



Народна банка Србије

2026
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



Народна банка Србије

2026
мај

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.

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. маја 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. – десејонирано
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
NPŁ – 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
ГОМС – 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. априла.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	6
III. Кретање инфлације	9
<i>Осврт 1: Примена нове класификације индивидуалне потрошње по намени ЕСОИСОП вер. 2 (СОИСОП 2018) у обрачуна индекса потрошачких цена</i>	11
<i>Осврт 2: Анализа ефеката нафтних шокова на цене у Србији</i>	13
IV. Детерминанте инфлације	16
1. Кретања на финансијском тржишту	16
2. Новац и кредити	22
3. Агрегатна тражња	25
4. Економска активност	27
<i>Осврт 3: Шансе и изазови модела фијат гране панда на европском аутомобилском тржишту</i>	29
5. Кретања на тржишту рада	32
V. Пројекција	34
<i>Осврт 4: Енергетски шок – импликације, поређење са 2022. годином и оптимална реакција централних банака</i>	41
<i>Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције</i>	63
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	66
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	67
Списак графикана и табела	68
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	71
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	72

I. Резиме

Избијање рата на Блиском истоку додатно је повећало неизвесност и умањило изгледе глобалног привредног раста, с тим да ће економски ефекти првенствено зависити од дужине и интензитета енергетског шока и његовог преношења на цене осталих примарних производа, ланце снабдевања, финансијска тржишта, као и инвестиционо и потрошачко поверење.

Према оцени Међународног монетарног фонда, глобална инфлација биће виша него што је претходно очекивано.

Почетак рата на Блиском истоку крајем фебруара преокренуо је кретања на светском робном и финансијском тржишту, што је за последицу имало раст цена примарних производа, приноса на државне хартије од вредности и јачање долара, који и даље има статус валуте сигурног уточишта.

Након што је прошле године показала знатан степен отпорности на глобалну неизвесност, трговинске и геополитичке тензије, светска привреда се сада суочава с великим тестом због избијања рата на Блиском истоку. Према такозваном референтном сценарију Међународног монетарног фонда из априла, који је заснован на одређеном скупу претпоставки и фјучерсима за цене примарних производа од 10. марта, а који се, и према самој оцени ове институције, не може сматрати основним сценариом, **глобални привредни раст** у овој години успориће на 3,1%, што је за 0,2 процентна поена нижи раст од јануарске процене, а затим ће незнатно убрзати у наредној години на 3,2%. Да није рата, глобални привредни раст, према оцени ове институције, највероватније би био повећан у овој рунди пројекција. Притом, претпоставка референтног сценарија јесте да ће се ситуација смирити средином ове године, док би дужи и интензивнији сукоб имао дугорочније последице и нижи глобални привредни раст, који би у случају алтернативног неповољног сценарија могао да износи 2,5%, а у веома неповољном сценарију око 2% у овој години. Највише би биле погођене земље увознице примарних производа и земље у успону са израженим рањивостима, за које је очекивани привредни раст у већој мери ревидиран наниже.

Услед енергетског шока, пројектује се да ће **инфлација на глобалном нивоу** бити виша од претходно очекиване и да ће износити 4,4% у овој години и 3,7% у 2027, с тим да би у случају дужег и интензивнијег шока могла да достигне 5%, па чак и 6% у овој години, у зависности од јачине претпостављеног шока. Поред директних ефеката услед раста светских цена примарних производа, за кретање инфлације биће важно и какви ће бити секундарни ефекти, који зависе од инфлационих очекивања, а која могу посебно бити осетљива на раст цена хране и енергената. Због ризика од више инфлације, централне банке су заузеле опрезан приступ и на састанцима у марту и априлу углавном није било даљег ублажавања монетарних политика. Изражени ризици по америчку и европску инфлацију и економску активност повећавају и неизвесност у погледу будућих одлука монетарне политике Система федералних резерви и Европске централне банке.

Дешавања на Блиском истоку неминовно су се одразила на **светска робна и финансијска тржишта**. Затварање Ормушког мореуза, кроз који пролази око петине глобалне понуде нафте, као и напади на енергетску инфраструктуру у земљама тог региона и, с тим у вези, смањена производња, одразили су се на снажан раст цене нафте, који се пренео и на

цене осталих енергената и примарних производа. Ипак, током априла, у зависности од развоја ситуације на Блиском истоку, цена нафте је бележила веома волатилна кретања, што додатно компликује утврђивање конзистентног сета претпоставки о њеном будућем кретању. У условима повећане неизвесности и појачаних инфлаторних притисака, приноси су повећани, а глобални финансијски услови за приватни сектор заострени, али и даље могу да се сматрају релативно повољним.

Знатно повећање геополитичке неизвесности на међународном финансијском тржишту одразило се у мањој мери и на домаће финансијско тржиште.

Каматне стопе на динарске државне хартије од вредности на примарном и секундарном тржишту забележиле су благи раст, што је био случај и с каматним стопама на нове кредите приватном сектору. Ипак, просечна каматна стопа на динарске готовинске кредите становништву задржана је близу историјског минимума забележеног током последњег тромесечја 2025, као резултат омогућавања повољнијег задуживања становништва с нижим примањима, у складу са супервизорским очекивањима Народне банке Србије, и у марту је ова стопа износила 8,3%. При томе, **кредитна активност према немонетарном сектору** наставила је да убрзава међугодишњи раст, који је у марту износио близу 17% и био вођен кредитима за обртна средства и инвестиције у случају привреде, односно готовинским и стамбеним кредитима становништва. Уз очување квалитета активе банака, то је допринело да учешће проблематичних кредита у укупним кредитима буде близу минимума и износи 2,1% у марту. Под утицајем повећане глобалне неизвесности, али и сезонски уобичајене веће тражње за девизама увозника енергената почетком године, током првог тромесечја на **девизном тржишту** преовладали су депрецијацијски притисци. У таквим околностима, укључујући нето куповину у априлу, Народна банка Србије је на девизном тржишту нето продала 1,2 милијарде евра, при чему су девизне резерве, које су на крају априла износиле 28,2 милијарде евра, и даље знатно изнад критеријума адекватности и представљају важан стуб одбране од екстерних ризика.

Одговорна фискална политика и створене фискалне резерве омогућавају да држава преузме део терета енергетске кризе, без већих последица по јавне финансије.

Као реакцију на енергетски шок, држава је предузела мере усмерене на ограничавање раста цена нафтних деривата на домаћем тржишту – забранила је извоз ових производа, обезбедила тржиште нафтом из својих резерви и смањила акцизе на гориво, чиме је спречен значајнији раст малопродајних цена нафтних деривата. Ипак, укупни приходи државе наставили су да бележе солидан реални раст од 10,6% у првом тромесечју у поређењу са истим периодом претходне године, вођени растом прихода од пореза на доходак грађана, пореза на додату вредност и пореза на добит. Истовремено, пре свега услед већих капиталних издатака државе, а делом и издатака за плате у јавном сектору и пензије, расхода за куповину робе

Учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу у првом тромесечју 2026. износило је свега 0,8%, док ће због раста цена енергената на нивоу године, према нашој процени, износити око 6%.

Према првој процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа Србије у првом тромесечју ове године износио је 3,0%, што је било у складу с нашом пројекцијом из фебруара.

Наша нова пројекција раста бруто домаћег производа за 2026. износи 3,0%, док за 2027. годину, услед одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо”, очекујемо убрзање раста на око 4,5%, што је за по 0,5 процентних поена ниже у односу на очекивања из фебруара. На то се одражавају негативни ефекти раста светских цена енергената на расположиви доходак за потрошњу, пре свега у 2026. години, као и продужена глобална неизвесност, која погоршава инвестициони сентимент у обе године.

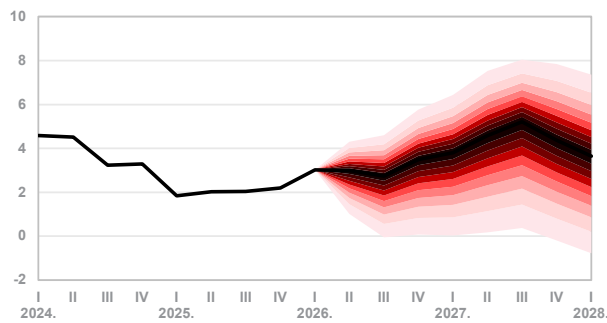
и услуга, и субвенције, фискални дефицит је износио 4,5% пројектованог бруто домаћег производа, док планирани дефицит за годину износи 3%. На крају марта, **учешће јавног дуга сектора државе у пројектованом бруто домаћем производу за ову годину** износило је 42,0% и знатно је испод границе мастрихтског критеријума.

Упркос и даље ниској екстерној тражњи, извоз робе у тримесеца ове године повећан је за 7,4% међугодишње, подстакнут већим извозом прерађивачке индустрије, при чему су највећи допринос дале гране повезане са аутомобилском индустријом. Истовремено, робни увоз растао је споријом динамиком од извоза, по стопи од 3,0% међугодишње, на шта се одразио смањен увоз енергената. На знатно нижи **дефицит текућег рачуна** у поређењу са истим периодом претходне године, поред нижег дефицита у трговини робом, утицао је и већи суфицит у трговини услугама, као и већи суфицит секундарног дохотка. Прилив по основу страних директних инвестиција био је нижи у односу на исти период претходне године и износио је 369 милиона евра, док је нето прилив по овом основу износио 192 милиона евра.

На убрзање **раста бруто домаћег производа**, у поређењу с претходном годином, утицала је повећана активност у секторима услуга, пре свега у трговини на мало, као и опоравак у сектору туризма. Индустријска производња је забележила пад у односу на исти период претходне године, али се на то првенствено одразила смањена производња нафтних деривата у јануару и с тим повезана нижа активност у хемијској индустрији. У наставку тромесечја остварен је знатан опоравак индустријске производње, највише захваљујући расту активности прерађивачке индустрије. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа, према нашој оцени, био је вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и фиксних инвестиција. Раст економске активности наставила је да подржава и кредитна активност.

Због додатног заоштравања геополитичких тензија услед почетка рата на Блиском истоку, наша **пројекција раста бруто домаћег производа** за ову годину ревидирана је са 3,5% на 3,0%. Истовремено, због утицаја продужене глобалне неизвесности на инвестиционо поверење још од прошле године, раст економске активности у 2027. години ревидирали смо са 5,0% на 4,5%, док у средњем року очекујемо да ће наша привреда расти стабилним темпом, око свог потенцијалног нивоа од око 3,5% годишње. Пројектовани раст економске активности биће вођен домаћом тражњом, уз допринос и потрошње и инвестиција у основна средства, које ће бити подржане већим расположивим дохотком, као и

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



Међугодишња инфлација током првог тромесечја ове године наставила је да се креће благо испод централне вредности циља од 3%.

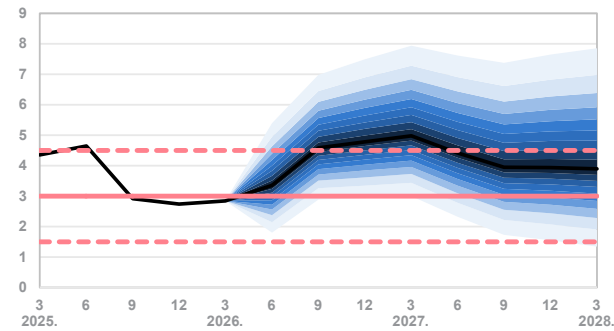
Према нашој новој централној пројекцији, инфлација ће наставити да се креће у границама циља у текућем и наредном тромесечју, с тим да ће крајем ове и почетком наредне године, делом по основу ниске базе, а делом по основу ефеката раста светских цена енергената и примарних производа, бити благо изнад горње границе циља. Након тога, инфлација ће постепено успоравати и вратити се у границе циља средином године, где ће се задржати до краја периода пројекције.

наставком реализације инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027“. За 2026. годину пројектован је бржи раст увоза у односу на извоз у условима и даље слабе екстерне тражње и раста потрошње и инвестиционе активности, због чега се очекује негативан допринос нето извоза. С друге стране, у 2027. години очекујемо позитиван допринос расту бруто домаћег производа и од нето извоза, пре свега услед раста извоза услуга повезаног са одржавањем специјализоване међународне изложбе „Експо“.

Међугодишња инфлација се током првог тромесечја задржала испод централне вредности циља од 3%, што је нижи ниво од наших очекивања из претходног извештаја, и у марту је износила 2,8%. Мартовски ниво укупне инфлације, а пре свега месечна динамика цена хране, указује на то да престанак важења уредбе о смањењу маржи у трговини на велико и мало за сада није имао већи утицај на раст цена хране. Током првог тромесечја повећан је допринос цена нафтних деривата међугодишњој инфлацији, услед пораста светских цена нафте, док су цене хране и безалкохолних пића наставиле да бележе међугодишњи пад, који је у марту износио 1,2%. Међугодишња базна инфлација се током првог тромесечја кретала нешто изнад нивоа од 4%, што је било опредељено пре свега растом цена услуга. Знатан раст светских цена енергената за сада се није у већој мери одразио на **инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде**. Очекивања финансијског сектора и за годину и за две и три године унапред од почетка године крећу се око централне вредности циља, а у случају привреде она су у фебруару смањена на ниво од око 4%, где су задржана и у марту.

Знатан раст светске цене нафте и других примарних производа, у комбинацији с ниском базом из септембра прошле године услед примене уредбе којом су марже у трговини на велико и мало биле ограничене на 20%, утицаће на то да се **инфлација** крајем текуће и почетком наредне године привремено нађе изнад горње границе циља. С друге стране, и даље рестриктиван карактер монетарне политике, очекивано постепено слабљење трошkových притисака из међународног окружења, као и претпостављена повољнија пољопривредна сезона у односу на претходну годину, ограничаваће знатнији раст инфлације. Раст зарада, а тиме и расположивог дохотка за потрошњу, деловаће у правцу јачања тражње, али се по том основу не очекују значајнији инфлаторни притисци, с обзиром на то да ће раст зарада у великој мери бити праћен растом

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



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

продуктивности. Додатно јачање тражње очекује се у 2027. години услед одржавања међународне изложбе „Експо”, али то не би требало да генерише притиске који би инфлацију удаљили од циљаног распона. Због изражене неизвесности, пре свега у погледу кретања светских цена енергената, по узору на друге међународне финансијске институције, израдили смо алтернативне сценарије пројекције, који претпостављају јачи и дужи енергетски шок, што би за последицу имало вишу инфлацију и нижи привредни раст него у основном сценарију.

Извршни одбор Народне банке Србије у периоду од претходног извештаја задржао је **референтну каматну** стопу на непромењеном нивоу од 5,75%. Приликом доношења одлука, Извршни одбор је имао у виду да је неопходна опрезност монетарне политике, посебно након ескалације сукоба на Блиском истоку, која се одражава на знатан раст светских цена енергената и других примарних производа, на ланце снабдевања и токове капитала према земљама у успону, укључујући Србију. Доношење одлука монетарне политике захтева посебну опрезност када се економија суочава са шоком на страни понуде, какав је актуелни енергетски шок, с обзиром на то да су инфлаторни притисци јачи од претходно очекиваних, као и да он има негативне ефекте на привредни раст. Важан критеријум у процесу доношења одлука биће дужина трајања и интензитет глобалног енергетског шока, као и степен преноса на остале цене преко инфлационих очекивања. У сваком случају, Извршни одбор Народне банке Србије, као и до сада, наставиће да води опрезну монетарну политику и да предузима све неопходне мере како би се осигурала ценовна стабилност у средњем року.

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 је имао у виду да је неопходна опрезност монетарне политике, посебно након ескалације сукоба на Блиском истоку, која се одражава на знатан раст светских цена енергената и других примарних производа, ланце снабдевања и токове капитала према земљама у успону, укључујући Србију, те може изазвати веће инфлаторне притиске од претходно очекиваних.

Извршни одбор истиче да Народна банка Србије, не доводећи у питање свој основни циљ – ценовну стабилност, наставља да пружа подршку привредном расту одржавањем релативне стабилности курса динара према евр у и обезбеђивањем повољних услова кредитног финансирања.

Образложење одлука у марту и априлу

Извршни одбор Народне банке Србије је на састанцима у марту и априлу задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,75%, што је ниво на коме се она налази од септембра 2024. године. Одлуку Извршног одбора да задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу определила је, пре свега, **повећана глобална неизвесност по основу заоштрених геополитичких тензија**. Избијање сукоба на Блиском истоку крајем фебруара, као и поремећаји у поморском саобраћају кроз Ормушки мореуз, једну од кључних рута за глобалну трговину нафтом и гасом, довели су до израженог раста светских цена енергената и повећане волатилности на енергетским тржиштима. Ови шокови се преносе и на друге сегменте глобалне привреде, пре свега путем раста трошкова контејнерског транспорта и минералних ђубрива, отежано функционисање ланца снабдевања, као и погоршање инвестиционог и потрошачког поверења. Истовремено, појачана неизвесност негативно утиче на међународне токове робе и капитала, који су и пре ескалације најновије кризе били изложени притисцима услед изражених трговинских тензија и протекционистичких мера у водећим светским економијама.

У новонасталим околностима, за земље нето увознице енергената, укључујући и Србију, **појачани су ризици навихше по инфлацију и наниже по привредни раст**. Ризици навихше по инфлацију односе се пре свега на директне ефекте раста цена енергената, али и на индиректне трошковне притиске и евентуалне секундарне ефекте преко раста инфлационих очекивања. Ризици наниже по привредни раст потичу од смањења реалне куповне моћи и слабљења тражње, као и виших трошкова

производње, раста неизвесности и смањења поверења потрошача и привреде. Разматрајући кретања у међународном окружењу, Извршни одбор је истакао да интензитет и трајање ових ефеката у највећој мери зависе од даљег развоја геополитичке ситуације и кретања цена енергената на светским тржиштима, што је у тренутним околностима тешко предвидети и захтева посебан опрез носилаца монетарне политике.

Када је реч о домаћој инфлацији, претпоставка последње тада расположиве средњорочне фебруарске пројекције била је да ће се м.г. инфлација до септембра ове године кретати око централне вредности циља, а да ће се затим, због ниске базе из прошле године по основу примене уредбе о ограничењу трговачких маржи, кретати на нивоу од око 4%. Једна од важних претпоставки такве пројекције била је да светске цене нафте и других енергената, као и других примарних производа, неће бележити већи раст.

Међутим, избијање сукоба на Блиском истоку крајем фебруара изазвало је **озбиљне поремећаје у глобалним енергетским токовима и довело до раста цена енергената**. У таквим околностима, **креатори економске политике у Србији** координирано су спроводили мере ради очувања ценовне стабилности и ублажавања негативних ефеката екстерних шокова. **Држава** је одмах предузела мере усмерене на ограничавање раста цена нафтних деривата на домаћем тржишту – забранила је извоз ових производа и смањила акцизе на гориво, што треба да ограничи и секундарне ефекте преливања на остале цене, те и да спречава да инфлаторни притисци знатно порасту. **Народна банка Србије** је наставила да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса. Притом је истицала да ће реаговати свим расположивим инструментима ако процени да раст светских цена

нафте има израженије секундарне ефекте на остале цене преко инфлационих очекивања, што се још увек није десило.

Инфлациона очекивања привреде и финансијског сектора у границама су циља и, према резултатима мартовске анкете, износе 4,0% и 3,0%, а на сличним нивоима су и њихова средњорочна очекивања. Према подацима анкете агенције Блумберг, очекивања финансијског сектора за годину дана унапред нешто су виша него према анкети Нинамедије, али су од почетка године снижена упркос дешавањима у међународном окружењу и према априлској анкети износе 3,5%.

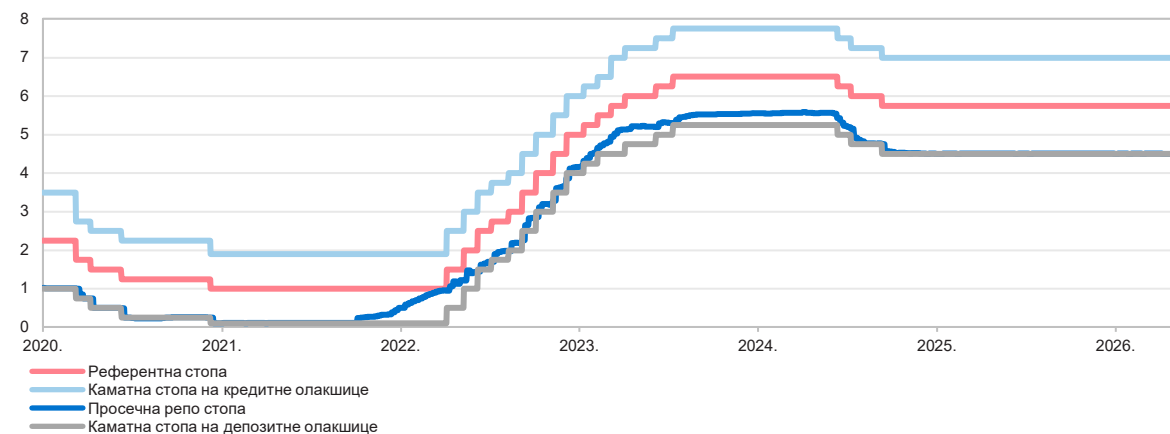
Разматрајући кретања у **реалном сектору**, Извршни одбор је истицао да се након изазова почетком године, пре свега у секторима производње нафтних деривата и хемијске индустрије, у фебруару бележе повољнија кретања, чему је највише допринео услужни сектор, као и поновно покретање рада рафинерије у Панчеву крајем јануара. Очекује се да ће проналажење дугорочно одрживог решења за несметано пословање Нафтне индустрије Србије додатно подржати привредни раст у наставку године. Позитиван допринос расту БДП-а очекује се од потрошње и инвестиција у основна средства, уз значајну улогу реализације инвестиционих пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027“, док се у 2027. години очекује и позитиван допринос нето извоза услед одржавања специјализоване изложбе „Експо“. Током претходне године раст кредитне активности, омогућен повољним условима кредитног задуживања, пружао је значајну подршку привредном расту, а слични трендови настављају се и у овој години, будући да је раст кредитне активности додатно убрзао у Т1 ове године. Ипак, привредна активност остаје под утицајем глобалне неизвесности изазване геополитичким и трговинским тензијама и растом цена енергената, што се може негативно

одразити на инвестиционо и потрошачко поверење и токове капитала.

Ако потраје, раст цена енергената ће готово сигурно довести до знатнијег слабљења глобалне привредне активности, услед повећане неизвесности, поштравања финансијских услова и раста трошкова производње. За Србију, то значи потенцијално слабију тражњу кључних трговинских партнера, пре свега из ЕУ и региона, што може утицати на динамику извоза робе и услуга. Такође, појачана волатилност на међународном финансијском тржишту и раст премије ризика могу утицати на токове капитала, што додатно усложњава екстерне факторе који се узимају у обзир приликом доношења одлука о монетарној политици.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, **мг. инфлација** се повећала изнад циља ЕЦБ-а у марту (на 2,5%), пре свега због раста цена енергената услед сукоба на Блиском истоку, док је базна инфлација успорила (на 2,3%). У исто време, **економска активност зоне евра** показала је већу отпорност него што се очекивало ако се имају у виду геополитичке тензије, снажна конкуренција из Кине и неизвесна трговинска политика САД. Ипак, са избијањем сукоба на Блиском истоку дошло је до корекција пројекција у марту, посебно оних које се односе на краће рокове, пре свега због раста цена енергената. Основни сценарио предвиђа раст инфлације, пре свега у овој години (на 2,6%, наспрам 1,9% предвиђених децембарском пројекцијом), што ће умањити куповну моћ и потрошњу, а сходно томе успорити и раст БДП-а највише у овој години (на 0,9%, уместо децембарске пројекције од 1,2%). Имајући све то у виду, ЕЦБ за сада није мењала висину својих основних стопа, нити је сигнализирала њихово могуће кретање у наредном периоду, истичући да ће одлуке доносити од састанка до састанка, у зависности од пристиглих података.

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



Извор: НБС.

ФЕД такође није мењао распон своје референтне каматне стопе (који се од децембра налази на нивоу 3,50–3,75%), наводећи да ће евентуално ублажавање монетарне политике бити условљено искључиво јасним падом инфлације, посебно кад је реч о ценама робе које и даље трпе притиске услед повећаних царинских стопа. Истовремено, неизвесност у погледу раста цена енергената услед конфликта на Блиском истоку још увек није била у потпуности укључена у процене, али је наглашено да би инфлаторни притисци могли трајати дуже него што се очекује. Иако је разматрана и могућност да следећа одлука буде повећање референтне каматне стопе, већина чланова Монетарног одбора то не види као основни сценарио. Најновије пројекције ФЕД-а указују на нешто бржи привредни раст, али и више очекиване стопе инфлације.

Образложење одлуке у мају

Доносећи одлуку на састанку у мају да не мења висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду да ће м.г. инфлација, иако се током Т1 кретала испод централне вредности циља и у марту износила 2,8%, у наредном периоду забележити умерен раст, пре свега због знатног раста светских цена нафте и по том основу виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту. Такође, крајем године на вишу инфлацију утицаће и ниска база услед примене Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, када је крајем претходне године инфлација знатно смањена. Извршни одбор је истакао да је коначне ефекте глобалног енергетског шока на домаћу инфлацију и економску активност тешко проценити, јер зависе од дужине трајања и интензитета самог сукоба, али да

очекује да ће он бити временски ограничен, а тиме и раст инфлације, с врхунцем крајем ове и почетком наредне године.

У складу с најбољом светском праксом, Народна банка Србије је и у оквиру мајске средњорочне пројекције израдила алтернативне сценарије пројекција инфлације и БДП-а.¹ С обзиром на неизвесности у погледу тока сукоба и његовог утицаја на цене енергената, као и на пренос енергетског шока на остале цене и економску активност, основни сценарио пројекције Народне банке Србије допуњен је алтернативним сценаријима који претпостављају различит интензитет утицаја сукоба на Блиском истоку на инфлацију и БДП Србије. Анализе различитих сценарија доприносе јачању транспарентности и кредибилитета монетарне политике, ефикаснијем управљању инфлационим очекивањима и ублажавању секундарних ефеката екстерних шокова. Извршни одбор истиче значај овог приступа у условима повишене неизвесности, јер омогућава јасније сагледавање ризика и могућих путања инфлације и економске активности.

Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту. Одлуке о монетарној политици доносиће се од састанка до састанка, у зависности од нових података и процене укупног утицаја актуелног енергетског шока на инфлацију, при чему ће опрез, постепеност и заснованост на подацима остати кључни принципи деловања. 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.

¹ Видети Осврт 5, на стр. 63.

III. Кретање инфлације

Мг. инфлација се током Т1 задржала испод централне вредности циља од 3%, што је благо нижи ниво од наших очекивања из претходног извештаја, и у марту је износила 2,8%. Мартовски ниво укупне инфлације, а пре свега месечна динамика цена хране, указује на то да престанак важећа уредбе о смањењу маржи у трговини на велико и мало за сада није имао већи утицај на раст цена хране. Током Т1 повећан је допринос цена нафтних деривата мг. инфлацији, услед пораста светских цена нафте, док су цене хране и безалкохолних пића наставиле да бележе мг. пад, који је у марту износио 1,2%. Базна инфлација се током Т1 кретала нешто изнад нивоа од 4% мг., опредељена пре свега растом цена услуга.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за једну, две и три године унапред наставила су да се крећу око централне вредности циља од 3%, док се инфлациона очекивања привреде за једну и две године унапред крећу око нивоа од 4%, што потврђује да је Народна банка Србије сачувала кредибилитет монетарне политике и у условима повишене глобалне неизвесности.

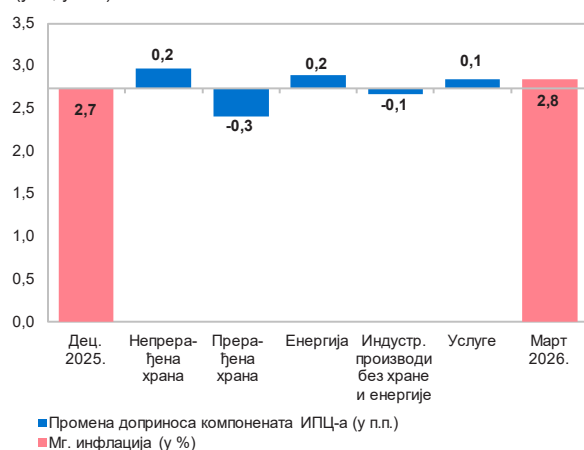
Кретање инфлације у Т1

У односу на крај прошле године, мг. инфлација је најпре успорила почетком ове године, на ниво од око 2,5% у јануару и фебруару, након чега је у марту повећана на 2,8%, задржавши се испод централне вредности циља од 3,0%. На вишу мг. инфлацију у марту у односу на децембар највише је утицао пораст цена нафтних деривата на домаћем тржишту, на које се пренео раст светских цена нафте након ескалације сукоба на Блиском истоку. По том основу, **цене енергије** су повећале допринос мартовској мг. инфлацији за 0,2 п.п., а у истој мери повећан је и допринос **цена непрерађене хране** због већег мг. доприноса цена свежег поврћа. С друге стране, **цене прерађене хране** наставиле су да бележе мг. пад, смањивши допринос мартовској мг. инфлацији, за 0,3 п.п., на шта је утицало спровођење уредбе Владе РС до краја фебруара,² као и изостанак већих покупијења ових производа по окончању њене примене. Иако су и **цене услуга** благо повећале допринос мг. инфлацији у марту, за 0,1 п.п., то је ипак у целости неутралисано нижим доприносом **цена индустријских производа (без хране и енергије)**.

Мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, **базна инфлација** се током Т1 кретала на нивоу од 4,2% мг. у просеку, што је благо изнад нивоа с краја прошле године. У структури раста базне инфлације, око четири петине дугује се вишим ценама услуга, које су у марту убрзале мг. раст на 6,3% (са 5,8% у децембру), док су цене производа задржале сличан темпо раста од око 2,0% мг. Изведена мера базне инфлације – *trimmed mean* (добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера) током Т1 је наставила да се креће испод укупне инфлације и у марту је износила 2,2% мг.

² Уредба којом су трговинске марже ограничене на 20% за 23 категорије производа у категоријама хране и кућне хемије важила је шест месеци од дана почетка примене до 28. фебруара 2026. године.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т1 2026.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

На нивоу тромесечја, **потрошачке цене су у Т1 повећане за 1,3%**, што је нижи раст од очекиваног у фебруарском Извештају о инфлацији (за 0,5 п.п.), првенствено због изостанка очекиваног раста цена индустријско-прехрамбених производа. На нивоу групе, **цене хране и безалкохолних пића су у Т1 повећане за 1,4%** (уз допринос тромесечној инфлацији од 0,4 п.п.), што се скоро у целости дугује сезонски уобичајеном расту цена свежег поврћа који је регистрован у јануару и фебруару. То је определило и раст цена у категорији **непрерађене хране** од 3,5% у Т1, с обзиром на то да је поскупљење свежег воћа у потпуности неутралисано падом цена свежег меса, који се на домаћем тржишту бележи од октобра прошле године. Раст цена у категорији **прерађене хране** од 0,3% у Т1 у највећој мери је потекло од виших цена пшеничних производа, пре свих хлеба, док су остали производи из ове категорије незнатно допринели инфлацији у Т1, при чему код њих нису забележене знатније корекције цена ни после истека уредбе.

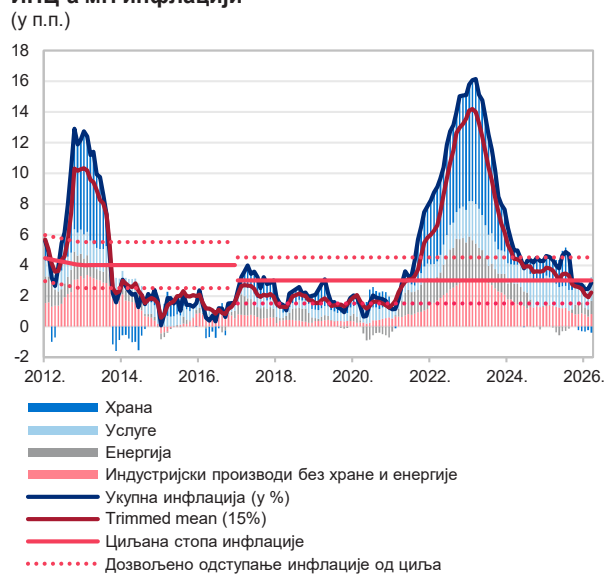
Цене енергије су у Т1 повећане за 1,7% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), доминантно због поскупљења нафтних деривата на домаћем тржишту од 3,5%, које је регистровано у фебруару и марту, услед пораста светске цене нафте након ескалације сукоба на Блиском истоку. Веће поскупљење нафтних деривата избегнуто је захваљујући одлуци Владе РС о привременом смањењу акциза на дизел и безоловни бензин за 20% (које је у међувремену кориговано на 25%). Цене дрва за огрев су сезонски уобичајено повећане у Т1 (2,5%), док су цене осталих енергената за домаћинства биле стабилне током Т1.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) повећане су за 0,6% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.). Овај раст највише се дугује мартовској корекцији цена цигарета (2,3%) и поскупљењу лекова (2,8% на нивоу групе фармацеутских производа). Насупрот томе деловало је сезонско снижење цена одеће и обуће (-1,9%).

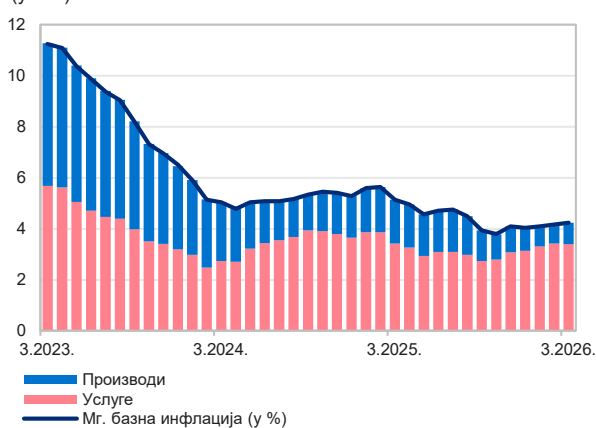
Цене услуга су у Т1 повећане за 1,8%, уз допринос инфлацији од 0,4 п.п., при чему се половина тог доприноса дугује корекцији цена комуналних услуга (10,6%). У истом смеру су деловале више станарине и цене медицинских, транспортних и финансијских услуга у Т1, насупрот чега је деловало сезонско снижење цена туристичких пакет-аранжмана у марту. Више цене услуга, на које се одражавају већи трошкови рада и раст реалног расположивог дохотка грађана, доминантно су одредиле раст **цена унутар базне инфлације** од 1,0% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.). Притом, тромесечна динамика базне и укупне инфлације у Т1 ове године слична је њиховој динамици из истог периода 2024. и 2025. године.

Регулисане цене производа и услуга порасле су за 2,1% у Т1, уз допринос инфлацији од 0,4 п.п. Остварени раст у Т1 дугује се већ поменутиим корекцијама цена цигарета и комуналних услуга и поскупљењу лекова. На мг. нивоу, регулисане цене су убрзале раст на 7,8% у марту (са 7,0% у децембру).

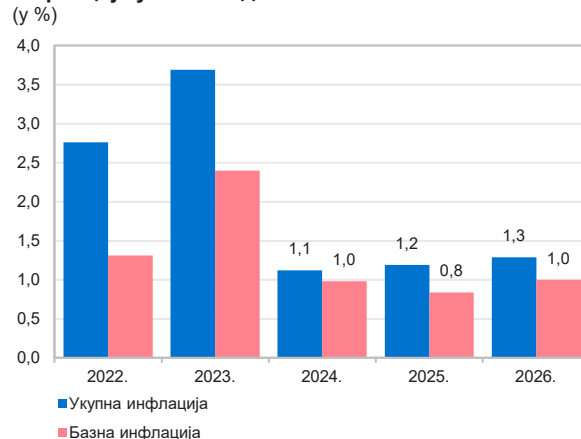
Графикон III.0.2. Доприноси основних компонента ИПЦ-а мг. инфлацији



Графикон III.0.3. Доприноси компонента мг. базној инфлацији



Графикон III.0.4. Тромесечна динамика укупне и базне инфлације у Т1 по годинама



Осврт 1: Примена нове класификације индивидуалне потрошње по намени ЕСОИСОП вер. 2 (СОИСОП 2018) у обрачуну индекса потрошачких цена

У складу с препорукама Eurostat-а, РЗС је од јануара 2026. године почео с применом нове међународне класификације индивидуалне потрошње по намени ЕСОИСОП вер. 2 (СОИСОП 2018) у обрачуну ИПЦ-а и међународно упоредивог хармонизованог ИПЦ-а. Нова класификација (СОИСОП 2018) представља ажурирану верзију претходно важеће ЕСОИСОП класификације (класификација индивидуалне потрошње према намени из 1999. године) и нуди више детаља и јасније приказује савремене потрошачке навике, посебно у областима као што су дигиталне и комуникационе услуге. Такође, нова класификација је побољшана и у погледу повезаности с другим међународним класификацијама.

Разлика између нове и старе класификације огледа се у броју дивизија, група и подгрупа. До краја 2025. године, за израчунавање ИПЦ-а коришћена је ЕСОИСОП класификација подељена на 12 главних дивизија са одговарајућим групама, класама и поткласама. Почев од јануара 2026. године, за потребе обрачуна ИПЦ-а и хармонизованог ИПЦ-а користи се нова структура класификације, која обухвата 13 дивизија, а поједини производи и услуге пребачени су из једне у другу дивизију, групу или подгрупу.

Нова класификација уводи промене највише у дивизијама 07, 08 и 09. Дивизија 07 (Транспорт), која се раније фокусирала на превоз путника, сада укључује и услуге превоза робе (трошкови испоруке). Пример за то су поштанске и курирске услуге доставе, које, према новој класификацији, сада улазе у дивизију 07 (Транспорт), док су према старој класификацији припадале дивизији 08 (Комуникације). Дивизија 08 (по новој класификацији преименована у Информације и комуникације) сада обухвата производе и услуге који су раније били део дивизије 09 (Рекреација и култура, сада преименована у Рекреација, спорт и култура), као што су производи из групе аудио, телевизијских и рачунарских апарата и опреме, као и услуге кабловске и телевизијске претплате.

У табелама у наставку приказан је упоредни преглед структуре ИПЦ-а која је коришћена до 2025. (ЕСОИСОП) и измењене структуре која се примењује од јануара 2026. године (ЕСОИСОП вер. 2).

С обзиром на то да је, према старој класификацији, дивизија 12 (Остали лични предмети и остале услуге) била превише разнолика, за категорије осигурања и финансијске услуге рекласификацијом су створене нове, посебне дивизије: дивизија 12 (Осигурање и финансијске услуге), док је од осталих производа и услуга формирана нова дивизија: дивизија 13 (Предмети и услуге личне неге, социјална заштита и остале услуге).

Новина су и две нове групе услуга, које раније нису биле на индексној листи, а које од ове године улазе у обрачун инфлације: Достава робе (у оквиру дивизије 07 – Транспорт) и Игре на срећу (у оквиру дивизије 09 – Рекреација, спорт и култура).

Табела О.1.1. Учешће производа и услуга у ИПЦ-у 2025, класификација СОИСОП 1999

Групе производа и услуга	Учешће у ИПЦ-у
00 Потрошачке цене (ИПЦ)	100,00
01 Храна и безалкохолна пића	31,56
02 Алкохолна пића, дуван и наркотици	7,10
03 Одећа и обућа	4,53
04 Становање, вода, ел. енергија, гас и остала горива	13,58
05 Опрема за стан и текуће одржавање	4,24
06 Здравље	5,39
07 Транспорт	12,57
08 Комуникације	5,60
09 Рекреација и култура	5,62
10 Образовање	1,60
11 Ресторани и хотели	2,94
12 Остали лични предмети и остале услуге	5,27

Извор: РЗС.

Табела О.1.2. Учешће производа и услуга у ИПЦ-у 2026, класификација СОИСОП 2018

Групе производа и услуга	Учешће у ИПЦ-у
00 Потрошачке цене (ИПЦ)	100,00
01 Храна и безалкохолна пића	31,64
02 Алкохолна пића, дуван и наркотици	7,12
03 Одећа и обућа	4,69
04 Становање, вода, ел. енергија, гас и остала горива	13,70
05 Намештај, опрема за домаћинство и текуће одржавање стана	4,27
06 Здравље	5,26
07 Транспорт	12,74
08 Информације и комуникације	7,77
09 Рекреација, спорт и култура	3,12
10 Образовање	1,52
11 Ресторани и хотели	2,92
12 Осигурање и финансијске услуге	1,69
13 Предмети и услуге личне неге, социјална заштита и остале услуге	3,56

Извор: РЗС.

Методологија обрачуна ИПЦ-а применом нове класификације остала је иста као и код старе, с тим да је сада базна година 2025, док је раније то била 2006. година. Индекси потрошачких цена објављени по старој класификацији за претходне године остаће доступни на интернет страници РЗС-а, док ће индекси обрачунати по новој класификацији бити објављивани у складу с календаром објављивања за 2026. годину.

Промена класификације неће утицати на укупне индексе ИПЦ и хармонизован ИЦП, јер је структура укупне потрошачке корпе минимално промењена у 2026. години, док је прерасподела појединачних производа и услуга утицала само на незнатне разлике у пондерима дивизија.

Произвођачке и увозне цене у Т1

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, трошковни притисци у секторима индустрије и грађевинарства интензивирани су по основу раста светских цена примарних производа који се користе као инпути у пословној активности у овим секторима. О томе сведочи мартовско повећање цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште и цена елемената и материјала за уградњу у грађевинарству, које је евидентирано и на месечном и на мг. нивоу.

На нивоу тромесечја, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т1 повећане су за 4,8%, што је претежно вођено мартовским растом светске цене нафте. Мг. посматрано, ове цене су у марту знатно убрзале раст, на 5,3% (са 1,7% у децембру), што је њихов највиши раст у протекле три године. На то је доминантно утицало снажно повећање доприноса цена у производњи енергената (за 3,5 п.п.), пре свих нафтних деривата. **Цене интермедијарних производа** такође су повећале допринос мг. расту цена индустријских произвођача у марту (за 0,4 п.п.), посебно цене основних метала и производа од метала, док су **цене капиталних производа и цене трајних производа за широку потрошњу** задржале сличан мг. допринос у марту као у децембру. У супротном смеру деловао је нижи мг. допринос **цена нетрајних производа за широку потрошњу** (за 0,2 п.п.), првенствено због даљег успоравања мг. раста цена у производњи прехранбених производа. **Цене елемената и материјала за уградњу у грађевинарству** на тромесечном нивоу оствариле су раст од 7,2%, а на мг. нивоу раст од 7,6% у марту (наспрам 1,0% у децембру и по 1,3% у јануару и фебруару).

По основу увозне инфлације дошло је до блажег раста ценовних притисака у Т1. У прилог томе говори мг. раст **увозних цена изражених у динарима**,³ који је у марту износио 1,2%, након забележених негативних вредности претходних месеци. Мартовски раст ових цена готово у потпуности се дугује знатном порасту светских цена нафте, које су у марту, први пут од јула 2024, пружиле позитиван допринос мг. расту увозних цена. Већи мг. допринос потекао је и од цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимиране извозним ценама Немачке), као и светских цена примарних пољопривредних производа. С друге стране, цене услуга из увоза (апроксимиране базном инфлацијом у зони евра) и цене гаса из увоза незнатно су смањиле мг. допринос увозној инфлацији у марту у односу на децембар. На нивоу тромесечја, цене робе и услуга из увоза оствариле су раст од 3,7% у Т1.

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.0.5. Доприноси по групама намене потрошње мг. динамичи произвођачких цена* (крај периода, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.6. Доприноси изабраних компонената мг. динамичи увозних цена у динарима (крај периода, у п.п.)



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг, Eurostat, РЗС и прерачун НБС.

Осврт 2: Анализа ефеката нафтних шокова на цене у Србији

Ескалација сукоба на Блиском истоку проузроковала је снажан скок цена нафте на светском тржишту, који се путем пораста цена нафтних деривата и по том основу већих трошкова за домаћинства и привреду директно пренео на све економије света, при чему ће према оцени ММФ-а највећи ефекат бити у земљама у успону које су нето увознице енергената. Треба напоменути да, **иако је Србија нето увозник нафте, за сада није дошло до знатнијег поскупљења нафтних деривата на домаћем тржишту**, јер је држава привремено смањила акцизе на гориво и спречила већи негативан утицај на куповну моћ становништва и трошкове привреде. Међутим, **нафтни шокови** изазивају и индиректне ефекте, од којих се неки манифестују готово промптно, а неки са закашњењем, пре свега путем раста производних трошкова (енергената, транспорта, амбалаже и др.). **Промптни ефекти се пре свега испољавају у производњи кокса и деривата нафте**, док се с помаком ефекти региструју у осталим делатностима индустрије као што су: производња прехранбених производа и пића, производња хемијских и фармацеутских производа, производња моторних возила и приколица, као и снабдевање електричном енергијом, гасом и паром.

Према оцени ЕЦБ-а, **индиректне ефекте динамике берзанских цена робе попут нафте захтевно је проценити јер се прожимају с директним ефектима и испољавају се и у кратком и у дугом року**. Притом, трошкови енергената нису једини трошак за произвођаче, јер на структуру трошкова утичу и цене осталих сировина, али и стратешко позиционирање у привредној делатности, фаза пословног циклуса у којој се економија налази, степен конкуренције и концентрације тржишта, као и други фактори. Како бисмо што јасније сагледали укупне ефекте, квантитативну анализу смо спровели у два корака: (1) утицај промена у светској цени сирове нафте на домаће произвођачке цене индустријских производа и (2) утицај промена у домаћим произвођачким ценама кокса и деривата нафте на произвођачке цене у производним областима код којих су ови трошкови значајни, као и на агрегатни ниво малопродајних цена.

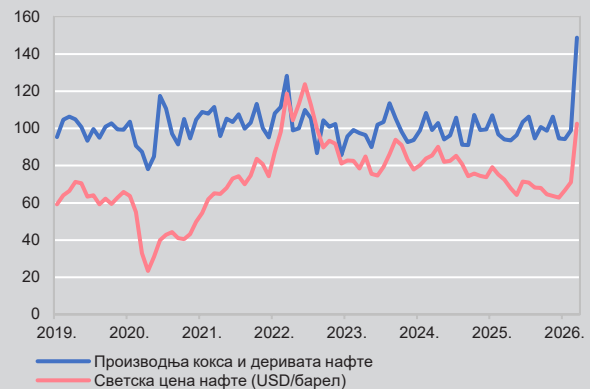
(1) Утицај шокова у светској цени сирове нафте на цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште

С циљем да се идентификују директни и индиректни ефекти промена у светској цени сирове нафте на трошкове производње у индустрији Србије, спровели смо емпиријску анализу на основу месечних података за светску цену нафте типа брент и базних индекса цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште. Полазећи од теоријског оквира и сличних емпиријских истраживања¹ која су се бавила индиректним ефектима нафтних шокова у кратком и дугом року, одредили смо се за нелинеарни ауторегресиони модел распоређених доцни (енгл. *NARDL*) како би се установила евентуална асиметрија у ефектима позитивних и негативних промена светских цена нафте на домаће произвођачке цене. С обзиром на то да су светске цене нафте исказане у доларима, у анализу је укључен и реални ефективни курс динара према корпи валута коју чине евро и долар.

Резултати оцењене економетријске спецификације за период јануар 2012 – фебруар 2026. године показују да у **кратком року промена светске цене нафте утиче на произвођачке цене у готово свим посматраним областима индустрије**, при чему је, очекивано, **ефекат најизраженији у производњи кокса и деривата нафте** (Табела О.2.1). **Конкретно, раст светске цене нафте од 10% доводи до повећања произвођачких цена у овој области од 5,1% у кратком року**, док се пад у истом проценту одражава на њихово смањење од 4,1%, при чему тестови не указују на статистички значајну асиметрију у преносу нафтних шокова. Утицај светске цене нафте на произвођачке цене у осталим производним областима слабијег је интензитета и у неким од њих се испољава с кашњењем, што је последица дивергентног преноса трошkových притисака кроз производне ланце и различите структуре трошкова по производним областима, претходно уговорених ценовних аранжмана, хетерогености у прилагођавању очекивања производних предузећа и других

Графикон О.2.1. Динамика индекса цена произвођача кокса и деривата нафте за домаће тржиште и светске цене нафте

(у индексним поенима просек претходне године = 100)



Извор: РЗС и Блумберг.

¹ European Central Bank. (2014). Box 3: Indirect effects of oil price developments on euro area inflation, *Economic Bulletin*, December 2014, 54–56. Deng, X. & Xu, F. (2024). Asymmetric effects of international oil prices on China's PPI in different industries – Research based on NARDL model, *Energy*, 290. Long, S. & Liang, J. (2018). Asymmetric and nonlinear pass-through of global crude oil price to China's PPI and CPI inflation, *Economic research*, 31 (1), 240–251. Masih, M. (2018). Is the oil price pass-through to domestic inflation symmetric or asymmetric? New evidence from India based on NARDL, *MPRA Paper*, no. 87569, 1–45.

специфичних фактора. **Изузетак представља производња прехранбених производа за домаће тржиште, где није утврђена краткорочна веза цена произвођача са светском ценом нафте, што се може довести у везу с високим учешћем других значајних инпута у производњи, пре свега цена пољопривредних сировина.** Оцењени утицај реалног ефективног курса динара статистички је значајан и очекиваног предзнака, тј. депресијација домаће валуте према корпи валута повећава цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште, и обрнуто.

У свим оцењеним *NARDL* моделима приметно је споро прилагођавање цена ка дугорочној равнотежи, што се може довести у везу с ригидношћу цена, уговорним ограничењима и фазним преносом трошkových притисака кроз производне ланце, при чему се ценовно прилагођавање најбрже одвија у производњи кокса и деривата нафте.

Табела О.2.1. Ефекти промене светске цене нафте на цене произвођача у индустрији у Србији

Зависна променљива: цене произвођача у производњи Δppi_t	Директни ефекти у производњи		Индиректни ефекти у производњи	
	Кокса и деривата нафте	Прехранбених производа	Хемијских производа	Моторних возила и приколица
	Кратак рок			
Доцња зависне променљиве Δppi_{t-1}	0,01	0,02	0,10*	-0,16***
Реални ефективни девизни курс $\Delta reer_t$	-2,53***	0,02	-0,34*	-0,14*
Реални ефективни девизни курс $\Delta reer_{t-1}$	0,01	0,11	-0,01	0,00
Светска цена нафте (кумулятивни позитиван ефекат) Δoil^+_t	0,51***	0,03	0,08**	0,03**
Светска цена нафте (кумулятивни негативан ефекат) Δoil^-_t	0,41***	0,01	0,05*	-0,02
Светска цена нафте (кумулятивни позитиван ефекат) Δoil^+_{t-1}	0,21	0,03	0,10***	0,03**
Светска цена нафте (кумулятивни негативан ефекат) Δoil^-_{t-1}	0,32**	-0,05**	0,00	0,00
C	5,78***	1,10***	1,22***	0,53**
Брзина прилагођавања (<i>CointEq</i> _{t-1})	-0,21***	-0,12***	-0,07***	-0,06***
Wald-ов тест (асиметричности)	0,00	6,55**	3,36*	3,42*
	Дуги рок			
Реални ефективни девизни курс $reer_{t-1}$	-5,27***	-1,15***	-3,12***	-0,96***
Светска цена нафте (кумулятивни позитиван ефекат) oil^+_{t-1}	0,82***	0,19***	0,62***	0,13**
Светска цена нафте (кумулятивни негативан ефекат) oil^-_{t-1}	0,64***	0,14***	0,50***	0,10**
C	27,74***	9,48***	18,42***	8,72***
F-Bounds тест	4,74***	15,24***	4,99***	5,41***
Wald-ов тест (асиметричности)	11,34***	8,01***	13,77***	6,10**
Анализиран период:	M1 2012 – M2 2026.			
Извор: прерачун НБС.				

*** Означавља статистичку значајност на нивоу од 1%, ** од 5%, * од 10%.

Напомена: Вредности свих променљивих су претходно логаритмоване. У свим моделима су додате сезонске вештачке променљиве.

F-Bounds тест у моделу показује да постоји коинтеграција, тј. дугорочна веза између променљивих, с обзиром на то да је оцењена F-статистика изнад горње границе $I(1)$ на свим нивоима значајности.

У дугом року оцене ефеката промена светске цене нафте на произвођачке цене поузданије су него у кратком року, о чему сведоче добијени резултати оцењених *NARDL* модела. За разлику од кратког рока, у дугом року овај се утицај показује статистички значајним и на произвођачке цене у прехранбеној индустрији, што се може довести у везу с чињеницом да се промене цена енергената постепено преносе кроз прехранбени ланац, посебно код примарне пољопривредне производње. Притом, резултати указују на постојање асиметричности у преносу нафтних шокова у дугом року у свим делатностима индустрије, с обзиром на то да се на произвођачке цене у већој мери преноси раст светске цене нафте него њен пад, што се може објаснити феноменом номиналне ригидности цена наниже.

(2) Утицај промена у домаћим произвођачким ценама кокса и деривата нафте на произвођачке цене у осталим производним областима и агрегатни ниво малопродајних цена

У наставку смо, на основу података РЗС-а из тзв. инпут-аутпут табела,² апроксимирали пренос ценовног шока у области производње кокса и деривата нафте кроз целу економију Србије. Конкретно, анализирали смо у којој мери пораст цена у овом сектору од 10%, који је инициран растом светске цене сирове нафте, утиче на укупне трошкове, а затим и на цене у појединачним делатностима привреде, као и на агрегатни ниво малопродајних цена. Резултати указују на то да око 54% укупног процењеног ефекта на ниво укупних малопродајних цена проистиче из повећања цена деривата у малопродаји. Преосталих око 46% односи се на индиректне ефекте, тј. повећање малопродајних цена осталих индустријских производа по основу већих трошкова у њиховој производњи, а у мери у којој користе различите деривате нафте. Треба напоменути да се у овом контексту деривати нафте не односе само на моторна горива попут бензина и дизела већ на знатно шири спектар производа, укључујући мазут, течни нафтни гас, битумен и различите петрохемијске инпуте, који се пре свега употребљавају у енергетски интензивним делатностима.

Ако посматрамо само индустрију и промене цена у оквиру њених производних области, због различите структуре пондера у односу на малопродајне цене, директни трошкови ефекти у расту цена у производњи деривата доминирају и чине близу две трећине укупних ефеката, док се преостали део односи на индиректне трошковне ефекте.

Најизраженији индиректни ефекти уочавају се у областима производње прехранбених производа, хемијских и фармацеутских производа, као и моторних возила и приколица. То указује на високу зависност ових делатности индустрије од нафтних деривата као интермедијарних инпута, било директно у производном процесу било индиректно преко трошкова транспорта, амбалаже и осталих пратећих активности, а за које смо претходно урадили и економетријску оцену анализе ефеката асиметрије у реакцији када светске цене нафте расту и смањују се.

² Структура учешћа инпута у међуфазној и финалној потрошњи по делатностима посматрана је на основу последњих доступних података РЗС-а за 2020.

Инфлациона очекивања

Избијање конфликта на Блиском истоку и знатан раст светских цена енергената за сада нису имали веће ефекте на инфлациона очекивања, која су се и у случају привреде и финансијског сектора кретала у границама циља Народне банке Србије.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према резултатима анкете агенције **Нинамедија**, од почетка године су на нивоу од 3,0%, што је њихов најнижи ниво од септембра 2021. Појединачни одговори готово свих финансијских институција по питању очекиване инфлације налазили су се унутар граница циља. Према подацима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред снижена су са 3,8% у јануару на 3,5% у марту.

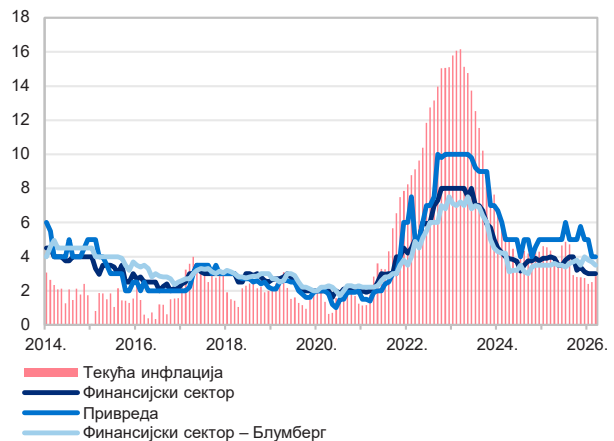
Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред у фебруару и марту износила су 4,0%. Према резултатима мартовске анкете, већина испитаника очекује да ће цене инпута у производњи, као и цене готових производа и услуга, бити непромењене у наредна три месеца. У наредних 12 месеци, 60% испитаника очекује раст цена готових производа и услуга.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва задржана су на нивоу од 15,0%. 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 марту 2026. износио 34 поена и био је нижи од индекса перципиране инфлације (51,5 поена).

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора су такође усидрена у границама циља Народне банке Србије и у марту износе 3,3% за две године унапред, а за три године унапред 3,0%. Слично важи и за **средњорочна очекивања сектора привреде, која у марту за две и три године унапред износе око 4,0%. Инфлациона очекивања становништва** уобичајено су виша него код других сектора, али су и она нижа у односу на крај 2025. године и у марту су износила 11,0% за две године унапред и 10,0% за три године унапред.

Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред

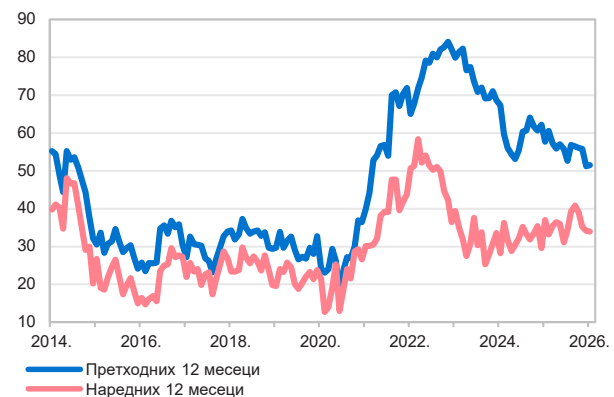
(мг. стопе, у %)



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

Графикон III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва

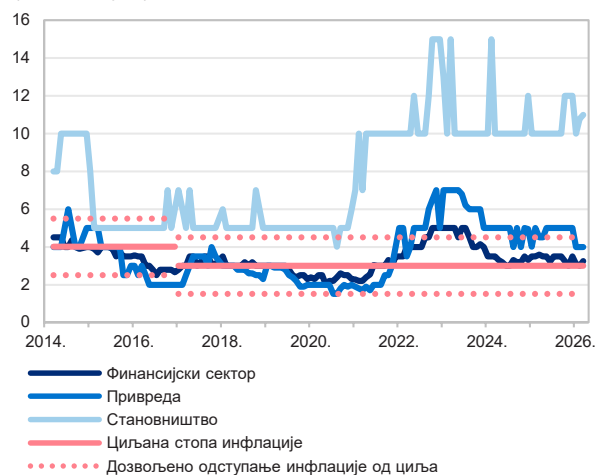
(у индексним поенима)



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

Графикон III.0.9. Очекивана инфлација за две године унапред

(мг. стопе, у %)



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Знатно повећање геополитичке неизвесности на међународном финансијском тржишту одразило се и на тржиште динарских државних ХоВ током Т1 2026, које карактерише нижа тражња за динарским државним обвезницама у сегменту примарног трговања и раст приноса на обвезнице дуже преостале рочности на секундарном тржишту.

Упркос повишеној неизвесности на међународном финансијском тржишту, Република Србија је 28. априла, први пут у својој историји, емитовала еврообвезнице у три транше. Емитоване су еврообвезнице рочности пет, дванаест и десет година, по купонским стопама од 4,25%, 4,875% и 4,66%, респективно, у рекордном износу од око 3 млрд евра.

Каматне стопе на динарске кредите привреди и становништву бележе благи раст током Т1, након што су претходно током Т4 смањене и у случају становништва нашле се на минимуму услед примене супервизорских очекивања Народне банке Србије за повољније кредитирање грађана с редовним месечним примањима до 100.000 динара. Цена задуживања у еврима готово да није промењена током Т1, у складу с непромењеним нивоом каматних стопа ЕЦБ-а.

Каматне стопе

На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током Т1 2026. 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 и да осцилације каматних стопа на међубанкарском тржишту новца буду минималне.

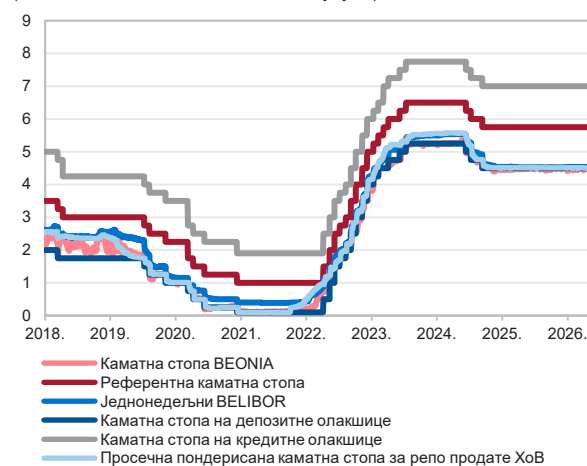
Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту новца, BEONIA, није бележила знатне промене у Т1 2026. и износила је 4,44% крајем марта. Минималне осцилације бележиле су и каматне стопе BELIBOR, које су се кретале у распону од 4,51% за најкраћу рочност до 4,75% за рочност од шест месеци. Посматрано по просечним стањима репо продатих ХоВ и преконоћних депонованих вишкова банака код Народне банке Србије, вишкови динарске ликвидности банака на агрегатном нивоу нису знатно промењени у марту 2026. у односу на децембар. У априлу је смањен обим повлачења вишкова динарске ликвидности банака путем репо аукција. Просечно

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.

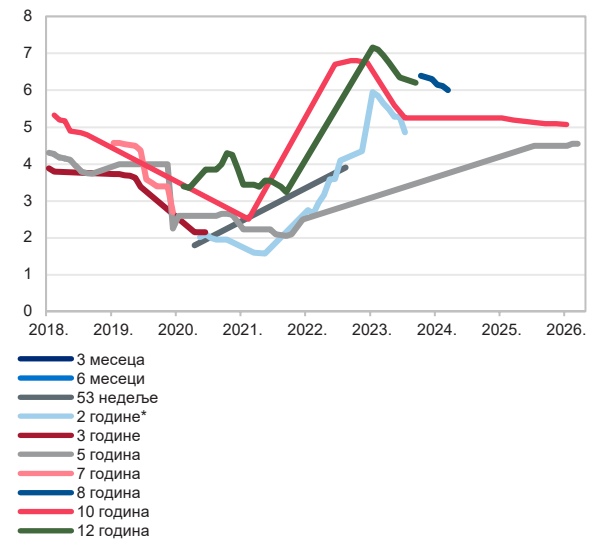
дневно стање репо продатих ХоВ смањено је за готово 50 млрд динара у односу на март, док је просечно дневно стање депозитних вишкова повећано за око 15 млрд динара.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ током Т1 2026. одржане су три аукције петогодишњих ХоВ, као и једна аукција десетипогодишњих ХоВ. На првој аукцији у јануару петогодишњих ХоВ, продате су обезнице у номиналној вредности од 51,6 млрд динара по извршној стопи приноса од 4,49%, при чему је тражња од 60,2 млрд динара била виша од планираног обима продаје од 50 млрд динара. На петом реотварању аукције за десетипогодишње ХоВ у јануару, продат је преостали планирани износ од 11,6 млрд динара (тражња је износила 15,4 млрд динара) по извршној стопи од 5,07%, за 3 б.п. нижиј него на претходном реотварању из новембра. Томе је допринело и реинвестирање дела средстава ослобођених доспећем седмогодишњих обезница у износу од 150 млрд динара истог месеца. На наредним аукцијама петогодишњих ХоВ у фебруару и марту тражња је била нижа од планираног обима продаје – продате су обезнице у номиналном износу од 16,0 млрд динара, односно 2,7 млрд динара, наспрам планираних 30 млрд динара и 20 млрд динара, респективно, уз раст извршне стопе за 6 б.п., на 4,55%, изнад купонске стопе од 4,50%. С обзиром на доспеће претходно емитованих седмогодишњих ХоВ, уз нижу реализацију нових емисија, стање портфеља динарских ХоВ смањено је на ниво од 785,4 млрд динара крајем марта.

Када су у питању државне ХоВ у еврима, у фебруару је одржана аукција петнаестогодишњих ХоВ, на којој је продат планирани номинални износ од 200 млн евра (тражња је била виша и износила је 222,4 млн евра), по извршној стопи од 5,00%, уз купонску стопу од 5,10%. Како су истовремено доспеле претходно емитоване ХоВ у еврима идентичне рочности у износу од 144,3 млн евра, стање портфеља ХоВ у еврима повећано је на 1.846,9 млн евра крајем марта.

Током Т1 2026, на секундарном тржишту динарских ХоВ промет је снижен за 13,3 млрд динара у односу на Т4 2025. и износио је 38,8 млрд динара. Просечни пондерисани приноси бележили су раст у марту 2026. у односу на децембар 2025, при чему је он био најизраженији на дужем делу криве, код хартија преостале рочности приближно седам и до девет година (повећање за 35 б.п. и 19 б.п., респективно). Поменуто кретање реализовала су се у амбијенту знатно повећане геополитичке неизвесности и смањене тражње на примарном тржишту динарских ХоВ, као и већих продаја од куповине динарских државних ХоВ од стране нерезидената на секундарном тржишту. Просечни пондерисани приноси кретали су се у распону од 4,53% за преосталу рочност од приближно две године, до 5,26% за преосталу рочност од приближно девет година.

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.

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Република Србија је 28. априла на међународном финансијском тржишту први пут реализовала емисију еврообвезница у три транше, две у еврима и једну у доларима. Ово представља највећу икада забележену емисију домаћих државних еврообвезница (укупне вредности од око 3 млрд евра) и прву вишевалутну емисију од ескалације сукоба на Блиском истоку. Емитоване су две еврообвезнице у еврима рочности пет и дванаест година, у износу од 1,0 млрд евра и 900 млн евра, по купонским стопама од 4,25% и 4,875%, респективно. При томе, дванаестогодишња еврообвезница има зелену ознаку – средства прикупљена њеном продајом биће искоришћена за финансирање или рефинансирање улагања усмерених на постизање одрживијег раста. Десетогодишња еврообвезница у доларима емитована је у износу од 1,25 млрд долара. Након емисије, Република Србија је употребом инструмената за заштиту од валутног ризика, обавезе у доларима пребацила у евре, чиме је постигнута купонска стопа у еврима од 4,66%. Тражња инвеститора је била знатно виша од обима продатих еврообвезница, премашивши износ од 8,0 млрд евра.

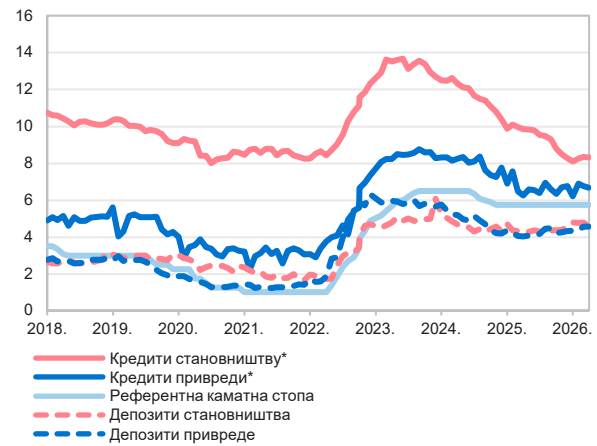
Каматна стопа на динарске кредите привреди повећана је током Т1 2026. за 0,5 п.п., на 6,7% у марту, вођена идентичним растом каматне стопе на кредите за обртна средства, на 6,6%, који чине готово 70% динарског кредитирања привреде. **Каматна стопа на нове динарске кредите становништву повећана је за 0,2 п.п., на 8,3%, што је исти ниво који су забележиле и каматне стопе на готовинске кредите.** Благи раст је забележен након што су крајем Т4 2025. ове стопе снижене на историјски минимум услед деловања супервизорских очекивања Народне банке Србије за повољније кредитирање грађана с месечним примањима до 100.000 динара. Расту је допринело и повећање каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 1,0 п.п., на 9,7%.

Током Т1 2026, каматне стопе **на нове кредите привреди у еврима остале су непромењене,** на нивоу од 4,8% у марту. Благо повећање каматне стопе на кредите за обртна средства, за 0,1 п.п., на 4,6%, неутралисано је падом каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,4 п.п., на 4,7%. Каматне стопе на кредите **становништву у еврима и индексирани у еврима током Т1 2026. благо су повећане, за 0,1 п.п., на 4,7%,** услед раста каматне стопе на остале некатегорисане кредите за 0,4 п.п., на 6,1%, док је каматна стопа на стамбене кредите остала непромењена на нивоу од 4,5%.

Каматне стопе по основу **прекорачења по текућем рачуну и дуга по кредитним картицама⁴** у марту су остале непромењене на нивоима од 17,1% и 14,7%,

⁴ Према методологији статистике каматних стопа, каматне стопе на револвинг кредите, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама нису укључене у обрачун просечне каматне стопе на кредите становништву.

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.

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

	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2024.	2025.	2026.	2024.	2025.	2026.
	T4	T4	T1	T4	T4	T1
Укупни кредити становништву*	9,9	8,1	8,3	5,5	4,6	4,7
Готовински кредити	10,2	8,2	8,3	2,4	3,4	3,2
Стамбени кредити	10,6	10,0	11,8	4,9	4,5	4,5
Потрошачки кредити	2,5	2,0	3,3	6,2	5,5	5,3
Остали кредити	8,2	8,7	9,7	8,7	5,7	6,1
Укупни кредити привреди*	6,9	6,2	6,7	5,6	4,8	4,8
Кред. за обртна сред.	6,9	6,1	6,6	5,4	4,5	4,6
Инвестициони кред.	6,9	7,2	8,8	5,7	5,1	5,1
Остали кредити	7,0	6,1	6,2	5,8	5,1	4,7
Кредити за увоз	-	-	-	5,6	3,9	3,7

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.

респективно. У односу на крај 2024. године, камате на ове, уједно и најскупље видове задуживања знатно су смањене, за 10,7 п.п. и 7,6 п.п., респективно, услед примене ограничења каматних стопа у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга.

Каматна стопа на штедњу становништва у динарима смањена је током Т1 2026. за 0,2 п.п., на 4,6%, док је **каматна стопа на штедњу у еврима** остала непромењена на нивоу од 3,3%.

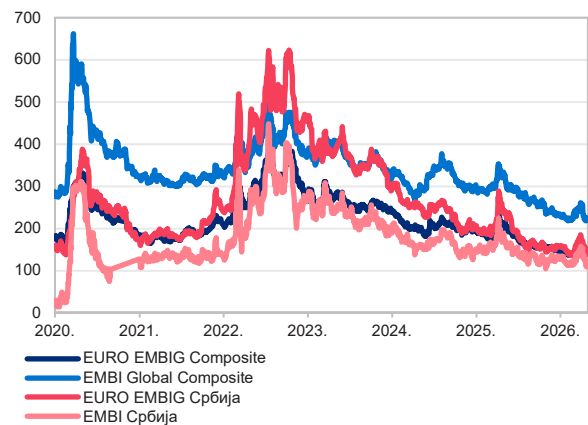
Премија ризика

Након што је умерено смањена почетком године, **глобална премија ризика** кретала се узлазном путањом након избијања директног сукоба на Блиском истоку. Ескалација конфликта снажно се одразила на раст цена енергената, који је подстакао забринутост тржишних учесника у погледу будућег кретања инфлације и каматних стопа водећих централних банака. **Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима, изведена на бази EMBI Composite**, на крају марта износила је 261 б.п., што је за 30 б.п. више него крајем 2025. године. Истовремено, **доларска премија ризика Србије** повећана је за 27 б.п., на 158 б.п. крајем марта, при чему је и даље остала на знатно нижем нивоу од композитне мере ризика земаља у успону. Насупрот томе, у априлу је дошло до снажног пада премије ризика услед смањења глобалне неизвесности и повољнијих очекивања у погледу деескалације сукоба на Блиском истоку, при чему је композитна мера смањена за 37 б.п., на 224 б.п. крајем месеца, а **доларска премија ризика Србије** за 39 б.п., на 119 б.п.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, изведена на бази EURO EMBIG Composite, повећана је у Т1 за 18 б.п., али је у истој мери смањена у априлу, на 149 б.п. крајем месеца. У Т1 **премија ризика за Србију за дуг у еврима** повећана је за 24 б.п., али је у априлу смањена за 39 б.п., на 144 б.п. крајем месеца. Од земаља у окружењу, раст премије ризика током Т1 забележен је у свим посматраним земљама, а најизраженији је био у Турској (за 91 б.п., на 239 б.п.) и Румунији (за 40 б.п., на 296 б.п.).

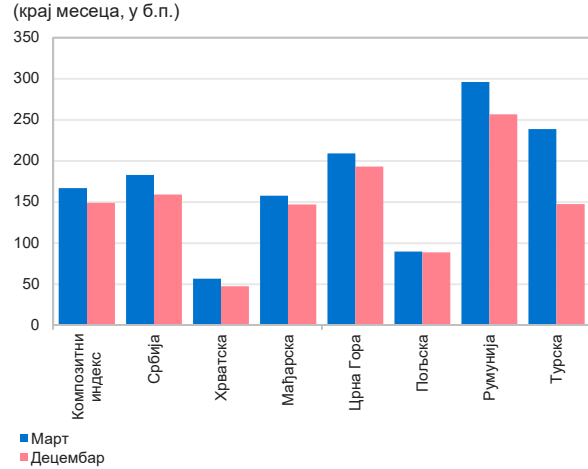
Рејтинг агенција **Fitch Ratings** у јануару 2026. године задржала је кредитни рејтинг Србије на нивоу **BB+**, уз позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга. Према оцени агенције, кључни фактори за овакву одлуку јесу адекватно вођена економска политика – пре свега одговорно управљање јавним финансијама и раст девизних резерви – као и већи БДП по глави становника у односу на просек земаља са истим нивоом 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.

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



Извор: J.P. Morgan.

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



Извор: J.P. Morgan.

Табела IV.1.2. Кредитни рејтинг (промена рејтинга и изгледа)

	2021.	2022.	2024.	2026.
S&P	BB+ /позитивни ⁷⁾	BB+ /стабилни ⁴⁾	BB+ /позитивни ³⁾	BBB- /стабилни ⁶⁾
Fitch			BB+ /позитивни ⁵⁾	
Moody's	Ba2/стабилни ²⁾		Ba2/позитивни ⁵⁾	Ba2/стабилни ¹⁾

Извор: НБС.

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

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

Рејтинг агенција *Moody's Ratings* почетком марта задржала је кредитни рејтинг Србије на нивоу *Ba2*, при чему су изгледи кредитног рејтинга промењени с позитивних на стабилне. Агенција наводи да је кредитни рејтинг Србије подржан снажном фискалном позицијом и опадајућом путањом јавног дуга, као и смањењем фискалних ризика повезаних с јавним предузећима, чему су знатно допринеле реформе у области енергетског сектора. Агенција такође истиче да аранжман с ММФ-ом доприноси одржавању укупне макроекономске стабилности земље. Иако су због повећаних политичких и геополитичких ризика изгледи кредитног рејтинга промењени с позитивних на стабилне, у саопштењу се констатује да су економски фундаменти остали очувани, а да је фискална и финансијска позиција додатно ојачана.

Прилив капитала из иностранства

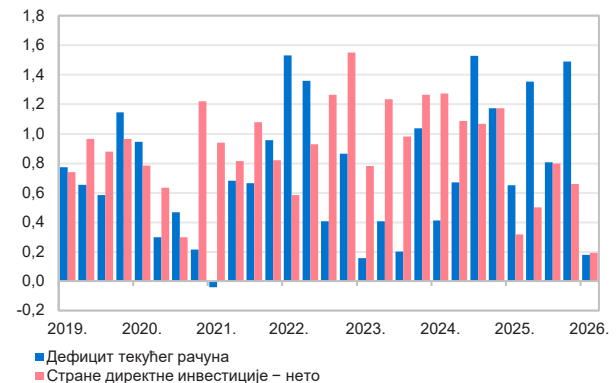
Неповољнији инвестициони сентимент услед глобалних геополитичких и трговинских тензија одразио се и на мања улагања страних инвеститора у Србију. При томе, највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса у Т1 чинили су финансијски кредити и СДИ, али ти приливи нису били довољни да у потпуности покрију одливе по основу трговинских кредита, повећања средстава банака на рачунима у иностранству и портфолио инвестиција.

Прилив СДИ у Србију у Т1 износио је 369,3 млн евра (1,7% БДП-а), што је за половину мање од прилива оствареног у истом периоду претходне године. Истовремено, резиденти су мање улагали у иностранство него у истом периоду претходне године, што је утицало на мању разлику између нето прилива СДИ, који је у Т1 ове године износио 192,4 млн евра. Прилив се у потпуности односио на реинвестирану добит и власнички капитал, а СДИ су задржале географску и пројектну распрострањеност.

По основу **портфолио инвестиција**, у Т1 је забележен нето одлив капитала од 76,3 млн евра, пошто је у већој мери смањен износ улагања нерезидената у домаће ХоВ него што је смањен износ средстава које су резиденти (банке) држале у иностраним ХоВ. При томе, нерезиденти су куповали домаће ХоВ на примарном тржишту, али је износ тих улагања био нижи од износа доспелих ХоВ у њиховом поседу и нето продаје ХоВ на секундарном тржишту.

По основу **финансијских кредита** у Т1 остварен је нето прилив у износу од 699,2 млн евра, од чега се половина односила на нето задужење државе. Поред државе, и банке и предузећа су повећали кредитне обавезе према иностранству, при чему је у марту плаћена прва рата главнице дуга у оквиру стендбај аранжмана с ММФ-ом (115,4 млн евра). По основу **трговинских кредита** и **аванса** регистрован је одлив у износу од 1.095,7 млн евра. Истовремено,

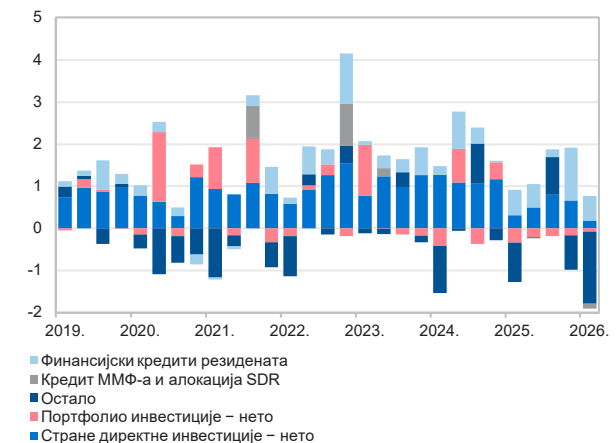
Графикон IV.1.8. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ (у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2026.

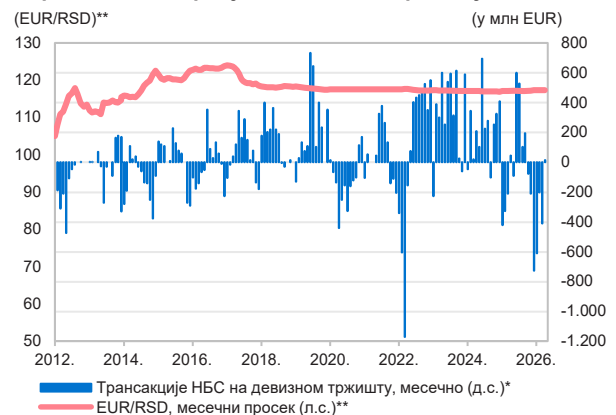
Графикон IV.1.9. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2026.

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



Извор: НБС.

* + нето куповина; - нето продаја.

** 1 EUR у RSD.

домаће банке су повећале средства на рачунима у иностранству, што је, уз смањење средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, утицало на то да по основу готовог новца и депозита буде забележен одлив од 613,0 млн евра.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Депрецијацијски притисци преовладавали су и током Т1, али је динар наставио релативно стабилно кретање према евр, чему су допринеле интервенције Народне банке Србије на МДТ-у. Посматрано крајем периода, динар је у Т1 номинално ослабио према евр за 0,1%, док је услед слабљења евра према долару на међународном тржишту динар према долару ослабио за 2,4%.

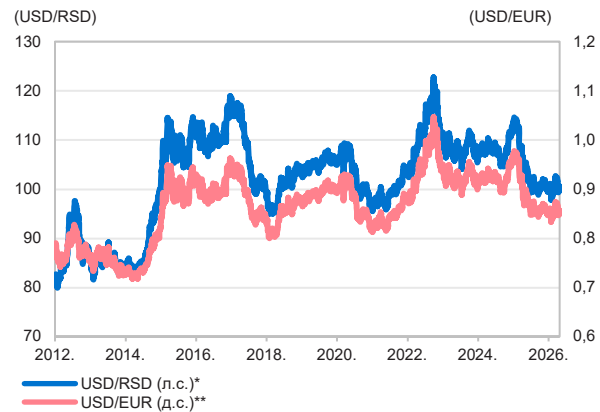
Као и у претходном тромесечју, тражња за девизама у Т1 вишеструко је премашила понуду, при чему је та разлика била најизраженија у јануару, када су и депрецијацијски притисци били најснажнији. Доприносили су им пре свега сезонски фактори, као што су појачана тражња за девизама увозника енергената и нето тражња за девизама других домаћих компанија, једним делом услед смањене понуде девиза појединих домаћих компанија које се обично јављају као нето продавци девиза на девизном тржишту. Иако је почетком године фактор на страни тражње за страном валутом била и потражња физичких лица, захваљујући мерама Народне банке Србије⁵ она је знатно опала у поређењу с децембром 2025. године. Поред тога, нето индексирана имовина банака, чији је утицај као фактора на страни понуде девиза⁶ био смањен почетком године, расла је у каснијим месецима, али недовољно да покрије тражњу за девизама.

Ради одржавања релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије је на МДТ-у током Т1 нето продала 1.220,0 млн евра, при чему се половина тог износа односила на продају у јануару. Интервенције Народне банке Србије на МДТ-у допринеле су смањењу девизних резерви које су крајем марта износиле 28,5 млрд евра. И поред тога, ниво девизних резерви знатно је изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност – покрива нешто мање од седам месеци увоза робе и услуга и 162% новчане масе М1.

У априлу су, посматрано на нивоу месеца, понуда и тражња за девизама биле избалансиране, а Народна банка Србије је на МДТ-у нето купила 15,0 млн евра.

Глобални фактори и неизвесност повезана са ескалацијом кризе на Блиском истоку допринели су

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



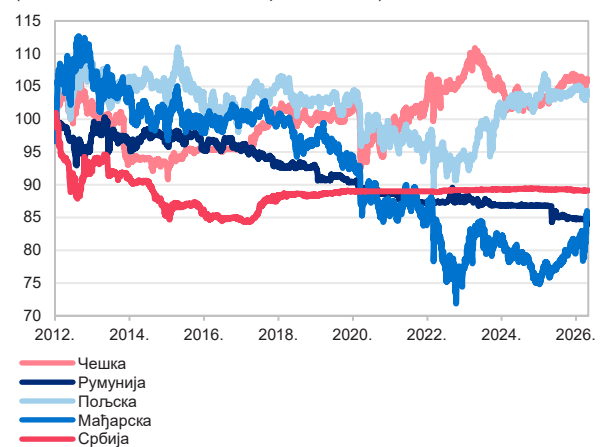
Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.

** 1 USD у EUR.

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

(дневни подаци, 31. децембар 2011 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

⁵ За више детаља о кретањима на МДТ-у 2025. и мерама усмереним на несметано функционисање мењачког тржишта видети Извештај о инфлацији – фебруар 2026, Осврт 3.

⁶ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

да већина валута земаља региона у режиму циљања инфлације ослаби према еврџу током марта. На нивоу Т1, ослабили су пољски злот за 1,5%, чешка круна за 1,1% и мађарска форинта за 0,1%, док румунски леј није променио вредност.

2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 убрзала је м.г. раст у Т1 2026. године, што је у највећој мери резултат знатног раста девизних депозита привреде, али и девизне штедње становништва. И динарска штедња резидената наставила је да бележи нове рекордне нивое и крајем марта износила је 213,5 млрд динара.

Кредитна активност наставила је да убрзава м.г. раст током Т1, који је у марту достигао 16,9%, подржана повољним условима задуживања и ублаженим кредитним стандардима за становништво. Истовремено, учешће NPL у укупним кредитима у марту је било близу минимума и износило је 2,1%, док је захваљујући израженијем задуживању у динарима степен динаризације пласмана привреди и становништву у марту достигао 39,7%.

Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, забележио је раст у Т1 2026. од 0,4%. Раст М3 био је вођен повећањем девизних депозита привреде, а затим и становништва, уз умерен раст динарских орочених депозита, који су више него надокнадили смањење најликвиднијих компонената – динарских депозита по виђењу и готовог новца у оптицају.

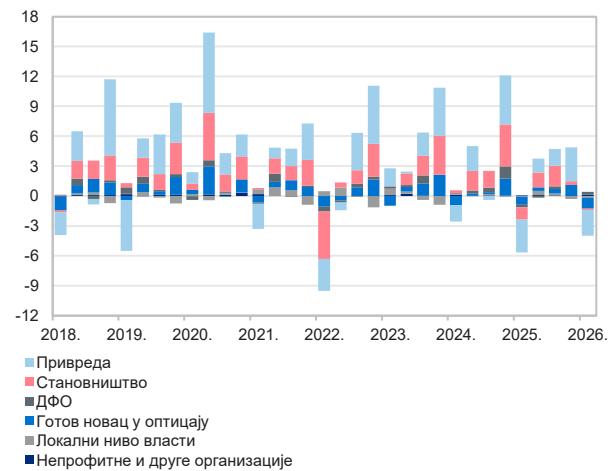
Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу смањени су у Т1 2026. за 79,5 млрд динара, пре свега услед сезонског пада трансакционих депозита привреде, а у мањој мери и смањења стања на текућим рачунима становништва.

Динарски орочени и штедни депозити повећани су за 7,5 млрд динара, вођени растом штедње резидената (10,0 млрд динара), као и депозита других финансијских организација и локалног нивоа власти (4,6 млрд динара и 3,3 млрд динара, респективно), док су орочени депозити привреде смањени за 11,3 млрд динара. Динарска штедња резидената достигла је нови највиши ниво од 213,5 млрд динара⁷ на крају марта.

Девизни депозити немонетарних сектора у Т1 2026. године повећани су за чак 1,0 млрд евра, од чега се 60% тог раста односи на девизне депозите привреде, док је остатак резултат раста девизне штедње становништва (резидената), која је достигла нови највиши ниво од 15,7 млрд евра.

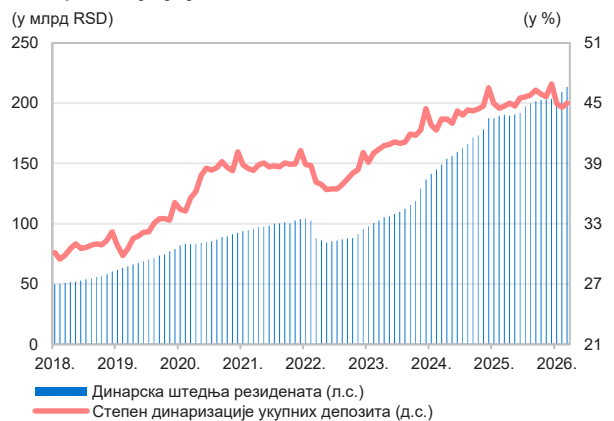
⁷ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају марта износила око 215,9 млрд динара, а девизна штедња 16,5 млрд евра.

Графикон IV.2.1. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура (у п.п.)



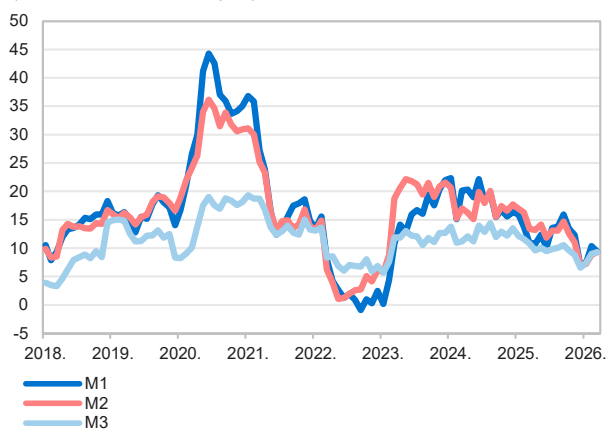
Извор: НБС.

Графикон IV.2.2. Динарска штедња резидената и степен динаризације укупних депозита (у млрд RSD) (у %)



Извор: НБС.

Графикон IV.2.3. Кретање монетарних агрегата (номиналне м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

Степен динаризације депозита привреде и становништва током Т1 смањен је за 1,9 п.п., с рекордног нивоа крајем претходне године, на 45,0% у марту, услед релативно бржег раста девизних депозита (пре свега депозита привреде), уз истовремено сезонско смањење динарских трансакционих депозита.

Новчана маса М3 убрзала је м.г. раст на 9,3% у марту, пре свега као резултат бржег раста девизних депозита привреде. Допринос најликвиднијих динарских компонената био је знатно умеренији, пре свега услед пада готовог новца у оптицају.

Кредити

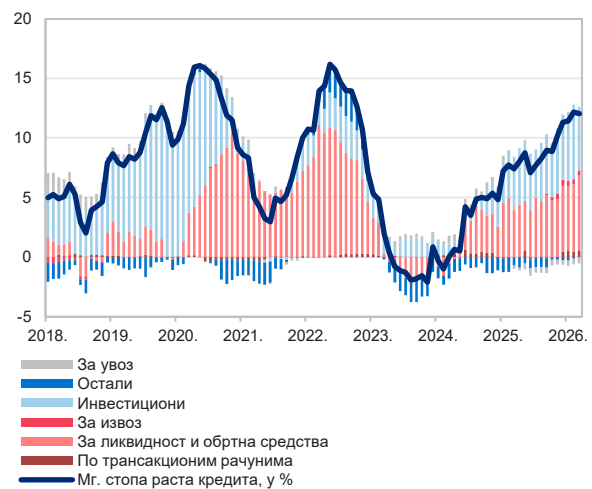
Укупни домаћи кредити немонетарном сектору наставили су да убрзавају м.г. раст у Т1, који је, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁸ износио 16,9% у марту. Тај раст је био вођен **кредитирањем становништва**, које је убрзало м.г. раст на 20,9%, за којим следи **кредитирање привреде**, чији је м.г. раст убрзан на 12,0%.

Кредити привреди повећани су у Т1 за 27,0 млрд динара, пре свега захваљујући расту задужења привредних друштава. Предузећа су највише користила кредите за ликвидност и обртна средства, који су повећани за 24,6 млрд динара, а раст бележе и обавезе по осталим некатегорисаним кредитима и задужење по текућим рачунима. Таква кретања су утицала на то да учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током Т1 за 0,6 п.п., на 47,9% у марту, уз убрзање м.г. раста на 13,5%, док је учешће инвестиционих кредита смањено за 0,7 п.п., на 42,7%, а њихов м.г. раст успорен је на 12,5%.

Посматрано по делатностима, током Т1 највише су се задужила предузећа из области саобраћаја, грађевинарства и трговине, док је пад задужења забележен једино код предузећа из прерађивачке индустрије и пољопривреде. Учешће кредита одобрених сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа у укупним кредитима привреди у марту (60,6%) било је исто као и крајем 2025. године, док је њихов м.г. раст убрзан на 11,6%. Динарски и девизно индексирани кредити готово су подједнако повећани током Т1, али је под утицајем смањења осталих динарских пласмана степен **динаризације** пласмана привреди незнатно смањен у односу на крај 2025. године и у марту је износио 22,8%.

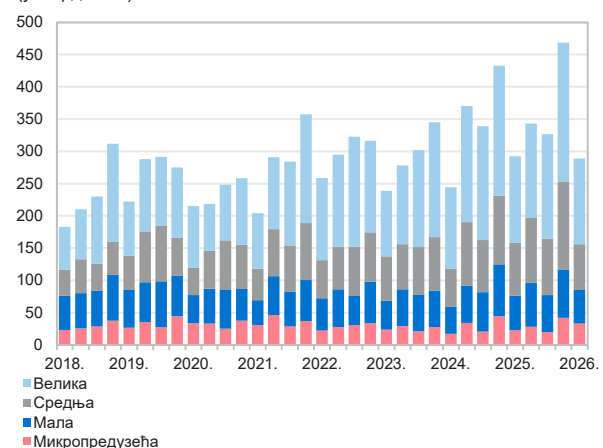
Обим новоодобрених кредита привреди у Т1 износио је 289,1 млрд динара, што је за 1,1% ниже него у истом периоду 2025. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили две трећине новоодобрених кредита привреди, при чему су те кредите готово подједнако користила

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



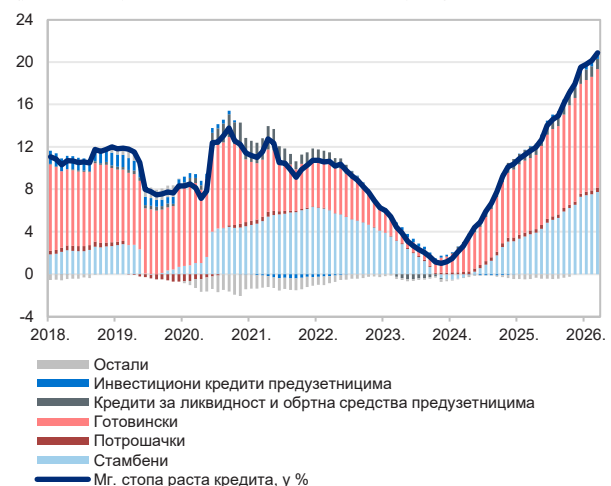
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

⁸ Рачунато по новом програмском курсу на дан 30. септембра 2024.

велика предузећа и сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа. На инвестиционе кредите односило се 21% нових кредита, а 74% тих кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

Кредити становништву повећани су у Т1 за 72,3 млрд динара, вођени растом готовинских (40,0 млрд динара) и стамбених кредита (25,9 млрд динара). Повећано је и задуживање грађана по текућим рачунима и потрошачким кредитима, а једино су задужења по кредитним картицама била нижа. Поред ублажених кредитних стандарда и релативно повољних каматних стопа, високој реализацији кредита становништву доприносе мере које омогућавају повољније услове задуживања грађана с нижим примањима, а расту стамбених кредита доприноси и одобравање кредита из програма за младе, на које се односило нешто мање од половине повећања стамбених кредита у Т1. Висока реализација готовинских кредита утицала је на то да учешће ових кредита у укупним кредитима становништву буде повећано током Т1 за 0,3 п.п., на 47,7% у марту, док је учешће следећих по заступљености, стамбених кредита, смањено за 0,1 п.п., на 38,1%. Истовремено, кредити свих намена убрзали су м: раст током Т1, који је код готовинских и стамбених кредита у марту достигао 24,0% и 20,2%, респективно. Динарски кредити чинили су скоро две трећине прираста кредита у Т1, што је утицало да **динаризација пласмана становништву** буде повећана за 0,3 п.п., на 56,5% у марту.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т1 износио је 285,3 млрд динара и био је за 31,9% виши него у истом периоду 2025, највише захваљујући већем износу новоодобрених готовинских и стамбених кредита.

Резултати априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке у Т1 поштриле стандарде за дугорочне кредите привреди, док стандарди за краткорочне кредите привреди нису мењани. Према оцени банака, на поштравање стандарда утицали су виши трошкови извора за кредите и неповољније оцене опште економске ситуације. Истовремено, конкуренција је деловала у супротном смеру, а код становништва је определила ублажавање стандарда за динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање. Банке су оцениле да је у Т1 тражња привреде за динарским кредитима и краткорочним девизно индексираним кредитима смањена, док је тражња за дугорочним девизно индексираним кредитима повећана. Пад тражње био је одређен мањим потребама за финансирањем инвестиција, док је финансирање обртних средстава деловало у супротном смеру. Становништво је у Т1 највише повећало тражњу за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, а затим за потрошачким кредитима и девизно индексираним стамбеним кредитима.

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



Извор: НБС.

Напомена: Раст вредности указује на поштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

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



Извор: НБС.

Напомена: Раст вредности указује на поштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

Бруто *NPL* показатељ у марту (2,1%) био је исти као крајем 2025. године, уз непромењене *NPL* показатеље за сектор привреде (1,4%)⁹ и сектор становништва (2,7%).¹⁰ Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у марту износила је 109,2% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 60,3% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају Т1 износио је 19,5%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

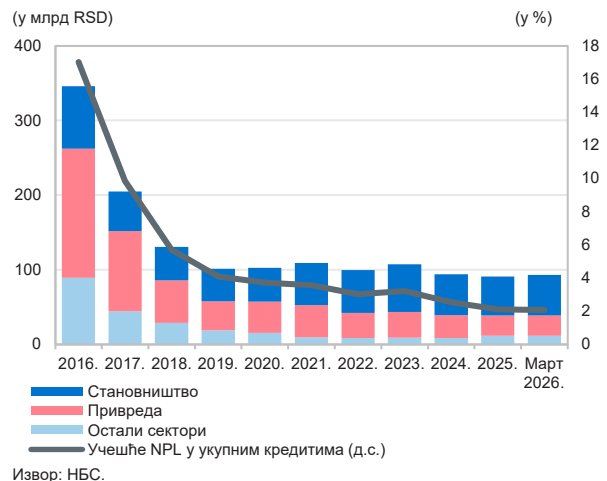
Раст БДП-а у Т1 износио је 3,0% м. и, према нашој процени, био је вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и фиксних инвестиција. Такође, позитиван допринос расту потекао је од нето извоза услед бржег реалног раста извоза од увоза робе и услуга.

Домаћа тражња

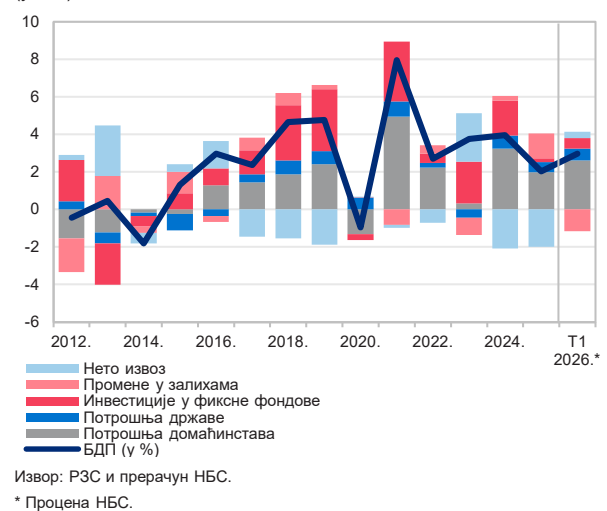
Према нашој процени, **потрошња домаћинства** убрзала је раст у Т1 на 4,3% м.г., уз допринос од 2,6 п.п. расту БДП-а. На даљи раст приватне потрошње указују подаци из области трговине на мало, с обзиром на то да је у Т1 остварен њен м.г. раст од 8,3%. Такође, подаци из области туризма показују да је у Т1 забележен м.г. раст броја долазака и ноћења домаћих туриста од 8,2% и 6,3%, респективно.

Ако се посматрају извори личне потрошње, као и у претходном периоду, маса зарада, као њен кључни извор, наставља да бележи готово двоцифрени номинални м.г. раст (10,5% у периоду јануар–фебруар), док је реални раст масе зарада у истом периоду износио 7,7% м.г. Истовремено, номинални раст пензија у Т1 износио је 12,2% (реално 9,3% 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 ка обезбеђивању 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 двоцифрени ниво. Прилив дознака у Т1 износио је 1.279 млн евра, што је за 22,4% већи прилив него у истом периоду претходне године.

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



Графикон IV.3.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а, расходна страна



⁹ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима такође није промењено и у марту је износило 1,6%.

¹⁰ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

Према нашој процени, **државна потрошња** у Т1 порасла је за 3,6% м.г., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,6 п.п. у Т1), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и за набавку робе и услуга. Наведена кретања су утицала на то да **укупна потрошња** у Т1 оствари м.г. раст од 4,1%.

Према нашој процени, **приватне инвестиције** наставиле су опоравак, који је започет крајем претходне године, и у Т1 су забележиле раст од 2,4% м.г., што се делом дугује и ниској бази из претходне године, чиме су обезбедиле 0,4 п.п. расту БДП-а. На даљи раст инвестиционе активности упућују број издатих грађевинских дозвола, који је у периоду јануар–фебруар већи за 2,0% у односу на исти период прошле године, производња капиталних производа, која је виша за 12,9% м.г., и раст обима производње домаћих машина и опреме од 4,6% м.г. Током Т1 забележен је пад производње и увоза грађевинског материјала, мада треба имати у виду да су током готово целе претходне године биле формиране залихе грађевинског материјала.

Наставак реализације значајних инфраструктурних пројеката које финансира држава допринео је наставку раста **државних инвестиција**, који је, према нашој процени, износио 2,8% м.г. у Т1. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 2,5% м.г., уз допринос расту БДП-а од 0,6 п.п. у Т1.

У погледу извора финансирања инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран сопственим средствима услед остварене високе профитабилности предузећа из претходних година. Такође, током Т1 остварен је прилив СДИ од готово 370 млн евра, док су инвестициони кредити забележили м.г. раст од 14,5%. Капитални расходи државе, номинално посматрано, забележили су м.г. раст од преко 35% у периоду јануар–фебруар.

Смањење залиха, према нашој процени, негативно је допринело расту БДП-а у Т1 (са -1,2 п.п.).

Нето екстерна тражња

Према нашој процени, **реални раст извоза робе и услуга** у Т1 износио је 1,2% м.г., чиме је задржао позитивну динамику упркос и даље ниској екстерној тражњи, док је реални раст **увоза** износио 0,6%, што је резултирало позитивним доприносом **нето извоза** расту БДП-а (од 0,3 п.п.).

Робни извоз изражен у еврима у Т1 повећан је за 7,4% м.г. Раст извоза је највећим делом резултат повећаног извоза **прерађивачке индустрије** (9,1% м.г.), у оквиру које је забележен раст у 13 од 23 гране, при чему су највећи допринос дале гране повезане са

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

	2025.			2026.
	T2	T3	T4	T1
Потрошња домаћинства	3,2	3,5	3,7	4,3
Показатељи				
Промет у трговини на мало	3,8	3,2	8,0	8,3
Промет у угоститељству	2,4	4,8	1,7	
Број домаћих туриста	-5,7	0,1	-0,2	8,2
Број ноћења домаћих туриста	-8,7	-1,0	-4,5	6,3
Увоз потрошне робе (BEC класификација), номинално	9,3	9,2	1,7	-2,4
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	10,9	11,5	12,0	10,5**
Прилив дознака, номинално	-6,5	25,9	26,2	22,4
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	15,8	18,2	21,0	22,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јануар–фебруар.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2025.			2026.
	T2	T3	T4	T1
Реалне м.г. стопе раста (у %)				
Бруто инвестиције у основне фондове (нац. рачуни)	-3,9	-2,2	8,9	2,5
Грађевинарство (нац. рачуни)	-15,8	-12,2	10,6	-2,0
Капитални расходи државе, номинално	23,4	-11,0	-0,5	35,1**
Број издатих грађевинских дозвола	-7,9	-0,8	1,0	2,0**
Производња грађевинског материјала	0,8	2,2	-3,2	-6,0
Вредност изведених радова	-16,1	-12,3	10,6	
Увоз опреме, номинално	-6,9	4,4	14,9	1,5
Производња домаћих машина и опреме	-17,5	-13,8	0,6	4,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јануар–фебруар.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: процена НБС за Т1 2026.

аутомобилском индустријом. Посебно се издваја раст извоза моторних возила, што је резултат повећаних инвестиција у аутомобилску индустрију и убрзања серијске производње електричних аутомобила. Поред тога, повећан је извоз основних метала, машина и опреме, као и аутомобилских гума. Истовремено, порастао је и извоз рударства (25,4% м.г.). С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на ниже залихе и пад извоза пољопривреде у Т1 (-20,0% м.г.). Пад је забележен и код извоза електричне енергије (-48,4% м.г.), делом и због прилагођавања примени механизма за прекогранично прилагођавање цене угљеника (СВАМ), који је почео да се примењује за електричну енергију.

Робни увоз изражен у еврима растао је споријом динамиком од извоза, по стопи од 3,0% м.г., на шта се првенствено одразио мањи увоз потрошне робе, као и енергената због застоја у раду нафтне индустрије, који је ипак у великој мери надокнађен у марту.

Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у Т1, остваривши суфицит у износу од 778 млн евра. Посматрано на м.г. нивоу, раст је забележен и код извоза и код увоза услуга. Извоз услуга у Т1 већи је на м.г. нивоу за 4,0%, док је увоз повећан за 1,1% м.г.

Покривеност робног увоза извозом повећана је током Т1 за 1,1 п.п. и у марту¹¹ је износила 84,6% (вредност овог показатеља по укључењу услуга у марту износи 93,2%, што представља такође раст од 1,1 п.п. у односу на крај 2025. године).

4. Економска активност

Према процени РЗС-а, економска активност убрзала је у односу на крај прошле године и у Т1 забележила раст од 3,0% м.г. Према нашој оцени, услужни сектори били су носиоци раста БДП-а, док је индустријска производња, упркос знатном опоравку у марту, на нивоу тромесечја забележила пад као последицу смањене производње у нафтној индустрији и повезаним гранама.

Према нашој процени, **услужни сектори** су, збирно посматрано, у Т1 убрзали раст на 4,3% м.г. (са 2,9% у Т4), чиме су допринели расту БДП-а са 2,5 п.п. То потврђују подаци првенствено из области трговине и туризма, с обзиром на остварени м.г. раст малопродајног промета, односно повећање броја долазака и ноћења туриста током Т1. Истовремено, раст активности забележен је и у ИКТ сектору, на шта упућује даљи раст извоза ове групе производа у Т1, упркос високој бази из претходне године.

¹¹ Мерено 12-месечним покретним просеком.

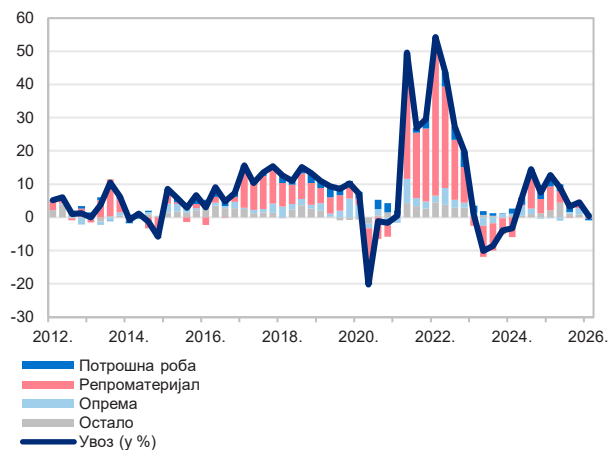
Графикон IV.3.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије (тримесечни покретни просек дсз.)



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

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.)

	2025.				2026.
	T1	T2	T3	T4	T1*
БДП (у %, м.г.)	1,7	2,0	2,0	2,2	3,0
Пољопривреда	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Индустрија	0,4	0,6	0,6	-0,6	-0,2
Грађевинарство	-0,3	-0,8	-0,6	0,5	-0,1
Услуге	1,3	1,6	1,7	1,6	2,5
Нето порези	0,4	0,6	0,5	0,6	0,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Индустријска производња је, према нашој процени, у Т1 забележила пад активности од 0,8% м.г., чиме је негативно допринела расту БДП-а са 0,2 п.п. Смањење активности највећим делом последица је проблема у прерађивачком делу нафтне индустрије услед увођења санкција компанији НИС због већинског руског власништва и с тим повезане ниже активности у хемијској индустрији, и то током јануара и фебруара. У марту се индустријска производња знатно опоравила, највише захваљујући расту активности њеног прерађивачког дела. С обзиром на наведено, обим производње прерађивачке индустрије у Т1 смањен је за само 0,4% у поређењу са истим периодом претходне године. Производња је смањена у 15 од укупно 24 гране **прерађивачке индустрије**, а највећи негативан допринос дало је смањење производње кокса и нафтних деривата, одевних предмета и рачунара. С друге стране, снажан раст остварен је у производњи моторних возила (за 51,4% м.г. у Т1) и производа од гуме и пластике (5,3% м.г.), што се може довести у везу са убрзањем серијске производње електричних возила у Крагујевцу, односно с наставком раста производње аутомобилских гума, као и с производњом домаћих машина и опреме (4,6% м.г.). Смањена је **производња електричне енергије** (за 0,9%), а пад је забележен и у **рударству** (за 3,2%) због усклађивања с применом механизма за прекогранично прилагођавање цене угљеника (*CBAM*), који је почео да се примењује за електричну енергију.

Према нашој процени, **грађевинарство** је у Т1 забележило благи негативни допринос економској активности од 0,1 п.п. На то првенствено упућују подаци о производњи грађевинског материјала, која је у Т1 забележила пад од 6,0% м.г., као и активност у области „остало рударство”, које обухвата експлоатацију шљунка, песка и камена (–6,1% м.г.). Поред тога, смањен је и увоз грађевинског материјала. С друге стране, број издатих грађевинских дозвола у прва два месеца 2026. године већи је за 2,0% у односу на исти период претходне године.

Нето порези су у Т1, према нашој процени, повећани за 4,5% м.г., што је допринело расту БДП-а са 0,7 п.п. и што је резултат раста потрошње и боље наплате пореских прихода.

Уз претпоставку да ће **овогодишња пољопривредна сезона** бити просечна, раст пољопривредне производње у Т1 процењујемо на 3,0%, што доприноси расту БДП-а у Т1 са 0,1 п.п.

Графикон IV.4.1. Показатељи активности сектора услуга

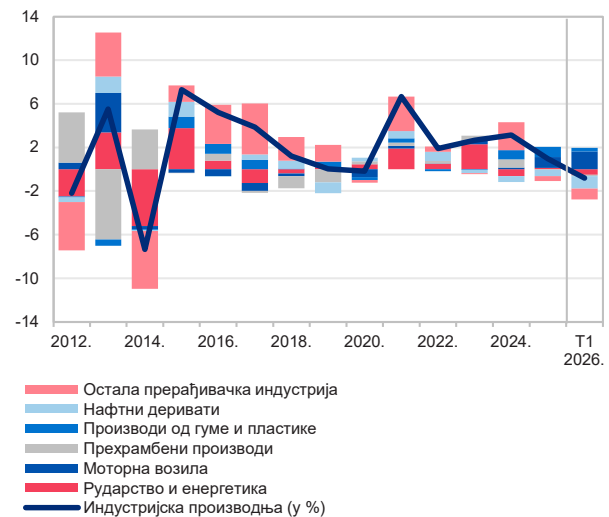
(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.2. Доприноси м.г. стопи раста индустрије

(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Осврт 3: Шансе и изазови модела фијат гранде панда на европском аутомобилском тржишту

Производња моторних возила у Србији у 2025. години остварила је раст физичког обима производње од 35,4% и представљала је главни замајак раста укупне индустријске производње, доприносећи реалном расту БДП-а са око 0,2 п.п. Уз то, произведени аутомобили били су готово у потпуности намењени иностраном тржишту, те је извоз аутомобила прошле године номинално повећан готово шест пута у односу на 2024. годину. Раст производње у овој индустријској грани у последње две године првенствено је резултат серијске производње аутомобила у фабрици у Крагујевцу, у власништву компаније „Стелантис“, где се производе два модела која припадају сегменту малих аутомобила (тзв. *B* сегмент) – фијат гранде панда и, у мањем обиму, ситроен Ц3. Због значаја овог погона за раст укупне индустрије, а тиме и економске активности, у овом осврту анализирали смо европско тржиште аутомобила у наведеном сегменту, позицију модела гранде панда на тржишту, као и његове кључне шансе и изазове за успех, уз примену *SWOT* анализе.

Компанија „Фијат“ је у 2025. години на тржишту ЕУ, земаља *EFTA* и Великој Британији продала укупно 271 хиљаду аутомобила, што представља пад од преко 10% у односу на претходну годину, чиме је учешће тог брэнда на европском тржишту смањено са 2,3% на 2,0%. И у 2024. години је забележен пад физичког обима продаје од преко 20% (у 2023. години продате су 382 хиљаде аутомобила, што је представљало 3% европског тржишта).

Намера да се моделом гранде панда циља сегмент малих аутомобила – *B* сегмент – сасвим је рационална, будући да је реч о једном од највећих и најконкурентнијих сегмената европског тржишта. Од укупно 13,3 милиона новорегистрованих аутомобила у Европи у 2025. години, готово 15% чинили су аутомобили *B* сегмента, уз раст обима продаје од приближно 8% у односу на 2024. годину. Заједно са *A* сегментом (малим градским аутомобилима), *B* сегмент чини око петине европског аутомобилског тржишта. Скоро сваки аутомобилски брэнд присутан на европском тржишту има бар један модел у овом сегменту, па се данас може издвојити преко 20 директних конкурената моделу гранде панда.

Две године заредом најпродаванији модел *B* сегмента у Европи био је дачија сандеро, са око 244 хиљаде продатих примерака у 2025. години, док је на другом месту, њему сродни, рено клио, са 230 хиљада. Преко 100 хиљада продатих примерака прошле године остварили су и модели тојота јарис, опел корса, ситроен Ц3, шкода фабија и фолксваген поло, а значајну продају бележи и електрични модел рено 5, с преко 80 хиљада продатих примерака у својој другој години производње. Кинески конкуренти су у 2025. чинили свега око 5% продаје у овом сегменту, али уз снажан раст. Тако је модел МГ3 продат у преко 60 хиљада примерака (готово двоструко више него у 2024). БЈД долфин сурф је у првој години продаје остварио 22 хиљаде регистрација, док су у сличном обиму збирно продати и липмотор Т03 и донгфенг нами 01, такође у својој првој години продаје. У поређењу са овим моделима, продаја фијат гранде панда у првој години (24 хиљаде примерака) може се оценити као задовољавајућа, будући да су њени главни конкуренти већ годинама присутни на тржишту.

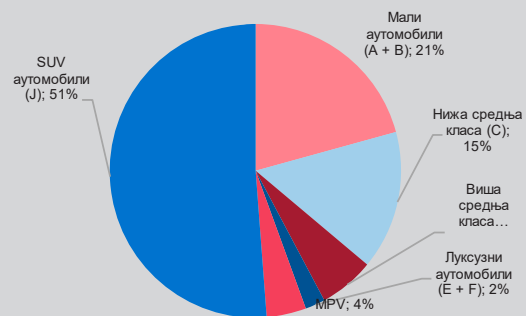
Табела О.3.1. Обим продаје аутомобилских модела у Европи у сегменту малих аутомобила (*B*), 2024–2025.*

	2024.	2025.
Dacia Sandero	270.786	244.382
Renault Clio	217.473	230.686
Peugeot 208	199.906	185.535
Toyota Yaris	181.192	166.030
Opel Corsa	162.686	165.546
Citroen C3	162.080	161.905
Škoda Fabia	107.178	108.380
VW Polo	135.353	108.271
Renault 5 E-Tech	13.150	81.832
SEAT Ibiza	85.690	76.978
Suzuki Swift	58.853	71.835
Hyundai i20	75.759	69.329
MG 3	31.322	61.688
Hyundai Inster	134	33.323
Fiat Grande Panda	104	24.477
BYD Dolphin Surf	-	22.376
Honda Jazz	10.800	20.765
Leapmotor T03	942	20.263
Dongfeng Nammi 01	222	2.193
Nissan Micra	42	653
Kia EV2	-	8
Укупно	1.713.672	1.856.455

Извор: Dataforce и ACEA.

* Подаци се односе на тржиште ЕУ, *EFTA* (Исланд, Норвешка и Швајцарска) и Велику Британију.

Графикон О.3.1. Европско тржиште аутомобила по сегментима, 2023.



Извор: Dataforce и ACEA.

* Подаци се односе на тржиште.

Посебно охрабрује недавна објава компаније „Стелантис“, у којој је наведено да је гранде панда у Т1 ове године продата у чак 21 хиљаду примерака, чиме се пробила на треће место најпродаванијих аутомобила у Италији од почетка године. То показују и подаци о робном извозу Србије у Италију, који је у три месеца ове године износио 790 млн евра, а у истом периоду прошле године 436 млн евра.

Да бисмо сагледали могућности овог модела за успех на европском тржишту, у наставку смо идентификовали његове кључне снаге, слабости, шансе и претње, које смо приказали у *SWOT* анализи.

Када је реч о карактеристикама које се могу подвести под снаге, фијат гранде панда је, уз сродне моделе ситроен Ц3 и пежо 208, једини модел у В сегменту у Европи који се нуди у три различите верзије погона: потпуно електрични, хибридни и бензински погон. Други брендови на тржишту нуде или једну или највише две варијанте, при чему истовремено хибридно и електричну верзију нуде још једино поменути два модела из „Стелантиса“. Ова чињеница је веома значајна када се имају у виду две групе купаца у овом сегменту: платежно способнији купци, који желе други или трећи ауто у породици и који ће се пре одлучити за хибридне и електричне моделе, и купци којима је ниска цена најважнија детерминанта, који ће се најчешће одлучити за потпуно бензинске моделе, јер су најјефтинији. Од великог значаја је изграђена репутација фијата на тржишту малих и малих градских аутомобила, јер је италијански бренд деценијама препознат по својим најмањим моделима, почев од модела уно, преко модела пунто, гранде пунто, 500 и панда, што даје велику потпору новом моделу. Потенцијално највећа снага модела гранде панда лежи у његовој ценовној предности у односу на конкуренте, јер је у све три верзије погона међу најјефтинијим моделима на тржишту.

Када је реч о слабостима, на тржишту је присутан велики број конкурената, а посебно хибридни и електрични модели нуде снажније моторе и брже мењаче у односу на модел гранде панда.

Лојалност купаца према одређеном бренду или моделу није карактеристика тржишта малих аутомобила, као што је то случај у вишим сегментима, што може представљати велику **шансу** за модел фијат гранде панда, нарочито уз добру ценовну политику. Ширење на друга тржишта на којима је фијат присутан такође представља значајну шансу, а првенствено се односи на тржиште Бразила, на ком компанија „Фијат“ остварује готово 50% своје укупне продаје, док су значајна и тржишта Турске и Алжира. Као још једну шансу за успешан пробој гранде панде на европско тржиште видимо и стратегију компаније „Фијат“ да развије целу породицу модела панда, која би укључивала и модел гига панда, чије се премијерно представљање очекује на сајму аутомобила у Паризу у октобру ове године. За Србију то може бити важно, јер би ширење породице модела панда могло допринети већем обиму производње у Крагујевцу, отварању нових радних места и јачању улоге домаће аутомобилске индустрије.

Слика О.3.1. *SWOT* матрица за модел фијат гранде панда



Табела О.3.2. Почетне цене у Србији (с ПДВ-ом) конкурената на тржишту малих аутомобила (у EUR)

	Бензин	Хибрид (HEV/PHEV)	Електрични (BEV)
Fiat Grande Panda	15.750	17.750	23.990
Citroen C3	17.440	20.990	28.190
Suzuki Swift	-	16.390	-
Renault 5	-	-	28.990
Dacia Sandero	14.990	-	-
KIA EV2	-	-	26.600
Škoda Fabia	17.364	-	-
SEAT Ibiza	17.364	-	-
Toyota Yaris	-	20.990	-
Leapmotor T03	-	-	20.690
Peugeot 208	21.490	22.090	38.390
MG3	14.990	18.990	-
BYD Dolphin Surf	-	-	21.990
Dongfeng Nammi 01	-	-	26.400
Hyundai i20	15.990	-	-
Nissan Micra	-	-	28.990
Honda Jazz	-	26.990	-
Volkswagen Polo	-	-	-
Volkswagen ID.Polo	-	-	25.000
Opel Corsa	18.890	22.790	-
Renault Clio	18.990	27.590	-
Hyundai Inster	-	-	26.990

Извор: ценовници доступни на сајтовима аутомобилских брендова.

Табела О.3.3. Најважнија тржишта за „Фијат“, према броју продатих аутомобила и учешћу на тржишту, 2024.

	Продаја	Удео на тржишту конкретне земље
Бразил	521.000	21%
Италија	190.000	11%
Турска	139.000	11%
Алжир	64.000	62%
ЕУ, осим Италије	70.181	2%

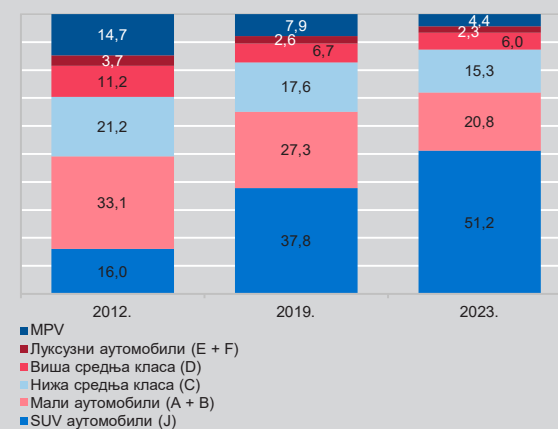
Извор: Stellantis press release и ACEA.

Највећа претња успеху модела гранде панда потиче од приличне zasiћености тржишта. На тржишту постоји преко 20 директних конкурената (изузимајући SUV моделе), а томе се могу додати и аутомобили из А сегмента, као и мањи аутомобили из Ј сегмента, који представљају индиректну конкуренцију. Додатну претњу представља и потенцијални улазак нових, кинеских конкурената на европско тржиште.

На основу SWOT анализе може се закључити да фијат гранде панда има значајне могућности за успешно позиционирање у европском В сегменту, на шта указује и снажан раст продаје у Т1 ове године. Успех овог модела је од посебног значаја јер се производи у нашој земљи, што доприноси развоју домаће аутомобилске индустрије, расту извоза и привредном расту. Процењује се да 10.000 произведених возила доприноси расту БДП-а око 0,1 п.п.

Графикон О.3.2. Продаја аутомобила у ЕУ по сегментима, 2012, 2019. и 2023.

(у %)



5. Кретања на тржишту рада

Током Т1, мг. посматрано, бележи се успоравање раста зарада и пад формалне запослености, уз смањење броја регистрованих незапослених.

Зараде

Просечна номинална нето зарада у јануару и фебруару износила је 117.276 динара (готово 1.000 евра), при чему је мг. раст успорио на 11,2% (са 12,7% у Т4). У истом периоду остварен је реалан мг. раст просечне нето зараде од 8,5% (након 9,8% у Т4). У периоду јануар–фебруар медијална нето зарада износила је 92.035 динара, што је за 12,4% више него у истом периоду претходне године. Повећањем минималне цене рада на 371 динар по сату, минимална зарада у јануару износила је око 65.300 динара, чиме је први пут премашила ниво од 550 евра.

Раст просечних номиналних нето зарада био је израженији у **јавном сектору** (12,7% мг.) него у **приватном сектору** (10,4% мг.), при чему је у већини **привредних делатности** забележен двоцифрени раст. Највећи мг. раст остварен је у областима образовања, саобраћаја, угоститељства и водоснабдевања, а кретао се у распону од 13,3% до 19,0%.

У периоду јануар–фебруар номинална нето маса зарада, као главни извор потрошачке тражње, повећана је за 10,5% мг., што је у потпуности резултат наставка раста зарада.

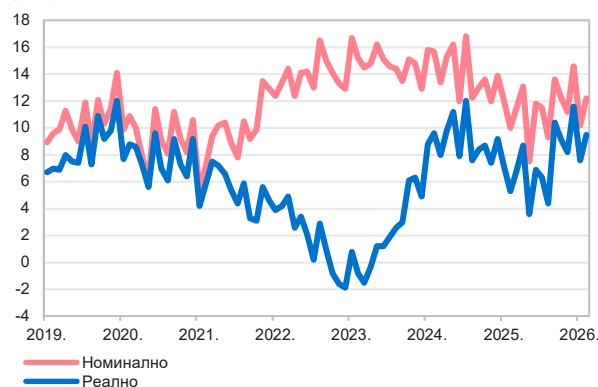
Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т1 повећана је за 3,4% мг., као резултат раста економске активности у условима нешто ниже запослености.

Запосленост

Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** у Т1 у просеку је износио око 2,36 млн, што је за око 9 хиљада запослених мање него пре годину дана, при чему је мг. пад успорио на 0,4% (са 0,9% у Т4). Током Т1 повећан је број запослених код предузетника, док је број регистрованих пољопривредника и запослених код правних лица смањен.

Формална запосленост у приватном сектору у Т1 у просеку је износила 1,74 млн запослених, при чему је мг. посматрано нижа за 0,5% (након пада од 0,9% у Т4). **Формална запосленост у јавном сектору** смањена је за 0,2%, мг. (након пада од

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



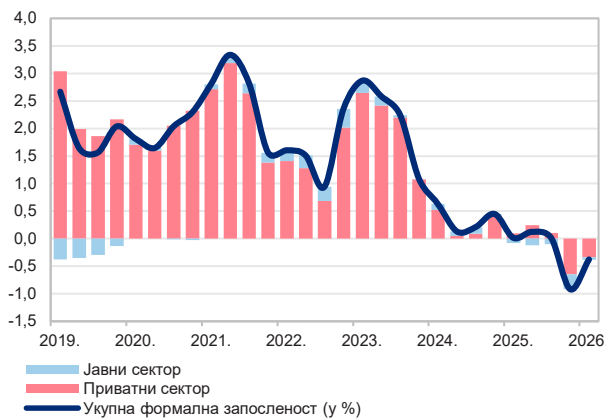
Извор: РЗС.

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



Извор: РЗС.

Графикон IV.5.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености (у п.п., просек тромесечја)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

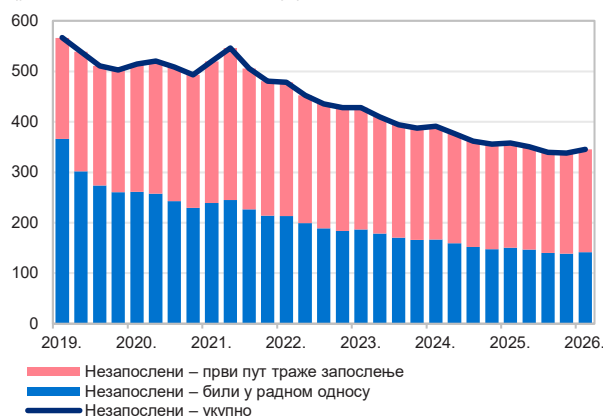
1,1% у Т4), што је првенствено последица смањења броја запослених у државној управи. Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у Т1 највише је повећана у административним и помоћним услугама, као и стручним, научним, иновационим и техничким услугама, док је највише смањена у прерађивачкој индустрији и трговини.

Број регистрованих незапослених, према евиденцији Националне службе за запошљавање, сезонски је уобичајено повећан почетком године, на 345.711 незапослених крајем марта, али је и поред тога био за око 13 хиљада лица нижи 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 Т4 износила је 72,7%, а стопа активности (старији од 15 година) 55,5%. Стопа запослености је у Т4 м.г. смањена за 0,9 п.п., на 50,5%, док је у исто време стопа незапослености повећана за 0,3 п.п., на 8,9%.

Графикон IV.5.4. **Кретање регистроване незапослености**

(у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

V. Пројекција

У периоду од објављивања претходног Извештаја о инфлацији, геополитичке тензије додатно су се заоштриле и почео је рат на Блиском истоку, што је довело до знатног раста цена енергената и негативно је утицало на инвестиционо и потрошачко поверење, услед чега је наша пројекција раста БДП-а за 2026. годину ревидирана са 3,5% на 3,0%. Истовремено, због пролонгиране глобалне неизвесности раст економске активности у 2027. години ревидирали смо са 5,0% на 4,5%, док у средњем року очекујемо да ће наша привреда расти стабилним темпом око свог потенцијалног нивоа од око 3,5% годишње. Раст економске активности биће вођен домаћом тражњом, уз допринос и потрошње и инвестиција у основна средства, које ће бити подржане већим расположивим дохотком, као и наставком реализације инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. За 2026. годину пројектован је бржи раст увоза у односу на извоз у условима и даље слабе екстерне тражње и раста потрошње и инвестиционе активности, због чега се очекује негативан допринос нето извоза. С друге стране, у 2027. години очекујемо позитиван допринос расту БДП-а и од нето извоза, пре свега услед раста извоза услуга повезаног са одржавањем специјализоване међународне изложбе „Експо”.

Према нашој новој централној пројекцији, инфлација ће наставити да се креће у границама циља у текућем и наредном тромесечју, с тим да ће знатан раст светске цене нафте и других примарних производа, у комбинацији с ниским базом из септембра прошле године услед примене уредбе којом су марже у трговини на велико и мало биле ограничене на 20%, утицати на то да се инфлација крајем текуће и почетком наредне године привремено нађе изнад горње границе циља. Након тога, инфлација ће постепено успоравати и вратити се у границе циља средином 2027. године, где ће се задржати до краја периода пројекције. Успоравању инфлације током наредне године допринеће и даље рестриктиван карактер монетарне политике, очекивано постепено слабљење трошковних притисака из међународног окружења, као и очекивано успоравање раста реалних зарада и њихово кретање у већој мери у складу с растом продуктивности. Додатно јачање тражње које се очекује у 2027. години услед одржавања међународне изложбе „Експо” не би требало да генерише притиске који би инфлацију удаљили од граница циља.

Као и у претходним пројекцијама, највећи ризик наше пројекције инфлације и БДП-а представљају изражене геополитичке тензије, као и ефекти на глобални привредни раст и инфлацију, с тим да је у новој пројекцији тај ризик знатно већи услед ескалације сукоба на Блиском истоку. Ризик пројекције су и нова пољопривредна сезона – и глобално посматрано, и домаћа.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Након показане релативне отпорности на повишену неизвесност током 2025. године услед геополитичких и трговинских тензија, светска привреда се суочава с последицама ескалације сукоба на Блиском истоку, које су видљиве у свим економијама света, посебно у нето увозницима енергената. **ММФ је у априлу снижио јануарску пројекцију глобалног привредног раста у 2026. години за 0,2 п.п., на 3,1%, док пројекцију од 3,2% у 2027. години није мењао.** Априлске пројекције глобалног привредног раста у овој и наредној години ниже су од остварења у периоду 2024–2025. од 3,4% и испод дугорочног просека у периоду 2000–2019. од 3,7%. Наведене пројекције представљају тзв. референтни сценарио, који је ММФ израдио заједно са алтернативним сценаријима због нестабилног и тешко предвидивог окружења, а у којем претпоставља да ће блискоисточни конфликт бити ограниченог трајања и интензитета и

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

	2026.		2027.	
	Април (референтни сценарио)	Одступање у односу на јануар	Април (референтни сценарио)	Одступање у односу на јануар
Свет	3,1	↓ -0,2	3,2	0,0
Развијене земље	1,8	0,0	1,7	0,0
Зона евра	1,1	↓ -0,2	1,2	↑ -0,2
САД	2,3	↓ -0,1	2,1	↑ 0,1
Земље у успону и развоју	3,9	↓ -0,3	4,2	↑ 0,1
Русија	1,1	↑ 0,3	1,1	↑ 0,1
Кина	4,4	↓ -0,1	4,0	0,0

Извор: ММФ WEO (април 2026).

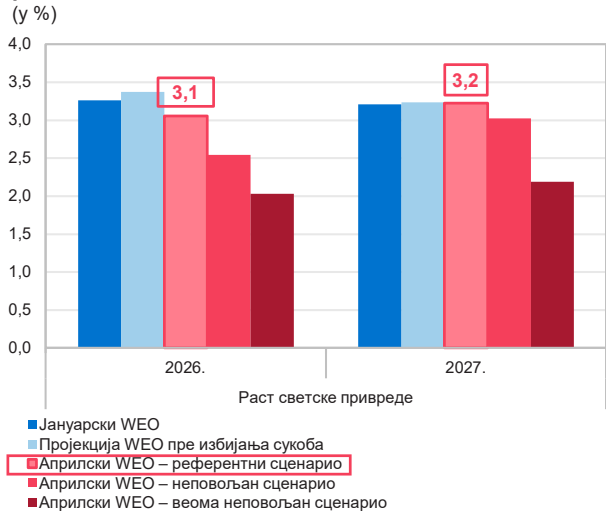
да ће глобални поремећаји ишчезнути до средине ове године. У случају пролонгираног сукоба, алтернативни сценарији предвиђају да би глобални привредни раст у 2026. години могао успорити на 2,5% (у неповољном сценарију), односно на 2,0% (у веома неповољном сценарију). ММФ оцењује да су **ризици остварења априлске пројекције глобалног привредног раста и даље асиметрични наниже**, првенствено услед потенцијалног интензивирања геополитичких тензија, нарочито на Блиском истоку, и слабијих приноса на инвестиције у вештачку интелигенцију од првобитно очекиваних.

Привреда зоне евра је у Т4 остварила раст од 0,2% дсз. (тј. 1,4% мг.), као резултат повећане укупне потрошње и инвестиција у основна средства, на супрот чега је деловао пад нето извоза. Посматрано по секторима, услужни сектор је определио остварени раст БДП-а у Т4, док је активност у прерађивачкој индустрији још увек слаба, услед виших царина и геополитичких тензија. У **Немачкој** и **Италији**, које су наши главни трговински партнери унутар зоне евра, регистрован је раст БДП-а од 0,2% и 0,3% дсз. у Т4. Динамика раних показатеља економске активности за зону евра, *PMI* и *ESI*, сугерише успоравање привредног раста у Т1, који је, према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, дсз. посматрано, износио 0,1% у зони евра, док је у Немачкој и Италији износио 0,3% и 0,2%, респективно.

Узимајући у обзир последице сукоба на Блиском истоку на светска робна тржишта, дохотке и поверење тржишних учесника, **ЕЦБ је у марту снизила децембарску пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2026. години** – за 0,3 п.п., на 0,9%. Пројекција за 2027. снижена је мање, за 0,1 п.п., на 1,3%, док је пројекција за 2028. годину задржана на нивоу од 1,4%. ЕЦБ је оценила да ће привредни раст зоне евра наставити да подржавају ниска стопа незапослености, која је у марту износила 6,2%, солидни биланси приватног сектора и јавна улагања у одбрану и инфраструктуру. **Ризици мартовске пројекције остали су асиметрични наниже**, пре свега у кратком року, а највише због изражене неизвесности у вези са ситуацијом на Блиском истоку и потенцијалним интензивирањем геополитичких тензија. С тим у вези, **ЕЦБ је у марту израдила и два алтернативна сценарија** – неповољан и веома неповољан, при чему је у оба сценарија претпостављено да ће пролонгирани застоји у снабдевању гасом и нафтом утицати на нижи раст БДП-а у овој и наредној години од нивоа пројектованих у основном сценарију.

Имајући у виду да се застоји у снабдевању енергентима од почетка блискоисточног конфликта одражавају на пад поруцбина у производном и услужном сектору зоне евра и по том основу слабију пословну активност,

Графикон V.0.1. Пројекције глобалног привредног раста за 2026. и 2027. (у %)



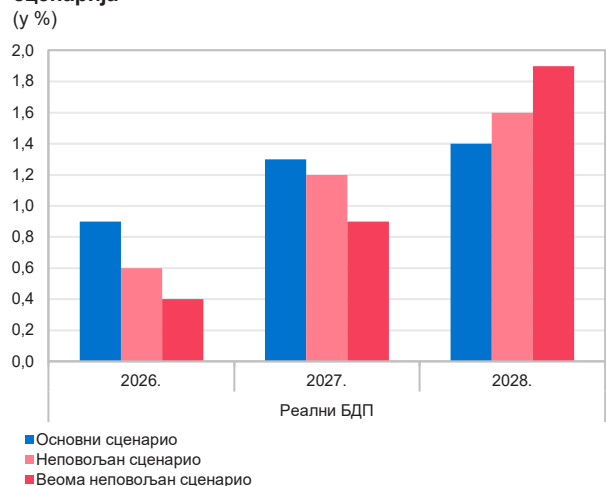
Извор: ММФ WEO (април 2026).

Графикон V.0.2. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра (дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

Графикон V.0.3. Пројекције БДП-а у зони евра у три сценарија (у %)



Извор: ЕЦБ (март 2026).

Consensus Economics је у априлу кориговао наниже пројекције раста БДП-а зоне евра у овој и наредној години – за 0,2 п.п., на 0,9% у 2026, и за 0,1 п.п., на 1,3% у 2027. години (што је идентично мартовским пројекцијама ЕЦБ-а). Ипак, појачана активност у сектору туризма, нарочито у јужноевропским земљама, као и обимни фискални подстицаји у Немачкој, требало би да наставе да подстичу економску активност у зони евра.

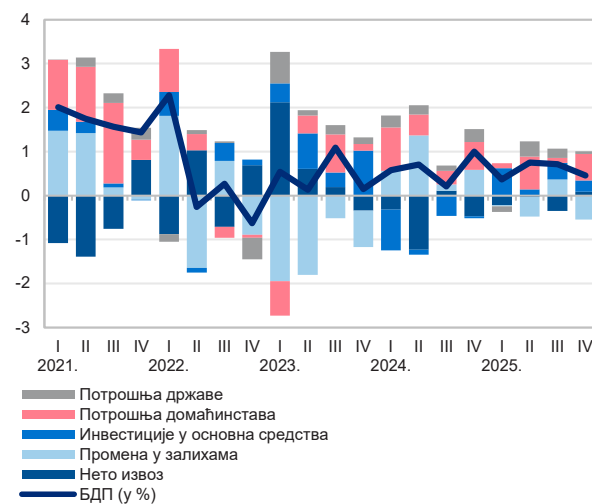
Привредни раст на нивоу **региона средње и југоисточне Европе** у Т4 износио је 0,5% дсз. (тј. 2,5% мг.). Посматрано с расходне стране, скоро све компоненте БДП-а пружиле су позитиван допринос оствареном привредном расту у Т4, пре свега потрошња, док су једино залихе робе смањене. Иако нису све земље региона подједнако изложене последицама сукоба на Блиском истоку, *Consensus Economics* је оценио да више цене нафтних деривата и гаса утичу на слабије економске изгледе у целом региону. Због тога је у априлу снизио јануарске пројекције привредног раста у групи земаља југоисточне Европе – за 2026. годину за 0,6 п.п., на 1,6%, док је пројекцију за 2027. годину снизио за 0,1 п.п., на 2,6%. У групи земаља средње Европе у априлу је пројектован привредни раст од по 2,7% у овој и наредној години, што је за 0,2 п.п. и 0,1 п.п., респективно, испод пројекција из јануара.

Привреда САД је, дсз. посматрано, знатно успорила раст – са 1,1% у Т3 на 0,1% у Т4, односно на 0,5% када се дсз. стопа раста прерачуна на годишњи ниво. Позитиван допринос оствареном привредном расту у Т4 потекао је од раста приватне потрошње и фиксних инвестиција, на супрот чега је деловао пад државне потрошње и нето извоза. **ФЕД** је у марту проценио да ће темпо привредног раста САД у наставку 2026. године остати солидан и подстакнут инвестицијама у вештачку интелигенцију, повољним финансијским условима, као и фискалним и регулаторним мерама. По том основу, мартовска пројекција раста БДП-а за ову и наредну годину ревидирана је навише у односу на децембарску – за 0,1 п.п., на 2,4% у 2026, и за 0,3 п.п., на 2,3% у 2027. години, уз оцену да су ризици остварења пројекције и даље асиметрични наниже. Стопа незапослености у марту од 4,3% била је благо испод нивоа у децембру, при чему је њена пројекција за 2026. годину остала непромењена, на нивоу од 4,4%.

ММФ је у априлу оценио да је **привредни раст Кине** од почетка ове године премашио очекивања, вођен пре свега растом извоза, који је надоместио слабу домаћу тражњу. Због глобалног енергетског шока, јануарска пројекција раста БДП-а Кине у априлу је благо снижена, за 0,1 п.п., на 4,4%, при чему је већа корекција избегнута по основу стимулативних фискалних и монетарних

Графикон V.0.4. 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.

Графикон V.0.5. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у САД

(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: U.S. BEA и прерачун НБС.

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

	2026.		2027.	
	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар
Пољска	3,5	↓ -0,1	3,1	0,0
Чешка	2,3	↓ -0,1	2,5	↓ -0,1
Мађарска	1,7	↓ -0,5	2,5	↓ -0,1
Румунија	0,5	↓ -0,9	2,3	↓ -0,1
Словачка	1,0	↓ -0,4	1,8	↓ -0,2
Словенија	2,0	↓ -0,2	2,1	↓ -0,1
Хрватска	2,6	↓ -0,2	2,5	↓ -0,1
Бугарска	2,5	↓ -0,4	2,7	↓ -0,1

Извор: Consensus Economics (април и јануар 2026).

мера, као и нижих ефективних царинских стопа које САД примењују на увоз кинеске робе. Пројекција раста БДП-а за 2027. годину задржана је на нивоу од 4,0%.

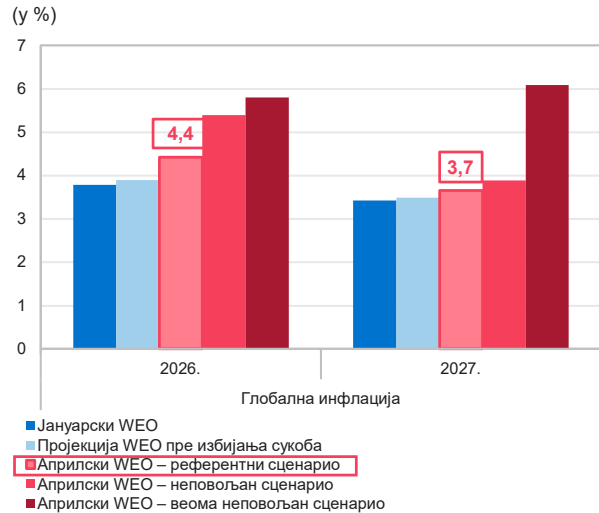
Инфлација

У условима повишених геополитичких тензија, које су додатно појачане по избијању сукоба на Блиском истоку, ММФ је у априлу ревидирао навише јануарску пројекцију глобалне инфлације за 2026. годину за 0,6 п.п. – на 4,4%, и за 0,3 п.п. за 2027. годину – на 3,7%. У референтном сценарију, очекивани ниво светске цене нафте износи 82 долара по барелу у 2026, односно 76 долара по барелу у 2027. години. У неповољном сценарију, ММФ пројектује снажнији и постојанији раст цена енергената, што би се одразило на убрзање глобалне инфлације на 5,4% у 2026. години, док се у веома неповољном сценарију, који подразумева већа оштећења на енергетској инфраструктури, глобална инфлација прогнозира на око 6% до 2027. године. Пројекције инфлације битно дивергирају по земљама, по основу све већег утицаја специфичних фактора, као и перзистентне инфлације услуга, при чему је ММФ у оба неповољна сценарија инфлацију у групи земаља у успону и развоју прогнозирао на двоструко вишем нивоу него у развијеним земљама.

Мг. инфлација у зони евра убрзана је у марту на 2,6%, што је њен највиши ниво од јула 2024, вођена снажним порастом цена енергије, после избијања сукоба на Блиском истоку. После годину дана, цене енергената, пре свега нафтних деривата, у марту су повећане за 5,1% мг., што је њихова највиша мг. стопа раста од фебруара 2023. године. С друге стране, цене осталих компонената хармонизованог ИПЦ-а¹² у марту су успориле мг. раст, уз сличан допринос мг. инфлацији као у децембру прошле године. **Базна инфлација у зони евра** у марту је задржана на нивоу од 2,3% мг. Мерена као промена хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** у марту је убрзана на 2,7% мг., што је њен највиши ниво од јануара 2024. и доминантно се дугује знатном поскупљењу горива и мазута за грејање, док је **инфлација у Италији** у марту повећана на ниво од 1,7% мг., јер су и регулисане и нерегулисане цене енергије успориле мг. пад. Према прелиминарним подацима Eurostat-а, мг. инфлација у зони евра у априлу је износила 3,0%, а у Немачкој и Италији по 2,9%.

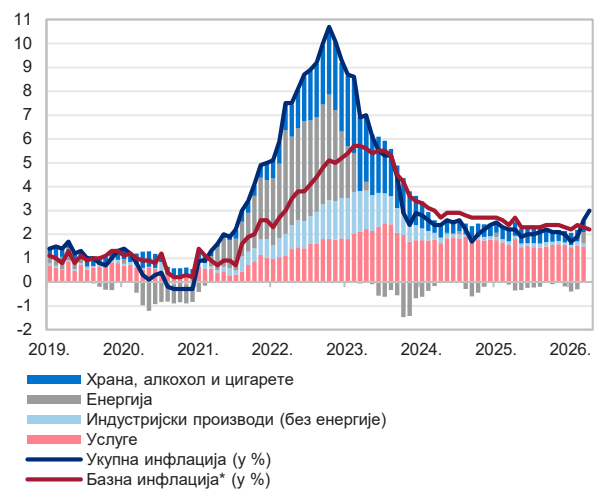
Имајући у виду виши ниво цена услед сукоба на Блиском истоку, ЕЦБ је у марту знатно подигла децембарску пројекцију укупне инфлације у зони евра – за 0,7 п.п., на 2,6% у 2026, и за 0,2 п.п., на 2,0% у 2027. години. У основном сценарију претпостављено је да ће просечне цене нафте и гаса, по достизању

Графикон V.0.6. Пројекције глобалне инфлације за 2026. и 2027.



Извор: ММФ WEO (април 2026).

Графикон V.0.7. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра (у п.п.)



Извор: Eurostat и прерачун НБС.

* Хармонизовани ИПЦ по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета.

¹² Хармонизовани ИПЦ се саставља према новој класификацији ECOICOP (вер. 2), која је усклађена с класификацијом COICOP УН-а из 2018. године.

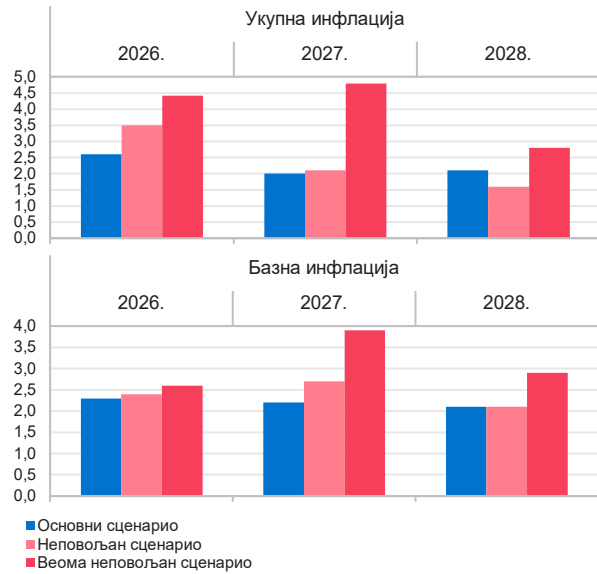
максималне вредности у Т2 од око 90 долара по барелу и 50 евра по мегават-сату, у наредном периоду релативно брзо опадати. ЕЦБ је у марту подигла и пројекције базне инфлације у зони евра – за 0,1 п.п., на 2,3% у 2026, и за 0,3 п.п., на 2,2% у 2027. години. За 2028. прогнозирана је базна инфлација од 2,1%, колико износи и пројекција укупне инфлације, што је за по 0,1 п.п. изнад њихових пројекција у децембру. Ризици остварења пројекција у основном сценарију израженији су навише, посебно у кратком року. У неповољном сценарију, за 2026. годину пројектована је инфлација од 3,5% (за 0,9 п.п. виша него у основном сценарију), под претпоставком да ће у Т2 цена нафте порасти на скоро 120 долара по барелу, а цена гаса на скоро 90 евра по мегават-сату. У веома неповољном сценарију, за 2026. годину пројектована је инфлација од 4,4% (за 1,8 п.п. виша него у основном сценарију), под претпоставком пораста цена нафте и гаса у Т2 на скоро 150 долара по барелу и 110 евра по мегават-сату, респективно.

У свим земљама региона средње и југоисточне Европе (које имају сличан монетарни оквир као Србија) **мг. инфлација је**, после успоравања у јануару и фебруару, **убрзана у марту**, доминантно вођена вишим ценама енергије по избијању сукоба на Блиском истоку. Највиша мг. инфлација у марту, од 9,9%, регистрована је у **Румунији**, по основу знатног пораста цена горива, које су определиле и вишу мг. инфлацију у **Пољској**, од 3,0% у марту, која је ипак остала унутар циљаног распона. У односу на почетак године, мг. инфлација у **Чешкој и Мађарској** такође је повећана у марту, на 1,9% и 1,8%, респективно. На то је првенствено утицао спорији мг. пад цена нафтних деривата, при чему је у обе земље инфлација у марту остала испод децембарског нивоа и унутар граница дозвољеног одступања од циља. Притом, мађарска влада је донела одлуку о ограничавању цена бензина и дизела, чије акцизе су снижене на најнижи ниво у ЕУ, уз забрану извоза нафте и њених деривата.

У свим земљама региона Западног Балкана, мг. инфлација се од почетка године до марта кретала силазном путањом, након чега је, после ескалације сукоба на Блиском истоку и поскупљења нафтних деривата по том основу, у марту повећана. Највиша мг. инфлација у марту забележена је у **Босни и Херцеговини** (5,1%), затим у **Северној Македонији** (4,9%) и **Црној Гори** (3,1%), док је најнижи ниво регистрован у **Албанији** (2,6%).

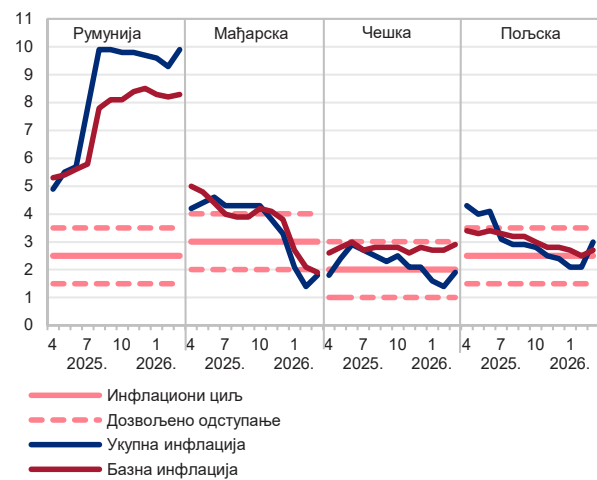
Мерена променом ИПЦ-а, **укупна инфлација у САД** у марту је убрзана на 3,3% мг., што је њен највиши ниво од маја 2024. године, доминантно као последица знатног поскупљења горива након укључивања САД у сукоб са Ираном, а делом и због ниске прошлогодишње

Графикон V.0.8. Пројекције инфлације у зони евра у три сценарија (у %)



Извор: ЕЦБ (март 2026).

Графикон V.0.9. Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с мартом 2026) (мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

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

	2026.		2027.	
	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар
Пољска	2,8	0,0	2,7	0,3
Чешка	2,0	0,0	2,3	0,0
Мађарска	3,2	-0,3	3,6	-0,1
Румунија	6,9	0,4	3,5	0,1
Словачка	3,6	0,1	2,6	-0,1
Словенија	2,5	0,3	2,2	0,1
Хрватска	3,3	0,2	2,7	0,1
Бугарска	3,7	0,2	3,1	0,1

Извор: Consensus Economics (април и јануар 2026).

базе код цена енергије. Насупрот томе, цене половних и нових возила и у марту су оствариле мг. пад, док су цене становања и осталих услуга у марту задржале сличан темпо мг. раста као у децембру, што је определило непромењен ниво базне инфлације од 2,6% мг. у марту. Притом, прехрамбена инфлација у САД у марту је додатно успорила мг. раст. Узимајући у обзир пораст цена енергената, **ФЕД** је у марту ревидирао навише децембарске пројекције раста индекса издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије), на нивое од по 2,7% у 2026, 2,2% у 2027. и 2,0% у 2028. години. Очекивани повратак инфлације на циљани ниво од 2,0% у средњем року важи под претпоставком да последице сукоба на Блиском истоку и претходно уведених царина ишчезавају до краја ове године, при чему су ризици остварења мартовске пројекције и даље асиметрични навише.

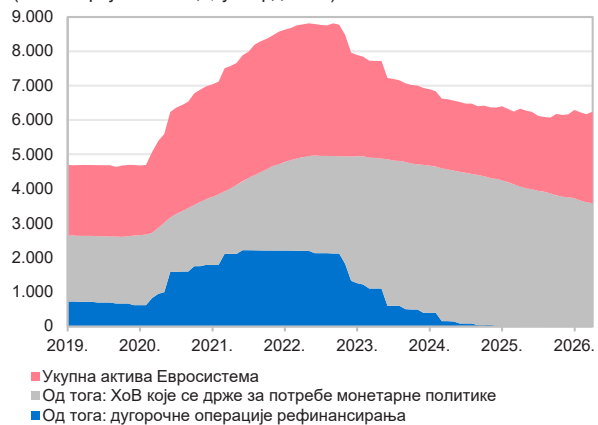
Монетарна политика

На састанцима у марту и априлу **ЕЦБ** није мењала висину својих каматних стопа, уз наглашену поруку да монетарна политика и даље искључиво зависи од пристиглих података. Каматне стопе на депозитне олакшице, главне операције рефинансирања и кредитне олакшице од јуна 2025. године износе 2,00%, 2,15% и 2,40%, респективно.

Главни разлог за опрез **ЕЦБ**-а, као и других централних банака, био је нагли раст неизвесности због ескалације сукоба на Блиском истоку крајем фебруара, који је изазвао скок цена енергената и **суштински променио перспективу економских кретања**. Порасли су краткорочни инфлациони ризици, док је истовремено угрожен привредни раст због скупљих енергената и пада реалних доходака. У складу с тим, **ЕЦБ** је у марту кориговала своје пројекције, претежно у кратком року. Енергетски шок је знатно утицао на краткорочна инфлациона очекивања у зони евра, док су дугорочна инфлациона очекивања остала релативно стабилна, што одражава поверење у монетарну политику **ЕЦБ**-а. Како ће се кретати каматне стопе **ЕЦБ**-а у наредном периоду највише ће зависити од тога да ли ће инфлаторни притисци из енергетског сектора остати привремени или ће се прелити на ширу економију кроз зараде и цене услуга.

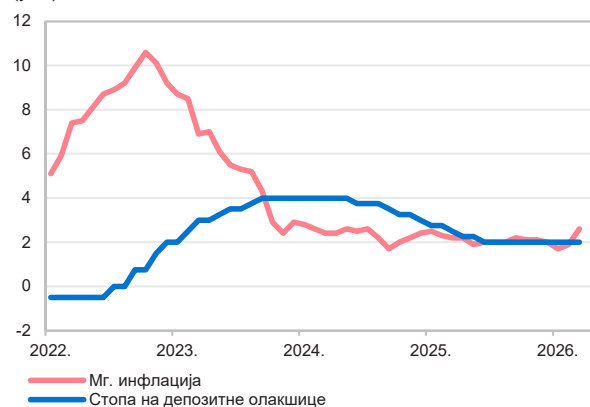
Иако је америчка привреда мање изложена енергетском шоку, **монетарна политика ФЕД**-а такође је изразито опрезна, уз наглашену зависност од актуелних података. На састанцима у марту и априлу **ФЕД** није мењао висину распона своје референтне каматне стопе (3,50–3,75%), у сложенем макроекономском окружењу у ком се инфлација креће изнад циља, уз истовремене знаке слабљења тржишта рада и повећане геополитичке ризике. Најновије пројекције **ФЕД**-а из марта указују на нешто бржи привредни раст, али и очекиване

Графикон V.0.10. Консолидовани биланс Евросистема (стање крајем месеца, у млрд EUR)



Извор: ЕЦБ.

Графикон V.0.11. Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра (у %)



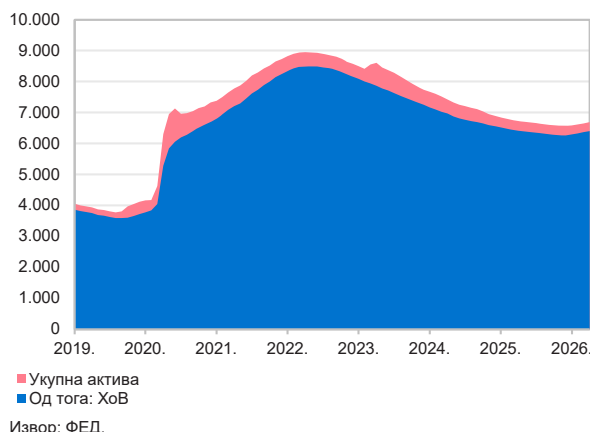
Извор: ЕЦБ и Eurostat.

више стопе инфлације у поређењу с пројекцијама из децембра. Када је у питању распон референтне каматне стопе, медијана чланова *FOMC*-а у марту износи 3,4% за крај ове године и 3,1% за крај наредне године, што је непромењено у односу на децембар.

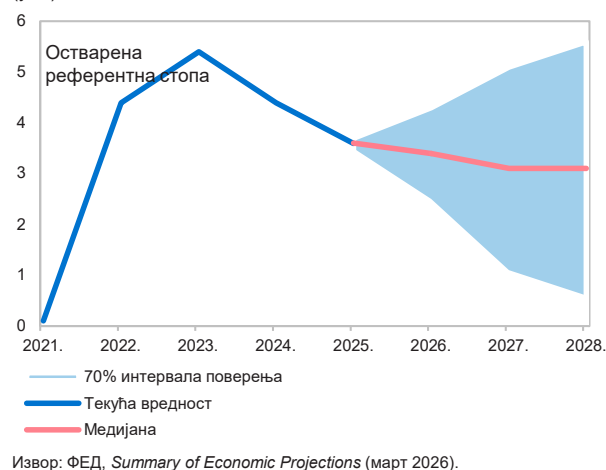
ФЕД је истакао да је прошле године снизио референтну каматну стопу за 0,75 п.п. у периоду од септембра до децембра, доводећи је ближе оквирима процењеног неутралног нивоа. Ова нормализација монетарне политике требало је да помогне стабилизацији тржишта рада, уз истовремено даљи пад инфлације ка циљу од 2%. Међутим, утицај дешавања на Блиском истоку на привреду САД остаје неизвесан. Краткорочно, више цене енергената повећаће укупну инфлацију, али је прерано проценити обим и трајање тих ефеката. ФЕД наставља да прати ризике са становишта оба аспекта свог мандата – постизања максималне запослености и стабилности цена.

Након смањења референтних каматних стопа централних банака Пољске и Мађарске, која су реализована на основу економских података уочи избијања сукоба на Блиском истоку, уследио је период опрезнијег вођења монетарне политике код свих централних банака региона које су у режиму циљања инфлације. Након паузе у прва два месеца ове године, централна банка Пољске поново је смањила референтну каматну стопу у марту за 25 б.п., на 3,75%. У априлу стопу није мењала, због наглог раста цена горива и мале вероватноће да ће се инфлација вратити на циљ пре краја наредне године. Као што је претходно сигнализирала, централна банка Мађарске смањила је референтну каматну стопу у фебруару, али је у марту и априлу није мењала, јер је поремећај на глобалном енергетском тржишту променио очекивања у вези са инфлацијом у наредном периоду. У складу са очекивањима, централне банке Чешке и Румуније нису мењале висину својих референтних каматних стопа. У Чешкој је она на нивоу од 3,50% од маја прошле године, у условима смањене укупне и базне инфлације. Званичници централне банке истичу да неизвесне прогнозе инфлације у новонасталим околностима захтевају отвореност према различитим опцијама монетарне политике. У условима релативно високе инфлације, централна банка Румуније није мењала висину референтне каматне стопе од 6,50%, која се на том нивоу налази од августа 2024. године.

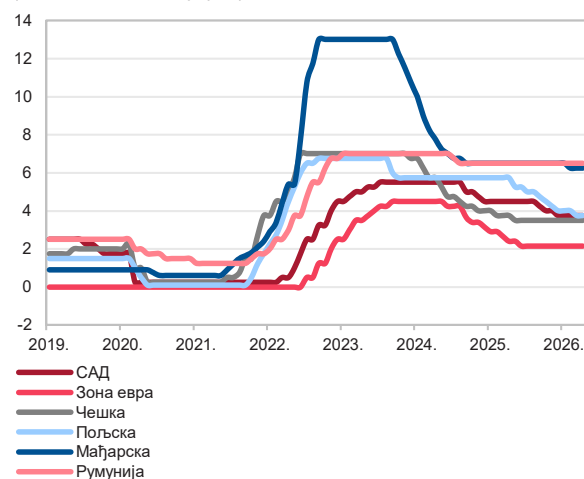
Графикон V.0.12. Укупна актива ФЕД-а (месечни просек, у млрд USD)



Графикон V.0.13. Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а (у %)



Графикон V.0.14. Кретање референтних каматних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Осврт 4: Енергетски шок – импликације, поређење са 2022. годином и оптимална реакција централних банака

Кретање светских цена енергената, посебно нафте, историјски посматрано, указује на то да је њихов знатан пораст углавном био повезан с периодима заостравања геополитичких тензија и избијања ратних сукоба.¹ Искуство из претходних криза показује да су се светске цене нафте, након иницијалног шока, углавном релативно брзо враћале на нивое пре његовог избијања, осим у случајевима дуготрајнијих ограничења у производњи, када су се стабилизовале на повишеном нивоу у дужем периоду. Са избијањем најновијег сукоба на Блиском истоку поставља се питање да ли ће повишен ниво цена енергената бити краткотрајан или ће се задржати у дужем року, односно колико дуго ће бити присутна ограничења на страни понуде, ког ће бити обима, као и колико ће времена бити потребно за нормализацију производње и транспорта енергије након окончања сукоба. Од тога ће зависити и јачина ефеката на светску економију и инфлацију.

Енергетске кризе представљају један од кључних извора макроекономске нестабилности на глобалном нивоу. Поставља се и питање сличности и разлика у односу на енергетску кризу из 2022. године, с обзиром на најсвежија искуства, а посебно какви се ефекти могу очекивати на европску економију, која је током кризе 2022. године била највише погођена.

Криза из 2022. године била је изазвана почетком оружаних сукоба у Украјини и представљала је изненадан и интензиван шок на страни понуде, посебно у Европи, која се у великој мери ослањала на руски гас, чији је доток нагло прекинут и није било могуће да у кратком року буде надомештен из других извора. Ова ситуација додатно је била отежана проблемима у производњи електричне енергије из хидро и нуклеарних извора, услед ремонта највеће нуклеарне електране у Француској. Ова криза је за последицу имала раст инфлације у Европи и представља класичан пример поремећаја, односно смањења агрегатне понуде, уз снажан инфлаторни притисак на готово све цене. Светске цене енергије 2026. године такође су, под утицајем заострених геополитичких тензија, порасле (нарочито након почетка рата на Блиском истоку), али су и даље ниже него у 2022. години – светске цене нафте и гаса остале су испод максималних нивоа забележених током конфликта у Украјини. Тако је светска цена нафте током 2022. достигла врхунац од 123 долара по барелу, што би, кориговано за инфлацију, било еквивалентно данашњем нивоу од око 140 долара по барелу.

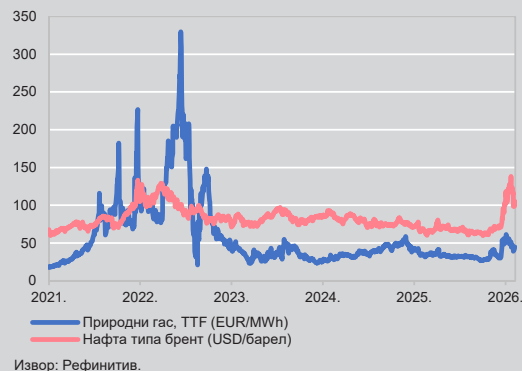
За обе енергетске кризе заједничко је да су изазване геополитичким сукобима, али се структура тржишта и макроекономско окружење у великој мери разликују. Једна од кључних разлика огледа се у томе што, наспрот ситуацији из 2022. године, када је највећи проблем била изненадна смањена понуда, кризу 2026. године у већој мери одликују изражена неизвесност и волатилност на тржиштима, с обзиром на потенцијалне импликације даље ескалације сукоба на Блиском истоку за глобалне транспортне руте – кроз Ормушки мореуз пролази око 25% светске поморске трговине нафтом и око 20% трговине течним природним гасом (LNG).

Ипак, Европа је ову кризу дочекала спремније него претходну. У периоду од 2022. године убрзана је диверсификација извора енергије и енергетска транзиција. То је повећало отпорност енергетског система Европе на спољне шокове, али је зависност од фосилних горива, нарочито у транспортној индустрији, и даље присутна.

Разлика постоји и у глобалном економском стању, односно у којој фази циклуса се економија налази. Свет је током 2022. године био у стању „прегрејаности“, тржишта рада су била затегнута, инфлациона очекивања повећана, а сам инфлаторни циклус започет је у П2 2021. године, пре почетка сукоба. Све то је допринело бржем преливању растућих трошкова енергије на раст инфлације. С друге стране, 2026. године тржишта рада су релативно лабавија, док су инфлациона очекивања нижа. У таквим условима, пренос трошкова на цене требало би да буде слабији, па самим тим и ефекат енергетског шока ограниченији.

Битно је напоменути и почетне позиције монетарних политика. Током претходне кризе каматне стопе су биле близу нуле или чак у негативној зони, док су реалне каматне стопе биле дубоко негативне.

Графикон О.4.1. Кретање цена енергената



¹ Арапско-израелског рата 1973. године, Иранске револуције 1979. године, рата између Ирака и Ирана у периоду 1980–1988, Заливског рата 1990, грађанског рата у Либији 2011. и рата у Украјини 2022. године.

У таквој ситуацији централне банке биле су приморане на агресивно заоштравање монетарних услова. Сада је ситуација значајно другачија, с обзиром на то да су каматне стопе на неутралном или рестриктивном нивоу, што значи да нема потребе за наглим заокретом монетарне политике. Да није ескалирао сукоб на Блиском истоку, већина централних банака разматрала би даље смањење каматних стопа, јер је шок погодио већину економија у условима смањене инфлације и спорог опоравка економске активности.

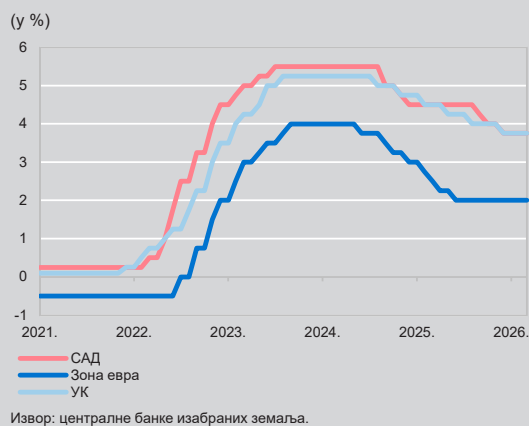
Међутим, нагли раст неизвесности због ескалације сукоба на Блиском истоку крајем фебруара резултирао је појачаном волатилношћу на глобалном енергетском тржишту и израженим растом цена енергената, што је суштински **променило перспективу економских кретања и покренуло преиспитивање путања каматних стопа централних банака**. С једне стране, порасли су краткорочни инфлациони ризици, док је истовремено неповољан ефекат на привредни раст појачан, посебно за европске и азијске економије, због скупљих енергената и пада реалних доходака. У таквим околностима релевантне међународне институције, као и централне банке, наглашавају да актуелни енергетски шок не треба потцењивати.

ММФ³ истиче да би **глобални енергетски шок могао да утиче на економије путем три канала**. Први је **директан ефекат раста цена сировина**, који представља класичан негативан шок на страни понуде. Он повећава трошкове свих енергетски интензивних добара и услуга – укључујући минерална ђубрива, хемикалије, храну, транспорт и грејање – и нарушава ланце снабдевања, што доводи до раста укупне инфлације и смањења куповне моћи. Овај директан шок могао би бити појачан секундарним **ефектима** ако запослени буду настојали да надокнаде очекиване губитке повећањем зарада, а предузећа повећањем цена својих производа и услуга. Ризик од таквих спирала зарада и цена већи је у земљама у којима су инфлациона очекивања слабије усидрена, што би могло да захтева снажније пооштравање монетарне политике, уз веће трошкове по економију. **Трећи канал је реакција финансијских тржишта**, јер би могла уследити класична епизода избегавања ризика услед макроекономске нестабилности. То би се негативно одразило на вредновање имовине, повећало премију ризика, изазвало одлив капитала и јачање долара услед бега у сигурну резервну валуту и смањило би агрегатну тражњу.

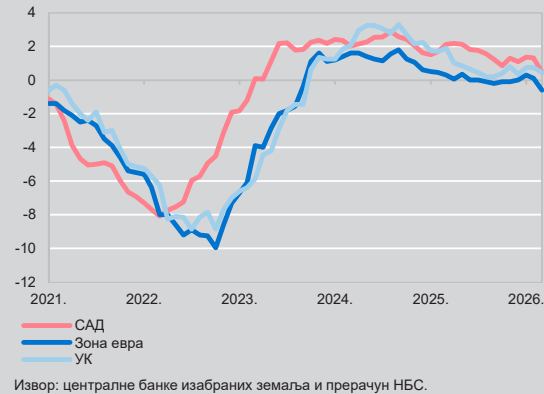
Већина централних банака, укључујући Народну банку Србије, заузела је опрезан став и задржала каматне стопе непромењеним. Реч је о смањеној понуди, а не о расту тражње, који би са становишта централних банака био лакше решив. Постоји и забринутост да би подаци ускоро могли да укажу на ризик од стагфлације, комбинације наглог раста цена и застоја у привредном расту, као у 1970-им, пре свега у Европи. Поред тога, претходна епизода енергетског шока из 2022. године оставила је последице у виду повећане осетљивости инфлационих очекивања на кретање цена енергената, јер је још свежа у свести људи.

За централне банке то значи **преиспитивање постојећих макроекономских пројекција**, које чине основу за одлучивање о монетарној политици, јер је у новонасталим околностима инфлација, услед скупље нафте и транспортних трошкова, вероватно на вишем нивоу, док је привредни раст на нижем нивоу због слабљења екстерне тражње и пада инвестиционог поверења. При томе, појачано је **ослањање на краткорочне индикаторе и алтернативне сценарије пројекције** у одлучивању о монетарној политици и комуникацији с јавношћу, како би се боље сагледао утицај великих осцилација у светској цени сирове нафте, укључујући и цене гаса и ђубрива. Тако је **ЕЦБ** у марту кориговала своје пројекције инфлације и економске активности, претежно у кратком року, и основни сценарио (с максималном ценом нафте од 90 долара по барелу у Т2 2026) допунила с два неповољна алтернативна сценарија. Енергетски шок је знатно утицао на краткорочна инфлациона очекивања у зони евра, док су дугорочна инфлациона очекивања остала релативно стабилна, што одражава поверење у монетарну политику ЕЦБ-а. У складу с најбољом светском праксом, **Народна банка Србије** већ дуже време израђује алтернативне сценарије пројекције, па их је израдила и у оквиру мајске пројекције, претпостављајући различите степене тежине утицаја сукоба на Блиском истоку на инфлацију и БДП Србије.³

Графикон О.4.2. Кретање референтних каматних стопа



Графикон О.4.3. Кретање реалних каматних стопа (у %, референтна каматна стопа коригована за инфлацију мерену ИПЦ-ом)



³ ММФ, *WEO*, април 2026.

Како креатори монетарне политике треба да реагују у таквим условима? Теоријски оквир и пракса већине централних банака подразумевају да се на раст цена енергената не реагује, већ да се **примењује приступ „сачекај и види”**, све док су инфлациона очекивања усидрена. Кључни фокус постаје процена да ли почетни енергетски шок задржава привремени карактер или има секундарне ефекте, односно да ли се преко инфлационих очекивања прелива на друге цене. Управо ризик секундарних ефеката постаје централна одредница у одлукама централних банака о каматним стопама. Истовремено, одлучивање о поштравању монетарне политике је сложено, јер оно повећава ризик од успоравања у условима када раст цена енергената ионако делује рестриктивно на привредни раст. Ипак, **када инфлациона очекивања почну знатније да расту, то је углавном сигнал да централне банке треба да реагују повећањем каматних стопа** како би их вратиле на циљани ниво инфлације.

Креатори економске политике у Србији координирано спроводе мере ради очувања ценовне стабилности и ублажавања негативних ефеката екстерних шокова. **Држава** је одмах предузела мере усмерене на ограничавање раста цена нафтних деривата на домаћем тржишту – забрањен је извоз нафтних деривата и смањене акцизе на гориво, што треба да ограничи и секундарне ефекте преливања на остале цене, а тиме и да спречи знатнији раст инфлаторних притисака. **Народна банка Србије** наставила је да води опрезну монетарну политику, уз очување релативне стабилности девизног курса и **наглашавање у комуникацији с јавношћу да ће, уколико процени да раст светске цене нафте изазива израженије секундарне ефекте на остале цене путем инфлационих очекивања, реаговати свим расположивим инструментима**. За сада такви ефекти нису уочени, будући да су инфлациона очекивања и даље релативно стабилна.

³ Видети Осврт бр. 5, на стр. 63.

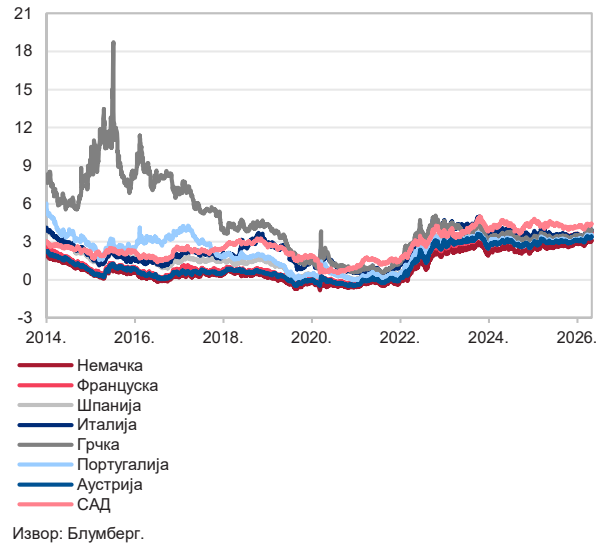
Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља и САД нашли су се крајем Т1 2026. на вишим нивоима у поређењу с крајем 2025. године. Код развијених европских земаља, раст приноса је у поменутом периоду у просеку износио 26 б.п., док је код обвезница САД износио 15 б.п. Међутим, у већем делу тромесечја – у јануару и фебруару, приноси су се претежно смањивали. У случају десетогодишњих обвезница САД, то је било условљено подацима о инфлацији који су били повољнији од очекивања, што је повећало тржишна очекивања о наставку попуштања монетарне политике ФЕД-а. Паду приноса допринела је и повећана тражња за сигурном активом. Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља пратили су ова кретања падом, уз очекивања тржишта о задржавању референтних каматних стопа ЕЦБ-а на непромењеном нивоу услед кретања инфлације испод циља. Међутим, почетак рата између САД и Ирана крајем фебруара преокренуо је ова кретања. Приноси су до краја тромесечја забележили раст, с обзиром на повећану неизвесност и измењене околности за даље одлучивање ФЕД-а и ЕЦБ-а по питању каматних стопа. Тржишни учесници више не очекују смањења каматних стопа ФЕД-а и ЕЦБ-а у кратком року, док су, када је у питању ЕЦБ, склонiji очекивању поштравања монетарне политике у случају интензивирања инфлаторних притисака вођених растом цена енергената. Стога је забележен израженији раст приноса у зони евра, услед оштрије ревизије инфлаторних очекивања и промењене очекиване путање монетарне политике ЕЦБ-а.

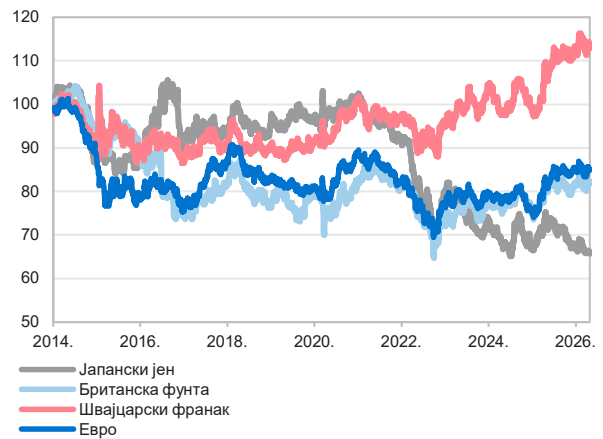
Слично преокрету који је забележен на тржишту државних обвезница, преокрет је забележен и у **кретању водећих светских валута**. У јануару и фебруару евро је јачао према долару, достигавши највише нивое у последње четири године, чему су допринела очекивања о интензивнијем попуштању монетарне политике ФЕД-а од ЕЦБ-а, уз позитивна очекивања у вези са економским изгледима зоне евра. Међутим, преокрет крајем фебруара довео је до знатног слабљења евра, услед забринутости тржишта о значајнијем утицају раста цена енергената на инфлацију и економску активност зоне евра, имајући у виду зависност ових економија од увоза енергената, тако да је на крају Т1 евро ослабио према долару у поређењу с крајем 2025. године.

Под утицајем појачане тражње за сигурном активом услед геополитичких тензија, као и интензивираних куповине од стране централних банака, **светска цена злата** наставила је да се креће узлазном путањом почетком 2026. године, при чему је крајем

Графикон V.0.15. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД (дневни подаци, у %)



Графикон V.0.16. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)



* Раст представља апрецијацију.

јануара премашила ниво од 5.400 долара по финој унци, што је био њен највиши ниво од када постоје упоредиви подаци. Ипак, након ескалације сукоба на Блиском истоку цена злата је смањена, под утицајем јачања америчког долара, раста приноса на државне обвезнице САД, очекивања да неће доћи до скоријег снижавања каматних стопа водећих централних банака, као и повећаних потреба инвеститора за ликвидношћу. Посматрано на нивоу просека тромесечја, цена злата у Т1 2026. износила је око 4.880 долара по финој унци (што је за чак 70,6% више у односу на исти период претходне године), док је у априлу додатно смањена и у просеку је износила око 4.725 долара по финој унци.

Након умереног раста у јануару и фебруару, раст **светске цене нафте** био је знатно израженији у марту, услед избијања директног сукоба између САД и Израела са Ираном. Затварање Ормушког мореуза, кроз који пролази око петина глобалне понуде нафте, и напади на енергетску инфраструктуру у земљама региона и с тим у вези смањена производња одразили су се на снажан раст цене нафте, која је крајем марта премашила 120 долара по барелу, што је њен највиши ниво од јула 2022. и представља раст од 73% у односу на период пре избијања сукоба. У априлу је цена нафте бележила волатилна кретања – у зависности од развоја ситуације на Блиском истоку. Према оценама релевантних институција, цена нафте ће се кретати силазном путањом у наредном периоду, уз претпоставку о деескалацији геополитичких тензија и постепеној нормализацији глобалне понуде нафте. *Consensus Economics* очекује да се цена нафте спусти на око 82 долара по барелу до краја 2026, а затим на око 74 долара по барелу до краја 2027. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, светска цена нафте ће крајем 2026. износити око 80 долара по барелу, а затим ће се до краја 2027. спустити на око 74 долара по барелу.

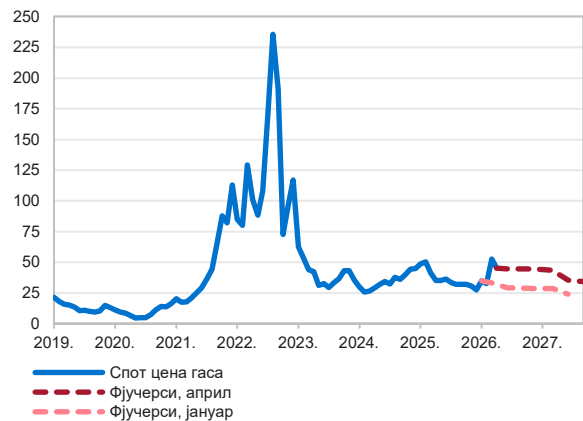
Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF сезонски уобичајено је повећана почетком године, услед раста тражње због хладнијег времена. Поред тога, повећана неизвесност и поремећаји у снабдевању енергентима одразили су се на снажан раст цене гаса у марту, када је цена у просеку износила око 53 евра по мегават-сату, што је за 33,2% више него у истом периоду претходне године, али и даље знатно ниже од рекордних нивоа забележених током 2022. У априлу је цена природног гаса умерено смањена, на око 45 евра по мегават-сату, а према тржишним фјучерсима очекује се њено кретање око тог нивоа до краја године, при чему су фјучерси и даље за око 52% изнад нивоа из јануара. *Consensus Economics* очекује благи раст

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



Извор: Блумберг.

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



Извор: Рефинитив.

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



Извор: Рефинитив.

цене природног гаса, тако да крајем 2026. износи око 49 евра по мегават-сату, а затим да се крајем 2027. спусти на око 36 евра по мегават-сату.

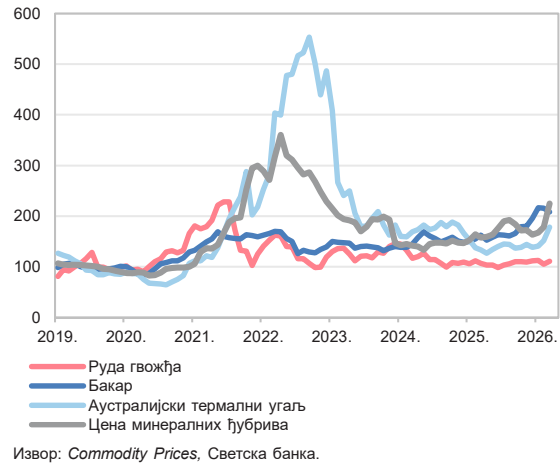
Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) бележила је волатилна кретања током Т1 и у просеку је износила око 106 евра по мегават-сату, што је за 12,5% ниже него у истом периоду претходне године. На раст цене електричне енергије у Т1 утицали су повећана тражња због хладнијег времена почетком године и више цене алтернативних извора енергије, док су у супротном смеру деловали повољнији временски услови, као и раст производње из обновљивих извора. Сличну динамику имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, али је била на вишем нивоу, тако да је у Т1 у просеку износила око 128 евра по мегават-сату. У априлу су цене електричне енергије на немачкој и мађарској берзи смањене на око 82 евра по мегават-сату и 98 евра по мегават-сату, респективно. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије на немачкој берзи кретаће се на сличном нивоу у наредном периоду, уз одређене сезонске осцилације.

Светска цена термалног угља кретала се узлазном путањом у Т1, доминантно под утицајем повећане тражње азијских земаља због смањене доступности других енергената након затварања Ормушког мореуза. У марту је цена аустралијског термалног угља у просеку износила око 140 долара по тони, што је за 33,3% више него у истом периоду претходне године и њен највиши ниво од новембра 2024. године. *Consensus Economics* очекује пад цене угља у наредном периоду, тако да крајем 2026. она износи око 135 долара по тони, а затим да се до краја 2027. спусти на око 124 долара по тони.

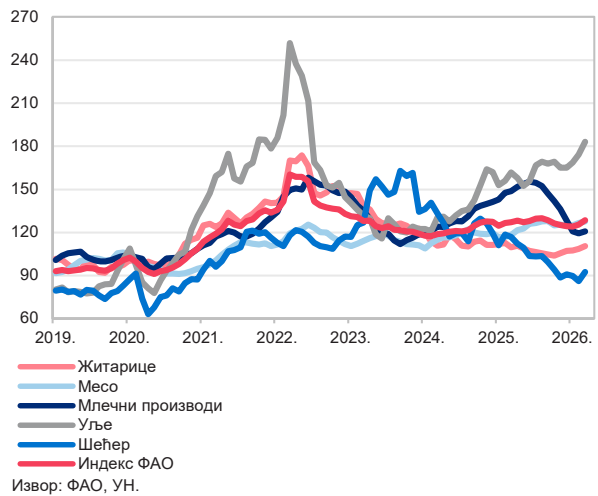
Под утицајем виших цена гаса, **цене минералних ђубрива** су снажно повећане у Т1 2026. У највећој мери је повећана цена урее, која је у марту у просеку износила око 725 долара по тони, што је за преко 50% више у односу на почетак сукоба на Блиском истоку, док је мг. посматрано виша за 83,9%. Високе цене минералних ђубрива могу се у наредном периоду одразити на раст цена примарних пољопривредних производа, посебно имајући у виду да је њихов раст забележен уочи сетвене сезоне на северној хемисфери.

Након што су цене **већине метала и минерала** повећане почетком године, након ескалације сукоба на Блиском истоку забележена су дивергентна кретања. Док је цена алуминијума повећана у марту на око 3.370 долара по тони, услед поремећаја у снабдевању (месечни раст од 10,0%), цена бакра је смањена на око 12.530 долара по тони (месечни пад од 3,3%)

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



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



због забринутости тржишних учесника око изгледа глобалног привредног раста. *Consensus Economics* очекује благи пад цена метала у наредном периоду, али ће индекс светских цена основних метала,¹³ и поред тога, на крају 2026. бити виши за 8,0% него на крају 2025. године, док ће крајем 2027. бити за 2,2% нижи него крајем 2026. године.

Након што су биле релативно стабилне у јануару и фебруару, **светске цене хране, мерене индексом ФАО**, умерено су повећане у марту, тако да су биле за 3,2% више него у децембру 2025, док су м.г. посматрано биле више за 1,0%. У највећој мери повећане су цене биљних уља, а затим цене житарица, меса и шећера. Насупрот томе, цене млечних производа су у марту биле за 5,7% ниже него у децембру. Након пада почетком године, **светска цена кафе** умерено је повећана у марту, али је у априлу поново смањена и била је за 20,6% нижа него у истом периоду претходне године. **Светска цена какаоа** кретала се силазном путањом до краја Т1, након чега је у априлу повећана на око 3.410 долара по тони, али је и поред тога била за 59,1% нижа него у истом периоду претходне године.

Светске цене примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје) повећане су током Т1, доминантно под утицајем раста геополитичке неизвесности, као и виших цена енергената и минералних ђубрива, док су у априлу биле готово непромењене. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа кретаће се узлазном путањом у наредном периоду, тако да би крајем 2026. требало да буду више за 10,5% него на крају 2025, а затим током 2027. да буду повећане за 1,6%.

Интерне претпоставке

Претпоставку о овогодишњој **домаћој пољопривредној сезони** нисмо мењали у односу на претходну пројекцију – претпоставили смо да ће она бити боља од претходне две, које су биле исподпросечне. За кретање инфлације биће важна 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 током периода цветања воћа, а током лета екстремно високе температуре и сушни периоди. Временске прилике за сада иду у прилог нашој претпоставци о бољој пољопривредној сезони – дефицит влаге је

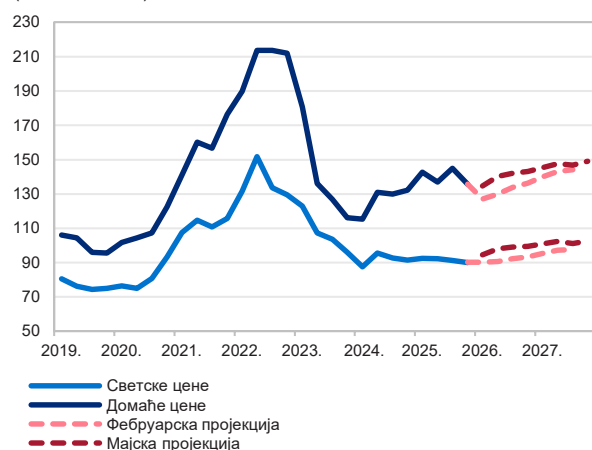
¹³ Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на бази њиховог учешћа у светској трговини металима: руда гвожђа (49,3%), бакар (21,7%), алуминијум (14,8%), сребро (6,4%), цинк (3,4%), никл (2,9%) и олово (1,5%).

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



Извор: Рефинитив.

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



Извор: Продуктна берза у Новом Саду, *CBOT*, *Euronext* и прерачун НБС.
* Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

мањи него претходне две године. Ипак, опрезности ради, претпоставили смо да ће ова година бити на нивоу вишегодишњег просека, који узима у обзир и претходне две исподпросечне сезоне.

Након 7,0% у 2025. години, претпостављамо да ће **раст регулисаних цена** у текућој години успорити на 5,7%, што је благо ниже од претпоставке из претходне пројекције (5,9%), због нешто мањег раста регулисаних цена почетком ове године од очекиваног. Као и у претходној пројекцији, претпостављамо да ће динамика раста регулисаних цена у овој години пре свега бити опредељена растом цена комуналних услуга, струје и цигарета. У наредне две године очекујемо даље успоравање раста регулисаних цена на око 5,0%.

Када је реч о факторима који утичу на **домаћу потрошњу**, очекујемо да ће **зараде** и даље представљати кључни извор потрошачке тражње. Притом, раст зарада је у великој мери подржан повећањем минималне цене рада у октобру прошле године (9,4%) и у јануару ове године (10%). Ипак, очекујемо да ће током хоризонта пројекције притисци с тржишта рада слабити и да ће се реални раст зарада успорити и приближити се расту продуктивности. Конкретно, претпостављамо да ће просечан реални раст зарада у приватном сектору, након 7% прошле, у овој години успорити на око 5,5%, а затим у наредној години на 4,5%.

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 према сектору становништва**, као резултат повољнијих услова задуживања и ублажених кредитних стандарда.

Као и у претходној пројекцији, претпоставили смо да ће НИС наставити да послује и снабдева тржиште нафтним дериватима без значајнијих поремећаја у процесу производње. Основу за такву претпоставку представља чињеница да су у току преговори с мађарском енергетском компанијом МОЛ о преузимању руског удела у НИС-у. Америчка Канцеларија за контролу стране имовине (OFAC) продужила је рок да се тај посао заврши до 22. маја ове године, док је оперативна лиценца за рад продужена до средине јуна.

Са изазовима би се у наредном периоду могла суочити **производња основних метала због**

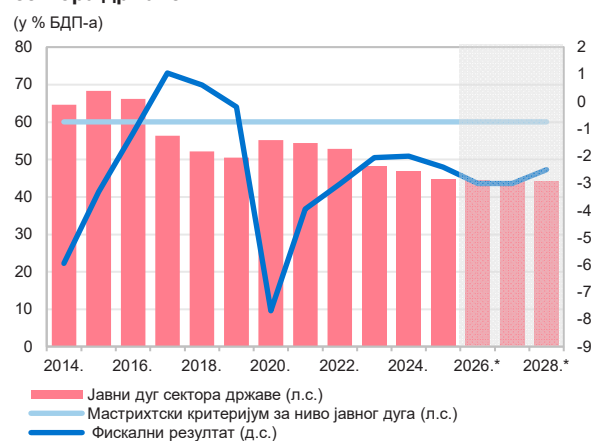
договора постигнутог у ЕУ о поштравању услова за увоз челика из земаља ван ЕУ. Нове мере би требало да ступе на снагу 1. јула текуће године, када истиче важећи заштитни механизам за челик, који је већ ограничавао увоз кроз систем квота и царина на увоз који премашује дефинисане квоте. Према новом регулаторном оквиру, годишња квота за бесцарински увоз челика у ЕУ биће смањена за 47% у односу на досадашњи ниво, док ће увоз који није обухваћен овом квотом бити оптерећен царином од 50%, што је двоструко више него у постојећем режиму. ЕУ ће истовремено појачати и контролне механизме за праћење порекла челика дуж читавог ланца производње. Циљ ових мера је заштита европске индустрије од последица глобалног вишка капацитета у сектору челика.

Од почетка текуће године на снагу је ступио механизам за прекогранично прилагођавање цене угљеника (СВАМ), чија би примена 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 2025. години износило је 11,3%, при чему највеће учешће у извозу имају гвожђе и челик (око 5%), а затим електрична енергија и алуминијум (по око 3%), тако да би у тим секторима у одређеној мери могла да се смањи ценовна конкурентност од следеће године, с тим да се производња струје већ прилагођава увођењу овог пореза, због чега од почетка године није забележен извоз струје у ЕУ. 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 Т1 2026. године остварен је фискални дефицит државе од 112,9 млрд динара (око 4,5% пројектованог БДП-а), што је за око 84 млрд динара више него у истом периоду претходне године. Повећање дефицита у највећој мери је последица раста капиталних расхода. Примарни дефицит државе износио је 66,1 млрд динара.

Јавни приходи у Т1 2026, реално посматрано, повећани су за 10,6% мг., вођени растом пореза на доходак грађана, услед настављеног реалног раста зарада, чему је допринело повећање зарада у јавном

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



Извор: Министарство финансија.

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

сектору и минималне зараде. Нешто мањи допринос имали су приходи од ПДВ-а и пореза на добит. **Јавни расходи** забележили су знатан раст од 18,8%, реално посматрано, услед раста капиталних издатака (за око 63 млрд динара), намењених набавци опреме у сектору безбедности и реализацији инвестиција у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. На раст јавних расхода одразила су се и повећања зарада у јавном сектору и пензија, као и проширења обухвата расхода за плате у сектору државе.¹⁴ Такође, расту јавних расхода су у нешто мањој мери, с подједнаким ефектом, допринели и издаци за куповину робе и услуга, као и субвенције. Током Т2 на смањење јавних прихода одразиће се смањење акциза на нафтне деривате, али то не мора да за последицу има раст дефицита, који је у овој години пројектован на око 3% БДП-а, с обзиром на то да су приходи, према нашој оцени, пројектовани релативно конзервативно, као и да су могуће уштеде на одређеним категоријама расхода, пре свега за куповину робе и услуга, с тим да ће ефекат зависити од јачине и дужине енергетске кризе. Према ревидираној фискалној стратегији и буџету за 2026. годину, фискална политика ће бити умерено експанзивна, уз планирани дефицит од око 3% БДП-а у 2026. и 2027. години, 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 42,0% у марту 2026, што представља смањење од 2,7 п.п. у односу на крај 2025. Томе је поред пројектованог номиналног раста БДП-а допринело и смањење стања дуга по основу већег доспећа државних ХоВ у односу на нове емисије на домаћем тржишту. Крајем априла емитоване су еврообвезнице различите рочности на међународном финансијском тржишту у укупном износу од 3 млрд евра, чиме је држава обезбедила средства за финансирање не само у овој години већ и за превремену отплату дела дуга по основу еврообвезница које доспевају 2027. године.

Под условом да не дође до значајнијег продубљивања енергетске кризе, не очекујемо ни да ће фискални дефицит у овој години бити већи од планираног, као ни да ће учешће јавног дуга у БДП-у бити у већој мери повећано.

¹⁴ Од 1. јануара 2026. у буџет сектора државе укључени су приходи и расходи установа високог и вишег образовања, због чега је граница расхода за плате у буџету сектора државе подигнут на 10,6% БДП-а.

Пројекција БДП-а

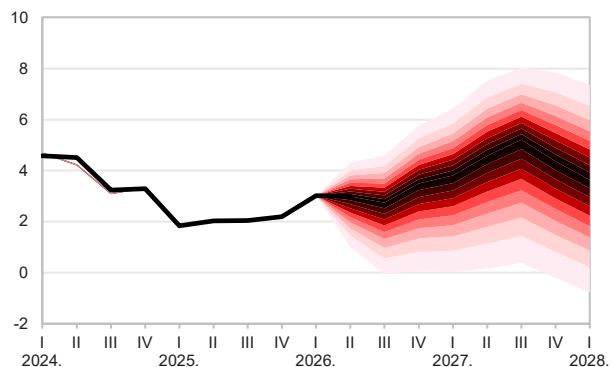
Због додатног заоштравања геополитичких тензија услед почетка рата на Блиском истоку, наша пројекција раста БДП-а за ову годину ревидирана је са 3,5% на 3,0%. Истовремено, због утицаја продужене глобалне неизвесности на инвестиционо поверење још од прошле године, раст економске активности у 2027. години ревидирали смо са 5,0% на 4,5%, док у средњем року очекујемо да ће наша привреда расти стабилним темпом, приближно свом потенцијалном нивоу од око 3,5% годишње.

Домаћа тражња ће остати кључни покретач раста економске активности у наредном периоду. У оквиру ње, најзначајнији позитиван допринос очекује се од потрошње домаћинства, уз позитиван допринос и државне потрошње. Већи допринос расту БДП-а него у претходној години требало би да обезбеде и бруто инвестиције у основне фондове подржане реализацијом 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 повећане тражње привреде за увозним средствима, као и због и даље слабе екстерне тражње, што ће резултирати негативним доприносом **нето извоза** 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 мајској пројекцији требало би да буде најзначајнији носилац раста економске активности. Очекује се да њен допринос износи по 2,6 п.п. у 2026. и 2027. години и 2,2 п.п. у 2028. години. У односу на претходну пројекцију, овај допринос је благо коригован наниже. Раст личне потрошње ће и даље бити подржан повећањем расположивог дохотка, пре свега захваљујући расту основних извора потрошње – зарада, пензија, дознака и кредита намењених потрошњи, али у нешто мањој мери у односу на претходне пројекције због раста глобалних инфлаторних притисака у условима знатног раста цена енергената.

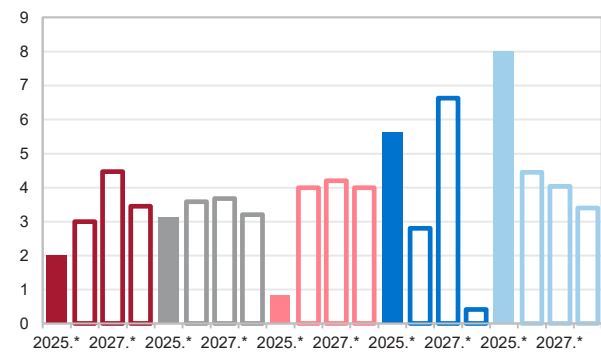
Државна потрошња ће наставити да позитивно доприноси расту БДП-а и, према мајској пројекцији, тај допринос ће износити око 0,4 п.п. у текућој и наредне две године. У односу на претходну пројекцију, то представља незнатну корекцију, и то за 0,1 п.п. наниже у 2026. години, односно за 0,1 п.п. навише у 2027. години. Пројекција раста државне

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 %)

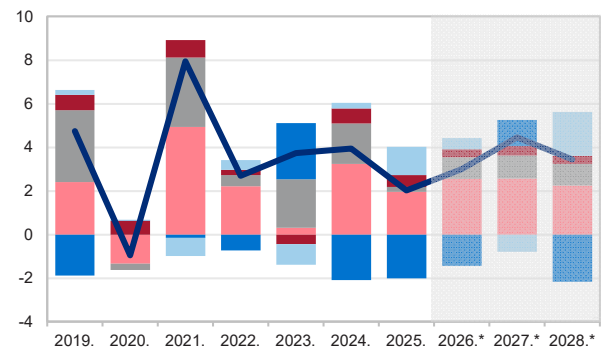


■ Увоз
■ Извоз
■ Бруто инвестиције у основне фондове
■ Финална потрошња
■ БДП (у %)

Извор: РЗС и НБС.

* Процена и пројекције НБС.

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



■ Промене у залихама
■ Нето извоз
■ Потрошња државе
■ Бруто инвестиције у основне фондове
■ Потрошња домаћинства
■ БДП (у %)

Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

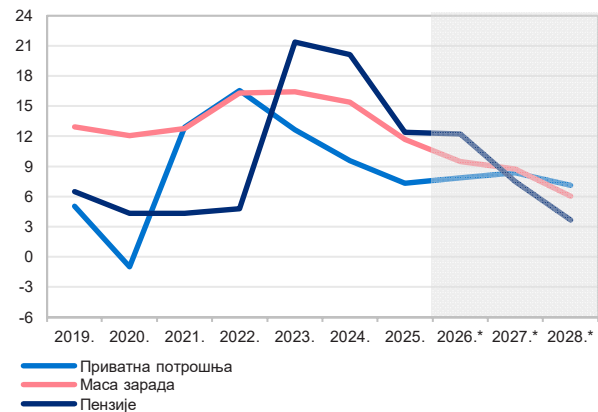
потрошње уважава планиране издатке за плате, као и повећане расходе за робу и услуге, пре свега по основу реализације програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, с тим да претпостављамо да ће због смањења акциза на деривате нафте у овој години вероватно бити нешто мањи расходи за куповину робе и услуга него што смо очекивали у претходној пројекцији.

Мајска пројекција претпоставља постепени опоравак инвестиционе активности у текућој и наредној години. Након успоравања забележеног у претходној години, услед деловања спољних и унутрашњих фактора, очекује се да **приватне инвестиције** остваре раст од око 4,2% у 2026. години (допринос расту БДП-а од 0,7 п.п.) и у благо већој мери у 2027. години (допринос од 0,8 п.п.), чему ће допринети и наставак реализације планираних инфраструктурних пројеката. И у 2028. години очекујемо сличан раст приватних инвестиција. Ипак, пројектовани темпо раста инвестиција нижи је у односу на претходну пројекцију, у којој смо очекивали позитиван допринос од 1,0 п.п. у 2026. и 1,3 п.п. у 2027, што пре свега одражава опрезнија очекивања у погледу екстерног окружења у условима изражене неизвесности и геополитичких тензија. Даљем расту приватних инвестиција и у овим условима допринеће очувана релативно висока профитабилност домаће привреде из претходних година, очекивани наставак прилива СДИ, као и даље релативно повољни услови финансирања, захваљујући досадашњем ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, уз очекивани наставак раста кредитне активности.

Наша нова пројекција БДП-а претпоставља сличан позитиван допринос **државних инвестиција** расту економске активности (0,3 п.п. у текућој и наредне две године). Пројекција узима у обзир планиране

Графикон V.0.28. Стопа раста приватне потрошње и њених извора

(номиналне мг. стопе, у %)

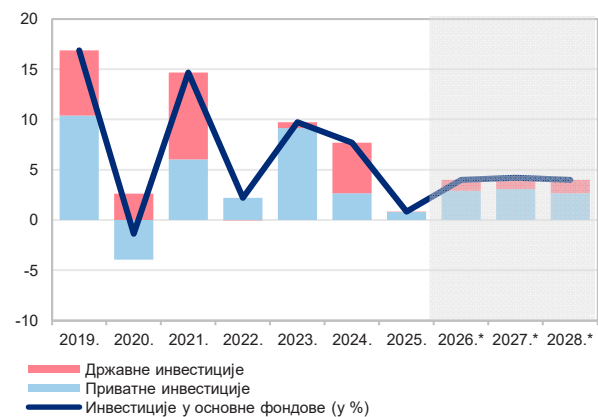


Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Графикон V.0.29. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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.

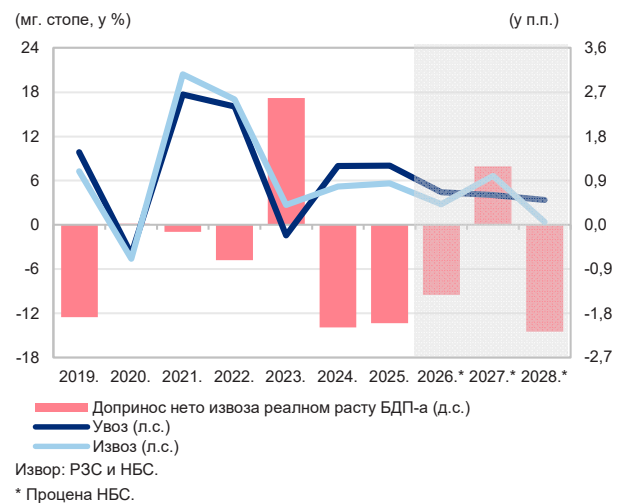
капиталне издатке државе у наредном периоду који су дефинисани *Ревидираном Фискалном стратегијом за 2026. са пројекцијама за 2027. и 2028. годину*, као и очекивану реализацију инфраструктурних пројеката везаних за програм „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

Мајска пројекција претпоставља раст **залиха** током 2026. године, услед и даље ниске екстерне тражње и потребе да се обезбеди енергетска сигурност до окончања процеса преузимања већинског власништва у НИС-у. Током 2027. године очекује се смањење залиха, у складу с постепеним опоравком екстерне тражње и смањењем неизвесности, док за 2028. пројектујемо њихов опоравак.

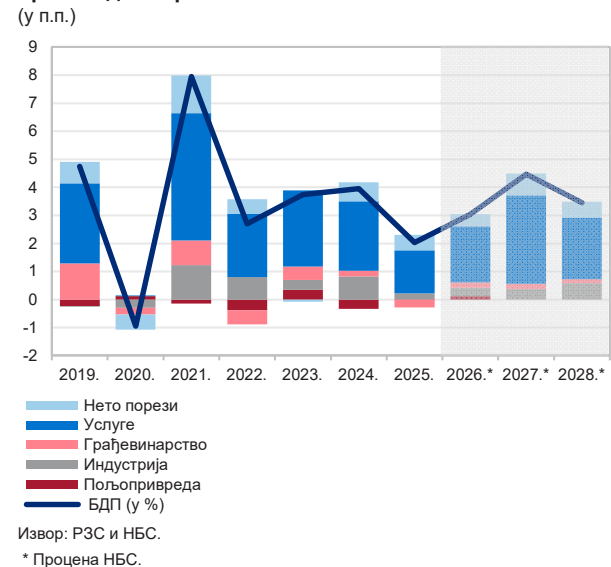
Нова пројекција претпоставља наставак раста **извоза робе и услуга** у 2026. години, али умеренијом динамиком у односу на пројекцију из фебруара, с обзиром на појачану неизвесност на глобалном нивоу, укључујући геополитичке тензије и сукобе на Блиском истоку, који могу утицати на привредни раст наших најважнијих трговинских партнера, цене енергената и токове међународне трговине. Ипак, захваљујући отпорности домаћег извозног сектора, пре свега услед његове географске и производне диверсификације, очекује се да ће извоз наставити да расте и да ће у таквим условима бити вођен извозом прерађивачке индустрије, где се значајан допринос и надаље очекује од серијске производње у аутомобилској индустрији и повезаним гранама. Додатну подршку расту извоза пружају ефекти инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходног периода, као и очекивани ефекти одржавања изложбе „Експо”, што је укључено у пројекцију убрзања раста извоза робе и услуга на око 6,6% у 2027. години. Полазећи од потреба планираних инвестиционих активности и раста личне потрошње, за 2026. годину пројектује се бржи реални раст **увоза робе и услуга** у односу на извоз. Ипак, у односу на пројекцију из фебруара, и раст увоза ревидиран је наниже, због чега у 2026. години очекујемо мањи негативан допринос нето извоза (-1,4 п.п.) него у претходној пројекцији. За 2027. годину смо пројектовали позитиван допринос нето извоза (1,2 п.п.), чему би, између осталог, требало да допринесе и очекивани значајан број страних посетилаца изложбе „Експо”.

Посматрано с производне стране, мајска пројекција полази од тога да ће раст БДП-а у 2026. у наредне две године и даље бити вођен **услужним секторима**, али уз нешто мањи позитиван допринос у односу на фебруарску пројекцију (за око 0,3 п.п.). Ова корекција одражава потенцијални утицај текућих глобалних дешавања на реални расположиви доходак и склоност

Графикон V.0.30. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.31. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна



потрошњи. Допринос услужних делатности у 2027. биће подржан и ефектима одржавања изложбе „Експо”. У складу с тим, он би требало да порасте са 2,0 п.п. у 2026. години на око 3,2 п.п. у 2027. години, док за 2028. годину очекујемо допринос од 2,2 п.п. Истовремено, услед раста потрошње и ширења услужног сектора, очекује се и већа наплата пореских прихода, те пројекција предвиђа позитиван допринос **нето пореза** расту БДП-а од око 0,6 п.п. у просеку годишње.

Такође, пројектован је раст активности производних сектора, али по нижој динамици него у фебруарској пројекцији. Према мајској пројекцији, њихов збирни допринос расту БДП-а износи 0,6 п.п. у 2026. и 2027, односно 0,7 п.п. у 2028. години. Ова ревизија одражава првенствено појачану глобалну неизвесност и неповољније изгледе за екстерну тражњу. Истовремено, пројекција узима у обзир и прелиминарни споразум о преузимању већинског власништва у НИС-у од стране мађарске компаније МОЛ, што би требало да допринесе стабилизацији производње и смањењу неизвесности у погледу снабдевања енергентима. Такође се претпоставља да ће најављене царине на извоз челика у ЕУ бити примењиване, али не у пуној мери. Највећи позитиван допринос у оквиру производних сектора и даље се очекује од **прерађивачке индустрије** (0,2 п.п. у 2026, 0,3 п.п. у 2027. и 0,4 п.п. у 2028. години), као резултат инвестиција из претходног периода, пре свега у аутомобилској индустрији. Позитиван допринос очекује се и од **рударства** (у просеку око 0,1 п.п. у периоду 2026–2028), захваљујући већој експлоатацији угља и металних руда, пре свега бакра. Благо повећање активности очекује се и у сектору енергетике, као резултат планираних структурних реформи у складу са аранжманом с ММФ-ом, почетка рада новог блока у термоелектрани „Костолац”, као и проширења капацитета из обновљивих извора енергије.

Након пада **грађевинарства** од преко 5% у 2025. години, очекује се позитиван допринос овог сектора (по 0,2 п.п. у текућој и наредној години, односно 0,1 п.п. у 2028) захваљујући планираној реализацији инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске, комуналне и информационе инфраструктуре, као и реализацији програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, али и наставку стамбене изградње.

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

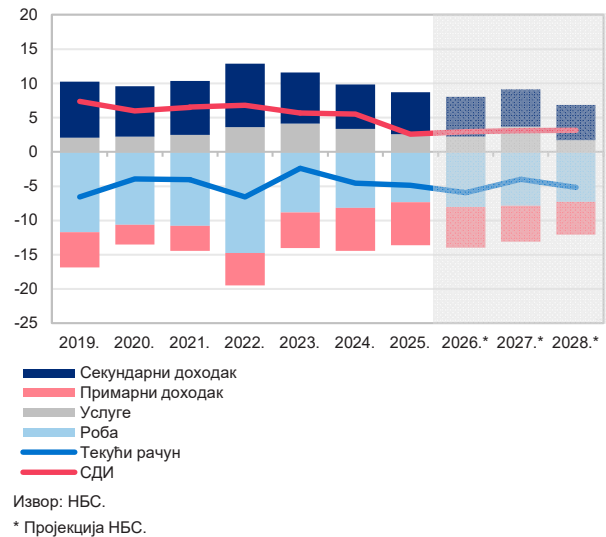
Узимајући у обзир раст светских цена енергената, повећану неизвесност у међународном окружењу, као и слабију екстерну тражњу, који утичу на динамику спољнотрговинских токова, нова пројекција предвиђа нешто веће **учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у** у текућој години у односу на фебруарску пројекцију, на нивоу од око 6% БДП-а. Повећање дефицита пре свега је последица бржег раста увоза робе и услуга, услед већег увоза енергената вредносно посматрано због повећаних цена сирове нафте и гаса на светском тржишту. У односу на претходну пројекцију, очекујемо и нешто нижи раст извоза, делом због мањег извоза струје услед примене механизма *СВАМ*, а делом и због ниже екстерне тражње. За 2027. годину пројекција остаје непромењена на нивоу од око 4,0% БДП-а, уз очекивано смањење дефицита под утицајем већег извоза услуга повезаног са одржавањем изложбе „Експо”, док се у 2028. очекује кретање око равнотежног нивоа од око 5,0% БДП-а. Пројекција уједно подразумева наставак раста извоза робе и услуга, подржан инвестицијама у извозне секторе, активирањем нових капацитета у аутомобилској индустрији и постепеним опоравком екстерне тражње.

Када је реч о осталим компонентама текућег рачуна платног биланса, претпоставка пројекције је и да ће суфицит секундарног дохотка износити нешто испод 6% БДП-а и да ће у потпуности неутралисати дефицит дохода од фактора производње (пре свега доходака по основу СДИ и рада). 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 нето прилив СДИ кретати око 3% БДП-а.

Пројекција инфлације

Према нашој новој централној пројекцији, очекујемо да ће **инфлација наставити да се креће у границама циља у Т2 и Т3, док ће крајем ове и почетком наредне године привремено бити благо изнад његове горње границе**, делом по основу ниске базе, а делом по основу ефеката раста светских цена енергената и примарних производа. **Након тога, инфлација ће постепено успоравати**

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



Табела V.0.5. Најважније претпоставке пројекције

	2026.		2027.		2028.
	Феб.	Мај	Феб.	Мај	Мај
Екстерне претпоставке					
Извештаја о инфлацији					
Раст БДП-а у зони евра	1,2%	0,9%	1,4%	1,3%	1,5%
Инфлација у зони евра (просек)	1,8%	2,8%	1,9%	2,1%	1,9%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	2,1%	2,8%	2,3%	2,7%	2,8%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	3,5%	10,5%	4,6%	1,6%	-3,0%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	64	80	64	74	72
Интерне претпоставке					
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,9%	5,7%	5,0%	5,1%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

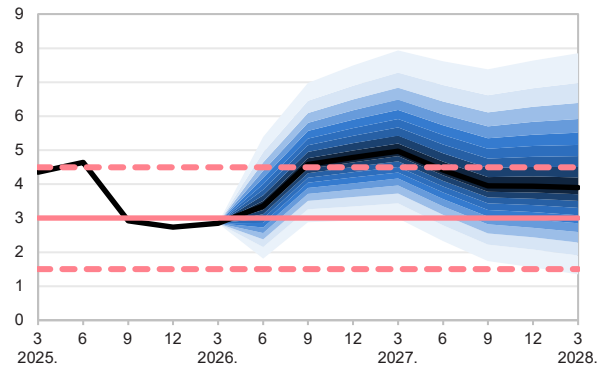
и средином године се вратити у границе циља, где ће се задржати до краја периода пројекције. У складу са описаном путањом, просечна инфлација у 2026. износиће 3,6%, а у 2027. години 4,4%.

Пројектовану путању инфлације у основном сценарију обликоваће пре свега неколико фактора. Знатан раст светске цене нафте услед ескалације сукоба на Блиском истоку, у комбинацији с ниском базом из септембра прошле године услед примене уредбе којом су марже у трговини на велико и мало биле ограничене на 20%, утицаће на то да се инфлација крајем текуће и почетком наредне године привремено нађе изнад циљаног распона. С друге стране, и даље рестриктиван карактер монетарне политике, очекивано постепено слабљење трошковних притисака из међународног окружења, као и претпостављена повољнија пољопривредна сезона у односу на претходну годину, ограничаваће знатнији раст инфлације. Раст реалних зарада, а тиме и расположивог дохотка за потрошњу, деловаће у правцу раста тражње, али у мањој мери него у претходном периоду, с обзиром на то да очекујемо да ће раст зарада успорити и да ће у великој мери бити праћен растом продуктивности. Додатно јачање тражње очекује се у 2027. години услед одржавања међународне изложбе „Експо”, али то не би требало да генерише притиске који би инфлацију удаљили од граница циља.

Уредба којом су на шест месеци биле ограничене трговинске марже од септембра прошле године допринела је успоравању инфлације, највише код цена хране, и тиме стварају ниске базе при обрачуну инфлације након годину дана. Као што смо претпостављали у претходној пројекцији, уредба није била продужена након истека важења крајем фебруара, с тим да ће недавно донет сет закона унапредити регулацију тржишта и спречити појаву непоштених трговинских пракси. На овај начин биће практично онемогућено враћање трговинских маржи на ниво пре доношења уредбе с обзиром на то да ће наведеним законима бити регулисане и области које су у претходним годинама утицале на структуру потрошачких цена одређених производа (првенствено у делу који се тиче односа добављача и трговаца).

У нашој новој пројекцији, **знатан раст цене нафте на светском тржишту** представља фактор који је у највећој мери определио разлике у путањи пројектоване инфлације у односу на претходну пројекцију. Ескалација сукоба на Блиском истоку крајем фебруара довела је до ометања снабдевања сировом нафтом на глобалном нивоу, што је узроковало нето губитак нафте од око 13 млн

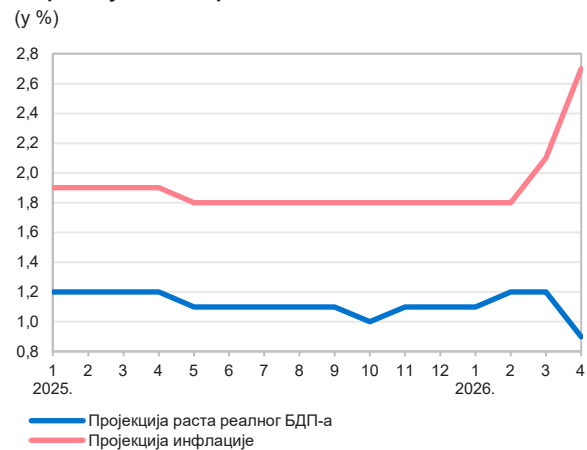
Графикон V.0.33. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

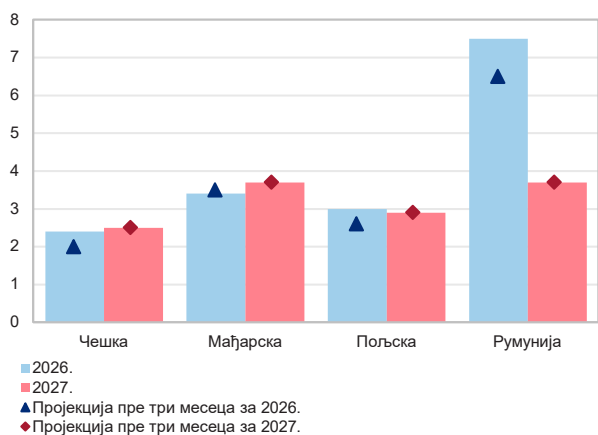
Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикана и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90%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

Графикон V.0.34. Развој пројекција БДП-а и просечне инфлације зоне евра за 2026.



Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.35. Пројекција просечне инфлације (у %)



Извор: Consensus Economics.

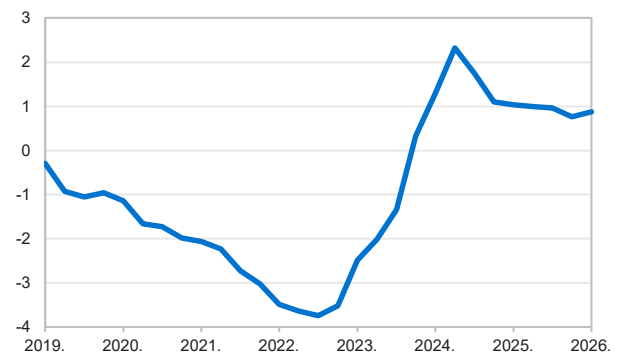
барела дневно или око 13% глобалне потрошње, и то уз ослобађање стратешких резерви и пренос нафте цевоводима. Ситуација је недавно додатно погоршана блокадом иранских лука од стране САД. Знатан раст светске цене нафте утиче не само на раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту и индиректно на раст цена других производа и услуга већ и на динамичнији **раст цена увезених производа и услуга**. Актуелна глобална дешавања и раст светских цена енергената неповољно утичу и на цене минералних ђубрива, као и контејнерског транспорта и ланце снабдевања. Због повећаних трошкова инпута очекујемо веће трошковне притиске по основу светских цена примарних пољопривредних производа. Међутим, иако ће трошковни притисци наставити да се одражавају на инфлацију у кратком року, током хоризонта пројекције очекујемо да ће се они полако смиривати. То ће постепено ограничити инфлационе притиске из међународног окружења и омогућити враћање домаће инфлације ка циљу.

Према нашој оцени, **карактер монетарне политике и даље је рестриктиван**, иако се степен рестриктивности смањило од Т2 2024. године, као резултат смањења референтне каматне стопе у периоду јун–септембар 2024. за укупно 75 б.п. Притом, **једнедељни BELIBOR, реално посматрано (рачунато на бази инфлационих очекивања финансијског сектора за годину дана унапред), у Т1 2026. износио је 0,9%**, што је готово непромењено у односу на претходно тромесечје.

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. Инфлациона очекивања финансијског сектора за једну, две и три године унапред наставила су да се крећу око централне вредности циља од 3%, док се инфлациона очекивања привреде за једну и две године унапред крећу око нивоа од 4%, што говори у прилог очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије и у условима повишене глобалне неизвесности.

Очекујемо да 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**, на шта се одражава и негативни производни јаз зоне евра. Очекујемо да ће се негативни производни јаз током ове године постепено смањивати и у Т2 наредне године прећи у позитивну зону, након чега ће се кретати благо изнад нуле до краја периода пројекције. Позитиван допринос оцени производног

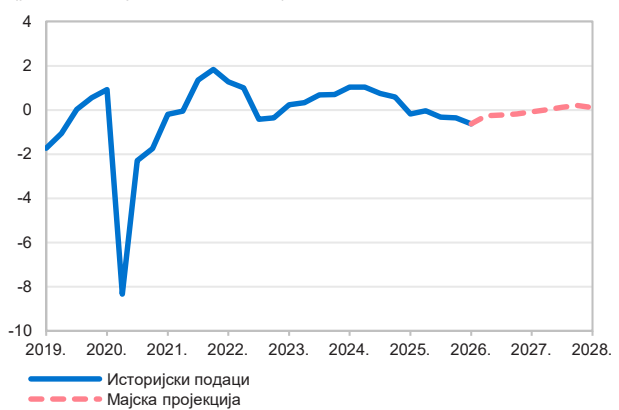
Графикон V.0.36. **Реална каматна стопа** (у %)



Извор: НБС.

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

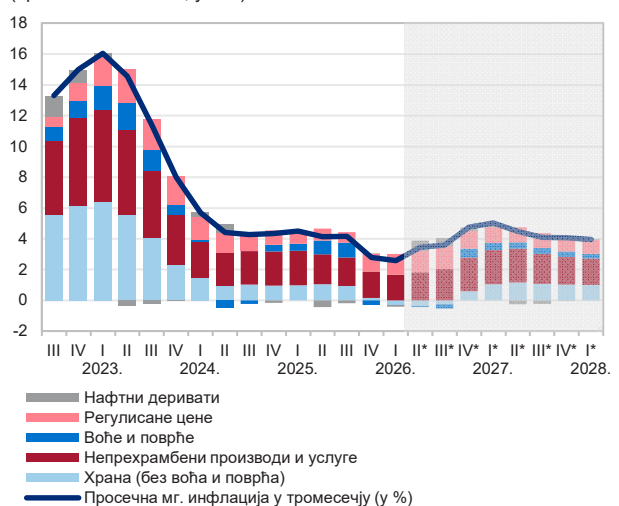
Графикон V.0.37. **Пројектовано кретање производног јаза*** (у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази БДП-а.

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



Извор: НБС.

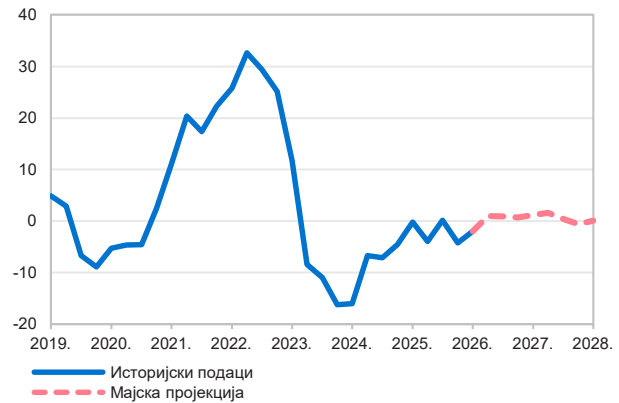
* Пројекција НБС.

јаз долази од раста реалних зарада током целог периода пројекције, а у извесној мери и од фискалног импулса, док у супротном смеру делује ниска екстерна тражња и рестриктивни монетарни услови. 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.** Такође, повољни услови кредитирања требало би да резултирају даљим растом кредитне активности. Када је реч о **екстерној тражњи**, очекивања су погоршана у односу на ситуацију пре три месеца, јер сукоб на Блиском истоку и резултирајућа неизвесност коче раст светске привреде. Зато очекујемо да ће екстерна тражња у кратком року бити слаба, под притиском енергетског шока и глобалне нестабилности, а да ће значајнији опоравак уследити у средњем року.

Посматрано по појединачним компонентама, очекујемо да ће допринос **цена хране (без воћа и поврћа)** м.г. инфлацији бити под утицајем раста светских цена примарних пољопривредних производа, индиректних ефеката раста цена нафтних деривата и ефекта ниске базе током примене уредбе. Тренутно је допринос цена хране м.г. инфлацији негативан, али ће се због деловања поменутих фактора постепено повећати и прећи у позитивну зону у последњем тромесечју ове године. Након достизања максимума од 1,2 п.п. у Т2 наредне године, очекујемо стабилизацију доприноса ове компоненте на око 1 п.п. до краја периода пројекције. На основу фјучерса за примарне пољопривредне производе очекујемо да се трошкови сировина у производњи хране (без воћа и поврћа) налазе изнад свог неутралног нивоа, па по том основу очекујемо инфлаторно дејство на цене хране у наредном периоду. Такође, раст цена хране биће под утицајем индиректних ефеката раста цена нафтних деривата, а у извесној мери и повећања трошкова рада. С друге стране, као и у претходној пројекцији, претпостављамо да се марже неће вратити на ниво пре доношења уредбе, након што је у марту престала да важи. Томе би требало да допринесе сет недавно донетих закона којима се унапређује регулација тржишта и спречава појава непоштених трговачких пракси, с циљем очувања стабилности цена и заштите потрошача.

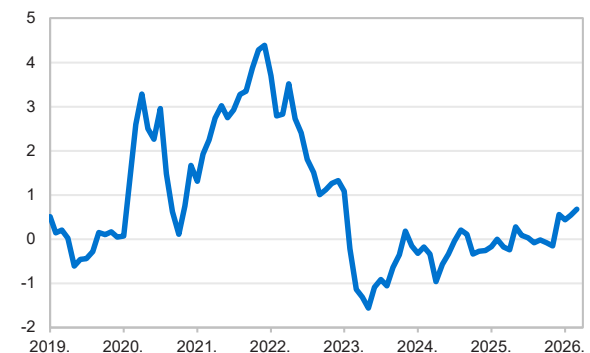
Претпостављамо да ће се цене **воћа и поврћа**, које су у Т4 прошле године забележиле знатан пад, на шта се одразила и примена уредбе, постепено вратити

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.

свом дугорочном тренду, уз претпоставку да ће пољопривредна сезона бити боља од прошлогодишње. У складу с тим, њихов допринос м.г. инфлацији ће до Т3 ове године бити благо негативан, а затим ће прећи у позитивну зону (0,3–0,6 п.п.) због деловања базног ефекта.

Очекујемо да се допринос цена **непрехрамбених производа и услуга** инфлацији постепено повећа на 2,2 п.п. крајем ове и у првој половини наредне године, а затим да почне да се смањује и да крајем периода пројекције износи 1,7 п.п. Кретање цена непрехрамбених производа и услуга у великој мери зависи од цена бројних увозних производа, тако да ће на повећање доприноса ове групе производа утицати пре свега раст увозне инфлације, као и индиректни ефекти раста цена нафтних деривата. Такође, постепено расте индекс притиска у глобалним ланцима снабдевања и налази се на највишем нивоу од почетка 2023. године. Иако су знаци озбиљнијих поремећаја још увек ограничени, јасно је да постоје тензије у снабдевању и протоку робе широм света, као и да су трошкови међународног транспорта повећани (примера ради, цена авио-горива је отприлике удвостручена, а од почетка априла уведено је и рационасање на неким аеродромима). Позитиван допринос непрехрамбеној компоненти инфлације долазиће и од повећања минималне цене рада од јануара ове године, које се у одређеној мери одражава на раст трошкова услужних сектора, као и на повећање расположивог дохотка за потрошњу, али се по овим основима не очекује значајније инфлаторно дејство јер би раст зарада требало да успори.

У складу с претпоставком о кретању цене нафте на светском тржишту у основном сценарију наше пројекције, очекујемо да ће се допринос **цена нафтних деривата м.г. инфлацији** повећати у Т2 ове године на 0,7 п.п., а да ће се затим постепено смањивати и за годину дана прећи у негативну зону (због ефекта високе базе из ове године), да би се крајем периода пројекције кретао око нуле, уз претпоставку да ће у складу с фјучерсима од Т3 ове године и светска цена нафте бити у паду. Претпостављамо такође да ће се обезбедити пуна производња НИС-а и уредно снабдевање домаћег тржишта нафтним дериватима.

У новој пројекцији очекујемо раст **регулисаних цена** у овој години од 5,7% (5,9% у претходној пројекцији), док је пројектовани раст ових цена у 2027. години 5,1% (5,0% у претходној пројекцији). То ће резултирати постепеним смањењем доприноса регулисаних цена м.г. инфлацији са 1,4–1,5 п.п. почетком хоризонта пројекције на 0,9 п.п. крајем хоризонта пројекције.

Ризици пројекције

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

Као и у претходним пројекцијама, највећи ризик наше пројекције инфлације и БДП-а представљају изражене **геополитичке тензије**, с тим да је у новој пројекцији тај ризик знатно већи услед ескалације сукоба на Блиском истоку. На раст геополитичког ризика јасно указује и индекс којим се мери, а који је у марту забележио повећање на највиши ниво од марта 2022. године. С обзиром на природу самог конфликта, која обухвата оружана дејства, примирје и његово нарушавање, блокаде лука и др., веома је тешко проценити трајање енергетског шока и обим његових економских последица. Продужено трајање конфликта повећава дисбаланс између глобалне понуде и тражње за енергентима и чини последице озбиљнијим. Притом, последице се не односе искључиво на раст цена енергената, већ и на доступност критичних сировина и на стварање структурних притисака у више сектора. Примера ради, око једне трећине светске поморске трговине вештачким ђубривом одвија се кроз Ормушки мореуз, што указује на висок ризик којем су изложене глобалне цене хране. Ризицима је изложена производња хелијума, који се користи у индустрији високе технологије, затим производња метанола с последицама по хемијску индустрију и производњу пластике и слично. У условима продужених поремећаја, механизам прилагођавања се у већој мери помера с цена на количину, односно укључује већу рационализацију потрошње, што би могло имати обимније економске последице. Више цене делују инфлаторно, а рационализација има директан негативан ефекат на привредни раст. 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 узрокују раст цена и смањење БДП-а, па је стога потребна појачана опрезност.

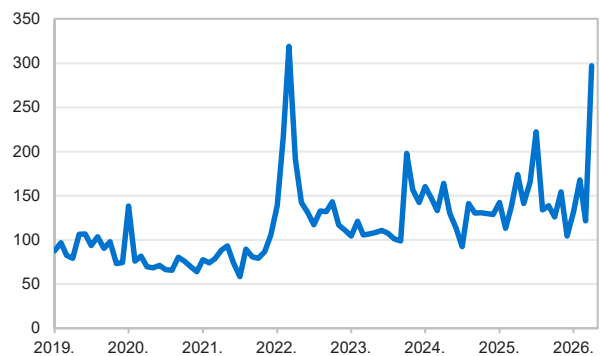
С друге стране, глобални фундаменти светске привреде остају релативно отпорни, уз фискалне стимулансе и ублажену монетарну политику у највећим светским економијама. Иако су светске цене нафте знатно повећане, оне за сада нису повећане на нивое које централне банке и међународне институције претпостављају у својим неповољнијим сценаријима. Раст цена природног гаса у Европи за сада је био ограничен. Знаци који указују на то да је реч о озбиљнијим поремећајима у ланцима снабдевања још увек су ограничени. Ако се конфликт ускоро разреши, могло би се испоставити да су његови економски ефекти мањи од очекиваних.

Табела V.0.6. 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	↕	↕
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>.

Такође, очекује се да ће светска економска активност бити додатно подстакнута применом вештачке интелигенције и произашлим снажним добицима у продуктивности и повећаној пословној динамици. Ситуација је у сваком случају изузетно неизвесна, с ризицима који су по овом основу асиметрични навише по инфлацију, а наниже по привредни раст.

Очекивано постизање споразума о преузимању већинског власништва у НИС-у од стране мађарске компаније МОЛ требало би да обезбеди **несметан наставак производње и снабдевање тржишта нафтним дериватима**. Имајући то у виду, као и у претходној пројекцији, ценимо да је ризик по овом основу и на БДП и инфлацију знатно нижи него што је био у пројекцији из новембра 2025. године, када су санкције америчког *OFAC*-а ступиле на снагу.

Иако је 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**. ММФ¹⁵ очекује да ће раст обима светске трговине опасти са 5,1% у 2025. на 2,8% у 2026. години, а затим порастати на 3,8% у 2027, због утицаја повећаних царина, који би временом требало да се ублажава прилагођавањем трговинских веза и производних ланаца. Реконфигурација трговинских токова и глобалних ланаца снабдевања управо се одвија. Снажно је опао увоз САД из Кине, а компензован је увозом из Тајвана, Вијетнама и делом из Мексика, док је кинески извоз преусмерен с тржишта САД ка другим азијским земљама и Европи. Истовремено, успоравање динамике извоза у многим секторима надокнађено је снажним растом извоза у секторима који су повезани с технологијом, пре свега полупроводника и друге опреме из азијских земаља, за којом постоји велика тражња услед убрзаних инвестиција у дигиталне технологије и вештачку интелигенцију. ММФ оцењује да је успостављена равнотежа крхка и да може бити нарушена додатним царинама, које би оптеретиле глобални привредни раст, док би секторски усмерене царине могле изазвати уска грла у понуди и имати несразмерно велики утицај на цене и економску активност. С друге стране, напредак у трговинским односима и новим регионалним трговинским споразумима могао би допринети смањењу трошкова трговине и олакшати прилагођавање недавним променама у трговинским политикама водећих светских економија. То би повећало предвидивост економских политика, омогућило боље планирање инвестиција и позитивно се одразило на привредни раст. Имајући то у виду, ценимо да су ризици по основу протекционистичких мера на глобалном нивоу симетрични.

У зависности од глобалне пољопривредне сезоне, а с обзиром на ризике од геополитичких и трговинских тензија, с једне стране, и ризике по

¹⁵ ММФ, *WEO*, април 2026.

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 задржали претпоставку из претходне пројекције – да ће овогодишња пољопривредна сезона бити на нивоу вишегодишњег просека, што значи бољу од претходне две године, које су биле исподпросечне. За инфлацију су важни производња и понуда воћа и поврћа, а за БДП пре свега род житарица. Временске прилике за сада иду у прилог нашој претпоставци да нас очекује боља пољопривредна сезона, али су још увек неизвесне и рано је доносити поузданије закључке, па су одступања могућа у оба смера.

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 нижи раст инвестиција и личне потрошње од очекиваног. С друге стране, њихово потпуно смиривање допринело би побољшању укупног економског амбијента и бржем расту економске активности. Ако би глобални привредни раст био мањи од очекиваног и ако би енергетски шок имао веће негативне ефекте на расположиви доходак за потрошњу и на домаћем тржишту од претпостављених, вероватно би био и мањи број посетилаца међународне изложбе „Експо” од очекиваних.

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 су да на сваких 10.000 возила допринос БДП-у износи око 0,1 п.п., при чему су могућа одступања у оба смера, у зависности од тражње за овим возилима, првенствено у европским земљама.

Народна банка Србије наставиће 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 5: Алтернативни сценарији пројекције

У периоду од објављивања нашег претходног извештаја забележен је значајан раст глобалне неизвесности, пре свега услед ескалације геополитичких тензија и избијања директног сукоба између САД и Ирана. Иран је, као одговор на нападе САД и Израела, искористио своју геостратешку позицију и блокирао Ормуски мореуз, кроз који пролази око петине глобалне понуде сирове нафте, као и значајне количине других примарних производа, укључујући природни гас, алуминијум и минерална ђубрива. У таквим условима, светска цена нафте типа брент премашила је ниво од 120 долара по барелу крајем марта, достигавши највиши ниво од маја 2022. године, при чему су високе цене нафте, уз истовремено смањење понуде, узроковале значајан раст цена осталих примарних производа.

У основном сценарију наше актуелне мајске пројекције претпоставили смо да ће сукоб бити разрешен током Т2, као и да се не очекују озбиљније последице по глобалне ланце снабдевања, услед чега би се цене примарних производа постепено нормализовале и кретале силазном путањом до краја 2026. године. Ове претпоставке су у складу са очекивањима релевантних међународних финансијских институција, као и тржишних учесника, што се огледа у динамици фјучерса нафте и других примарних производа, који се за крај ове године налазе на нижем нивоу од тренутних.

Међутим, с обзиром на актуелна дешавања на Блиском истоку, где, упркос постигнутом договору о прекиду ватре, и даље изостају јасне назнаке трајног примирја, док су војне активности и блокада Ормуског мореуза још увек присутне, ризици пројекције остају изражени и пре свега потичу од даљег развоја геополитичких односа на релацији САД–Иран. С тим у вези, у складу с приступом релевантних међународних институција, пре свега ММФ-а и ЕЦБ-а, у овом осврту су анализирана два алтернативна песимистична сценарија пројекције – неповољан и веома неповољан – у зависности од даљег развоја ситуације на Блиском истоку и њених ефеката на светске цене примарних производа.

Табела О.5.1. Екстерне претпоставке основног и алтернативних сценарија

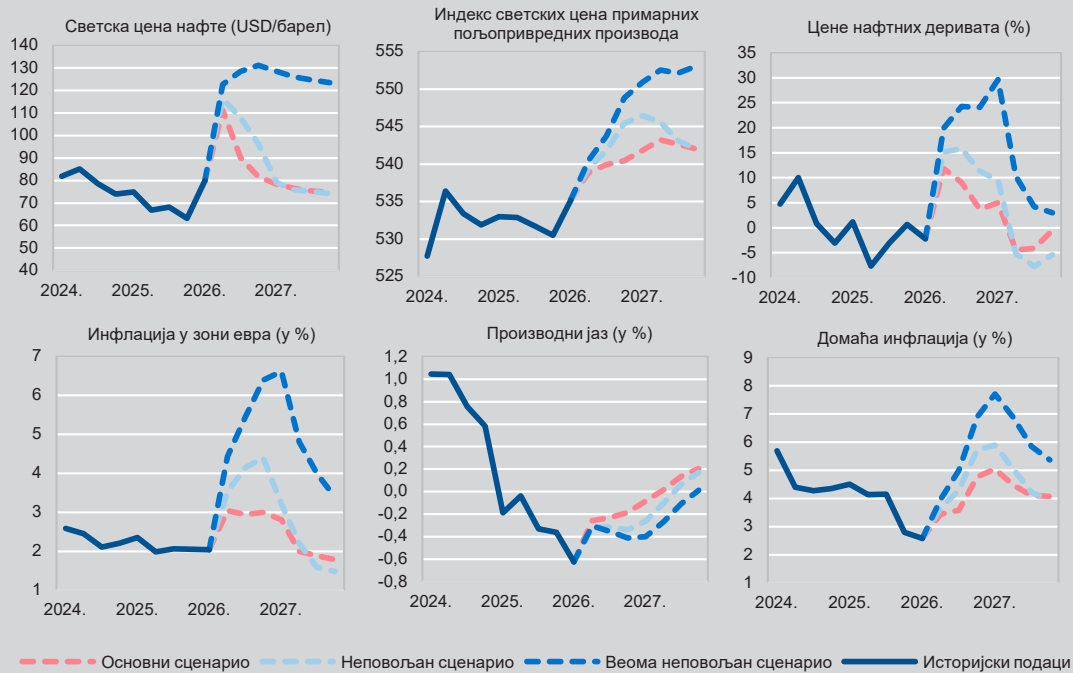
	2025.	2026.	2027.
Инфлација у зони евра, мг. просек, у % (основни сценарио)	2,1	2,8	2,1
Неповољан сценарио		3,5	2,1
Веома неповољан сценарио		4,4	4,8
БДП раст зоне евра, тромесечни раст, у % (основни сценарио)	1,5	0,9	1,3
Неповољан сценарио		0,6	1,2
Веома неповољан сценарио		0,4	0,9
Цена нафте, просек, у USD/барел (основни сценарио)	68,0	90,7	76,2
Неповољан сценарио		100,1	76,2
Веома неповољан сценарио		115,0	125,0
Цена гаса, просек, у EUR / 1000 m³ (основни сценарио)	370,8	437,5	366,2
Неповољан сценарио		500,0	366,2
Веома неповољан сценарио		1.109,0	1.098,7
Светске цене прим. пољ., у USD, просек % мг. раст (основни сценарио)	-0,3	6,9	3,9
Неповољан сценарио		8,5	3,8
Веома неповољан сценарио		10,0	10,0

Извор: прерачун НБС.

Неповољан сценарио

У оквиру неповољног сценарија претпоставили смо да ће сукоб на Блиском истоку, укључујући и блокаду Ормуског мореуза, потрајати дуже него у основном сценарију. У таквим околностима, поремећаји у глобалном снабдевању енергентима и другим примарним производима били би израженији и продужени, што би за последицу имало задржавање њихових цена на повишеним нивоима током већег дела ове године. У овом сценарију, током Т3 уследило би постепено смиривање тензија и разрешење сукоба, након чега би започела постепена нормализација понуде нафте, природног гаса, минералних ђубрива и других примарних производа. У складу с тим, цене ових производа кретале би се силазном путањом од Т4. У просеку, цена нафте типа брент у 2026. години износила би око 100 долара по барелу (наспрам 92 долара по барелу у основном сценарију), да би у 2027. години наставила силазни тренд и спустила се на ниво од око 76 долара по барелу, колико би требало да износи и према основном сценарију. У таквим условима, раст економске активности у зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, био би нешто нижи у 2026. него у основном сценарију (за 0,3 п.п.), док би инфлација била виша за око 0,7 п.п. Истовремено, цене осталих енергената и примарних производа задржале би се на повишеним нивоима, тако да би просечна цена природног гаса износила око 500 долара за хиљаду кубних метара, док би цене примарних пољопривредних производа биле више за око 8,5% у односу на 2025. годину. Претпоставке за 2027. годину у овом сценарију не разликују се значајније у односу на основни сценарио, с обзиром на то да се након разрешења сукоба очекује релативно брза нормализација глобалних тржишних токова.

Осврт 0.5.1. Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију



Извор: НБС.

Према нашој процени, последице неповољног сценарија на Србију биле би **виша просечна инфлација у односу на основни сценарио за 0,5 п.п. у 2026. и за 0,4 п.п. у 2027. години**. Директни ефекти произлазили би из раста цена нафтних деривата, док би се индиректни ефекти преносили кроз више цене осталих индустријских производа и хране, услед раста трошкова производње. Поред тога, додатни инфлаторни притисци потицали би и од више инфлације у зони евра, која би се преливала на домаће цене преко раста цена увозних производа.

Када је реч о ефектима овог сценарија на **домаћи БДП, према нашој процени, реални раст био би мањи него у основном сценарију за 0,4 п.п. у 2026. и 0,5 п.п. у 2027.** У 2026. години, таква кретања била би пре свега последица ниже домаће тражње, односно споријег раста личне потрошње, услед нижег расположивог дохотка изазваног растом цена, као и мањег раста инвестиција услед веће аверзије инвеститора према ризику. Истовремено, услед појачаних инфлаторних притисака, очекује се да ће водеће централне банке заштравати монетарне услове, што би, заједно с повишеним трошковним притисцима, поремећајима у ланцима снабдевања и растом премије ризика, утицало на успоравање глобалне економске активности, а тиме и на слабљење екстерне тражње. С друге стране, нижи расположиви доходак и успоравање домаће тражње успорили би раст увоза, услед чега би негативан допринос нето извоза био мањи него у основном сценарију. У 2027. години, спорији раст био би такође последица мањег раста потрошње и инвестиција, као и слабијег позитивног ефекта пренетих тенденција из ове године него у основном сценарију. Посматрано с производне стране, спорији раст БДП-а био би условљен нижим растом и индустрије и услужних сектора, у условима ниже екстерне тражње и нижег расположивог дохотка за потрошњу и инвестиције. Поред тога, претпоставили смо и одређени пад приноса у пољопривреди у 2027, под утицајем мање употребе минералних ђубрива у наредној сетвеној сезони, због њихове веће цене и мање доступности.

Веома неповољан сценарио

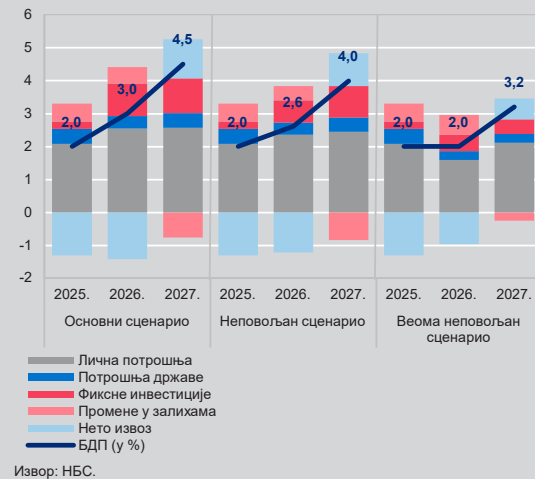
Када је реч о **веома неповољном сценарију, претпоставили смо да ће сукоб на Блиском истоку трајати до краја 2026. године, уз наставак блокаде Ормушког мореуза и значајно оштећење енергетске инфраструктуре у блискоисточном региону.** У таквим условима, глобална понуда нафте, природног гаса и других примарних производа била би трајније ограничена, што би условило задржавање њихових цена на високим нивоима не само у овој већ и у наредној години, за разлику од претходног сценарија, у ком се очекује релативно бржа нормализација након завршетка сукоба. У складу с тим, светска цена нафте типа брент крајем 2026. износила би око 125 долара по барелу, а на сличном нивоу кретала би се и током 2027, услед и даље ограничене понуде због поремећаја у ланцима снабдевања и ограничене производње. Истовремено, на повишеним нивоима остале би и цене осталих примарних производа, при чему би просечна цена природног гаса износила око 1.100 долара по кубном метру у 2026, а на сличном нивоу кретала би се и током 2027. године. Поред тога, раст цена и смањена доступност минералних ђубрива, као важног инпута у пољопривредној производњи,

могли би имати за последицу њихову мању употребу и ниже приносе на глобалном нивоу, што би се одразило на снажнији раст цена примарних пољопривредних производа у односу на претходни сценарио, тако да би оне крајем године биле више за око 10% у односу на крај претходне, а у сличној мери би биле повећане и у 2027. години. У оваквим околностима појачали би се и секундарни ефекти кроз раст инфлационих очекивања и шире преливање трошковних притисака, што би допринело расту цена у осталим секторима привреде. Као последица тога, раст БДП-а зоне евра био би нижи за око 0,5 п.п. у 2026. и 0,4 п.п. у 2027. у односу на основни сценарио, док би инфлација у зони евра била виша за око 1,6 п.п. у 2026, а ефекти би били још израженији у 2027. години – за 2,7 п.п. у односу на основни сценарио.

Према нашој процени, последице веома неповољног сценарија на Србију биле би **виша просечна инфлација него у основном сценарију, за 1,0 п.п. у 2026. и за 2,1 п.п. у 2027. години.** Поред виших цена нафтних деривата, хране и увозних цена, додатни притисак на домаћу инфлацију у овом сценарију потекао би од повећаних инфлационих очекивања, нижих приноса домаћих пољопривредних производа услед смањене употребе минералних ђубрива, као и мањих прилива капитала у условима повишене глобалне неизвесности.

Ефекти овог сценарија на економску активности били би спорији раст БДП-а за по 1,0 п.п. у 2026. и 1,3 п.п. у 2027. години у односу на основни сценарио. У 2026. години успоравање раста било би пре свега последица ниже домаће тражње, при чему би, поред споријег раста личне потрошње, дошло и до успоравања приватних инвестиција у условима повишене неизвесности. Спорији раст у 2027. години био би последица мање домаће и екстерне тражње, укључујући и мањи број посетилаца изложбе „Експо”.

Графикон О.5.2. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а, расходна страна (м.г. стопе раста, у п.п.)



Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	I 2026.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	8,4	8,8	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	6,7	6,6
Девизне резерве / краткорочни дуг	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,3	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	244,7	319,3	414,1	305,8	
Девизне резерве / БДП	30,5	32,7	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	32,7	31,7
Отплата дуга / БДП	10,9	11,3	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	8,9	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	37,5	37,3	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	16,6	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																	
Спољни дуг / БДП	71,6	65,4	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	57,6	
Краткорочни дуг / БДП	15,9	10,9	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	10,7	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	247,0	216,4	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	107,1	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																	
Девизне резерве / М1	416,6	429,6	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	156,1	161,7
Девизне резерве / примарни новац	196,4	207,6	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	199,9	200,4
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																	
	72,3	75,0	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	112,2	117,1
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																	
БДП ¹⁾	32.841	36.865	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	88.674	21.430
Спољни дуг	23.505	24.120	25.638	25.636	25.666	26.220	26.469	25.490	26.594	28.117	30.600	36.266	41.621	44.173	48.771	51.091	
Сервисирање спољног дуга	3.564	4.154	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	7.900	
Девизне резерве НБС	10.002	12.058	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	29.008	28.486
Краткорочни дуг ²⁾	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	662	974	1.937	
Биланс текућих трансакција	-2.037	-3.656	-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	-4.302	-179
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																	
	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.	2026.		
	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан./Март/Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ./Дец.	Мај	Март/Дец.	Јун	Авг./Окт.	Феб.		
S&P		BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BBB-			
		/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан			
Fitch		BB-	BB-		B+	B+	BB-	BB	BB	BB+				BB+			
		/стабилан	/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан				/позитиван			
Moody's				B1			B1	Ba3		Ba3			Ba2	Ba2	Ba2		
				/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван			/стабилан	/позитиван	/стабилан		

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 ЕСА 2010. Податак за Т1 2026. процена је НБС.²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 1995-2023. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

3. Од 2007. подаци о извозу и увозу 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.

4. Од 2007. извоз и увоз робе регистрован 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. Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.

5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

6. РЗС је ревидирао податке о извозу робе за 2024. и Т1 2025.

7. НБС је ревидирала податке о стању спољног дуга за период од краја 2007. до Т1 2025.

Табела Б. Основни макроекономски показатељи

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	I 2026.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	1,6	0,1	-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	2,0	3,0
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	10,3	7,0	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	2,7	2,8
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.002	12.058	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	29.008	28.486
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	9.515	11.145	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	47.686	12.288
– стопа раста у % у односу на претходну годину	18,3	17,1	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	7,6	6,4
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	14.244	16.487	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	51.850	12.797
– стопа раста у % у односу на претходну годину	8,7	15,7	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	7,4	2,5
Текући рачун платног биланса ³⁾ (у млн евра)	-2.037	-3.656	-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	-4.302	-179
у % БДП-а	-6,2	-9,9	-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	-4,9	-0,8
Незапосленост по Анкети (у %) ⁴⁾		24,9	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	8,7	
Зараде (просечне за период, у еврима) ⁵⁾	331,8	372,5	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	934,0	999,1
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-3,0	-3,6	-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	-2,6	-3,9
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) ⁶⁾	-4,2	-4,3	-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	-2,4	-4,5
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а) ⁸⁾	37,9	41,2	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	44,4	41,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	77,91	73,34	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	103,79	100,34
Курс динара према долару (крај периода)	79,28	80,87	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	99,92	102,36
Курс динара према еврју (просек у периоду)	103,04	101,95	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	117,20	117,39
Курс динара према еврју (крај периода)	105,50	104,64	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	117,28	117,42
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра) ⁵⁾	32.841	36.865	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	88.674	21.430

¹⁾ У сталним ценама претходне године. Податак за Т1 2026. је флеш процена РЗС-а.

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 *ESA 2010*. Податак за Т1 2026. процена је НБС.

⁶⁾ Ревидирани подаци од 2011. године (спроведене су две ревизије – ревизија услед унапређења методологије и постпописна ревизија).

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 прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т1 2026. просек је два месеца.

⁸⁾ Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су са интернет странице Министарства финансија.

Напомене:

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

Списак графикона и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	7
III.0.1.	Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	9
III.0.2.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	10
III.0.3.	Доприноси компонената мг. базној инфлацији	10
III.0.4.	Тромесечна динамика укупне и базне инфлације у Т1 по годинама	10
III.0.5.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	12
III.0.6.	Доприноси изабраних компонената мг. динамици увозних цена у динарима	12
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	15
III.0.8.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	15
III.0.9.	Очекивана инфлација за две године унапред	15
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	16
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	16
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	17
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	17
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	18
IV.1.6.	Показатељи премије ризика	19
IV.1.7.	Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима	19
IV.1.8.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	20
IV.1.9.	Структура финансијског биланса	20
IV.1.10.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	20
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	21
IV.1.12.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	21
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	22
IV.2.2.	Динарска штедња резидената и степен динаризације укупних депозита	22
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	22
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	23
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	23
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	23
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	24
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	24
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	25
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	25
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	26
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	27
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	27
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	28
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	28
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	28
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	32
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	32
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	32
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	33

V.0.1.	Пројекције глобалног привредног раста за 2026. и 2027.	35
V.0.2.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	35
V.0.3.	Пројекције БДП-а у зони евра у три сценарија	35
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	36
V.0.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	36
V.0.6.	Пројекције глобалне инфлације за 2026. и 2027.	37
V.0.7.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	37
V.0.8.	Пројекције инфлације у зони евра у три сценарија	38
V.0.9.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	38
V.0.10.	Консолидовани биланс Евросистема	39
V.0.11.	Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра	39
V.0.12.	Укупна актива ФЕД-а	40
V.0.13.	Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а	40
V.0.14.	Кретање референтних каматних стопа по земљама	40
V.0.15.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД	44
V.0.16.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	44
V.0.17.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	45
V.0.18.	Европска цена природног гаса	45
V.0.19.	Европска цена струје	45
V.0.20.	Цене изабраних производа на светском тржишту	46
V.0.21.	Индекс светских цена хране	46
V.0.22.	Цене кафе и какаоа на светском тржишту	47
V.0.23.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	47
V.0.24.	Фискални резултат и јавни дуг сектора државе	49
V.0.25.	Пројекција раста БДП-а	51
V.0.26.	Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна	51
V.0.27.	Доприноси реалном расту БДП-а	51
V.0.28.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	52
V.0.29.	Кретање инвестиција у основне фондове	52
V.0.30.	Реални раст извоза и увоза	53
V.0.31.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	53
V.0.32.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	55
V.0.33.	Пројекција инфлације	56
V.0.34.	Развој пројекција БДП-а и просечне инфлације зоне евра за 2026.	56
V.0.35.	Пројекција просечне инфлације	56
V.0.36.	Реална каматна стопа	57
V.0.37.	Пројектовано кретање производног јаза	57
V.0.38.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	57
V.0.39.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	58
V.0.40.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	58
V.0.41.	Индекс глобалног геополитичког ризика	60

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т1 2026. године	9
IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	18
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	19
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	26
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	26
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	27

V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а	34
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона средње и југоисточне Европе	36
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе	38
V.0.4.	Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	52
V.0.5.	Најважније претпоставке пројекције	55
V.0.6.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	60
Табела А.	Показатељи екстерне позиције Србије	66
Табела Б.	Основни макроекономски показатељи	67

Графикони у освртима

O.2.1.	Динамика индекса цена произвођача кокса и деривата нафте за домаће тржиште и светске цене нафте	13
O.3.1.	Европско тржиште аутомобила по сегментима, 2023.	29
O.3.2.	Продаја аутомобила у ЕУ по сегментима, 2012, 2019. и 2023.	31
O.4.1.	Кретање цена енергената	41
O.4.2.	Кретање референтних каматних стопа	42
O.4.3.	Кретање реалних каматних стопа	42
O.5.1.	Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију	64
O.5.2.	Доприноси мп. стопи раста БДП-а, расходна страна	65

Табеле у освртима

O.1.1.	Учешће производа и услуга у ИПЦ-у 2025, класификација <i>COICOP 1999</i>	11
O.1.2.	Учешће производа и услуга у ИПЦ-у 2026, класификација <i>COICOP 2018</i>	11
O.2.1.	Ефекти промене светске цене нафте на цене произвођача у индустрији у Србији	14
O.3.1.	Обим продаје аутомобилских модела у Европи у сегменту малих аутомобила (B), 2024–2025.	29
O.3.2.	Почетне цене у Србији (с ПДВ-ом) конкурената на тржишту малих аутомобила	30
O.3.3.	Најважнија тржишта за „Фијат”, према броју продатих аутомобила и учешћу на тржишту, 2024.	30
O.5.1.	Екстерне претпоставке основног и алтернативних сценарија	63

Слика у осврту

O.3.1.	<i>SWOT</i> матрица за модел фијат гранде панда	30
--------	-------------------------------------------------	----

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	5,75	0
9. април	5,75	0
7. мај	5,75	0
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, 12. 3. 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 наставила да успорава почетком ове године, спустивши се у јануару на 2,4%. Притом, у односу на јануар прошле године, цене хране и безалкохолних пића у просеку су биле ниже за 1,0%. На такво кретање цена 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. године, 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, 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 поменуте 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 подстицање кредитне активности према грађанима с нижим примањима одмерене су тако да не изазову прекомеран кредитни раст, који би се могао негативно одразити на ценовну и финансијску стабилност.

Када су у питању дешавања у међународном окружењу, Извршни одбор наглашава да наставља да води опрезну монетарну политику, пре свега имајући у виду геополитичке тензије и сукоб на Блиском истоку и њихов утицај на раст светских цена енергената и других примарних производа, као и на показатеље неизвесности. Размере и трајање овог шока на страни понуде тешко је предвидети, а тиме и његове ефекте на глобалну инфлацију. Оно што се већ сада може претпоставити јесте да ће значајан раст међународних цена сирове нафте имати одређеног утицаја и на кретање цена нафтних деривата на домаћем тржишту. Такође, актуелна глобална дешавања могу додатно утицати и на ланце снабдевања, инвестиционо и потрошачко поверење, као и на токове робе и капитала, који су и пре избијања најновије кризе већ били под одређеним притиском због јачања протекционизма у највећим светским економијама. Када је реч о одлукама о монетарној политици водећих централних банака, сукоб на Блиском истоку повећао је неизвесност у вези са изгледима америчке и европске инфлације и економске активности и отежао процену будућих одлука монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке.

Економска активност у Србији је и почетком ове године била изложена знатним изазовима, а пре свега смањеној производњи рафинерије нафте у Панчеву, што се одразило на пад индустријске производње у јануару. Ипак, очекује се изнаглажење дугорочно одрживог решења за несметано обављање активности Нафтне индустрије Србије, што треба да допринесе и убрзању привредног раста у остатку године. Позитиван допринос расту бруто домаћег производа ове године очекује се од потрошње и од 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 9. априла.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 4. 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 наведене одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, као и ризике из међународног окружења који могу утицати на њено кретање. У складу са очекивањима Извршног одбора, међугодишња инфлација је почетком ове године наставила да се креће испод централне вредности циља и у фебруару је износила 2,5%. При томе, цене хране и безалкохолних пића наставиле су да бележе међугодишњи пад, који је у фебруару износио 0,7%, што је у великој мери резултат примене Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, којом су у периоду од септембра претходне до марта текуће године биле ограничене трговинске марже у велетрговини и малопродаји.

Претпоставка фебруарске пројекције била је да ће доношење системских закона који имају за циљ да спрече појаву непоштених трговачких пракси допринети да се трговачке марже не врате на ниво пре доношења поменутих уредби, али да ће се због ниске базе из прошле године, по основу примене уредбе о маржама, инфлација од септембра ове године кретати око нивоа од 4%. Такође, претпостављено је да светске цене нафте и других енергената, као и других примарних производа, неће бележити већи раст. Међутим, додатно заоштравање геополитичких тензија и избијање сукоба на Блиском истоку знатно су повећали светске цене нафте у претходних месец и по дана, што се одразило на цене осталих енергената. С обзиром на то да је Србија нето увозник енергената, раст цена нафте одражава се и на раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту, али ће ефекти на укупну инфлацију зависити од дужине и интензитета трајања сукоба. Актуелна глобална дешавања и раст светских цена нафте могу неповољно утицати и на цене контејнерског транспорта, минералних ђубрива, ланце снабдевања, инвестиционо и потрошачко поверење, као и на токове робе и капитала, који су и пре избијања најновије кризе били под одређеним притиском због јачања протекционизма у највећим светским економијама. Када су у питању одлуке о монетарној политици водећих централних банака, сукоб на Блиском истоку повећао је неизвесност у вези са изгледима америчке и европске инфлације и економске активности и отежао процену будућих одлука Система федералних резерви и Европске централне банке.

У таквим околностима, креатори економске политике у Србији координирано спроводе мере ради очувања ценовне стабилности и ублажавања негативних ефеката екстерних шокова. Држава је већ предузела мере усмерене на ограничавање раста цена нафтних деривата на домаћем тржишту – забранила је извоз нафтних деривата и смањила акцизе на гориво, што треба да ограничи и секундарне ефекте преливања на остале цене, а тиме и да спречи да дође до знатнијег раста инфлаторних притисака. Народна банка Србије наставља да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса. Уколико процени да раст светских цена нафте има израженије секундарне ефекте на остале цене преко инфлационих очекивања, Народна банка Србије ће реаговати свим расположивим инструментима. При томе, резултати мартовских анкета указују на то да су краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и даље око централне вредности циља, а очекивања привреде у границама циља.

Када је реч о економској активности, након изазова почетком године, пре свега у секторима производње нафтних деривата и хемијске индустрије, у фебруару је остварено побољшање, чему је највише допринео услужни сектор, као и поновно покретање рада рафинерије у Панчеву крајем јануара. Очекује се да ће проналажење дугорочно одрживог решења за несметано пословање Нафтне индустрије Србије додатно подржати привредни раст у наставку године. Позитиван допринос расту бруто домаћег производа очекује се од потрошње и инвестиција у основна средства, уз значајну улогу реализације инвестиционих пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027“, док се у 2027. години очекује и позитиван допринос нето извоза услед одржавања специјализоване изложбе „Експо“. Током претходне године раст кредитне активности, омогућен повољним условима кредитног задужења, пружао је значајну подршку привредном расту, а слични трендови настављају се и у овој години, будући да је раст кредитне активности у фебруару убрзао на 16,4%, међугодишње посматрано. Ипак, економска активност остаје под утицајем глобалне неизвесности изазване геополитичким и трговинским тензијама и растом цена енергената, што се може негативно одразити на инвестиционо и потрошачко поверење и токове капитала.

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. У значајно измењеним околностима у односу на претходну, фебруарску пројекцију инфлације и бруто домаћег производа, Народна банка Србије тренутно оцењује одрживост актуелних пројекција и израђује различите сценарије како би се што боље сагледали потенцијални ризици и обезбедила благовремена и адекватна реакција монетарне политике ако се процени да је потребна да би се одржала ценовна стабилност у средњем року.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 5. 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 наведене одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, као и ризике из међународног окружења који могу утицати на њено кретање.

Иако се међугодишња инфлација током првог тромесечја кретала испод централне вредности циља и у марту износила 2,8%, Извршни одбор Народне банке Србије очекује да ће она у наредном периоду забележити умерени раст, пре свега због знатног раста светских цена нафте и по том основу виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту. Такође, крајем године на вишу инфлацију утицаће и ниска база услед примене Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, када је крајем претходне године инфлација знатно смањена. Ипак, и поред раста светских цена примарних производа и енергената, Извршни одбор очекује да ће раст инфлације бити временски ограничен, као и да ће њен врхунац у текућем циклусу бити забележен крајем ове и почетком наредне године. Као што је Извршни одбор очекивао, престанак важења уредбе у фебруару ове године није довео до већег раста трговинских маржи и њиховог повратка на нивое пре њеног доношења, на шта указују цене хране које су у марту биле и даље ниже него у истом периоду претходне године.

Актуелна глобална дешавања, а пре свега ситуација на Блиском истоку, могу неповољно утицати и на цене контејнерског транспорта, минералних ђубрива, ланце снабдевања, инвестиционо и потрошачко поверење, као и токове робе и капитала. Притом, имајући у виду да је Србија нето увозник енергената, раст светске цене нафте одражава се директно на раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту, а индиректно може да утиче и на цене хране, као и на цене индустријских производа и услуга. С друге стране, виши трошкови и смањени расположиви доходак становништва за потрошњу по том основу неповољно утичу на изгледе привредног раста. Коначне ефекте глобалног енергетског шока на домаћу инфлацију и економску активност тешко је проценити, јер зависе од дужине трајања и интензитета самог сукоба.

Према првој процени Републичког завода за статистику, бруто домаћи производ је у првом тромесечју ове године остварио међугодишњи реални раст од 3%. Након изазова у јануару, пре свега у секторима производње нафтних деривата и хемијске индустрије, у фебруару и марту је остварен раст активности у прерађивачкој индустрији, што је било праћено и растом њеног извоза. Истовремено, знатно је убрзан раст активности у трговини на мало и туризму, указујући да је највећи позитиван допринос привредном расту у првом тромесечју потекао од сектора услуга. У наредном периоду очекује се позитиван допринос расту бруто домаћег производа од потрошње и инвестиција, уз значајну улогу реализације инвестиционих пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, док се у 2027. години очекује и позитиван допринос нето извоза услед одржавања специјализоване изложбе „Експо”. Раст кредитне активности према привреди и становништву, који је у марту убрзао на близу 17% међугодишње, омогућен повољним условима кредитног задужења, значајно подржава привредни раст. Ипак, привредна активност остаје под утицајем глобалне неизвесности изазване геополитичким тензијама и растом цена енергената, што може негативно да се одрази на инвестиционо и потрошачко поверење и токове капитала.

У таквим околностима, Народна банка Србије наставља да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса. Ако процени да раст светске цене нафте има израженије секундарне ефекте на остале цене преко инфлационих очекивања, Народна банка Србије ће реаговати свим расположивим инструментима.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које су узеле у обзир актуелни енергетски шок, а детаљно ће бити представљене јавности на конференцији за новинаре 13. маја, 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 11. јуна.

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