цена угља у просеку је износила око 108 долара по тони, што је за 17,1% ниже него у истом периоду претходне године, док је у јануару благо повећана, на око 110 долара по тони. *Consensus Economics* не очекује у наредном периоду значајне промене цене угља, која би до краја 2027. требало да остане релативно стабилна, око садашњег нивоа.

Светске цене минералних ђубрива смањене су током Т4, тако да су у децембру биле за 11,1% ниже него у септембру, услед нижих цена инпута, пре свега природног гаса, док су, м.г. посматрано, забележиле раст у истој мери. Више цене природног гаса одразиле су се на благи јануарски раст цена минералних ђубрива.

Светске цене већине метала и минерала кретале су се узлазном путањом током Т4, првенствено услед смањене глобалне трговинске неизвесности. У највећој мери повећана је **цена бакра**, која је у децембру у просеку износила 11.785 долара по тони, што је њен највиши ниво од када постоје упоредиви подаци. Раст цена метала настављен је и у јануару, а *Consensus Economics* очекује исти тренд до краја Т1, а затим благи пад у наредном периоду, при чему ће индекс светских цена основних метала¹⁴

Графикон V.0.19. **Европска цена струје** (EUR/MWh)

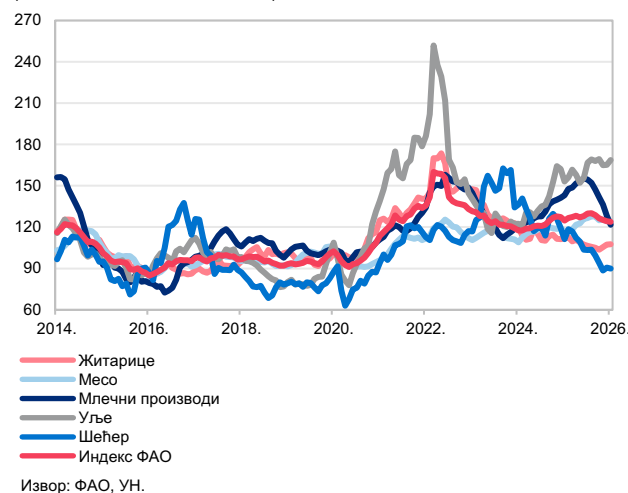


Графикон V.0.20. **Цене изабраних производа на светском тржишту** (индекс, 2019 = 100)



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

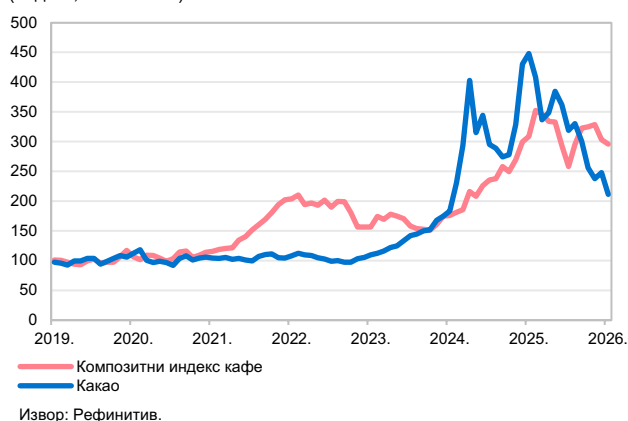
Графикон V.0.21. Индекс светских цена хране
(номинално, 2014–2016 = 100)



на крају 2026. бити нижи за 1,8% него на крају 2025. године, а у децембру 2027. за 1,7% нижи него крајем 2026. године.

Светске цене хране, мерене индексом ФАО, умерено су смањене у Т4, па су у децембру биле за 3,3% ниже него у септембру, док су, мг. посматрано, биле ниже за 2,3%. Током Т4 у највећој мери смањене су цене млечних производа, а затим цене шећера, меса и биљних уља. Насупрот томе, цене житарица су у децембру биле за 2,2% више него у септембру. Светске цене хране наставиле су да се крећу силазном путањом у јануару, првенствено услед нижих цена млечних производа. Поред тога, током Т4 и у јануару смањена је и **светска цена кафе**, при чему је композитни индекс кафе, који објављује Светска организација кафе, крајем јануара био за 6,7% нижи него на крају септембра. **Светска цена какаоа** кретала се силазном путањом до краја 2025. и у јануару, тако да је крајем месеца смањена на око 4.249 долара по тони, што је за 37,2% ниже него крајем септембра.

Графикон V.0.22. Цене кафе и какаоа на светском тржишту
(индекс, 2019 = 100)



Светске цене примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје) повећане су током Т4, услед смањене глобалне трговинске неизвесности и слабљења долара, док су у јануару биле релативно стабилне. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа ће се, након очекиваног пада у Т1, благо опорављати у наредном периоду, тако да би крајем 2026. требало да буду за 3,5% више него на крају 2025, а затим да током 2027. буду повећане за 4,6%.

Графикон V.0.23. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа*
(Т4 2013 = 100)



Интерне претпоставке

Као и у претходној пројекцији, претпоставили смо да ће овогодишња **домаћа пољопривредна сезона** бити боља од претходне две, које су биле исподпросечне. За кретање инфлације биће важне производња и понуда воћа и поврћа, а за БДП пре свега род житарица. Изазов у наредном периоду свакако ће и даље бити климатски фактори, нарочито ако се има у виду да се последњих година често бележе мразеви без зимског покривача, а током лета екстремно високе температуре и суши периоди. Санирање негативних утицаја климатских промена захтева доследно спровођење конзистентних мера у дужем временском периоду које су усмерене на успоравање ових промена, али пре свега на прилагођавање економске активности, посебно у пољопривреди, новом климатском обрасцу. У том смислу, важно је да као

држава имамо дугорочну стратегију одговора на климатске промене у свим областима које су погођене или то могу бити. На основу тога могуће је изградити нову стратегију развоја пољопривреде и руралног развоја, како би се усагласиле дугорочне, средњорочне и краткорочне мере усмерене на обезбеђење прехранбене стабилности земље.

Након 7,0% у 2025. години, претпостављамо да ће **раст регулисаних цена** успорити ове године на 5,9%, што је благо више у односу на претпоставку у претходној пројекцији (5,4%), због већих корекција цена комуналних услуга почетком ове године од очекиваних. Очекујемо да раст регулисаних цена у овој години буде пре свега опредељен растом цена комуналних услуга, струје и цигарета. У наредној години очекујемо даље успоравање раста регулисаних цена на 5,0%.

Када је реч о факторима који утичу на **домаћу потрошњу**, очекујемо да ће **зараде** и даље бити кључан извор потрошачке тражње, с обзиром на повећање минималне цене рада од 9,4% у октобру прошле и 10% у јануару ове године. Очекујемо да ће поменути раст минималне цене рада у извесној мери повећати притиске у правцу раста зарада, али да ће с постепеним слабљењем инфлаторних притисака реални раст зарада успорити током хоризонта пројекције и приближити се расту продуктивности. Конкретно, претпостављамо да ће просечан реални раст зарада, након 7% прошле, у овој години успорити на 6,1%, а затим у наредној години на 5,2%.

Подршку расту потрошачке тражње пружиће и раст **пензија** у наредном периоду, чије би учешће у БДП-у требало да настави да се креће у распону 10–10,6%, као и **дознаке из иностранства**, чији прилив за ову и наредну годину пројектујемо на преко 5 млрд евра. У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу деловаће и очекивани наставак **раста кредитне активности**, као резултат повољнијих услова задуживања и ублажених кредитних стандарда.

Поводом **санкција америчке администрације НИС-у**, уведених због већинског руског власништва, које су након неколико одлагања ступиле на снагу 8. октобра прошле године, као и у претходној пројекцији претпоставили смо да ће коначан договор бити постигнут у кратком року, без значајнијих поремећаја у процесу производње и уредног снабдевања тржишта нафтним дериватима. Основу за такву претпоставку представља чињеница да је мађарска енергетска компанија МОЛ потписала

прелиминарни споразум о куповини 56,15% руског удела у НИС-у, а да је америчка Канцеларија за контролу стране имовине (*OFAC*) продужила оперативну лиценцу за рад до краја фебруара.

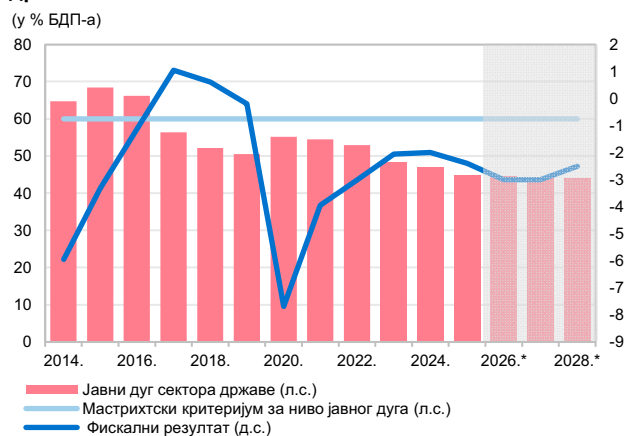
Са изазовима би се могла суочити и **производња основних метала због најаве Европске комисије да ће преполовити квоте за увоз челика** без царине из земаља ван ЕУ, као и да ће за увоз челика који превазилази те квоте повећати царине са 25% на 50% како би се заштитила индустрија челика у ЕУ. Ипак, имајући у виду да је реч тек о предлогу Европске комисије, као и да ће се водити преговори ради избегавања измена квота и царина, у нашем основном сценарију претпоставили смо да производња основних метала неће бити изложена озбиљнијим тешкоћама у том погледу.

Од почетка текуће године на снагу је ступио **механизам за прекогранично прилагођавање цене угљеника (СВАМ)**, чија би примена током следеће године могла да утиче на раст трошкова производње и извоза у појединим секторима индустрије који су обухваћени овом регулативом (гвожђе и челик, алуминијум, цемент, ђубриво, водоник и електрична енергија). Учешће ових индустријских производа у укупном извозу робе у ЕУ у 2024. години износило је 13,4%, при чему највеће учешће у извозу имају гвожђе и челик (нешто више од 5%) и електрична енергија (око 5%), тако да би у тим секторима у одређеној мери могла да се смањи ценовна конкурентност од следеће године. Као одговор на увођење пореза *СВАМ*, Република Србија је усвојила Закон о порезу на емисије гасова са ефектом стаклене баште, којим се опорезују емисије угљен-диоксида у поменутих секторима индустрије, чиме се испуњавају предуслови за смањење трошкова ових домаћих произвођача по основу умањења царина, а тиме и негативни ефекти на извоз. Поред тога, прикупљени порези по том основу остају у буџету Србије, што омогућава већу подршку домаћој тражњи.

У 2025. години остварен је фискални дефицит државе од 2,4% БДП-а, који је нижи од планираног (3,0% БДП-а), док је дефицит примарног биланса износио 0,8% БДП-а. Ово представља резултат ниже реализације од планираних расхода за куповину робе и услуга, отплату камата и капиталних издатака, али и већих од очекиваних прихода од пореза на зараде и добит, као и прихода од акциза.

Јавни приходи у 2025. реално посматрано, повећани су за 4,0%, вођени растом пореза на доходак грађана, услед настављеног реалног раста зарада, чему је

Графикон V.0.24. **Фискални резултат и јавни дуг сектора државе**



Извор: Министарство финансија.

* Пројекција из Ревидиране Фискалне стратегије за 2026. годину са пројекцијама за 2027. и 2028. годину.

допринело повећање зарада у јавном сектору и минималне зараде. Расту прихода буџета допринели су и једнократни непорески приходи, односно уплата добити Народне банке Србије из 2024. године и приходи од аукције за 5Г лиценцу, као и приходи од ПДВ-а и акциза. **Јавни расходи** забележили су реални раст од 5,0%, у највећој мери вођен повећањем пензија и плата у јавном сектору, али и издацима за куповину робе и услуга.

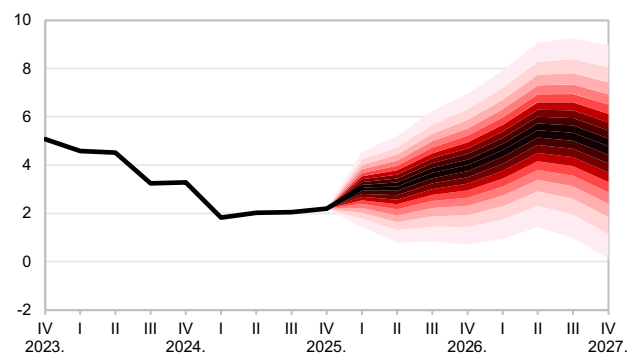
Према **средњорочном фискалном оквиру**, представљеном у Ревидираној Фискалној стратегији за 2026. годину са пројекцијама за 2027. и 2028. годину, и у складу с буџетом за 2026. годину, карактер фискалне политике биће умерено експанзиван у овој години. Пројектује се да ће дефицит у овој и наредној години износити око 3% БДП-а, након чега ће се постепено прилагодити фискалном правилу, чија ће примена започети 2029. године. Пројектовано је да ће капитални издаци остати и даље релативно високи због реализације инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027” и да ће бити у распону 6–7% БДП-а годишње. **Учешће јавног дуга сектора државе у БДП-у** износило је 44,8% у децембру 2025, при чему је фискалним оквиром планирано да се у наредном периоду креће стабилном путањом, како би крајем 2028. године било на нивоу од 44,1% БДП-а.

Пројекција БДП-а

Нова пројекција раста БДП-а за 2026. и 2027. годину непромењена је у односу на нашу пројекцију из новембра и за 2026. износи 3,5%, док за 2027. годину, услед одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо”, очекујемо да ће раст убрзати на 5%. У средњем року очекујемо да наша привреда расте стабилним темпом око свог потенцијалног нивоа, у распону 3,5–4% годишње.

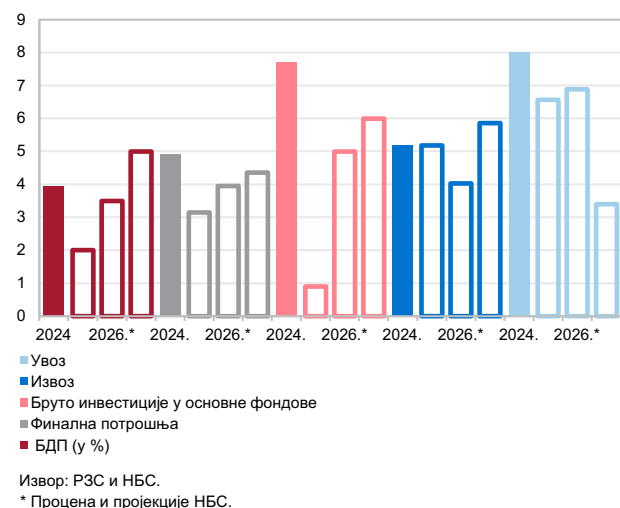
Домаћа тражња ће наставити да буде главни покретач раста економске активности у наредном периоду. У структури домаће тражње, најзначајнији позитиван допринос очекује се од потрошње домаћинства, а позитиван допринос је очекиван и од државне потрошње. Након скромног доприноса у претходној години, значајан допринос расту БДП-а требало би да обезбеде и бруто инвестиције у основне фондове, захваљујући и реализацији инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Очекујемо да ће у текућој години реални увоз расти бржим темпом од извоза, услед раста личне потрошње и

Графикон V.0.25. Пројекција раста БДП-а (мг. стопе, у %)

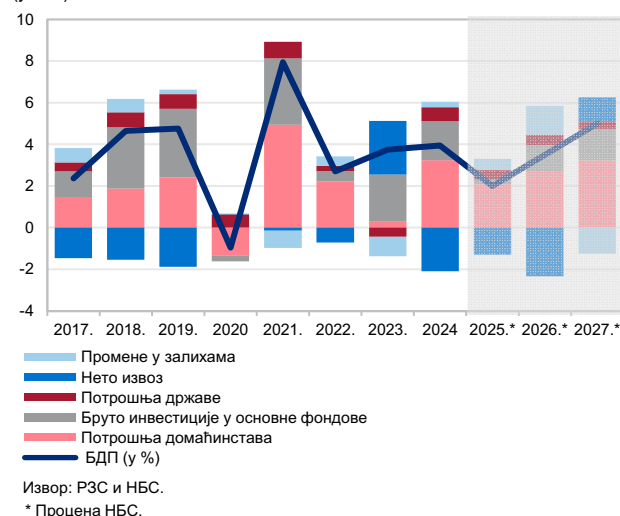


Извор: НБС.

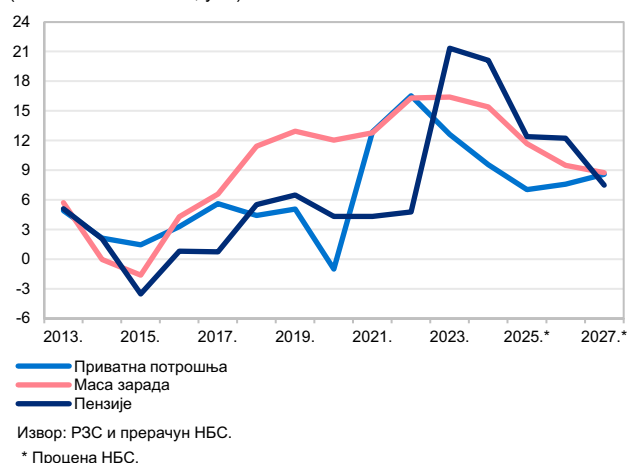
Графикон V.0.26. Реални раст БДП-а и компонента, расходна страна (у %)



Графикон V.0.27. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Графикон V.0.28. Стопа раста приватне потрошње и њених извора (номиналне мг. стопе, у %)



повећане тражње привреде за увозним средствима, као и због и даље слабе екстерне тражње. Због тога ће **нето извоз** имати негативан допринос расту БДП-а. Насупрот томе, у 2027. години очекује се позитиван допринос нето извоза, пре свега захваљујући убрзаном расту извоза, нарочито туристичких и пословних услуга, подстакнутом одржавањем изложбе „Експо”.

Посматрано по појединачним компонентама, **приватна потрошња**, која чини највећи део БДП-а, према фебруарској пројекцији, требало би да обезбеди најзначајнији позитиван допринос расту економске активности, који у 2026. години износи 2,7 п.п., а у 2027. години 3,2 п.п. Раст личне потрошње биће подржан повећањем расположивог дохотка, захваљујући позитивним трендовима на тржишту рада, укључујући очекивани даљи раст плата и запослености, као и повећање пензија у складу с фискалним правилима. Битно је истаћи да ће очекивани раст зарада у средњем року великим делом бити резултат повећане продуктивности рада, па се по том основу не очекују значајни инфлаторни притисци. Истовремено, реални расположиви доходак биће подржан повољнијим условима кредитирања и даљим растом кредитне активности, захваљујући ефектима досадашњег ублажавања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а.

Државна потрошња наставиће и, према фебруарској пројекцији, позитивно да доприноси расту БДП-а, са 0,5 п.п. у овој години, док ће у 2027. тај допринос бити смањен на 0,3 п.п. Пројекција раста државне потрошње уважава планиране издатке за плате и раст расхода за робу и услуге по основу реализације програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

Фебруарска пројекција претпоставља опоравак инвестиционе активности у текућој и наредној години. Након успоравања које је забележено у претходној години услед деловања спољних и унутрашњих фактора и генерално повећане неизвесности, очекујемо да ће **приватне инвестиције** забележити раст од 6,0% у 2026. (допринос расту БДП-а од 1,0 п.п.) и 7,2% у 2027. години (допринос од 1,3 п.п.), чему ће допринети и очекивани опоравак у грађевинарству. Даљем расту приватних инвестиција допринеће и очувана висока профитабилност домаће привреде из претходних година (866 млрд динара у 2024), очекивани наставак прилива СДИ, као и повољнији услови задуживања, захваљујући досадашњем ублажавању монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а и по том основу раст кредитне активности.

Наша нова пројекција БДП-а претпоставља и мањи позитиван допринос **државних инвестиција** расту економске активности (допринос од 0,2 п.п. очекиван је и у 2026. и 2027. години). Пројекција узима у обзир планиране капиталне издатке државе у наредном периоду који су дефинисани *Ревидираном фискалном стратегијом за 2026. годину са пројекцијама за 2027. и 2028. годину*, као и очекивану реализацију инфраструктурних пројеката везаних за програм „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

Фебруарска пројекција претпоставља даљи раст **залиха** током 2026. године, с обзиром на и даље релативно ниску екстерну тражњу и неопходност обезбеђења енергетске сигурности до завршетка преузимања већинског власништва у НИС-у. За 2027. годину очекујемо смањење залиха уз опоравак екстерне тражње и смањење неизвесности.

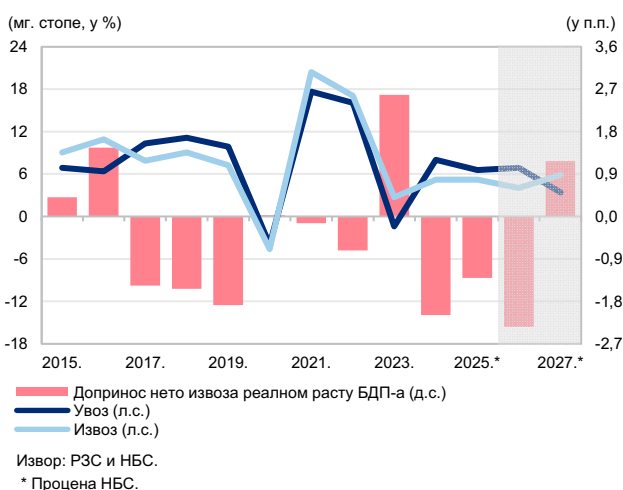
Нова пројекција претпоставља наставак раста **извоза робе и услуга** у 2026. години релативно стабилним темпом као и претходних година, захваљујући расту извоза пре свега прерађивачке индустрије, где значајан допринос обезбеђује започета серијска производња у аутомобилској индустрији и повезаним гранама. Битно је истаћи да је извоз наставио да расте упркос и даље ниској екстерној тражњи и неповољним глобалним кретањима, што указује на отпорност домаћег извозног сектора захваљујући његовој географској и производној диверсификацији. Раст извоза робе и услуга подржан је и ефектима инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и одржавањем изложбе „Експо”, захваљујући чему смо пројектовали и његово убрзање раста до 6% у 2027. Томе ће значајну подршку пружити и позитивни трендови у размени услуга са иностранством, за које очекујемо да се наставе и у текућој и у наредним годинама, а првенствено ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта (и поред очекиваног раста увоза, пре свега туристичких услуга у условима раста личне потрошње). Имајући у виду потребе планираних инвестиционих активности у наредном периоду, као и раст личне потрошње, за 2026. годину пројектовали смо бржи реални раст **увоза робе и услуга** у односу на извоз. Све наведено за последицу би требало да има негативан допринос **нето извоза** у текућој години (-2,3 п.п.), док у 2027. години очекујемо позитиван допринос нето извоза (од 1,2 п.п.), чему, између осталог, треба да допринесе и значајан број посетилаца изложбе „Експо”.

Посматрано с производне стране, фебруарска пројекција претпоставља да ће раст БДП-а у 2026. и

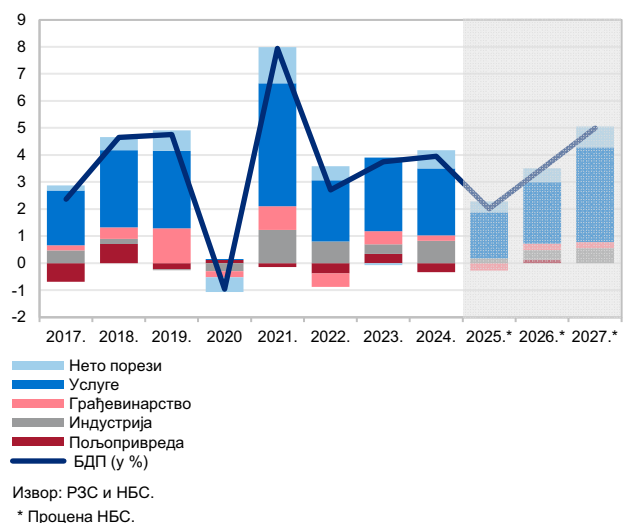
Графикон V.0.29. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)



Графикон V.0.30. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.31. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)



2027. години водити **услужни сектори**. Раст приватне потрошње, подстакнут повољним кретањима на тржишту рада, повећањем расположивог дохотка и приступачнијим кредитним условима, представљаће значајан ослонац економске активности. Поред тога, очекује се да ће велики број посетилаца изложбе „Експо” додатно подстаћи раст у услужним делатностима. С тим у вези, очекујемо да допринос услужних сектора расту укупне економске активности порасте са 2,3 п.п. у 2026. на 3,5 п.п. у 2027. години. Такође, услед појачане потрошње и ширења услужног сектора, што ће се одразити и на већу наплату пореских прихода, пројекција предвиђа позитиван допринос **нето пореза** расту БДП-а, који би, према фебруарској пројекцији, у просеку требало да износи око 0,6 п.п. годишње.

Пројектован је и раст активности производних сектора, чији збирни допринос расту БДП-а, према фебруарској пројекцији, у 2026. износи 0,7 п.п., а у 2027. години 0,8 п.п. Пројекција у овом делу уважава вест да је постигнут прелиминарни споразум о преузимању већинског власништва у НИС-у од стране мађарске компаније МОЛ, што би требало да обезбеди наставак производње у нафтној индустрији и смањи неизвесност у погледу снабдевања енергентима. Такође, претпоставили смо да најављене царине на наш извоз челика у ЕУ неће бити примењиване у пуној мери. У складу с тим, највећи позитиван допринос у производном сектору и даље се очекује од **прерађивачког дела индустрије** (у просеку око 0,3 п.п. годишње), у којем очекујемо активирање нових и проширење постојећих капацитета у аутомобилској индустрији услед започете серијске производње електричних возила у Крагујевцу и аутомобилских гума. Позитиван допринос очекује се

Табела V.0.4. Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”
(у млн EUR)

Пројекат	До 2024.	2025.	2026.	2027.	2028.	Након 2028.	Укупна вредност
1. Експо	401	326	363	123	0	0	1.214
2. Путна инфраструктура; изградња ауто-путева, брзих саобраћајница, мостова, тунела и др.	4.635	1.442	1.006	620	439	1.387	9.529
3. Железничка инфраструктура; пројекат мађарско-српске железнице, реконструкција и модернизација пруге Београд–Ниш и др.	1.461	396	579	498	335	1.529	4.799
4. Водни и ваздушни саобраћај и хидроенергетика; Ђердап 1 и 2, брана „Ариље”, изградња нове луке у Београду, проширење капацитета постојећих лука и др.	121	77	22	66	46	195	529
5. Комунална инфраструктура	426	143	86	68	51	2.729	3.504
6. Остали пројекти; модернизација инфраструктуре јавног сектора, образовање, наука, здравство, спорт и др.	764	280	447	329	183	41	2.044
УКУПНО	7.810	2.665	2.503	1.705	1.053	5.882	21.618

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

и од **рударства** (0,1 п.п.), захваљујући већој експлоатацији угља и руде метала (посебно бакра). Благи раст активности очекиван је у сектору **енергетике** као резултат планираних структурних реформи, у складу са аранжманом с ММФ-ом, почетка рада новог блока у термоелектрани „Костолац”, као и отварања нових капацитета обновљивих извора енергије.

Након пада од преко 5% у 2025. години, позитиван допринос требало би да обезбеди **грађевинарство** (по 0,2 п.п. у текућој и наредној години) захваљујући планираној реализацији инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и реализацији програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

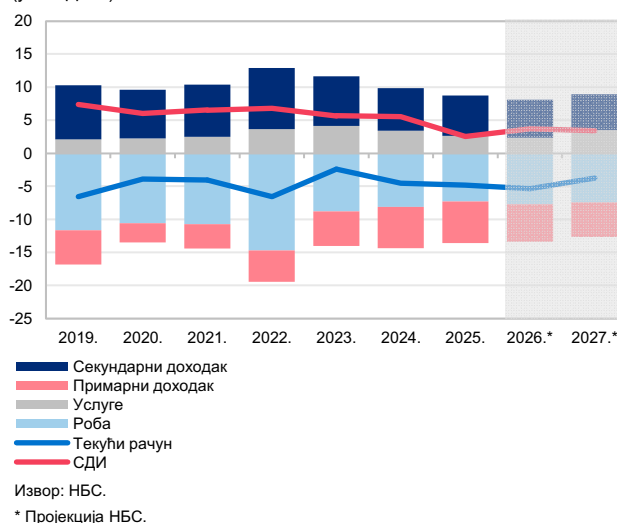
Када је реч о **пољопривреди**, под претпоставком да ће овогодишња пољопривредна сезона бити на нивоу петогодишњег просека, који узима у обзир и негативне ефекте климатских фактора на пољопривредну производњу претходних година, у текућој години очекујемо благи позитиван допринос пољопривреде. У смеру раста пољопривредне производње у наредним годинама требало би да делује и дугорочна стратегија одговора на климатске промене.

Пројекција екстерне позиције Србије

Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2025. години износио је 4,8% БДП-а и био је близу своје просечне равнотежне стопе. Узимајући у обзир очекивани раст увоза робе и услуга (пре свега по основу већег увоза опреме за потребе наставка инвестиционог циклуса, већих издатака државе за реализацију програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, као и раста увоза туристичких услуга по основу већег расположивог дохотка становништва), очекујемо да ће **учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у** ове године бити на нивоу од 5,4%, а да ће у 2027, под утицајем већег извоза услуга услед одржавања специјализоване изложбе „Експо”, бити снижено на испод 4%. Наша пројекција узима у обзир и очекивани даљи раст извоза робе и услуга у наредним годинама, чему, поред инвестиција у извозне секторе из претходних година и активирања нових капацитета у аутомобилској индустрији, треба да допринесе и постепени опоравак екстерне тражње.

Када је реч о осталим компонентама текућег рачуна платног биланса, претпоставка пројекције је и да ће суфицит секундарног дохотка износити нешто испод

Графикон V.0.32. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



6% БДП-а и да ће у потпуности неутралисати дефицит доходака од фактора производње (пре свега доходака по основу СДИ и рада), који се процењује на око 5,7% у 2026. и 5,2% у 2027. години. Код **прилива по основу СДИ** очекујемо задржавање високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе, при чему је наша процена да ће се наредних година кретати око 4% БДП-а.

Пројекција инфлације

Слично новембарској централној пројекцији, и наша нова фебруарска пројекција предвиђа да ће **мг. инфлација наставити да се креће у границама циља од $3 \pm 1,5\%$ током целог периода пројекције**. Најпре, инфлација ће се до септембра ове године кретати око централне вредности циља од 3%, а потом ће, у великој мери због ефекта ниске базе, то кретање бити померено на око 4% до краја ове године. **Поред и даље рестриктивне монетарне политике, на такву путању инфлације утицаће неколико фактора, пре свега уредба којом су ограничене трговинске марже од септембра прошле године, што је допринело паду инфлације, највише код цена хране, и тиме стварању ниске базе при обрачуну инфлације након годину дана.** Поред тога, претпоставили смо да уредба неће бити продужена, с тим да ће доношење одговарајућег законског оквира унапредити регулацију тржишта и спречити појаву непоштених трговинских пракси, па, у складу с тим, не очекујемо да ће се трговинске марже вратити на ниво пре доношења уредбе. Такође, раст зарада и по том основу већи расположиви доходак за потрошњу требало би да делује у смеру раста тражње, али ни по том основу не очекујемо знатније инфлаторне притиске, јер би раст зарада у великој мери требало да буде праћен растом продуктивности. С друге стране, очекујемо да ће трошковни притисци из међународног окружења и даље остати ниски, а претпоставили смо и да ће нова пољопривредна сезона бити боља од прошлогодишње, што ће допринети већој понуди на домаћем тржишту. У 2027. години очекујемо додатни раст тражње због одржавања изложбе „Експо”, тако да просечну инфлацију пројектујемо на 3,8%.

Према нашој оцени, **карактер монетарне политике и даље је рестриктиван**, иако се степен рестриктивности смањено од Т2 2024. године, као резултат смањења референтне каматне стопе у периоду јун–септембар 2024. за укупно 75 б.п.

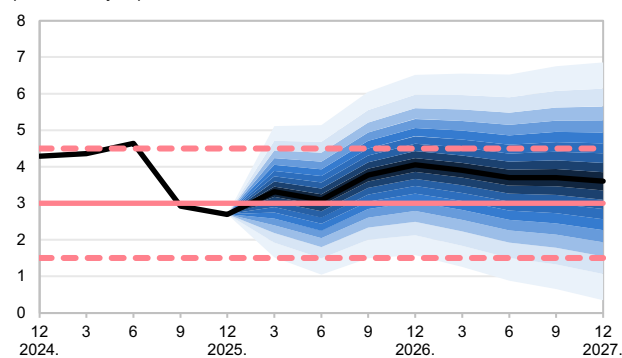
Табела V.0.5. Најважније претпоставке пројекције

	2026.		2027.	
	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.
Екстерне претпоставке				
Извештаја о инфлацији				
Раст БДП-а у зони евра	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%
Инфлација у зони евра (просек)	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	1,9%	2,1%	2,1%	2,3%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	6,0%	3,5%	2,7%	4,6%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	63	64	64	64
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,4%	5,9%	5,0%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

Графикон V.0.33. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

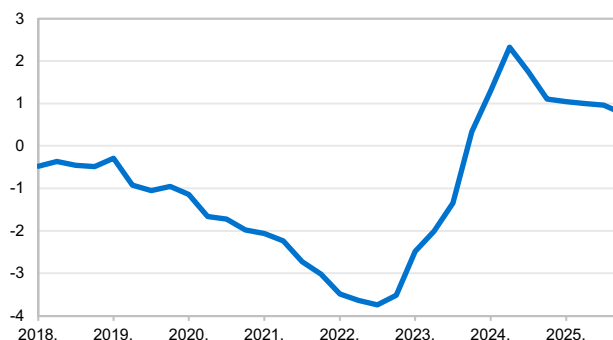
Притом, **једнонедељни BELIBOR, реално посматрано (рачунато на бази инфлационих очекивања финансијског сектора за годину дана унапред), у Т4 2025. износио је 0,8%.**

Пажљивом калибрацијом мера Извршни одбор Народне банке Србије настојао је пре свега да утиче на **инфлациона очекивања тржишних субјеката**, односно да обезбеди њихово усидравање у границама циља. Од почетка 2024. године инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред крећу се унутар циљаног распона, док су средњорочна очекивања овог сектора већ дуже време усидрена у границама циља, што говори у прилог очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Са смањењем трошковних притисака из међународног окружења, очекујемо да се и средњорочна инфлациона очекивања привреде снизе и усидре у границама циља.

За кретање инфлације у Србији од великог значаја су **инфлаторни притисци на глобалном нивоу**, с обзиром на то да се велики део домаће инфлације „увози” путем цена енергената, хране и индустријских производа. У нашој пројекцији очекујемо да кључни глобални фактори који утичу на цене увезених производа и услуга имају **знатно умеренију динамику него у претходним годинама**. Пројекције релевантних институција указују на стабилизацију цена енергената, пре свега **нафте и гаса**, па по том основу не очекујемо знатније трошковне притиске на привреду Србије. Светске цене већине прехранбених производа требало би да успоре раст или да стагнирају, услед стабилизације аграрних приноса и смањених трошкова инпута, пре свега енергената и вештачког ђубрива. Истовремено, стабилизација новог система царина, прилагођавање глобалних ланаца снабдевања и спорији раст тражње на глобалном нивоу доприносе мањем притиску на увозне цене индустријских производа. Стога је, као и у претходним пројекцијама, једна од претпоставки очекиване путање инфлације у Србији **смањење увозне инфлације**, пре свега из зоне евра.

Поред ублажавања инфлаторних притисака из међународног окружења, очекујемо да и домаћи фактори, пре свега **раст зарада, фискална политика и регулисане цене**, неће генерисати знатније инфлаторне притиске. Када је у питању **агрегатна тражња**, процењујемо да је **производни јаз и даље негативан**, али да ће се током ове године постепено смањивати и почетком наредне године прећи у позитивну зону и да ће се кретати благо изнад нуле до

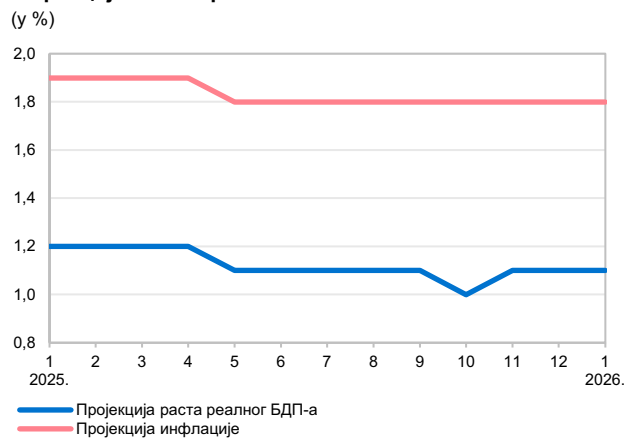
Графикон V.0.34. Реална каматна стопа (у %)



Извор: НБС.

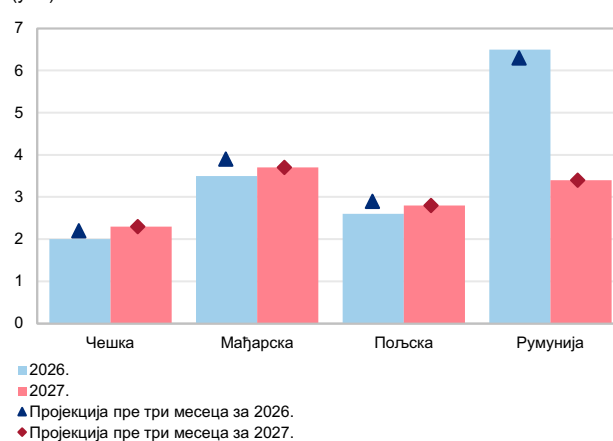
Напомена: Реална каматна стопа добијена је као разлика између једнонедељног BELIBOR-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

Графикон V.0.35. Развој пројекција БДП-а и просечне инфлације зоне евра за 2026.



Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.36. Пројекција просечне инфлације (у %)



Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.37. **Пројектовано кретање производног јаза***
(у % потенцијалног производа)

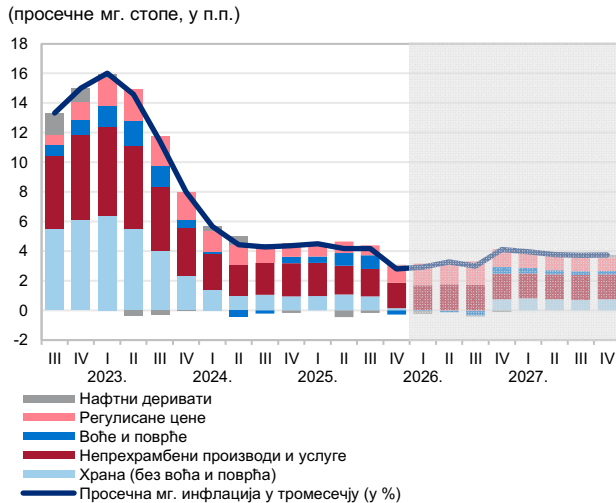


Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази БДП-а.

краја 2027. године. Позитиван допринос оцени производног јаза долази од раста реалних зарада током целог периода пројекције, као и од фискалног импулса и постепеног опоравка екстерне тражње, док у супротном смеру делује индекс монетарних услова. На раст расположивог дохотка за потрошњу највише ће утицати очекивани реални раст зарада услед раста минималне зараде. Повећање минималне цене рада у октобру прошле и јануару ове године деловаће на бржи раст реалних зарада од њиховог дугорочног тренда, тако да ће јаз у зарадама бити позитиван током целог периода пројекције. Ипак, како буду постепено слабили притисци на даљи раст зарада, **раст реалних зарада током хоризонта пројекције требало би да успори и приближи се расту продуктивности, који ће убрзати.** Такође, услови кредитирања су повољнији него у прошлој години, што би требало да резултира даљим растом кредитне активности. Када је реч о **екстерној тражњи**, очекивања су побољшана у односу на ситуацију пре три месеца, али се и даље очекује умерен раст. Значајнији подстицајни ефекат екстерне тражње још увек се не може очекивати у кратком року, јер геополитичке и трговинске тензије и резултирајућа несигурност у ланцима снабдевања настављају да коче снажнији опоравак светске економије. И даље очекујемо да ће екстерна тражња у кратком року остати слабија, а да ће значајнији опоравак уследити у средњем року. Фискални подстицаји, као и ефекти претходног ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, дају основ за очекивање да ће раст економске активности нашег најзначајнијег економског партнера, зоне евра, убрзати у наредном периоду.

Графикон V.0.38. **Доприноси м.г. инфлацији по компонентама**
(просечне м.г. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

- Пројекција НБС.

Посматрано по појединачним компонентама, очекујемо да ће се допринос **цена хране (без воћа и поврћа)** м.г. инфлацији постепено повећати током хоризонта пројекције, због деловања ефекта ниске базе током примене уредбе – са око нуле, колико ће износити до септембра ове године, на око 0,7 п.п. од септембра до краја периода пројекције. Претпоставка пројекције је да се, по престанку важења уредбе, марже неће вратити на ниво пре њеног доношења. Томе би требало да допринесе доношење системских закона којима ће се унапредити регулација тржишта и спречити појава непоштених трговачких пракси, с циљем очувања стабилности цена и заштите потрошача. С друге стране, процењујемо да по основу трошкова произвођача хране не постоје изражени притисци на малопродајне цене хране. На основу фјучерса за примарне пољопривредне производе очекујемо да се трошкови сировина у производњи хране (без воћа и поврћа) налазе испод свог

неутралног нивоа, па по том основу не очекујемо инфлаторно дејство на цене хране у наредном периоду. С друге стране, раст цена хране биће под утицајем повећања трошкова рада.

Претпостављамо да ће се цене **воћа и поврћа**, које су у Т4 прошле године забележиле знатан пад, на шта се одразила и примена уредбе, постепено вратити свом дугорочном тренду, уз претпоставку да ће пољопривредна сезона бити боља од прошлогодишње. У складу с тим, њихов допринос м. инфлацији биће благо негативан у прва три тромесечја ове године, а затим ће прећи у позитивну зону (0,2–0,5 п.п.) због деловања базног ефекта.

Као и у претходној пројекцији, очекујемо да допринос цена **непрехрамбених производа и услуга** инфлацији остане релативно стабилан током хоризонта пројекције, на нивоу 1,7–1,8 п.п. С једне стране, повећање минималне зараде у одређеној мери ће се одразити на раст трошкова услужних сектора, као и на повећање расположивог дохотка за потрошњу, али се по овим основима не очекује значајније инфлаторно дејство. Поред тога, кретање цена непрехрамбених производа и услуга у великој мери зависи од цена бројних увозних производа. Такође, смањене су трговинске тензије и бојазан да би могло доћи до знатнијих застоја у глобалним ланцима снабдевања, па је индекс притисака у глобалним ланцима снабдевања, иако повећан у децембру на највиши ниво од почетка 2023. године, и даље близу нуле, тј. не указује на изражене притиске. Такође, цене међународног робног транспорта бележе релативно стабилно кретање. Уз то, пројектује се да ће инфлација у зони евра у хоризонту пројекције бити благо испод циља од 2%.

У новој пројекцији очекујемо да ће допринос **цена нафтних деривата м. инфлацији** током хоризонта пројекције варирати око нуле (од –0,2 п.п. до 0,2 п.п.), што је слично као у претходној пројекцији. Фјучерси, као и пројекције релевантних међународних институција, указују на то да ће светска цена сирове нафте бити релативно стабилна, а претпостављамо и да ће се обезбедити наставак производње и уредно снабдевање домаћег тржишта нафтним дериватима.

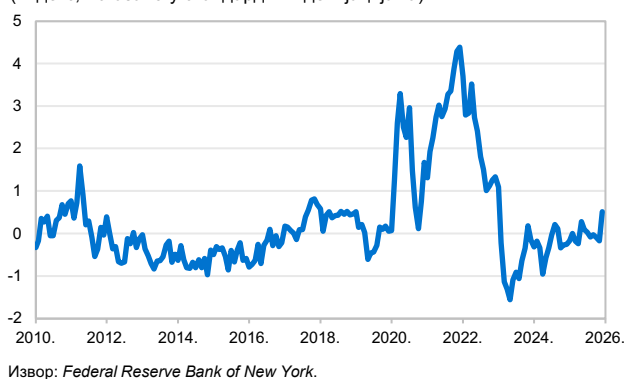
У новој пројекцији очекујемо раст **регулисаних цена** у овој години од 5,9% (5,4% у претходној пројекцији), док пројектовани раст ових цена у 2027. од 5,0% није мењан. То ће резултирати доприносом регулисаних цена м. инфлацији крајем ове године од око 1,2 п.п., а крајем 2027. године од око 0,9 п.п.

Графикон V.0.39. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране (одступање у % од тренда)



Извор: НБС.

Графикон V.0.40. Притисци у глобалним ланцима снабдевања (индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

Табела V.0.6. Пројекције макроекономских показатеља Србије (у %)

		БДП	Текући рачун платног биланса (учешће у БДП-у)	Инфлација (просек године)
Народна банка Србије	2026.	3,5	-5,4	3,3
	2027.	5,0	-3,8	3,8
ММФ	2026.	3,0	-6,0	4,0
	2027.	4,6	-4,9	3,8
Consensus Forecasts	2026.	3,1		3,4
	2027.	3,6		3,3
Светска банка	2026.	3,0		
	2027.	3,2		

Извор: ММФ *Country Report* (децембар 2025), *Consensus Economics* (јануар 2026), Светска банка *GEP* (јануар 2026).

Пројекције других институција за Србију и поређење с пројекцијама Народне банке Србије

Под утицајем повећане глобалне неизвесности и увођења америчких санкција НИС-у, ММФ је у другом разматрању у оквиру Инструмента за координацију политика (*PCI*) смањio пројекцију раста БДП-а Србије за 2026. годину, на 3,0%, колико износи и пројекција Светске банке, док *Consensus Economics* има нешто вишу пројекцију од 3,1%. ММФ очекује опоравак економске активности у 2027, подржан наставком раста расположивог дохотка становништва услед континуираног раста зарада, као и јавним инвестицијама у склопу програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, и пројектује раст БДП-а од 4,6%, што је нешто испод наше пројекције. Конзервативније пројекције имају *Consensus Economics* и Светска банка, који за 2027. годину очекују раст од 3,6% и 3,2%, респективно.

ММФ пројектује да ће дефицит текућег рачуна платног биланса у овој години износити 6,0% БДП-а, док се за 2027. пројектује смањење на 4,9% у 2027, што представља нешто више нивое у односу на нашу пројекцију. ММФ истиче да ће се на дефицит текућег рачуна негативно одразити ограничење ЕУ на увоз челика, као и поремећаји у раду НИС-а, који доводе до већег увоза и смањења извоза нафтних деривата, док ће у супротном смеру деловати нови производни капацитети.

Према децембарским пројекцијама, ММФ очекује да ће просечна инфлација у Србији износити 4,0% у 2026. години, подстакнута ниском базом услед ефеката уредбе о ограничењу маржи, уз постепено успоравање на 3,8% у 2027. години. По оцени *Consensus Economics*, просечна инфлација ће у 2026. години износити 3,4%, што је готово једнако нашој пројекцији, док се у 2027. очекује задржавање на сличном нивоу, односно на 3,3%.

Ризици пројекције

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а претежно се односе на дешавања у међународном окружењу.

Највећи ризик су изражене геополитичке тензије, од којих у великој мери зависе кретања на светским робним и финансијским тржиштима, глобални ланци снабдевања, пословна клима и планови за улагања. Поред сукоба на Блиском истоку и Украјини, као и

затегнуте ситуације између САД и Кине због дешавања у Венецуели, тензије су повећане и на релацији САД–ЕУ, поводом планова САД да преузму Гренланд. Као резултат, глобалне акције, обвезнице и амерички долар бележили су пад, док је актива сигурног уточишта ојачала – цена злата достигла је рекордне нивое, а швајцарски франак је апречирио. Поред тога, земље чланице ЕУ дале су финално одобрење за план забране увоза руског гаса, према којем ће ЕУ обуставити увоз руског течног природног гаса до краја 2026, а гаса који се допрема гасоводима до 30. септембра 2027. Ако нека земља чланица има потешкоћа да пред зиму напуни своја складишта гасом који није руског порекла, тај рок се може померити најкасније до 1. новембра 2027. Русија је пре 2022. године подмиривала више од 40% потреба за гасом у ЕУ, а у 2025. свега око 13%. Изненадне политичке одлуке одражавају се не само на светска тржишта примарних производа већ и на финансијска тржишта, уз посебну осетљивост девизних курсева. Монетарној политици је увек теже да постигне ценовну стабилност у случају шокова на страни понуде, који истовремено доводе до раста цена и смањења БДП-а, па је стога потребна појачана опрезност. С друге стране, глобални фундаменти светске економије остају релативно отпорни, уз фискалне стимулансе и ублажену монетарну политику у највећим светским економијама и вероватно додатно снижење референтне каматне стопе од стране ФЕД-а током ове године. Такође, очекује се да ће светска економска активност бити додатно подстакнута применом вештачке интелигенције и резултирајућим снажним добицима у продуктивности и повећаној пословној динамици.

Прелиминарни споразум којим мађарска компанија МОЛ преузима већинско власништво у НИС-у требало би да обезбеди **наставак производње нафтне индустрије и смањи неизвесност у погледу снабдевања енергентима**, тако да ценимо да је ризик по овом основу и на БДП и на инфлацију знатно нижи него у претходној пројекцији.

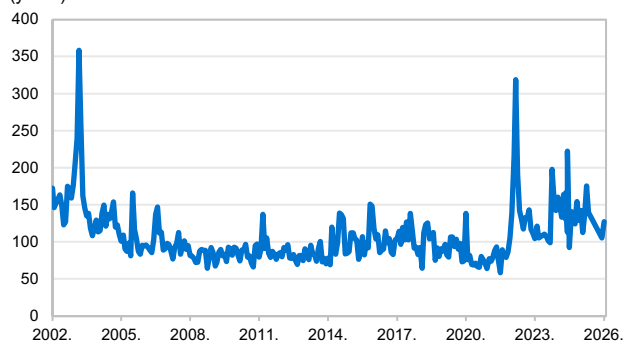
Иако је донекле смањен споразумима склопљеним међу водећим светским економијама, ризик пројекције, пре свега БДП-а, и даље представља **повећан протекционизам и неизвесна трговинска политика на глобалном нивоу**. Повећане царине утичу на преусмеравање трговинских токова по регионима, земљама и секторима, па би у том смислу за Србију посебно важне могле бити **протекционистичке мере ЕУ усмерене на заштиту домаће индустрије челика** од глобалне прекомерне

Табела V.0.7. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације

Ризик	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Геополитичке тензије и њихов утицај пре свега на цене нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената), али и других производа	↕	↕
Трговинске тензије на глобалном нивоу	↓	↓
Ограничења у производњи прерађивачке индустрије, пре свега основних метала, услед раста протекционизма	↓	↑
Глобална пољопривредна сезона и светске цене примарних пољопривредних производа (Србија нето извозник)	↕	↕
Брзина раста домаће тражње	↕	↕
Домаћа пољопривредна сезона	↕	↕

Напомена: ↑ означава инфлаторнији утицај у односу на основни сценарио, ↓ нижи привредни раст, ↑ виши привредни раст, ↓ дезинфлаторнији утицај, а ↕ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.

Графикон V.0.41. Индекс глобалног геополитичког ризика (у п.п.)



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

понуде и јефтинијег увоза. Наиме, Европска комисија је предложила да се преполове квоте за увоз челика без царине из земаља ван ЕУ, као и да се за увоз челика који превазилази те квоте повећа царина са 25% на 50%. Такође, предвиђају се оштрија правила за доказивање порекла челика како би се спречило заобилажење тих мера. Такав потез има потенцијално директан ефекат на Србију, јер је српска челична индустрија, укључујући велики извозни сектор као што је челик из Смедерева, дубоко повезана са европским тржиштем. Србија је већ тражила изузеће или посебан третман у преговорима о тим тарифама, позивајући се на свој статус земље кандидата за ЕУ и споразум о слободној трговини са ЕУ. Међутим, ако се високе царине уведу без ослобађања за српске извознике, то би могло да смањи извозну конкурентност и утиче на производњу и пословне резултате у металној индустрији.

Према проценама *J.P. Morgan Global Research*, укупна ефективна царинска стопа САД коригована је благо навише – за 2 п.п., на 18–20%, што је ипак далеко ниже од најављене почетком априла прошле године. Ипак, појављивале су се нове претње царинама у функцији геополитичког притиска, што отежава стабилизацију и поверење тржишта. С друге стране, светска економија је до сада показала приличну отпорност на протекционистичке мере и трговинске шокове којима је била изложена, па многи аналитичари и међународне институције, укључујући и ММФ, закључују да је постала флексибилнија и отпорнија него раније. Прилагођавања у ланцима снабдевања за сада се одвијају прилично глатко, без ометања глобалног привредног раста. Преовлађује став да ће повећање царина деловати инфлаторно у земљама које их уводе, пре свега у САД, док ће се земље према којима се царине примењују суочавати с негативним шоком на страни тражње, што ће деловати дезинфлаторно.

У зависности од глобалне пољопривредне сезоне, а с обзиром на ризике од геополитичких и трговинских тензија, с једне стране, и ризике по глобални привредни раст, с друге стране, постоје ризици одступања **светских цена примарних пољопривредних производа** од претпостављених у основном сценарију.

Ризик пројекције инфлације и БДП-а представља и домаћа пољопривредна сезона, за коју смо у новој пројекцији претпоставили да ће ове године бити боља од прошлогодишње (али уз уважавање измењених климатских услова у последњих неколико година), с обзиром на то да је не само прошле већ и претпрошле

године била исподпросечна. Ипак, због неизвесних временских прилика одступања су могућа у оба смера. За инфлацију је важна производња и понуда воћа и поврћа, а за БДП пре свега род житарица.

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину раста домаће тражње**. Њен бржи раст од очекиваног повећао би инфлаторне притиске, али би истовремено позитивно утицао на раст економске активности, и обрнуто. Ризици се пре свега односе на **реални раст зарада**, који би могао бити и виши и нижи од претпостављеног у новој пројекцији, што би се одразило на личну потрошњу и увоз. Поред тога, продужене **друштвено-политичке тензије у нашој земљи** могле би негативно утицати на економска очекивања и ниво поверења, а тиме и на мањи раст инвестиција и личне потрошње од очекиваног. С друге стране, њихово потпуно смиривање допринело би побољшању укупног економског амбијента и бржем расту економске активности.

Као и у претходним пројекцијама, ризик пројекције БДП-а, нарочито за наредну годину, потиче и од тога **колико ће електричних возила бити произведено у фабрици у Крагујевцу**, по којој цени и колико ће бити учешће домаће додате вредности. Наше процене показују да на сваких 10.000 возила допринос БДП-у износи око 0,1 п.п., при чему су могућа одступања у оба смера, зависно од тражње за овим возилима, првенствено у европским земљама.

Народна банка Србије ће наставити да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка, у зависности од кретања инфлације и њених кључних фактора из домаћег и међународног окружења. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције – утицај пролонгиране глобалне неизвесности и геополитичких тензија на инфлацију и привредни раст

У оквиру основног сценарија полазимо од претпоставке да се у наредном периоду неће додатно заострити геополитичке тензије и да ће се цене енергената на светском тржишту кретати благо опадајућом путањом, у складу с тржишним фјучерсима. Такве претпоставке заснивамо на чињеници да, иако је претходна година била обележена геополитичким тензијама и растом протекционизма, што је довело до високе глобалне неизвесности, то се није значајно одразило на светске цене примарних производа. С тим у вези, светска цена нафте типа брент, која у великој мери опредељује кретање других примарних производа, кретала се доминантно силазном путањом током 2025, услед прекомерне понуде на глобалном тржишту, док су се на повремена одступања одразиле појачане геополитичке тензије – директан сукоб Израела и Ирана, као и међусобни напади Русије и Украјине на енергетску инфраструктуру. При томе, светска цена нафте у просеку је смањена са око 79 долара по барелу у јануару 2025. на око 63 долара по барелу у децембру, што је њен најнижи ниво од фебруара 2021. године.

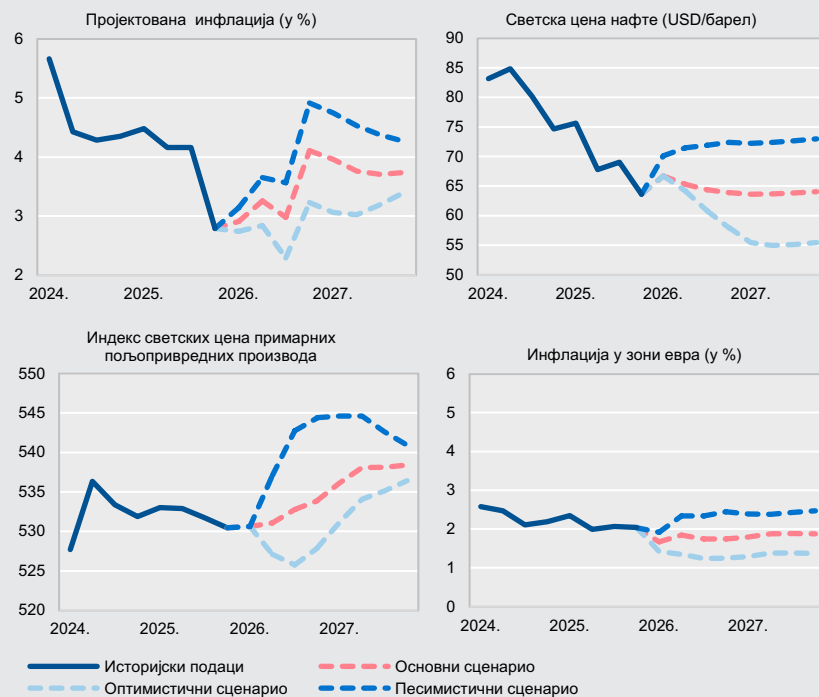
Међутим, почетком ове године додатно су се поостриле геополитичке тензије, укључујући интервенцију САД у Венецуели, која располаже највећим познатим резервама нафте, масовне протесте у Ирану праћене претњама САД војном интервенцијом, као и појачане тензије у односима између САД и ЕУ поводом питања Гренланда. Оваква дешавања одразила су се и на светска финансијска и робна тржишта, при чему су инвеститори повећали тражњу за сигурном активом, што је за последицу имало раст цене злата на преко 5.400 долара по унци крајем јануара, односно на највиши ниво од када постоје упоредиви подаци. Истовремено, светска цена нафте је крајем јануара била за 16,5% виша у односу на крај 2025. године, док је цена гаса у истом периоду повећана за 44,7%. С тим у вези, и у наредном периоду највећи ризик из међународног окружења повезан је с даљим развојем геополитичких односа водећих земаља, који се пре свега могу одразити на светске цене енергената и примарних пољопривредних производа. У складу с тим, у овом осврту анализирали смо потенцијалне ефекте материјализације тих ризика, варирањем претпоставки о кретању светских цена енергената и примарних пољопривредних производа, у зависности од тога да ли ће се геополитичке тензије на глобалном нивоу додатно заострити или ће се смирити.

Песимистични сценарио

Насупрот основном сценарију, у песимистичном сценарију полазимо од претпоставке да ће се у наредном периоду даље заострити геополитички сукоби. Ескалација тензија у односима између САД и Ирана, као и наставак сукоба у Украјини, пре свега кроз нападе на енергетску инфраструктуру, уз истовремено појачавање тензија између ЕУ и САД у вези с Гренландом, одразила би се на раст светских цена енергената, с обзиром на извозне капацитете ових земаља, као и њихов геостратешки положај. Раст цена енергије у том случају утицао би на раст глобалне инфлације, што би учврстило ставове тржишних учесника да су процеси ублажавања монетарних услова водећих централних банака завршени и по том основу вршило притисак на глобалну економску активност. Поред тога, нарушило би се потрошачко и инвестиционо поверење, нарочито у земљама у успону и развоју, услед повлачења капитала ка развијеним земљама.

Узимајући претходно наведено у обзир, у песимистичном сценарију претпоставили смо да би цена нафте до краја 2026. године могла порастати на око 72 долара по барелу и додатно на 73 долара по барелу до краја 2027. Истовремено, претпоставили смо да би цена природног гаса у 2026. и 2027. била у просеку виша него у основном сценарију за 15% и 20%, респективно. У том случају би цене примарних пољопривредних производа, чије кретање је у великој мери корелисано са светским ценама нафте, према нашој претпоставци, на крају 2026. биле више за око 14% него на крају 2025, а затим на крају 2027. биле за око 3% ниже, м.г. посматрано. Материјализација заостравања геополитичких односа одразила би се на раст инфлације у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер, која би у овом сценарију била виша него у основном сценарију за по 0,5 п.п. у 2026. и 2027. години. Према нашој процени, последице таквог сценарија на Србију биле би **виша просечна инфлација**

Графикон О.6.1. Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију



Извор: НБС.

него у основном сценарију за 0,5 п.п. у 2026. и за 0,7 п.п. у 2027. години. Директан ефекат потицао би од виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту, а индиректан од повећаних трошкова у производњи хране и више инфлације у зони евра, преко виших увозних цена.

Услед повећаних инфлаторних притисака, монетарни услови водећих централних банака вероватно би остали на тренутним нивоима дуже него што се тренутно очекује, што би се, уз повећане трошковне притиске, глобалну фрагментацију и раст премије ризика, негативно одразило на глобални привредни раст. Нижа екстерна тражња и заострени глобални финансијски услови негативно би деловали и на домаћу економску активност и преко нижег извоза, али и инвестиција и потрошње, што би делимично ипак ублажило инфлаторне притиске. Укупно посматрано, **ефекат овог сценарија на домаћи БДП био би мањи раст од пројектованог у основном сценарију за по око 0,2 п.п. у 2026. и 2027. години.**

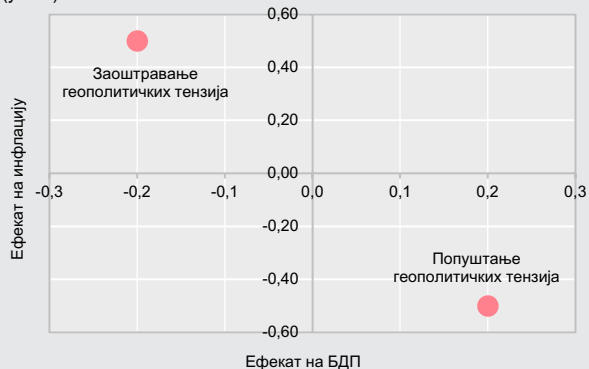
Оптимистични сценарио

У оптимистичном сценарију претпостављамо да ће се у наредном периоду ублажити геополитичке тензије. Ово би се у највећој мери одразило на ниже цене енергената од очекиваних и ниже трошкове транспорта, што би заједно подстакло раст глобалне трговине и економске активности.

У овом сценарију смо претпоставили да би светска цена нафте до краја 2026. била смањена на око 58 долара по барелу, а благи пад би се наставио

Графикон О.6.2. Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију и БДП у 2026.

(у п.п.)



Извор: НБС.

и током 2027, тако да би крајем године износила око 55 долара по барелу. Нижа цена нафте утицала би на пад светских цена примарних пољопривредних производа, тако да би оне крајем 2026. биле за 2,6% ниже него на крају 2025, док би у 2027. порасле за око 8,5%, пре свега због ниске базе. Поред тога, у овом сценарију смо претпоставили да би инфлација у зони евра током 2026. и 2027. била испод циљаног нивоа, тако да у просеку износи 1,3% у 2026. и 1,4% у 2027. години. У том случају, **просечна инфлација у Србији у 2026. и 2027. била би нижа него у основном сценарију за 0,5 п.п. и 0,6 п.п.**, респективно, услед нижих светских цена примарних производа и ниже инфлације у зони евра. Нижа инфлација у зони евра отворила би простор за додатно попуштање монетарних услова ЕЦБ-а, што би подржало раст економске активности у зони евра и опоравак екстерне тражње. То би вероватно утицало на попуштање наше монетарне политике и **већи домаћи привредни раст за око 0,2 п.п. у овој и наредној години него у основном сценарију.**

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	I 2025.	II 2025.	III 2025.	IV 2025.	2025.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																		
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	6,7	7,3	6,9	6,5	6,8	6,7	6,7
Девизне резерве / краткорочни дуг	237,3	268,6	294,0	256,4	234,3	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	244,7	319,3	412,5	386,4	360,9	341,0		
Девизне резерве / БДП	31,1	29,5	26,8	27,9	26,7	24,4	25,2	27,8	27,5	29,4	30,6	33,1	35,2	33,7	31,9	33,3	32,7	32,7
Отплата дуга / БДП	11,8	12,1	12,8	10,6	11,8	10,5	10,8	9,5	5,5	8,7	9,1	9,0	10,8	7,5	9,8	8,0		
Отплата дуга / извоз робе и услуга	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	16,4	20,4	13,2	18,3	15,0		
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																		
Спољни дуг / БДП	73,1	67,5	69,4	70,4	69,4	62,4	59,5	58,4	62,4	64,8	65,5	58,7	58,6	57,8	56,5	56,1		
Краткорочни дуг / БДП	13,1	11,0	9,1	10,9	11,4	12,1	11,9	10,1	12,1	11,8	12,5	10,4	8,5	8,7	8,8	9,8		
Спољни дуг / извоз робе и услуга	223,5	183,9	177,6	166,7	152,3	132,0	125,6	120,4	137,4	125,8	109,5	107,7	110,1	107,3	104,9	104,2		
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																		
Девизне резерве / М1	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	166,6	168,2	176,8	162,3	162,7	156,3	156,3
Девизне резерве / примарни новац	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	201,0	199,6	218,7	211,0	212,0	199,9	199,9
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																		
	81,1	83,5	87,9	92,3	96,9	102,0	103,8	106,7	99,2	111,3	130,8	113,8	111,2	118,1	112,5	111,6	107,3	112,1
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																		
БДП ¹⁾	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.513	75.205	83.258	20.349	22.044	22.288	24.087	88.770
Спољни дуг	25.638	25.636	25.666	26.220	26.469	25.490	26.594	28.117	30.600	36.286	41.621	44.173	48.771	48.836	48.539	48.951		
Сервисирање спољног дуга	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	6.735	9.032	1.529	2.170	1.775		
Девизне резерве НБС	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	28.527	27.404	29.052	29.008	29.008
Краткорочни дуг ²⁾	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	662	974	1.158	1.618	1.975		
Биланс текућих трансакција	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-651	-1.354	-808	-1.489	-4.302
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																		
	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.						
	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/ Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ/Дец.	Мај	Март/Дец.	Јун	Авг/Окт						
S&P	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BBB-						
	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан						
Fitch	BB-		B+	B+	BB-	BB		BB+				BB+						
	/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/стабилан				/позитиван						
Moody's		B1			B1	Ba3		Ba3		Ba2		Ba2						
		/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван		стабилан		позитиван						

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци
Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода
Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП
Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода
Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода
Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а
Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а
Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга
Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода
(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾ Према методологији ESA 2010. Подаци за Т4 и целу 2025. су процена НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

- РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 1995-2023. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга у склађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
- Од 2007. извоз и увоз робе је регистрован према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.
- Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.
- РЗС је извршио ревизију података о извозу робе за 2024. и Т1 2025.
- НБС је извршила ревизију података о стању спољног дуга за период од краја 2007. до Т1 2025.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	I 2025.	II 2025.	III 2025.	IV 2025.	2025.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	-0,4	0,5	-1,8	1,3	3,0	2,4	4,6	4,8	-1,0	7,9	2,7	3,7	3,9	1,8	2,0	2,0	2,2	2,0
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	7,6	4,3	4,4	4,6	2,9	2,7	2,7
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	28.527	27.404	29.052	29.008	29.008
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	41.018	44.317	11.551	11.859	11.851	12.425	47.686
– стопа раста у % у односу на претходну годину	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	7,9	8,0	11,6	6,8	6,2	6,2	7,6
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	44.543	48.267	12.481	12.938	13.015	13.417	51.850
– стопа раста у % у односу на претходну годину	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	-1,1	8,4	12,2	8,8	3,6	5,7	7,4
Текући рачун платног биланса³)																		
(у млн евра)	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-651	-1.354	-808	-1.489	-4.302
у % БДП-а	-10,5	-5,5	-5,4	-3,3	-2,8	-5,0	-4,6	-6,6	-3,9	-4,1	-6,6	-2,4	-4,5	-3,2	-6,1	-3,6	-6,2	-4,8
Незапосленост по Анкети (у %)⁵)	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	8,6	9,1	8,5	8,2		8,6
Зараде (просечне за период, у еврима)⁷)	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	838,2	907,7	921,5	921,2	949,7	922,8
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴)	-5,4	-4,7	-5,7	-2,6	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,0	-4,4	-3,2	-2,0	-2,2	-1,2	-0,3	-1,5	-6,9	-2,6
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	-6,2	-4,9	-5,9	-3,3	-1,1	1,1	0,6	-0,2	-7,7	-3,9	-3,0	-2,1	-2,0	-1,2	0,3	-1,6	-6,7	-2,4
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁸)	50,8	53,7	63,4	67,2	65,2	55,5	51,4	49,7	54,4	53,9	52,4	48,0	46,7	44,1	43,5	43,0	44,5	44,5
Курс динара према долару (просек у периоду)	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	108,41	108,20	111,35	103,44	100,26	100,71	103,79
Курс динара према долару (крај периода)	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	105,87	112,44	108,18	99,88	99,92	99,92	99,92
Курс динара према евра (просек у периоду)	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,25	117,09	117,14	117,21	117,18	117,27	117,20
Курс динара према евра (крај периода)	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,17	117,01	117,21	117,17	117,20	117,28	117,28
МЕМОРАНДУМ:																		
БДП (у млн евра)⁹)	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.513	75.205	83.258	20.349	22.044	22.288	24.087	88.770

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за Т4 2025. је флеш процена РЗС.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6)*. Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010. Подаци за Т4 и целу 2025. су процена НБС.

⁶) Ревидирани подаци од 2011. године (спроведене су две ревизије – ревизија у след унапређења методологије и постописна ревизија). Податак за 2025. је просек три тромесечја.

⁷) До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т4 2025. је просек два месеца, а податак за 2025. је просек једанаест месеци.

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

Напомене:

- РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 1995-2023. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- Извор за податак о стопи незапослености је *Анкета о радној снази* РЗС-а.
- Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.
- РЗС је извршио ревизију података о извозу робе за 2024. и Т1 2025.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	8
III.0.1.	Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	11
III.0.2.	Доприноси компонената мг. базној инфлацији	11
III.0.3.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	12
III.0.4.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	13
III.0.5.	Доприноси изабраних компонената мг. динамици увозних цена у динарима	13
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	17
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	17
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	17
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	23
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	23
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	24
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	24
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	24
IV.1.6.	Показатељ премије ризика	25
IV.1.7.	Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима	26
IV.1.8.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	26
IV.1.9.	Структура финансијског биланса	27
IV.1.10.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	28
IV.1.12.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	28
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	32
IV.2.2.	Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита	32
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	33
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	33
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	34
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	34
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	35
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	35
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	36
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	40
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	41
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	41
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	42
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	42
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	43
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	43
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	44
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	44
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	45
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	45
V.0.1.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	50
V.0.2.	Пројекције раста БДП-а зоне евра	50
V.0.3.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	51
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	52
V.0.5.	Пројекције укупне инфлације по регионима	52

V.0.6.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	53
V.0.7.	Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра	53
V.0.8.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	53
V.0.9.	Консолидовани биланс Евросистема	54
V.0.10.	Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра	55
V.0.11.	Укупна актива ФЕД-а	55
V.0.12.	Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а	56
V.0.13.	Кретање референтних стопа по земљама	56
V.0.14.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД	57
V.0.15.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	57
V.0.16.	Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту	57
V.0.17.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	58
V.0.18.	Европска цена природног гаса	58
V.0.19.	Европска цена струје	59
V.0.20.	Цене изабраних производа на светском тржишту	59
V.0.21.	Индекс светских цена хране	60
V.0.22.	Цене кафе и какаоа на светском тржишту	60
V.0.23.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	60
V.0.24.	Фискални резултат и јавни дуг сектора државе	62
V.0.25.	Пројекција раста БДП-а	63
V.0.26.	Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна	64
V.0.27.	Доприноси реалном расту БДП-а	64
V.0.28.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	64
V.0.29.	Кретање инвестиција у основне фондове	65
V.0.30.	Реални раст извоза и увоза	65
V.0.31.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	65
V.0.32.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	67
V.0.33.	Пројекција инфлације	68
V.0.34.	Реална каматна стопа	69
V.0.35.	Развој пројекција БДП-а и инфлације просечне зоне евра за 2026.	69
V.0.36.	Пројекција просечне инфлације	69
V.0.37.	Пројектовано кретање производног јаза	70
V.0.38.	Доприноси мг. инфлацији по компоненатама	70
V.0.39.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	71
V.0.40.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	71
V.0.41.	Индекс глобалног геополитичког ризика	73

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т4 2025.	12
IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	25
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	25
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	40
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	40
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	42
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а	49
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона средње и југоисточне Европе	51
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе	54
V.0.4.	Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	66
V.0.5.	Најважније претпоставке пројекције	68
V.0.6.	Пројекције макроекономских показатеља Србије	72
V.0.7.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	73
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије		79
Табела Б. Основни макроекономски показатељи		80

Графикони у освртима

О.1.1.	Динамика базне инфлације у Србији и њене допунске мере	15
О.1.2.	Динамика цена производа и услуга унутар базне инфлације	16
О.2.1.	Кретање инфлације за различите доходне групе становништва	20
О.2.2.	Кретање инфлације за петину становништва с најмањим и највећим дохотком	20
О.2.3.	Разлика у инфлацији за 20% становништва с најмањим и највећим дохотком и доприноси тој разлици по <i>COICOP</i> категоријама	20
О.2.4.	Годишњи реални раст зарада група с различитим нивоом дохотка	21
О.2.5.	Кумулативан раст реалних зарада група с различитим нивоом дохотка	21
О.3.1.	Курс динара према еврџу и девизне интервенције	30
О.3.2.	Фактори на девизном тржишту у 2025.	31
О.4.1.	Учешће укупних кредита у БДП-у и оцена дугорочног тренда	37
О.4.2.	Учешће кредита становништву у БДП-у и оцена дугорочног тренда	37
О.4.3.	Учешће кредита привреди у БДП-у и оцена дугорочног тренда	38
О.4.4.	Кретање показатеља системског стреса и приказ доприноса најзначајнијих фактора ризика Показатељу системског стреса, уз идентификацију режима финансијског стреса	38
О.5.1.	Динамика композитног показатеља <i>CLMI</i> и доприноси по групама	47
О.5.2.	Динамика <i>CLMI</i> и инверзне регистроване незапослености	47
О.5.3.	Динамика <i>CLMI</i> и реалног БДП-а	47
О.6.1.	Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију	77
О.6.2.	Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију и БДП у 2026.	77

Табела у осврту

О.5.1.	Корелација између изабраних показатеља тржишта рада и композитног показатеља <i>CLMI</i>	46
--------	--	----

**Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и
промене референтне каматне стопе****2025. година**

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
10. јануар	5,75	0
13. фебруар	5,75	0
13. март	5,75	0
10. април	5,75	0
9. мај	5,75	0
12. јун	5,75	0
10. јул	5,75	0
7. август	5,75	0
11. септембар	5,75	0
9. октобар	5,75	0
13. новембар	5,75	0
11. децембар	5,75	0

2026. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
12. јануар	5,75	0
12. фебруар	5,75	0
12. март		
9. април		
7. мај		
11. јун		
9. јул		
13. август		
10. септембар		
8. октобар		
12. новембар		
10. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 12. 2025.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 5,75%, као и да на непромењеним нивоима задржи каматне стопе на депозитне (4,5%) и кредитне олакшице (7,0%).

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварену и очекивану инфлацију и факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на њено кретање. Након смањења инфлације у Србији у септембру и октобру на 2,9% и 2,8% међугодишње, Извршни одбор очекује да ће она наставити да се креће око централне вредности циља до марта наредне године, тј. током периода важења Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, којом су ограничене трговинске марже у велетрговини и малопродаји. Наставак кретања инфлације у границама циља од $3 \pm 1,5\%$ очекује се и након престанка важења поменуте уредбе, све до краја 2026, али и у средњем року. Томе треба да допринесу најављено доношење системских закона којима ће се спречити непоштене трговачке праксе, затим попуштање трошковних притисака из међународног окружења, као и долазак нове пољопривредне сезоне, под условом да буде боља од овогодишње. У супротном смеру ће деловати раст расположивог дохотка за потрошњу и ниска база из септембра ове године. Ипак, ни по основу раста расположивог дохотка за потрошњу не очекујемо веће инфлаторне притиске, јер ће раст зарада бити праћен и растом продуктивности, док су мере Народне банке Србије за подстицај кредитне активности према грађанима с нижим примањима одмерене тако да не изазову прекомеран кредитни раст, који би могао да се негативно одрази на ценовну и финансијску стабилност.

Извршни одбор истиче да Народна банка Србије подршку привредном расту пружа одржаном релативном стабилношћу девизног курса и обезбеђеним повољнијим условима кредитног финансирања, захваљујући ефектима претходног ублажавања монетарне политике, изменама Закона о заштити корисника финансијских услуга, мерама за повољније задуживање грађана с нижим примањима, као и младих за куповину прве непокретности. Све то је резултирало двоцифреним међугодишњим растом кредитне активности према сектору привреде и становништва, који је у октобру достигао 13,1%.

Извршни одбор у образложењу своје одлуке наглашава да је и даље неопходан појачан опрез у вођењу монетарне политике, с обзиром на то да међународно окружење остаје сложено и нестабилно. Више царине, јачање протекционизма и још увек неизвесне глобалне трговинске политике, уз изражене геополитичке тензије, настављају да условљавају кретања на светским робним и финансијским тржиштима, чинећи их изразито волатилним и умањују инвестиционо и потрошачко поверење у бројним земљама. Истовремено, геополитичке тензије и раст протекционизма могу директно утицати на производњу и извоз домаће прерађивачке индустрије, нарочито у сегменту прераде нафте и производње основних метала. Поред тога, Извршни одбор је имао у виду и актуелну ситуацију у вези с производњом у рафинерији нафте и ризике који су тренутно присутни ако се у кратком року не нађе решење које ће омогућити наставак производње. Када су у питању одлуке о монетарној политици водећих централних банака, Систем федералних резерви је, у складу с очекивањима, наставио да смањује своје основне каматне стопе, како би се пружила подршка тржишту рада. Супротно томе, очекује се да ће Европска централна банка задржати висину својих основних каматних стопа барем до краја наредне године, јер се процењује да је достигнут циљ за инфлацију.

Према подацима Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју износио је 2%, колико је износила и прелиминарна процена. Структура тог раста била је у складу са очекивањима Народне банке Србије, а раст је био вођен секторима услуга и индустријом, док је активност у грађевинарству наставила да се смањује. Индустријска производња у Србији током октобра била је под утицајем смањене производње електричне енергије, а у оквиру прерађивачке индустрије и смањене производње нафтних деривата и повезаних грана, док је раст настављен у областима производње моторних возила и гуме и пластике, што је резултат претходних инвестиција у аутомобилску индустрију. На слабију економску активност од очекиване у досадашњем току године одражава се смањено инвестиционо и потрошачко поверење услед пролонгиране глобалне неизвесности и друштвено-политичких дешавања у земљи, док у супротном смеру делује раст расположивог дохотка. Извршни одбор очекује раст бруто домаћег производа на нивоу 2025. од 2,1%, док би наредне године требало да убрза на 3,5%, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства. Ипак, могућа ограничења у производњи и извозу нафте и основних метала наредне године, уз јаче ефекте трговинских и геополитичких тензија на потрошачко и инвестиционо поверење, за последицу би могли имати и нижи раст од пројектованог.

Извршни одбор ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. јануара 2026. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 1. 2026.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 5,75%, као и да на непромењеним нивоима задржи каматне стопе на депозитне (4,5%) и кредитне олакшице (7,0%).

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварену и очекивану инфлацију и факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на њено кретање. У последњим месецима 2025. године инфлација се стабилизовала на нивоу незнатно испод централне вредности циља Народне банке Србије ($3 \pm 1,5\%$).

Извршни одбор очекује да ће инфлација наставити да се креће око централне вредности циља до марта ове године, односно током периода важења Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, којом су ограничене трговинске марже у велетрговини и малопродаји, као и да ће у границама циља од $3 \pm 1,5\%$ остати и након тога, до краја 2026, као и у средњем року. Томе треба да допринесу најављено доношење системских закона којима ће се спречити непоштене трговачке праксе, попуштање трошковних притисака из међународног окружења, као и долазак нове пољопривредне сезоне, под условом да буде боља од прошлогодишње. У супротном смеру деловаће раст расположивог дохотка за потрошњу и ниска база из септембра претходне године. Ипак, ни по основу раста расположивог дохотка за потрошњу не очекујемо веће инфлаторне притиске, јер ће раст зарада бити праћен и растом продуктивности, док су мере Народне банке Србије за подстицај кредитне активности према грађанима с нижим примањима одмерене тако да не изазову прекомеран кредитни раст, који би могао да се негативно одрази на ценовну и финансијску стабилност. Поред тога, подршку макроекономској стабилности и привредном расту Народна банка Србије пружа и одржаном релативном стабилношћу девизног курса.

У образложењу своје одлуке Извршни одбор наглашава да је и даље неопходан појачан опрез у вођењу монетарне политике, с обзиром на и даље присутну нестабилност у међународном окружењу. Геополитичке тензије, уз поштрвену царинску политику, јачање протекционизма, као и високу осетљивост финансијских тржишта на одрживост јавног дуга у појединим развијеним земљама, умањују инвестиционо и потрошачко поверење на глобалном нивоу, што има негативан утицај на изгледе за раст светске привреде. Истовремено, геополитичке тензије и раст протекционизма могу знатно утицати на производњу и извоз домаће прерађивачке индустрије у сегменту прераде нафте и производње основних метала. Када су у питању одлуке о монетарној политици водећих централних банака, пројекције Система федералних резерви (ФЕД), објављене након састанка у децембру, указују на то да би се и у овој години могао очекивати наставак смањења распона референтне стопе, док ће Европска централна банка вероватно задржати висину својих основних каматних стопа до краја 2026. године, јер се процењује да је достигнут циљ за инфлацију.

Према процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у Србији у 2025. износио је 2,0%, што је готово у потпуности у складу с новембарском пројекцијом Народне банке Србије. Раст су водили услужни сектори, као и индустрија, и поред проблема у производњи нафтних деривата од октобра, захваљујући пре свега повећаним производним капацитетима у аутомобилској индустрији. Пад је забележен у грађевинарству и, у мањој мери, у пољопривреди. Највише захваљујући добрим резултатима аутомобилске индустрије, робни извоз је забележио раст од 8,0%, према процени Републичког завода за статистику, док је робни увоз био већи за 7,3%, као резултат наставка увоза репроматеријала и опреме, али и већег увоза потрошне робе услед повећања расположивог дохотка становништва. Расту расположивог дохотка доприносе пре свега реални раст просечне зараде од 7,1% у 2025. години, затим повећање пензија, али и повољнији кредитни услови и двоцифрени раст кредита намењених потрошњи. Извршни одбор очекује да ће раст бруто домаћег производа убрзати у овој и наредној години, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства, чему треба да допринесе реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, при чему ће у 2027. позитиван допринос имати и нето извоз услед одржавања специјализоване изложбе „Експо”.

Извршни одбор ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од података који буду пристизали,

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

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. фебруара.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 2. 2026.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 5,75%, као и да на непромењеним нивоима задржи каматне стопе на депозитне (4,5%) и кредитне олакшице (7,0%).

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварену и очекивану инфлацију у наредном периоду, као и факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на њено кретање. У складу са очекивањима Извршног одбора, међугодишња инфлација је током последњег тромесечја 2025. наставила да се креће благо испод централне вредности циља, спустивши се у децембру на 2,7%. На такво кретање инфлације у великој мери утицала је примена Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, којом су ограничене трговинске марже у велетрговини и малопродаји. Наставак кретања инфлације у границама циља од $3 \pm 1,5\%$ Извршни одбор очекује и након престанка важења поменуте уредбе, до краја 2026, као и у средњем року. Поред опрезне монетарне политике Народне банке Србије, кретању инфлације у границама циља допринеће најављено доношење системских закона којима ће се спречити непоштене трговачке праксе, затим попуштање трошковних притисака из међународног окружења и ниска увозна инфлација, као и долазак нове пољопривредне сезоне, под условом да буде боља од прошлогодишње. У супротном смеру ће деловати раст расположивог дохотка за потрошњу, пре свега по основу раста зарада, као и ниска база из септембра 2025. услед почетка примене Уредбе. Ипак, ни по основу зарада не очекујемо веће инфлаторне притиске, јер ће њихов раст бити праћен и растом продуктивности. Поред тога, мере Народне банке Србије за подстицај кредитне активности према грађанима с нижим примањима одмерене су тако да не изазову прекомеран кредитни раст, који би могао да се негативно одрази на ценовну и финансијску стабилност.

У образложењу своје одлуке Извршни одбор наглашава да наставља да води опрезну монетарну политику, пре свега због и даље изражене глобалне неизвесности услед геополитичких тензија и протекционизма, који у великој мери утичу на кретања на робним и финансијским тржиштима, као и на инвестиционо и потрошачко поверење. По том основу, у последњих месец дана бележи се повећана волатилност светских цена енергената и других примарних производа, као и племенитих метала и међувалутних односа. Притом, јачање протекционизма могло би негативно да утиче на производњу и извоз домаће прерађивачке индустрије. Када је реч о одлукама о монетарној политици водећих централних банака, пројекције Система федералних резерви (ФЕД) које су објављене након састанка у децембру указују на то да би се могао очекивати наставак смањења распона референтне стопе у наредном периоду, док ће Европска централна банка вероватно задржати висину својих основних каматних стопа неко време, јер се процењује да је достигнут циљ за инфлацију.

Економска активност у Србији била је изложена знатним изазовима у прошлој години, при чему је смањен обим производње у Нафтној индустрији Србије након уведених санкција онемогућио знатније убрзање динамике привредног раста у последњем тромесечју, тако да је, према процени Републичког завода за статистику, на нивоу године раст бруто домаћег производа износио 2,0%. Извршни одбор очекује убрзање привредног раста у овој и наредној години, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства, чему треба да допринесе реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, при чему ће у 2027. позитиван допринос имати и нето извоз услед одржавања специјализоване изложбе „Експо”.

Извршни одбор ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка, у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна о томе да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 19. фебруара, када ће бити додатно образложене и донете одлуке монетарне политике.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. марта.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ / Народна
банка Србије. - 2006- . - Београд (Краља
Петра 12) : Народна банка Србије, 2006-
(Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца "Топчидер") . - 30 cm

Тромесечно
ISSN 1820-9408 = Извештај о инфлацији
(Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 154291980