



Народна банка Србије

2026
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



Народна банка Србије

2026
август

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 наредних осам тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

Пристап 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.

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. августа 2026. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ДФО – друге финансијске организације
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
NPL – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
ПДВ – порез на додату вредност
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FOMC – 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 31. јула.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 1: Кретање цена производа који су били под уредбом о ограничењу маржи</i>	15
IV. Детерминанте инфлације	19
1. Кретања на финансијском тржишту	19
2. Новац и кредити	25
3. Агрегатна тражња	29
<i>Осврт 2: Побољшана кретања на текућем рачуну односа са иностранством</i>	32
4. Економска активност	36
<i>Осврт 3: Агрометеоролошки показатељи у прогнози приноса ратарских култура</i>	38
5. Кретања на тржишту рада	42
V. Пројекција	45
<i>Осврт 4: Анализа одступања остварења од пројекција инфлације и БДП-а за Србију</i>	73
<i>Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције</i>	80
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	83
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	84
Списак графикана и табела	85
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	88
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	89

I. Резиме

Водеће међународне финансијске институције, Међународни монетарни фонд и Светска банка, оцениле су у својим последњим извештајима да је **светска привреда у досадашњем току године показала већу отпорност на последице сукоба на Блиском истоку него што се очекивало**. Према њиховој оцени, негативан шок изазван избијањем сукоба ублажен је ефектима позитивног технолошког шока, који је резултат напретка у примени алата вештачке интелигенције. Нето ефекти се разликују по земљама у зависности од, с једне стране, њихове позиције у технолошким ланцима вредности и, с друге стране, изложености зонама конфликта. Међународни монетарни фонд је у јулу пројектовао раст светске привреде од 3,0% у 2026. и 3,4% у 2027. години, што је слично пројекцијама из априла, али је и даље испод остварења у протекле две године (3,5%). Оцењено је да су **ризици јулске пројекције мање изражени него у априлској пројекцији, али да су и даље асиметрични наниже**, највише због могућег наставка сукоба на Блиском истоку, који би пролонгирао волатилност на робним тржиштима и изазвао раст цена, поновне застоје у снабдевању и рестриктивније глобалне финансијске услове.

Услед глобалног енергетског шока, од марта је привремено **заустављен опадајући тренд глобалне инфлације**. Међународни монетарни фонд је у јулу повећао априлску пројекцију глобалне инфлације у 2026. за 0,3 процентна поена, на 4,7%, уз оцену да ће инфлација доминантно бити вођена повишеним ценама енергије и хране. Истовремено, пројекцију за 2027. ревидирао је навише за 0,2 процентна поена, на 3,9%. Ипак, застоји у снабдевању енергентима и пораст светске цене нафте и гаса још увек се нису у већој мери пренели на цене осталих производа и услуга, тако да је базна инфлација на глобалном нивоу остала релативно стабилна. Инфлациона очекивања су у одређеној мери повећана, али нема индиција да је доведена у питање њихова усидреност. Због више пројектоване инфлације, **централне банке су заузеле опрезан приступ**, при чему је Европска централна банка у јуну започела циклус заостравања монетарне политике, а тржишта очекују да би то ускоро могао да учини и Систем федералних резерви.

Према оцени Међународног монетарног фонда, глобални привредни раст од почетка ове године био је снажнији од очекиваног у априлској пројекцији, што је делом резултат повећане производње енергената из обновљивих извора и веће енергетске ефикасности у многим земљама, а делом и веће домаће тражње и фискалне подршке у појединим земљама.

Повећане светске цене енергената довеле су до раста глобалне инфлације, али за сада нема значајнијих показатеља губитка усидрености инфлационих очекивања.

Дешавања на међународном робном и финансијском тржишту и даље су променљива и превасходно условљена развојем ситуације на Блиском истоку.

Кретање светских цена енергената претходних месеци било је првенствено опредељено развојем догађаја на Блиском истоку. Након што се задржала на повишеном нивоу током већег дела другог тромесечја, услед поремећаја у снабдевању, светска цена нафте је од средине јуна снажно смањена након потписивања Меморандума о разумевању између Сједињених Америчких Држава и Ирана, вративши се на ниво на коме је била пре избијања сукоба. Међутим, поновна ескалација сукоба подстакла је раст цене нафте, која је крајем јула достигла ниво од око 97 долара по барелу. Под претпоставком деескалације геополитичких тензија и постепене нормализације глобалне понуде, према оценама релевантних институција, цена нафте би требало да настави да се креће силазном путањом у наредном периоду. **Приноси на хартије од вредности најразвијенијих земаља и односи најважнијих светских валута током претходних месеци такође су бележили дивергентна кретања**, првенствено под утицајем развоја ситуације на Блиском истоку и очекивања у погледу будућих потеза водећих централних банака. И поред очекивања заоштравања монетарних политика водећих централних банака, глобални финансијски услови за приватни сектор ублажени су у односу на априлски ниво, те се и даље могу сматрати релативно повољним.

Размере и трајање сукоба на Блиском истоку, као и време потребно за нормализацију токова, захтевају опрезан приступ вођењу монетарне политике Народне банке Србије.

На домаћем тржишту каматне стопе на динарске и евроиндексиране кредите привреди и становништву забележиле су благи раст током другог тромесечја, уз **и даље снажну кредитну активност банака**. Међугодишњи раст кредита привреди и становништву у јуну је износио 16,6% и био је вођен кредитима за обртна средства и инвестиције у случају привреде, односно готовинским и стамбеним кредитима становништва. Захваљујући израженијем задуживању у динарима, степен динаризације пласмана привреди и становништву у јуну достигао је до сада највиши ниво од 40,7%. Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима, које је у јуну забележило минимум од 2,0%, указује на то да, и поред повећаног обима кредитирања, привреда и становништво немају проблема у отплати кредита. Од априла на **домаћем девизном тржишту преовладали су апрецијацијски притисци**, а Народна банка Србије је у овом периоду, закључно с крајем јула, нето купила 900 милиона евра, чиме је износ нето продаје од почетка године снижен на 320 милиона евра. Уз успешне емисије еврообвезница на међународном тржишту, то је допринело расту девизних резерви на 30,5 милијарди евра крајем

јула. Девизне резерве су знатно изнад критеријума адекватности (покривају око седам месеци увоза робе и услуга) и представљају важан стуб одбране од екстерних ризика.

Према нашој процени, (мерено учешћем циклично прилагођеног примарног биланса сектора државе у односу на 2025) фискална политика ће у овој години имати умерен експанзиван карактер. Ипак, не очекујемо веће инфлаторно дејство, имајући у виду да најављене стимулативне мере намењене потрошњи имају једнократан ефекат, док је умањење акциза на нафтне деривате предузето управо да би се спречили већи секундарни инфлаторни ефекти. У првој половини године **учешће фискалног дефицита у бруто домаћем производу износило је око 1% (уз учешће примарног суфицита од 0,6%)**. Јавни приходи су у првих шест месеци, у поређењу са истим периодом 2025, реално повећани за 8,6%, првенствено вођени растом прихода по основу зарада и од пореза на додату вредност као резултат раста приватне потрошње, а затим и непореских прихода и пореза на добит, по основу веће профитабилности привреде у 2025. години (за 11% у поређењу са 2024). Насупрот томе, очекивано, као резултат предузетих мера ради ублажавања глобалног енергетског шока, смањени су приходи од акциза на нафтне деривате. Јавни расходи забележили су раст од 10,1%, реално посматрано, чему су готово у подједнакој мери допринели већи издаци за плате у јавном сектору и пензије. Расту су у нешто мањој мери са сличним ефектом допринели капитални издаци, издаци за куповину робе и услуга, али и остали текући расходи и субвенције. На крају јуна, **учешће јавног дуга сектора државе у пројектованом бруто домаћем производу за ову годину износило је 44,1%** и било је испод границе критеријума из Мастрихта.

Упркос и даље ниској екстерној тражњи и ефектима глобалног енергетског шока, дефицит текућег рачуна платног биланса у шест месеци ове године био је нижи за 30,5% него у истом периоду 2025. и износио је 1,4 милијарде евра. Томе је допринело смањење дефицита у трговини робом и услугама на 3,1% бруто домаћег производа, као резултат бржег међугодишњег раста извоза робе и услуга (7,9%) од увоза (4,9%), као и повећања суфицита секундарног дохотка. Раст извоза је и даље вођен извозом прерађивачке индустрије, пре свега гранама повезаним са аутомобилском индустријом, као и растом извоза руде бакра, уз знатан допринос извоза услуга. С обзиром на остварења у првој половини године, **дефицит текућег рачуна на нивоу године**

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

Учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу у првој половини ове године износило је 3,1%, тако да ће на нивоу године дефицит бити нижи од пројектованог у мају и, према нашој новој процени, износиће око 4%.

биће нижи од пројектованог у мају и, према нашој новој пројекцији, износиће око 4% бруто домаћег производа. Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса, који је за шест месеци износио 1,9 милијарди евра, односио се на приливе портфолио инвестиција по основу емитовања државних и корпоративних хартија од вредности на међународном тржишту, чији је један део одмах искоришћен за превремени откуп раније емитованих еврообвезница, односно превремену отплату финансијских кредита. Прилив је остварен и по основу страних директних инвестиција у износу од 1,2 милијарде евра, док је нето прилив по овом основу износио 840 милиона евра.

Према првој процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у Србији у другом тромесечју ове године убрзао је на 3,6% и, према нашој процени, био је вођен растом активности услужних сектора и пољопривреде, али и опоравком прерађивачке индустрије и грађевинарства.

У току другог тромесечја активност у прерађивачкој индустрији се опоравила, као резултат раста производње у нафтној и хемијској индустрији, али и наставак позитивних резултата у гранама повезаним са аутомобилском индустријом. Раст активности бележи се и у рударству, док је производња у енергетици наставила да се смањује међугодишње посматрано, као последица примене регулативе о прекограничном прилагођавању емисија угљеника, а делом и смањеног хидропотенцијала. Према нашој процени, реализација пројеката повезаних са одржавањем изложбе „Експо”, а пре свега изградња саобраћајне инфраструктуре, резултирали су позитивним доприносом грађевинарства. На основу до сада објављених података Републичког завода за статистику о очекиваној производњи пшенице и раног воћа, као и услед очекиваног опоравка приноса јесењих култура с прошлогодишњих изузетно ниских нивоа, пројектујемо да је позитиван допринос потекао и од пољопривреде. Ипак, највећи позитиван допринос, као резултат раста приватне потрошње, дали су услужни сектори и нето порези.

Пројекцију раста бруто домаћег производа за 2026. годину благо смо ревидирали навише – са 3,0% у мају на 3,2% у новој пројекцији, док смо за 2027. годину пројекцију задржали на 4,5%, уважавајући и даље присутне ризике по основу геополитичких тензија и енергетског шока, који могу негативно да се одразе на инвестиционо и потрошачко поверење.

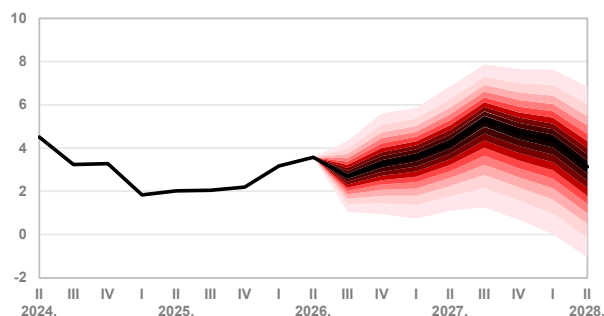
Повољније остварење у првој половини године од наших очекивања из маја утицало је на **благу ревизију навише пројекције бруто домаћег производа за ову годину, на 3,2%**, док смо, с обзиром на и даље присутне геополитичке тензије, наставак сукоба на Блиском истоку, волатилно кретање светских цена нафте и осталих енергената и неизвесност у погледу екстерне тражње, **задржали пројекцију раста за 2027. годину на 4,5%**. Убрзању раста у односу на ову годину допринеће одржавање међународне специјализоване изложбе „Експо”. У средњем року очекујемо ишчезавање утицаја привремених фактора и стабилнији темпо

привредног раста – око 3,5% годишње, што одговара потенцијалном нивоу раста. Раст економске активности биће вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос потрошње и инвестиција у основна средства, које ће бити подржане растом расположивог дохотка и наставком реализације инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. За 2026. годину сада пројектујемо да ће извоз и увоз расти приближно истим темпом, тако да очекујемо мање негативан допринос нето извоза расту бруто домаћег производа него у мајској пројекцији. С друге стране, у 2027. години очекујемо позитиван допринос нето извоза расту бруто домаћег производа, пре свега захваљујући расту извоза услуга повезаних са изложбом „Експо”.

Након што је била на узлазној путањи од марта, услед поскупљења нафтних деривата као последице знатног раста светске цене нафте, **међугодишња инфлација се у јуну поново нашла испод централне вредности циља** и износила је 2,7%, да би у јулу додатно успорила на 1,9%. На нижу инфлацију од наших очекивања изнетих у мајском Извештају о инфлацији највише је утицао већи међугодишњи пад цена хране од очекиваног, који је у јулу износио 6,1%, доминантно под утицајем снижених цена воћа и поврћа, услед изузетно доброг новог рода. И цене осталих прехранбених производа биле су ниже него у истом месецу претходне године, при чему ни неколико месеци након престанка важења уредбе о ограничењу трговачких маржи за прехранбене производе и производе кућне хемије није забележен знатнији раст цена. Мерена променом индекса потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, међугодишња базна инфлација је наставила да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља и у јулу је износила 4,5%. Кретање средњорочних инфлационих **очекивања финансијског сектора око централне вредности циља** указује на то да за сада нема већих секундарних ефеката енергетског шока на остале цене.

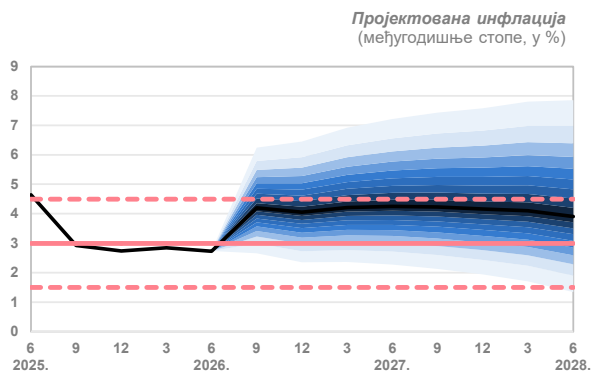
Ниже остварење у досадашњем току године у односу на наша очекивања утиче и на **нижу пројектовану просечну инфлацију за ову годину, која сада, према нашој процени, износи 3,2%**. Ипак, и према нашој новој пројекцији, по основу виших светских цена нафте и других примарних производа, у комбинацији с ниском базом из септембра прошле године услед примене уредбе којом су марже у трговини на велико и мало биле

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



Међугодишња инфлација се у јуну и јулу кретала испод нивоа пројектованих у мајској пројекцији.

Према нашој новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, с тим да ће се од септембра, делом по основу ниске базе из прошле године услед примене уредбе, а делом по основу ефеката раста светских цена енергената и других примарних производа, кретати благо изнад 4%, где ће се задржати и током 2027. године.



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

ограничене на 20%, инфлација би се од септембра текуће године могла наћи на нивоу благо изнад 4%. Током наредне године очекујемо да ће у смеру успоравања инфлације деловати постепено слабљење трошковних притисака из међународног окружења, као и пројектовано успоравање раста реалних зарада и њихово кретање у већој мери у складу с растом продуктивности, док ће у супротном смеру деловати ефекат ниске базе из ове године по основу знатног пада цена воћа и поврћа услед одличног рода. Као резултат ових супротстављених чинилаца, међугодишња инфлација би током целе наредне године требало да има стабилну динамику и да се задржи благо изнад 4%, да би крајем периода пројекције била постепено снижена.

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 имао је у виду да су геополитичке тензије и даље изражене и да се њихов утицај одражава на волатилна кретања на међународном робном тржишту. Поновно распламсавање сукоба на Блиском истоку могло би знатније да повећа глобалну инфлацију, не само због раста светске цене нафте већ и због утицаја на друге сегменте глобалне привреде, пре свега на раст трошкова контејнерског транспорта и минералних ђубрива, отежано функционисање ланаца снабдевања, као и погоршање инвестиционог и потрошачког поверења. Све то, по оцени Извршног одбора, захтева опрезан приступ у вођењу монетарне политике.

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 имао је у виду да су геополитичке тензије и даље изражене и да се то одражава на волатилна кретања на међународном робном тржишту, као и да би поновно распламсавање сукоба на Блиском истоку могло знатније погурати навише глобалну инфлацију, не само због раста светске цене нафте већ и због утицаја на друге сегменте глобалне привреде, пре свега на раст трошкова контејнерског транспорта и минералних ђубрива, отежано функционисање ланаца снабдевања, као и погоршање инвестиционог и потрошачког поверења. Све то, по оцени Извршног одбора, захтева опрезан приступ у вођењу монетарне политике.

Образложење одлука у јуну и јулу

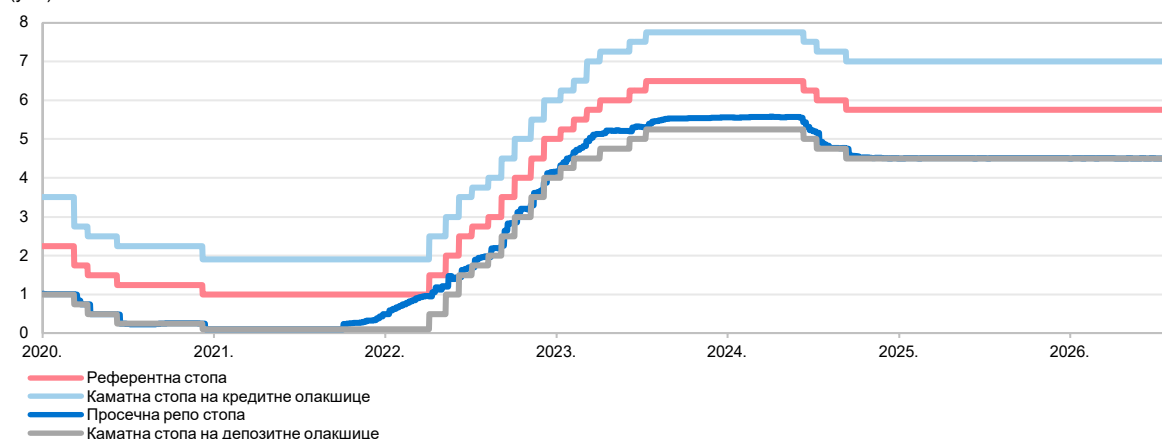
Приликом доношења одлука да током јуна и јула задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,75%, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, као и ризике из међународног окружења који могу утицати на њено кретање.

Пред јунску седницу Извршног одбора, сукоб на Блиском истоку био је у фази ескалације, а затварање пролаза кроз Ормуски мореуз за већину бродова изазивао је забринутост да би енергетска криза могла да подстакне поновни знатан раст инфлације на глобалном нивоу. Поред тога што раст светске цене нафте доводи до раста цена нафтних деривата, могући су и индиректни ефекти, преко виших трошкова за

предузећа, као и виших инфлационих очекивања. С друге стране, по том основу смањује се расположиви доходак становништва за потрошњу, повећава неизвесност и слаби економска активност, што додатно усложњава процес одлучивања о монетарној политици. Упркос знатном расту светке цене нафте, приликом одлучивања о висини референтне каматне стопе у јуну, подаци су показивали да у Србији за сада доминирају примарни инфлациони ефекти, док су секундарни ефекти били ограничени.

У другој половини јуна тензије на Блиском истоку су ублажене постизањем примирја током преговора о окончању сукоба, а светска цена нафте се спустила близу нивоа пре ескалације сукоба (на око 70 долара по барелу). Ипак, треба имати у виду да ситуација на Блиском истоку није стабилна, што је и показало кретање светске цене нафте на 78

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



Извор: НБС.

долара по барелу непосредно пред јулску седницу Извршног одбора, и да она и даље представља један од кључних извора глобалне неизвесности, чије би поновно распламсавање могло знатније да погура навише глобалну инфлацију, не само због раста светске цене нафте већ и због утицаја на друге сегменте глобалне привреде, пре свега раст трошкова контејнерског транспорта и минералних ђубрива, отежано функционисање ланаца 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. За земље нето увознице енергената, укључујући и Србију, **и даље су појачани ризици навише по инфлацију и наниже по привредни раст**, што захтева опрезно вођење монетарне политике.

Када је реч о **домаћој инфлацији**, она је наставила да се креће у границама циља ($3 \pm 1,5\%$), с тим да је, у складу са очекивањима Извршног одбора, у априлу и мају била изнад централне вредности циља и износила 3,3% и 3,5% м.г., респективно, у највећој мери због раста светске цене нафте и по том основу виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту у том периоду. Раст цена нафтних деривата услед раста глобалне цене нафте био је ублажен мерама које је донела Влада Републике Србије – смањење акциза на гориво и снабдевање тржишта из сопствених резерви. Народна банка Србије је наставила да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса и истицање спремности да реагује свим расположивим инструментима ако буде било потребно. Све то заједно ограничило је секундарне ефекте преливања раста светских цена нафте и тиме спречило знатнији раст инфлације. Када су у питању остале цене, важно је истаћи да цене хране од новембра 2025, м.г. посматрано, бележе пад, као и да ни неколико месеци након истека уредбе о ограничењу трговачких маржи нема већих корекција цена производа који су били обухваћени уредбом. С обзиром на за сада добру пољопривредну сезону и род воћа и поврћа, Извршни одбор је имао у виду да би цене непрерађене хране могле и наредних месеци имати дезинфлаторни утицај на инфлацију. Базна инфлација је била релативно стабилна и кретала се око горње границе циља за укупну инфлацију.

Задржавајући висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је узео у обзир да би инфлација, према тада последњој расположивој, мајској средњорочној пројекцији, требало да успори до септембра, а да се

затим нађе око горње границе циља као последица ниске базе из септембра прошле године услед примене уредбе којом су марже у трговини на велико и мало биле ограничене на 20%. Услед оствареног раста светске цене нафте и других примарних производа након избијања сукоба на Блиском истоку, као и више увозне инфлације, Извршни одбор је очекивао да би инфлација крајем ове или почетком наредне године могла привремено да пређе горњу границу циља. Под претпоставком да је енергетски шок био привремен и да ће светска цена нафте крајем ове и током наредне године бити око 80 долара по барелу или нижа, инфлација би требало да успори и да се релативно брзо врати у границе циља (до средине 2027), а затим да у тим границама остане до краја периода пројекције. Према оцени Извршног одбора, успоравању инфлације током наредне године допринеће очекивано постепено слабљење трошковних притисака из међународног окружења, као и очекивано успоравање раста реалних зарада.

Кретања у реалном сектору од почетка године била су повољнија од очекивања. Према подацима РЗС-а, у Т1 остварен је реални м.г. раст БДП-а од 3,2%, што је за 0,2 п.п. више од прелиминарне процене и претпоставке Извршног одбора из мајског Извештаја о инфлацији. Раст је био вођен услужним секторима, а позитиван допринос потекао је и од пољопривреде. Показатељи реалног сектора у априлу и мају бележили су повољна кретања, уз опоравак прерађивачке индустрије (након лошијег почетка године због проблема у пословању НИС-а) и релативно висок раст промета у трговини на мало и туризму. Упркос глобалној неизвесности и смањењу тражње из ЕУ и региона, извозни сектор Србије показао је отпорност, захваљујући производној и географској диверсификацији и претежно извозно оријентисаним СДИ. Релативно повољни временски услови и добро стање усева пружали су основу за очекивања да ће приноси у пољопривреди бити бољи него прошле године, као и у односу на вишегодишњи просек. У досадашњем току године, расту БДП-а доприносили су и домаћа тражња и нето извоз, при чему се у наредном периоду додатни позитивни ефекти на економску активност могу очекивати од одржавања специјализоване изложбе „Експо”. Извршни одбор је констатовао да подршку економској активности пружа и знатни раст кредитне активности према привреди и становништву, који је у мају износио 16,4% м.г. Ипак, економска активност остаје под утицајем глобалне неизвесности изазване геополитичким тензијама и волатилних цена енергената, што може негативно да се одрази на инвестиционо и потрошачко поверење и токове капитала.

Према оцени ММФ-а,¹ глобалне економске изгледе обликују две снажне силе које делују у супротним смеровима: дуготрајне последице енергетског шока изазваног сукобом на Блиском истоку и инвестициони бум подстакнут технолошким развојем. Њихов укупни ефекат знатно се разликује међу земљама, у зависности од њихове изложености сукобу на Блиском истоку и положаја у технолошком ланцу вредности. Оцењујући да је светска економија за сада издржала енергетски шок боље него што се очекивало, ММФ пројектује да ће глобални привредни раст износити 3,0% у 2026. години и 3,4% у 2027. години, тј. очекује опоравак у облику латиничког слова *V*: слабији раст ове године у односу на прогнозу пре избијања сукоба на Блиском истоку, а затим опоравак наредне године. Пројекције ММФ-а полазиле су од претпоставке да ће се Ормуски мореуз поновно отворити средином јула, да ће се озбиљније несташице избећи даљим смањењем залиха и да ће се услови у великој мери вратити на стање пре сукоба до марта 2027. године.

Када је у питању наш најважнији трговински партнер – **зона евра**, ММФ пројектује раст од 0,9% у 2026. години и 1,2% у 2027. години, при чему је прогноза за 2026. нижа за 0,2 п.п. у односу на *WEO* из априла. То одражава значајан негативан пренос ефеката из Т1, пре свега услед кретања у Ирској, али и слабијег замаха у другим економијама, као и негативног утицаја виших цена енергената и ниског поверења потрошача. За Србију, то може да значи потенцијално слабију тражњу у кратком року, а тиме и спорију динамику извоза робе и услуга. Притом, очекује се да ће и монетарна политика ЕЦБ-а бити мање подстицајна него у претходном периоду. **ЕЦБ** је у јуну повећала своју референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на 2,25%, након што је **инфлација у зони евра** у мају достигла 3,2%, пре објаве јунског податка од 2,8%. Ова одлука ЕЦБ-а донета је уз оцену да је повећање неопходно како би се инфлација вратила на циљ од 2% у 2027. години.

С друге стране, **ФЕД** није мењао висину распона своје референтне каматне стопе, а с обзиром на то да се светска цена нафте вратила приближно на ниво пре ескалације сукоба на Блиском истоку, тржишни учесници то не очекују ни на следећој седници. Пажњу јавности привлаче потези новог председника ФЕД-а, који је најавио смањење значаја смерница о будућој монетарној политици (*forward guidance*), при чему је већ у саопштењу с јунског састанка

FOMC-а уклоњена усмеравајућа формулација о монетарној политици у кратком року, што би могло да доведе до већег ослањања тржишних учесника на сопствене процене потеза ФЕД-а.

Образложење одлуке у августу

Одлучујући о висини референтне каматне стопе у августу, Извршни одбор је имао у виду да се м.г. инфлација у јуну вратила на ниво пре енергетског шока, тј. испод централне вредности циља од 3%, да би у јулу била додатно снижена на 1,9%. Остварена инфлација у претходним месецима била је нижа од очекиване, пре свега услед изузетно доброг рода воћа и поврћа, што се одразило на ниже цене ових производа. Истовремено, за сада су изостали знатнији секундарни ефекти енергетског шока на домаћу инфлацију. Имајући у виду наведена кретања, Извршни одбор је оценио да ће инфлација у 2026. години бити нижа од пројектоване у мајској пројекцији и да ће, након очекиваног привременог повећања у септембру на око 4% услед ефекта ниске базе повезаног с прошлогодишњом применом уредбе о ограничењу трговачких маржи, наставити да се креће у границама циља током целог периода пројекције. У таквим условима, Извршни одбор је оценио да је постојећи карактер монетарне политике адекватан и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу.

Истовремено, Извршни одбор је наставио да пажљиво прати кретања у међународном окружењу, пре свега у вези са ескалацијом сукоба на Блиском истоку и кретањем светских цена нафте. Иако су досадашњи ефекти ових фактора на глобалну инфлацију и економску активност били умеренији од првобитно очекиваних, неизвесност остаје повишена, посебно имајући у виду зависност домаће економије од кретања цена енергената и глобалних ланаца снабдевања.

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

¹ ММФ, *WEO*, јул 2026.

III. Кретање инфлације

Након што је била на узлазној путањи од марта до маја услед поскупљења нафтних деривата као последице знатног раста светске цене нафте, **мг. инфлација** се у јуну поново нашла испод централне вредности циља и износила 2,7%. На нижу **мг. инфлацију** од наших очекивања изнетих у мајском Извештају о инфлацији највише је утицао већи од очекиваног пад цена хране, који је у јуну износио 3,7% **мг.**, доминантно под утицајем снижених цена воћа и поврћа, по основу високог новог рода. И цене осталих прехранбених производа су, **мг. посматрано**, смањене у јуну, при чему су цене производа који су претходно били обухваћени уредбом и током Т2 остале испод августовских нивоа, **тј. пре увођења уредбе**.

Инфлациона очекивања финансијског сектора у средњем року наставила су да се крећу око централне вредности циља од 3%, што је потврда очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

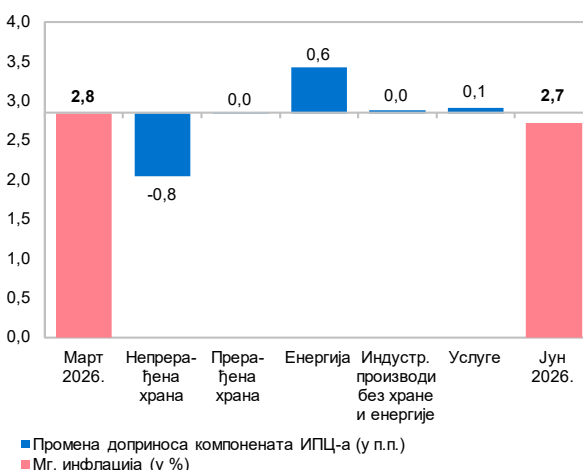
Кретање инфлације у Т2

Након што је због раста цена нафтних деривата у априлу и мају **мг. инфлација** убрзана на 3,3% и 3,5%, респективно, у јуну је успорила на 2,7%. На успоравање инфлације у јуну доминантно је утицао наставак **мг. пада** цена хране, пре свега воћа и поврћа, али и ниже цене индустријско-прехранбених производа.

У односу на март, у јуну је снижен допринос **цена непрерађене хране мг. инфлацији**, за 0,8 п.п., по основу **мг. пада** цена свежег воћа (–9,8%) и свежег меса (–3,3%), чија је светска цена такође снижена у јуну, док је пад цена свежег поврћа у јуну (–8,2%) био сличан као у марту. У супротном смеру је деловао већи допринос **цена енергије**, за 0,6 п.п., највише због убрзаног раста цена нафтних деривата током априла и маја, на које се пренео раст светске цене нафте, услед сукоба на Блиском истоку. Допринос **цена услуга** мг. инфлацији у јуну благо је повећан, за 0,1 п.п., док је допринос **цена прерађене хране и индустријских производа (без хране и енергије)** био готово идентичан као у марту.

Мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, **мг. базна инфлација** се током Т2 кретала око горње границе дозвољеног одступања од циља и у јуну је износила 4,6%. Као и у Т1, и у јуну је око четири петине оствареног раста базне инфлације потекло од цена услуга, које су у јуну **мг. повећане** за 6,6%, при чему су цене производа у оквиру базне инфлације благо убрзале **мг. раст**, на 2,3%. Изведена мера базне инфлације – *trimmed mean* (добијена по искључењу 15%

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



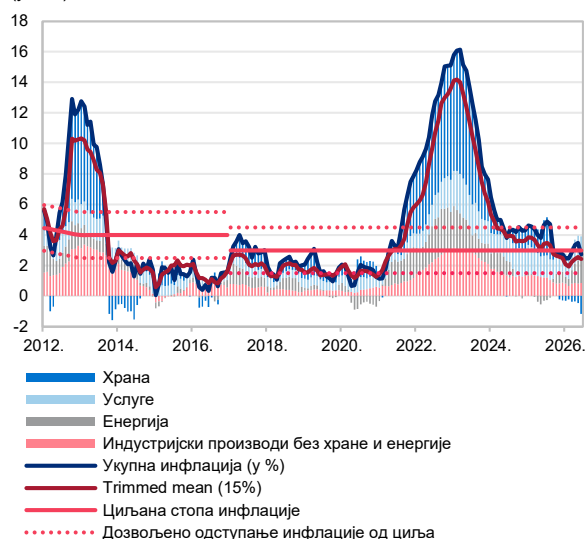
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т2 2026.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера) и током Т2 кретала се испод укупне инфлације, те је у јуну износила 2,4% мг.

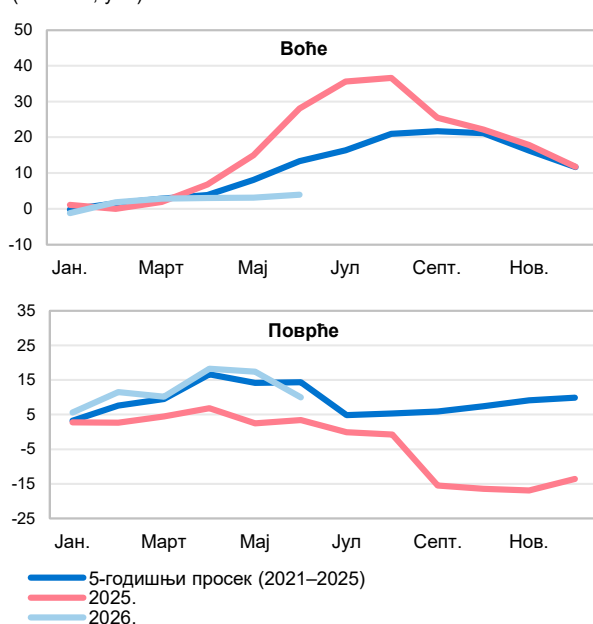
Тромесечно посматрано, **потрошачке цене су у Т2 порасле за 1,3%** (идентично као у Т1), што је испод очекивања изнетих у мајском Извештају о инфлацији (за 0,6 п.п.), доминантно по основу нижих цена воћа и поврћа. Стопа раста **цена воћа** од 1,1% у Т2 најнижа је откад се инфлација мери ИПЦ-ом, док је код **цена поврћа**, због пада у јуну, уместо уобичајеног сезонског раста у Т2 евидентиран пад од 0,1%. Укупно посматрано, **цене непрерађене хране су у Т2 незнатно повећане**, за 0,3%. Истовремено, **цене прерађене хране повећане су за 0,6%**, што је резултирало растом **цена на нивоу групе хране и безалкохолних пића** од 0,5% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.). У Т2 је забележен раст цена пшеничних производа, месних прерађевина и безалкохолних пића, на супрот чега је деловао пад цена кондитора, на који се пренео и пад светских цена шећера у јуну. Притом, цене већине производа из категорије прерађене хране који су били под уредбом ни током Т2 нису знатније кориговане.²

Цене енергије су порасле за 2,4% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), по основу поскупљења нафтних деривата од 6,1% у априлу и мају, у условима раста светске цене нафте. У јуну цене нафтних деривата нису се мењале, јер је пад светске цене нафте компензован снижењем процента умањења акциза са 20% на 5% током јуна. Цене осталих енергената биле су стабилне током Т2.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) повећане су за 1,2% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), у највећој мери због сезонског поскупљења одеће и обуће (3,2%), а у мањој мери и виших цена кућне хемије и лекова, док је допринос осталих индустријских производа инфлацији у Т2 био незнатан.

Цене услуга су у Т2 забележиле раст од 1,8% (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), који се првенствено дугује сезонски уобичајеном поскупљењу туристичких пакет-аранжмана (27,4%), а у мањој мери и вишим ценама закупа станова, комуналних, транспортних и угоститељских услуга. Раст цена

Графикон III.0.3. Кумулативни раст цена воћа и поврћа (месечно, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

² Детаљније о кретању цена производа који су били обухваћени уредбом видети у Осврту 1, на стр. 15.

услуга је, заједно с вишим ценама појединих индустријских производа, определио раст **цена у оквиру базне инфлације** од 1,6% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.), који је био у складу с нашим очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији.

Регулисане цене су повећане за 0,3% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), под утицајем виших цена комуналних услуга и лекова. На мг. нивоу, регулисане цене су успориле раст на 7,3% у јуну (са 7,8% у марту).

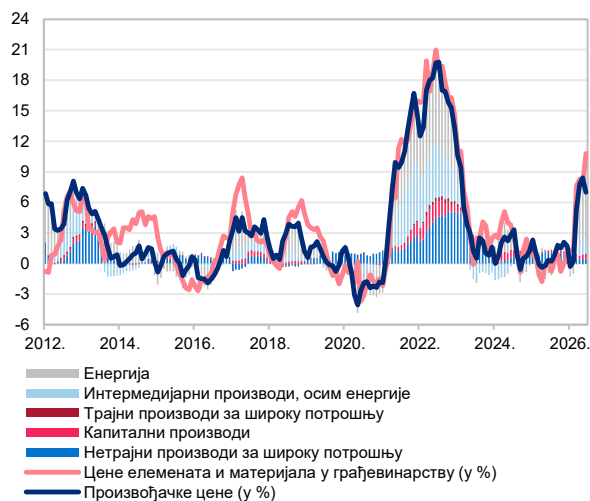
Произвођачке и увозне цене у Т2

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште и цене елемената и материјала за уградњу у грађевинарству на тромесечном нивоу успориле су раст у Т2 у односу на Т1, док су на мг. нивоу убрзале раст због испољавања базног ефекта.

На нивоу тромесечја, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у Т2 су повећане за 1,2%, док су, мг. посматрано, ове цене убрзале раст, који је у јуну износио 7,0% (5,3% у марту). Највећи позитиван допринос мг. расту, од 4,7 п.п., пружиле су цене у производњи енергије, на чији убрзан раст је, поред ниске прошлогодишње базе, утицао и знатан пораст светске цене нафте. Позитиван допринос од 1,5 п.п. потекао је од цена интермедијарних производа (основних метала, хемијских и металних производа), а у мањој мери и од цена капиталних производа (0,6 п.п.), пре свега моторних возила и произвођачких цена нетрајних производа за широку потрошњу (0,4 п.п.), углавном прехранбених производа. Ипак, мг. допринос произвођачких цена хране у јуну је био нижи него у марту, што је делом последица и високе прошлогодишње базе. Насупрот томе, благи негативан допринос мг. динамици цена произвођача индустријских производа у јуну (од 0,1 п.п.) пружиле су произвођачке цене трајних производа за широку потрошњу.

На нивоу тромесечја, **цене елемената и материјала за уградњу у грађевинарству** у Т2 су повећане за 4,0%, док су на мг. нивоу убрзале раст на 10,8% у јуну (са 7,6% у марту), што је делом последица и ниске прошлогодишње базе.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

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



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

Тромесечни раст увозних цена исказаних у динарима³ у Т2 износио је 0,5%, док су на мг. нивоу убрзале раст на 3,8% у јуну (са 1,3% у марту), уз позитиван допринос свих посматраних компонената. Највећи допринос, од 3,0 п.п. збирно посматрано, потекао је од цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимиране извозним ценама Немачке), као и цена услуга из увоза (апроксимиране базном инфлацијом у зони евра). Позитиван допринос потиче и од светске цене нафте изражене у динарима (од 0,6 п.п.). Незнатан допринос мг. расту увозних цена у јуну, од по 0,1 п.п., пружиле су цене гаса из увоза и светске цене примарних пољопривредних производа.

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.

Осврт 1: Кретање цена производа који су били под уредбом о ограничењу маржи

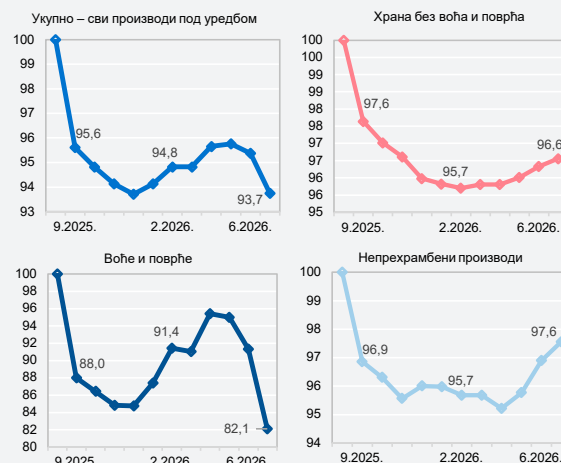
У овом осврту анализирали смо кретање цена производа који су били обухваћени уредбом о ограничењу маржи у трговини на велико и мало, имајући у виду да је од престанка важења ове уредбе протекло неколико месеци и да се сада прецизније може сагледати у којој мери су цене прилагођене, као и да ли су по овом основу ојачали инфлаторни притисци. С обзиром на то да су поједини делови уредбе мењани током њене примене од септембра прошле до фебруара ове године, нарочито они делови који се тичу фактурних цена, као и да су цене воћа и поврћа подложне утицају сезонских фактора, детаљније смо анализирали цене индустријско-прехрамбених производа и производа кућне хемије.

Анализа је показала да цене око 75% производа обухваћених уредбом, закључно с јулом, нису достигле нивое забележене пре њеног увођења (Графикон О.1.1). Кумулативно посматрано, цене ових производа су током периода важења уредбе смањене за 5,2%, а у претходних пет месеци за 1,1%. Ако се искључе цене воћа и поврћа, цене осталих прехрамбених производа су током важења уредбе снижене у нешто мањој мери, за 4,3%, док су у претходних пет месеци порасле за 1,0% (Табела О.1.1). То указује да по истеку уредбе цене ових производа нису значајније

кориговане и по том основу су изостали већи инфлаторни притисци. Заједничко готово свим категоријама производа, и прехрамбених и непрехрамбених, јесте да су њихове цене у целом посматраном периоду – од августа 2025. до јула 2026. године – забележиле кумулативни пад, који је код житарица и тестенина износио 10%, код кондиторских производа, свежег меса и осталих прехрамбених производа око 9,0%, а код непрехрамбених производа 2,4%. Насупрот томе, кумулативни раст у периоду од августа прошле године до јула ове године евидентиран је код цена хлеба, који је поскупео у фебруару, а у знатно мањој мери и код цена безалкохолних пића.

Оваква кретања цена производа који су били под уредбом одразила су се и на њихову мг. динамику, с обзиром на то да је од марта, тј. од када је престало важење уредбе, до јула мг. пад цена индустријско-прехрамбених производа више него удвостручен (–2,7% наспрам –1,2%), тако да је негативан допринос ових цена укупној мг. инфлацији повећан са 0,3 п.п. у марту на 0,7 п.п. у јулу. С друге стране, код цена производа кућне хемије и личне козметике ублажен је мг. пад, који је у јулу износио 2,2% (након 3,5% у марту). Иако је код ове категорије раст цена од марта до јула био нешто већи него код хране (2,0%), ове цене се и даље налазе знатно испод нивоа из августа 2025. године.

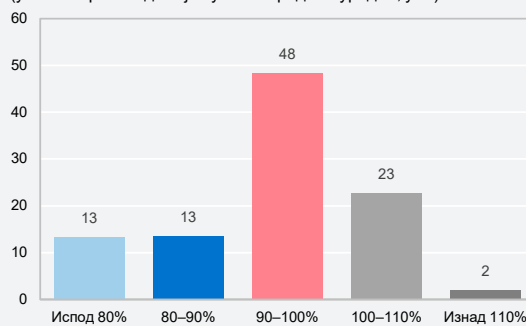
Графикон О.1.1. Индекс цена по групама производа под уредбом (август 2025 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.1.2. Поређење нивоа цена из јула 2026. и августа 2025.

(учешће производа који су били предмет уредбе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Ризици враћања маржи на нивое пре доношења уредбе знатно су ублажени по основу доношења новог сета закона из области трговине, који су ступили на снагу почетком маја. Њихов циљ је био унапређење регулације тржишта и спречавање појаве непоштених трговачких пракси. **Највећи ефекат се очекује од новог Закона о трговачким праксама за одређене врсте производа,¹ који је усклађен с прописима ЕУ, а чија примена треба да спречи злоупотребу преговарачке моћи малопродајних ланаца и омогући поштеније услове пословања за произвођаче, посебно у пољопривредно-прехрамбеном сектору.** Комисија за заштиту конкуренције, која ће бити надлежна за спровођење овог закона, донела је у међувремену Упутство којим се ближе уређују непоштене трговачке праксе² са списком 14 трговачких пракси које су према закону на црној листи. Напомињемо да смо у мартовском издању Зборника Народне банке Србије³ у једном од радова економетријски показали да у домаћем прехрамбеном ланцу постоји неједнака тржишна позиција произвођача прехрамбених производа и трговаца на мало. Поред Закона о трговачким праксама за одређене врсте производа, који производи директне ефекте, по основу спровођења измена и допуна Закона о трговини⁴ и Закона о заштити потрошача⁵ очекују се индиректни ефекти с обзиром на то да су наведене допуне усвојене с циљем интензивирања конкуренције међу трговцима, веће транспарентности њиховог пословања и боље информисаности потрошача. Томе би требало да допринесе и законска обавеза објављивања ценовника у реалном времену, као и јасније уређење акцијских продаја прецизнијим дефинисањем тзв. „претходне цене”, односно цене која је важила пре снижења.

У целини посматрано, ова законска решења требало би да допринесу успостављању праведнијих односа у ланцима снабдевања храном и непрехрамбеним производима, унапређењу пословне праксе и већој заштити потрошача, што би, индиректно, требало да делује у правцу очувања опште стабилности домаћих цена.

Табела О.1.1. Промене цена по групама производа под уредбом
(август 2025 – јул 2026)

Група производа	Промена током уредбе авг. '25 → феб '26	Промена од укидања уредбе март '26 → јул '26	Кумулативно авг. '25 → јул '26
Укупно – сви производи под уредбом	-5,2%	-1,1%	-6,3%
Укупно без воћа и поврћа	-4,3%	+1,0%	-3,3%
Храна без воћа и поврћа	-4,3%	+0,9%	-3,4%
Млечни производи	-2,0%	+0,7%	-1,3%
Свеже месо	-8,7%	+0,1%	-8,6%
Безалкохолна пића	-0,9%	+1,4%	0,5%
Хлеб и брашно	1,2%	+1,8%	3,0%
Прерађено месо	-4,9%	+1,7%	-3,3%
Остали прехрамбени производи	-10,8%	+1,8%	-9,1%
Шећер, чоколада	-6,8%	-2,4%	-9,0%
Уље и масти	-2,4%	+0,9%	-1,6%
Тестенине и житарице	-12,7%	+2,8%	-10,3%
Риба	-4,2%	+3,3%	-1,0%
Јаја	2,4%	-4,1%	-1,7%
Непрехрамбени производи	-4,3%	+2,0%	-2,4%
Опрема за стан	-3,7%	+1,5%	-2,2%
Остало	-4,9%	+2,3%	-2,7%
Воће и поврће	-8,6%	-10,2%	-17,9%
Поврће	-3,0%	-13,5%	-16,1%
Воће	-16,8%	-4,0%	-20,1%

Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹ „Службени гласник РС”, број 35/2026.

² „Службени гласник РС”, број 57/2026, <https://kzk.gov.rs/komisija-usvojila-uputstvo-kojim-se-b>

³ https://www.nbs.rs/documents/publikacije/zbornik/zbornik_radova_03_26_1.pdf

⁴ „Службени гласник РС”, број 35/2026.

⁵ „Службени гласник РС”, број 35/2026.

Инфлациона очекивања

Кретање инфлационих очекивања у претходним месецима указује на то да за сада није било већих секундарних ефеката раста светске цене нафте на остале цене. Штавише, очекивања финансијског сектора и становништва бележе пад, што је резултат делимичног смиривања тензија на Блиском истоку.

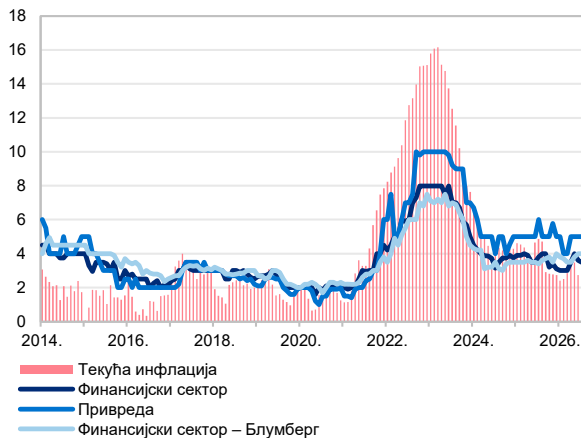
Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према резултатима јулске анкете агенције **Нинамедија**, наставила су да се крећу у границама циља Народне банке Србије, **при чему је у јуну и јулу забележен пад** (са 4,0% у мају) на 3,6% и 3,5%, респективно. Одговори свих финансијских институција налазе се унутар граница циља Народне банке Србије. Према јунској и јулској анкети агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред износе 4,0%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред у јулу су износила 5,0% и непромењена су од априла. У наредна три месеца, као и током наредних 12 месеци, већина испитаника (76,3% и 66,4%, респективно) очекује да ће цене инпута у производњи остати непромењене. Таква очекивања има и 71,5% испитаника у погледу цена готових производа и услуга у наредна три месеца, док у наредних 12 месеци већина (53,3%) очекује њихов раст. Према резултатима анкете у оквиру праћења показатеља *ESI*, у јуну је смањен нето проценат привредника у сектору индустрије који очекују раст цена својих производа у наредна три месеца у односу на мај (на 16,4 п.п., са 20 п.п.).

Краткорочна инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред смањена су у јуну и јулу на 10%, што представља најнижи ниво од јуна 2024. године. На пад краткорочних очекивања вероватно је утицало смањење цена прехранбених производа и светске цене нафте. 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 јулу 2026. износио 21,2 поена и био нижи од индекса перципиране инфлације (42,6 поена).

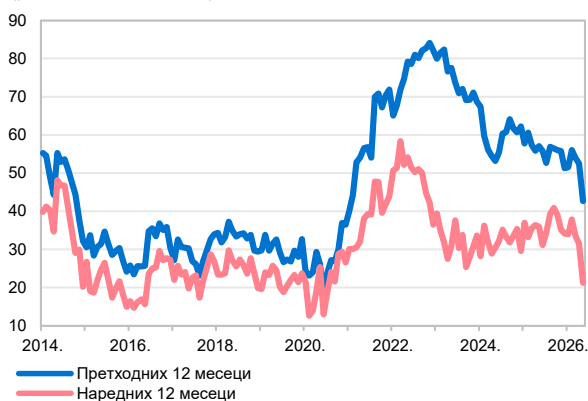
Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора усидрена су у границама циља Народне банке Србије и у јулу су за две и три године унапред износила 3,0%, уз наставак

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



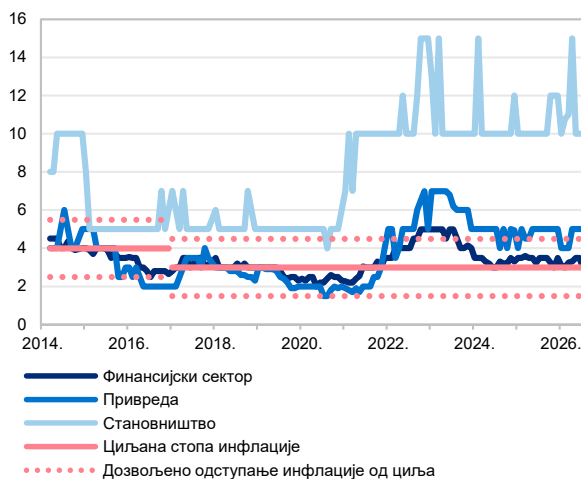
Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.

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



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

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



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

кретања у интервалу 3,0–3,5% од јануара 2024. године. **Средњорочна очекивања сектора привреде за две и три године унапред** од априла се налазе на нивоу од 5,0%. **Инфлациона очекивања становништва** виша су него код других сектора, али су и она смањена и од маја износе 10,0% и за две и за три године унапред.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Тражња за динарским државним ХоВ знатно је повећана током јуна, уз високо учешће нерезидената и у примарном и у секундарном трговању. Извршина стопа приноса по којој су продате петогодишње ХоВ на примарном тржишту износила је 5,00%, што је за 41 б.п. изнад стопе с претходне аукције одржане у мају. Истовремено, просечне стопе приноса на секундарном тржишту забележиле су благи раст, који је био израженији за ХоВ краће преостале рочности.

Каматне стопе на динарске и евроиндексиране кредите привреди и становништву забележиле су благи раст током Т2, уз и даље снажну кредитну активност банака. Просечна каматна стопа на евроиндексиране стамбене кредите становништву задржана је на нивоу од 4,5%.

Каматне стопе

На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током Т2 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.

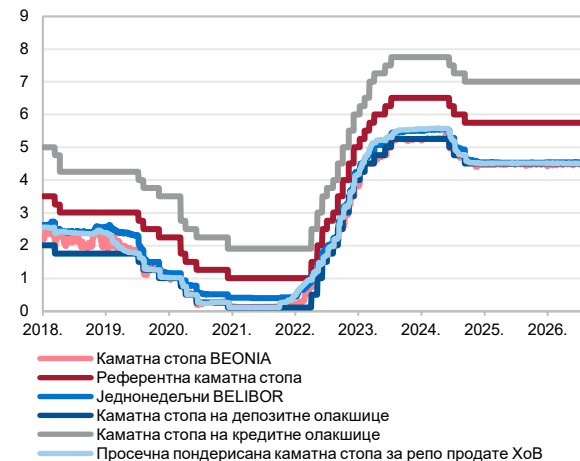
Каматна стопа на **преконоћном међубанкарском тржишту новца, BEONIA**, и током Т2 2026. кретала се око нивоа од 4,50% или благо испод. Минималне осцилације бележиле су и каматне стопе **BELIBOR**, које су се кретале у распону од 4,51% за најкраћу рочност до 4,75% за рочност од шест месеци. Повлачење вишкова динарске ликвидности путем главних операција је смањено, о чему сведочи пад просечног дневног стања репо продатих ХоВ у односу на март, за 82,7 млрд динара, на 252,8 млрд динара у јуну, док је просечно дневно стање депозитних вишкова забележило благ раст, за око 16 млрд динара, на 142,6 млрд динара. То се може довести у везу с рестриктивним монетарним ефектом државе, тј. повећањем депозита државе код Народне банке Србије. Истовремено, настављена је снажна кредитна активност банака према становништву и привреди.

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



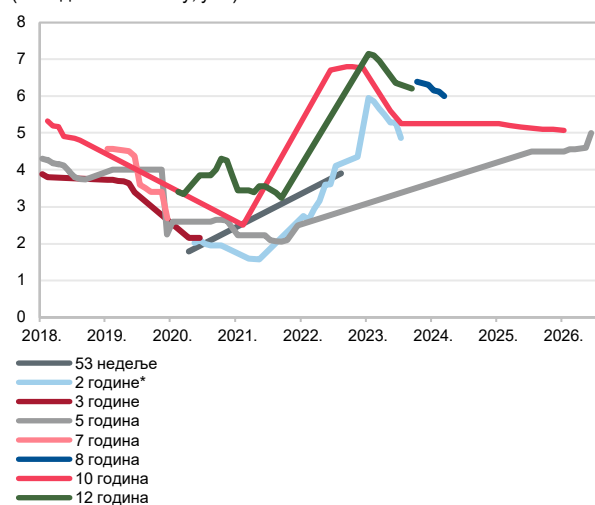
Извор: НБС.

Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



Извор: Министарство финансија.

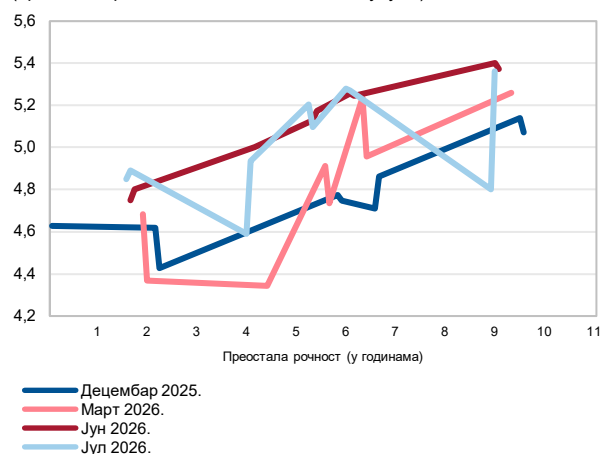
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу Народне банке Србије.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ током Т2 2026. одржане су две аукције петогодишњих ХоВ. На првој аукцији у мају, реализација ових обвезница била је нижа од планиране (продате су 2,2 млрд динара у односу на планирани обим од 10,0 млрд динара), по стопи приноса од 4,59%. На следећем реотварању у јуну, реализација је била знатно виша – продате су обвезнице у номиналном износу од 27,6 млрд динара, готово троструко више од планираног износа, чиме је продат целокупан обим емисије ових обвезница од 135 млрд динара, док је у односу на аукцију из маја стопа приноса повећана за 41 б.п., на 5,00%. На јунској аукцији забележено је и знатно учешће нерезидената, који су купили 15 млрд динара, а затим и били нето купци ових хартија на секундарном тржишту. Како није било доспећа претходно емитованих обвезница, стање портфеља динарских ХоВ крајем јуна повећано је на ниво од 815,2 млрд динара.

На дан салдирања јунске аукције петогодишњих динарских обвезница (преостале рочности четири године), на секундарном тржишту динарских ХоВ реализован је знатан промет управо ових ХоВ, у износу од 63,8 млрд динара. Део ових трансакција односио се на нето куповину од стране нерезидената, на шта указује повећање стања њиховог портфеља динарских обвезница за око 12 млрд динара на датум салдирања. Укупан промет на секундарном тржишту динарских ХоВ током Т2 2026. износио је 89,7 млрд динара, што је за 50,9 млрд динара више него у Т1. Просечна стопа приноса петогодишњих ХоВ (преостале рочности четири године) на секундарном тржишту изједначила се са извршном стопом с примарне аукције (5,00%), што представља повећање за 66 б.п. у поређењу с просечним стопама по којима се овим ХоВ трговало у марту. Раст приноса забележен је и код ХоВ других преосталих рочности, при чему је био израженији на краћем и средњем делу криве. Просечни пондерисани приноси на обвезнице преостале рочности до две и око пет година повећани су за 25 б.п. и 32 б.п., на 4,78% и 5,13%, респективно, док су у случају рочности око шест и око девет година повећани за 12 б.п. и 11 б.п., на 5,24% и 5,37%, респективно.

Током Т2 нису одржане аукције државних ХоВ у еврима, али како су доспеле претходно емитоване десетогодишње обвезнице у износу од 120 млн евра, стање портфеља ХоВ у еврима смањено је на 1.726,9 млн евра крајем јуна.

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 2026. на међународном финансијском тржишту први пут у историји емитовала еврообвезнице у три транше, у износу од око 3 млрд противвредности у еврима (тражња је премашила 8 млрд евра), рочности пет, десет и 12 година, по купонским стопама у еврима од 4,25%, 4,66% и 4,875%, респективно. Десетогодишња еврообвезница емитована је у доларима (преостале две у еврима), док 12-годишња еврообвезница носи зелену ознаку. Ова трансакција салдирана је у мају.

Каматна стопа на динарске кредите привреди повећана је током Т2 2026 за 0,4 п.п., на 7,1% у јуну, вођена растом каматних стопа на остале некатегорисане кредите за 1,1 п.п., на 7,3%, а у мањој мери и растом каматних стопа на инвестиционе кредите и кредите за обртна средства, за по 0,2 п.п., на 8,9% и 6,8%, респективно. **Каматна стопа на нове динарске кредите становништву** повећана је за 0,2 п.п., на 8,5% у јуну, вођена благим растом камате на готовинске кредите – за 0,1 п.п., на 8,4%.

Током Т2 2026. каматне стопе **на нове кредите привреди у еврима повећане су** за 0,3 п.п., на 5,1% у јуну, у складу с растом стопа *EURIBOR* у распону 20–30 б.п., у ишчекивању повећања каматних стопа ЕЦБ-а које се реализовало средином јуна. Унутар структуре кредитирања, раст је био вођен повећањем каматне стопе на кредите за обртна средства, за 0,5 п.п., на 5,1%. Расту је у нешто мањој мери допринела готово идентична динамика раста каматне стопе на остале некатегорисане кредите. Каматне стопе на кредите **становништву у евро знаку током Т2 2026. благо су повећане**, за 0,1 п.п., на 4,8%, услед раста каматне стопе на остале некатегорисане кредите за 0,3 п.п., на 6,4%, док је каматна стопа на најзаступљеније евроиндексиране кредите становништву, стамбене кредите, остала непромењена на нивоу од 4,5%.

Каматне стопе по основу **прекорачења по текућем рачуну и дуга по кредитним картицама**⁴ у јуну су смањене, за 0,1 п.п. и 0,3 п.п., на 17,0% и 14,4%, респективно. У односу на крај 2024. године, камате на ове, уједно и најскупље видове задуживања знатно су смањене, за 10,8 п.п. и 8,0 п.п., респективно, услед примене ограничења каматних стопа у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга.

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.

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

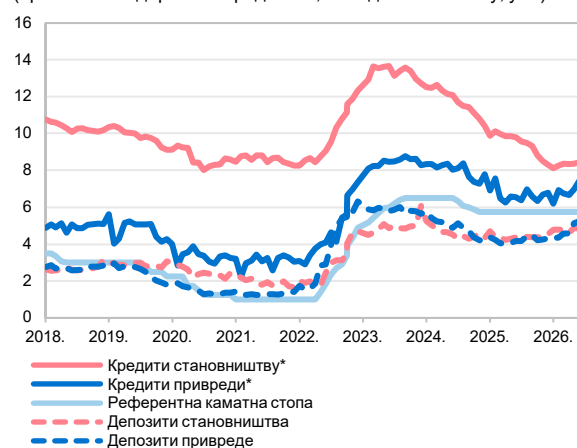
	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2025.			2026.		
	T4	T1	T2	T4	T1	T2
Укупни кредити становништву*	8,1	8,3	8,5	4,6	4,7	4,8
Готовински кредити	8,2	8,3	8,4	3,4	3,2	3,5
Стамбени кредити	10,0	11,8	11,7	4,5	4,5	4,5
Потрошачки кредити	2,0	3,3	3,1	5,5	5,3	5,4
Остали кредити	8,7	9,7	9,7	5,7	6,1	6,4
Укупни кредити привреди*	6,2	6,7	7,1	4,8	4,8	5,1
Кред. за обртна сред.	6,1	6,6	6,8	4,5	4,6	5,1
Инвестициони кред.	7,2	8,8	8,9	5,1	5,1	5,2
Остали кредити	6,1	6,2	7,3	5,1	4,7	5,2
Кредити за увоз	-	-	-	3,9	3,7	4,3

Извор: НБС.

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

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

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



Извор: НБС.

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

Каматна стопа на штедњу становништва у динарима повећана је током Т2 2026. за 0,3 п.п., на 4,9% у јуну, док је **каматна стопа на штедњу у еврима** повећана за 0,1 п.п., на ниво од 3,4%.

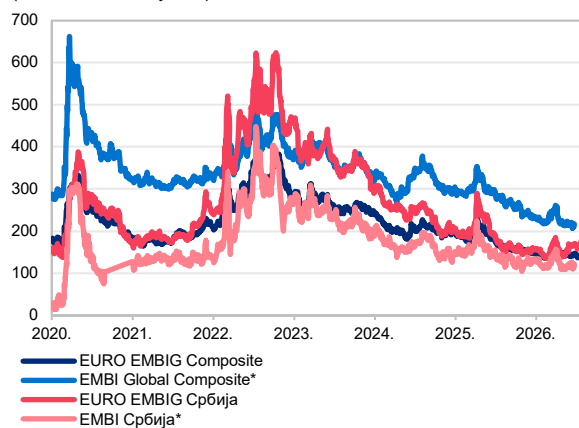
Премија ризика

Глобална премија ризика доминантно се кретала силазном путањом током Т2, пре свега под утицајем ниже глобалне неизвесности услед ублажавања геополитичких тензија на Блиском истоку, док је поштрвање монетарних услова ЕЦБ-а ограничило њено даље смањење. **Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима, изведена на бази *EMBI Composite***, крајем јуна износила је 218 б.п., што је за 43 б.п. ниже него на крају марта. Истовремено, доларска премија ризика Србије смањена је за 35 б.п., на 123 б.п. крајем јуна, при чему је и даље остала на знатно нижем нивоу од композитне мере ризика земаља у успону.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, изведена на бази *EURO EMBIG Composite*, смањена је у Т2 за 21 б.п., на 145 б.п. на крају јуна. У истом периоду **премија ризика за Србију за дуг у еврима** смањена је за 16 б.п., на 167 б.п. крајем јуна. Током јула композитна мера ризика земаља у успону наставила је да се смањује, за додатних 6 б.п., на 139 б.п. на крају месеца, док је премија ризика за Србију незнатно повећана, за 4 б.п., на 171 б.п. Од земаља у окружењу, пад премије ризика током Т2 забележен је у свим посматраним земљама, а најизраженији је био у Мађарској (за 48 б.п., на 110 б.п.) и Румунији (за 43 б.п., на 254 б.п.).

Рејтинг агенција **Fitch** задржала је у јулу кредитни рејтинг Србије на нивоу **BB+**, уз позитивне изгледе за добијање инвестиционог рејтинга. Агенција наводи да је таква одлука заснована на адекватној комбинацији економских политика, пре свега снажној посвећености очувању стабилности девизног курса, одговорном фискалном управљању, високим девизним резервама, као и вишем БДП-у по глави становника у односу на земље са истим кредитним рејтингом. Позитивне изгледе додатно подржавају очекивано убрзање привредног раста, које ће бити вођено инвестицијама, стабилизација јавног дуга на ниском нивоу и доказана отпорност домаће економије на екстерне шокове.

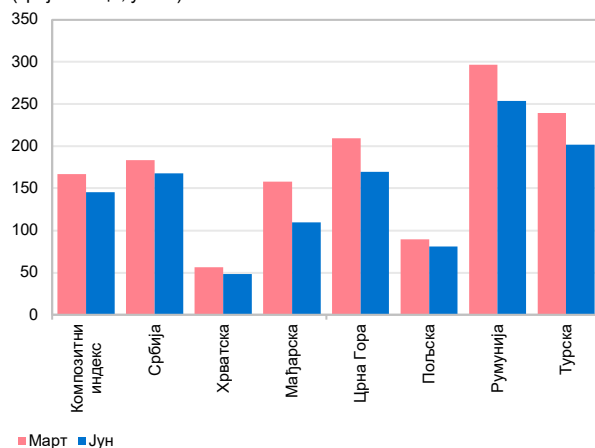
Графикон IV.1.6. Показатељи премије ризика (дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

* Последњи расположиви подаци доступни су закључно с 24. јуном 2026. године.

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.

Прилив капитала из иностранства

Током Т2 највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса односио се на приливе портфолио инвестиција по основу емитовања државних и корпоративних ХоВ на међународном тржишту, чији је један део одмах искоришћен за превремени откуп дела раније емитованих еврообвезница и враћање финансијских кредита. Прилив је остварен и по основу СДИ и смањења средстава домаћих банака на рачунима у иностранству, док су одливи забележени по основу трговинских кредита.

Прилив СДИ у Србију у Т2 износио је 843,5 млн евра (3,5% БДП-а), што је, у условима повећане глобалне неизвесности, за 12% мање од прилива оствареног у истом периоду претходне године. Ако се узму у обзир улагања резидената у иностранство (која су била нижа за 54% м.г.), нето прилив СДИ у Т2 (633,9 млн евра) био је виши за 26% него у истом периоду претходне године. Посматрано на нивоу П1, прилив СДИ премашио је 1,2 млрд евра и претежно се односио на реинвестирану добит и власнички капитал.

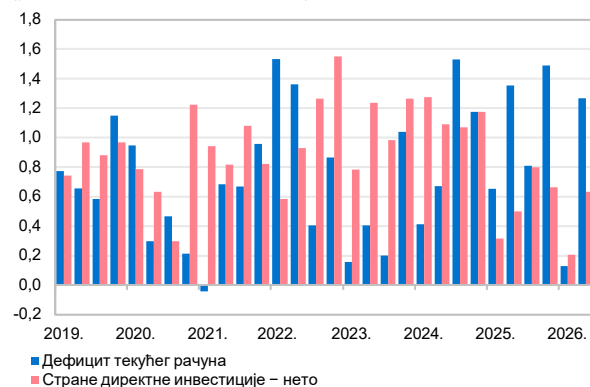
Захваљујући успешним емисијама државних и корпоративних дужничких ХоВ на међународном тржишту, по основу **портфолио инвестиција** у Т2 је забележен нето прилив капитала од 3,9 млрд евра.

Република Србија је крајем априла емитовала три транше еврообвезница (две у еврима и једну у америчким доларима)⁵ укупне противвредности око 3 млрд евра, при чему су средства добијена емисијом петогодишње ХоВ (1 млрд евра) одмах искоришћена за превремени откуп дела еврообвезница које доспевају 2027. У мају су емитоване и корпоративне обвезнице у противвредности од приближно 1,95 млрд евра, при чему су прикупљена средства првенствено коришћена за отплату претходно узетих финансијских кредита. Због тога је по основу **финансијских кредита** у Т2 регистрован нето одлив у износу од 1,6 млрд евра, који се готово у целости односио на смањење кредитних обавеза предузећа. И држава је смањила кредитне обавезе према иностранству, а у јуну је плаћена и друга рата главнице дуга у оквиру стендбај аранжмана с **ММФ-ом** (116,5 млн евра). С друге стране, једино су банке повећале задужење према иностранству.

⁵ Ради заштите од девизног ризика, одмах након аукције реализована је хединг трансакција, тј. обавеза по основу емисије доларских еврообвезница конвертована је у обавезу у еврима.

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

(у млрд EUR, тромесечни подаци)

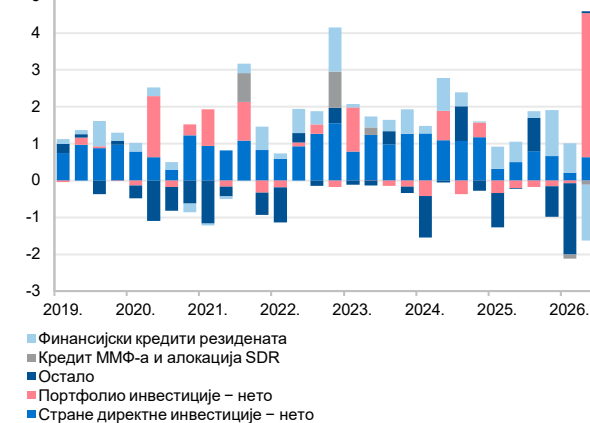


Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2026.

Графикон IV.1.9. Структура финансијског биланса

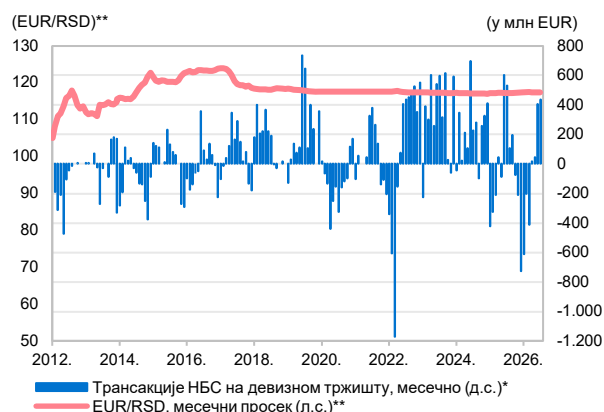
(у млрд EUR, тромесечни подаци)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2026.

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

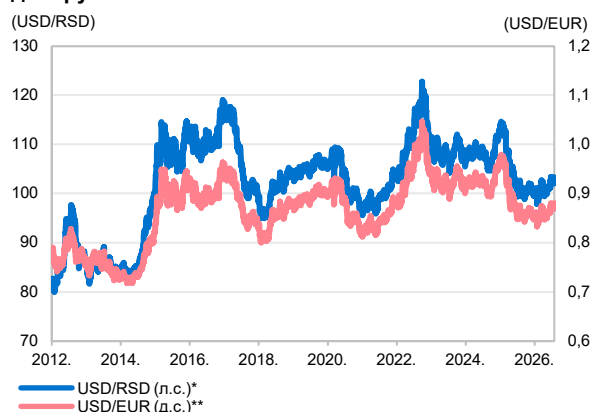


Извор: НБС.

* + нето куповина; - нето продаја.

** 1 EUR у RSD.

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

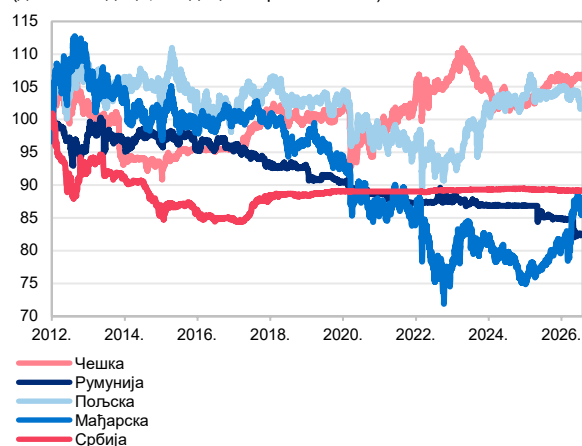


Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.

** 1 USD у EUR.

Графикон IV.1.12. Кретање курсева одређених националних валута према еврџ* (дневни подаци, 31. децембар 2011 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

По основу трговинских кредита и аванса регистрован је одлив у износу од 55,3 млн евра. Истовремено, домаће банке су смањиле средства на рачунима у иностранству, што је, уз благо смањење средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, утицало на то да по основу готовог новца и депозита буде забележен прилив од 163,0 млн евра.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је током Т2 наставио релативно стабилно кретање према еврџ, чему су допринеле интервенције Народне банке Србије на МДТ-у. Посматрано крајем периода, у Т2 вредност динара према еврџ била је готово непромењена, док је услед слабљења евра према долару на међународном тржишту динар према долару ослабио за 0,7%.

За разлику од претходна два тромесечја, у Т2 понуда девиза премашила је тражњу, при чему је та разлика била посебно изражена у јуну, што је резултирало јачањем апрецијацијских притисака. На апрецијацијске притиске у Т2 највише је утицала понуда девиза домаћих компанија (изузимајући увознике енергената) великим делом захваљујући приливу девиза по основу извоза и СДИ. Такође, апрецијацијским притисцима допринео је и раст валутно индексиране имовине банака, као и нето откуп ефективног страног новца од стране банака.

Ради одржавања релативне стабилности курса динара према еврџ, Народна банка Србије је на МДТ-у током Т2 интервенисала нето куповином 465,0 млн евра, при чему се скоро 90% тог износа односило на нето куповину у јуну. И у јулу је Народна банка Србије интервенисала претежно на страни куповине (са 435,0 млн евра нето), чиме је износ нето продаје девиза на МДТ-у од почетка године закључно с јулом смањен на 320,0 млн евра.

Интервенције Народне банке Србије на МДТ-у су, поред прилива по основу продаје државних еврообвезница на међународном тржишту, допринеле расту девизних резерви, које су крајем јула износиле 30,5 млрд евра. Такав ниво девизних резерви знатно је изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност – покрива око седам месеци увоза робе и услуга и 168% новчане масе М1.

Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације бележиле су дивергентна кретања према еврџ током Т2. Ојачале су мађарска форинта (8,7%) и чешка круна (1,1%), док су ослабили пољски злот (0,2%) и румунски леј (2,8%).

2. Новац и кредити

Раст динарске и девизне штедње становништва убрзан је у Т2, тако да је динарска штедња становништва (резидената) крајем јуна достигла 227,5 млрд динара (11% укупне штедње).

Кредитна активност наставила је да бележи висок м.г. раст током Т2, при чему је м.г. раст домаћих кредита у јуну (16,6%) био благо нижи него у марту. Истовремено, учешће NPL у укупним кредитима спустило се на нов минимум од 2,0% у јуну, док је захваљујући израженијем задуживању у динарима степен динаризације пласмана привреди и становништву у јуну достигао 40,7%.

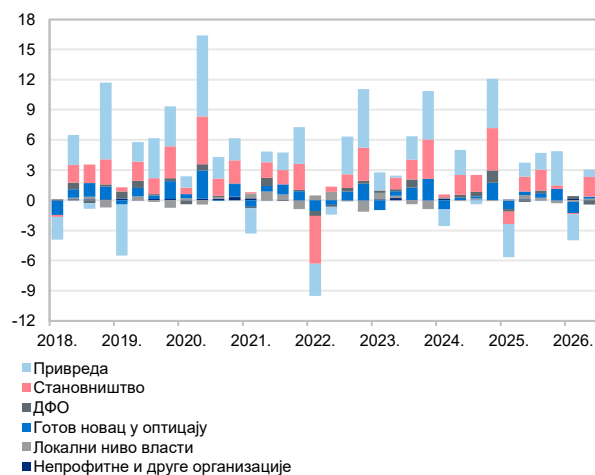
Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који, поред динарског новца, укључује и девизне депозите немонетарних сектора, убрзао је раст у Т2, на 2,21%, услед бржег раста депозита по виђењу сектора становништва, готовог новца у оптицају и знатног раста орочених динарских депозита привреде.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу повећани су у Т2 за 30,1 млрд динара. Раст је готово у потпуности био вођен повећањем стања на текућим рачунима становништва, за 40,8 млрд динара. Насупрот томе, привреда је забележила смањење депозита за 14,5 млрд динара, подједнако у сектору енергетике и у сектору некретнина и осталих услужних делатности.

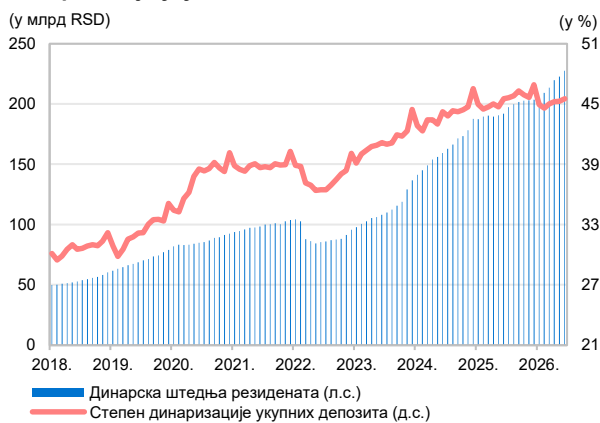
Динарски орочени и штедни депозити повећани су за 38,2 млрд динара, вођени знатним растом орочених депозита привреде (36,1 млрд динара), пре свега сектора прерађивачке индустрије и грађевинарства, а затим и сектора трговине и услужних сектора. Расту орочених депозита допринело је преусмеравање средстава из депозита по виђењу. Позитиван допринос (са око 14 млрд динара) дао је раст штедње становништва (резидената), на нови највиши ниво

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



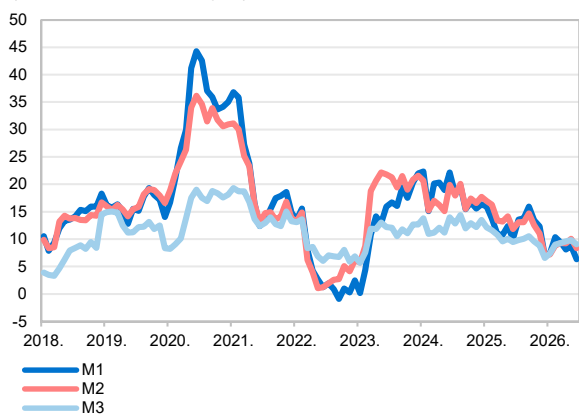
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

од 227,5 млрд динара⁶ крајем јуна. Насупрот томе, динарски орочени депозити других финансијских организација смањени су за 12,7 млрд динара.

Девизни депозити немонетарних сектора у Т2 године повећани су за 0,4 млрд евра, углавном вођени растом девизне штедње становништва (резидената), која је достигла нови највиши ниво од 16,1 млрд евра, уз мањи допринос раста девизних депозита осталих финансијских организација.

Степен динаризације депозита привреде и становништва током Т2 повећан је за 0,5 п.п., на 45,5% у јуну, услед релативно бржег раста стања на трансакционим рачунима и динарске штедње становништва у односу на девизну, уз нешто мањи допринос раста орочених динарских депозита привреде.

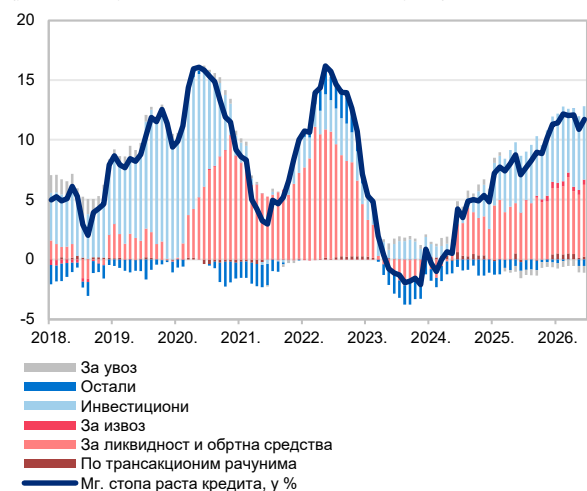
Мг. раст **новчане масе М3** убрзан је у односу на крај претходне године (6,56% у децембру) и у јуну је износио 9,04%, уз релативно стабилну динамику током Т2. Раст је претежно подстакнут динарским ороченим и девизним депозитима привреде и становништва, чији је мг. раст убрзан. Насупрот томе, раст најликвиднијег монетарног агрегата М1 успорио је због блаже динамике раста готовог новца у оптицају и трансакционих депозита привреде.

Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору бележили су релативно висок мг. раст и током Т2, који је, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁷ износио 16,6% у јуну. Тај раст је био вођен **кредитирањем становништва**, које је успорило мг. раст на 20,0%, за којим следи **кредитирање привреде**, које је у јуну било више за 11,7% него годину дана раније.

Захваљујући високој реализацији у јуну, **кредити привреде** повећани су у Т2 за 67,5 млрд динара. Раст кредита се у потпуности односио на задужење привредних друштава (89,8 млрд динара) и био је готово подједнако вођен одобравањем кредита за ликвидност и обртна средства (39,9 млрд динара) и инвестиционих кредита (38,4 млрд динара). Повећани су и кредити за извоз, док су обавезе предузећа по осталим некатегорисаним кредитима, кредитима за увоз и задужењима по

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



Извор: НБС.

⁶ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају јуна износила око 230,3 млрд динара, а девизна штедња 16,9 млрд евра.

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

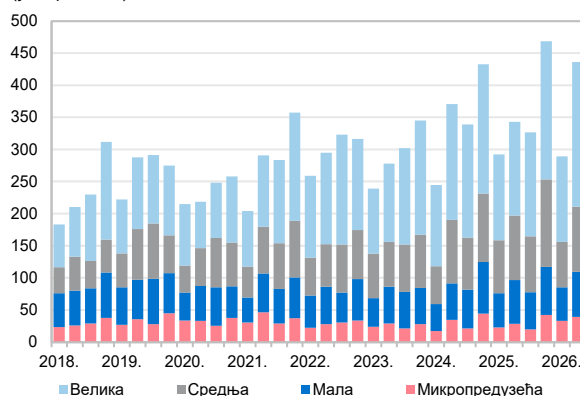
текућим рачунима смањене. Таква кретања су утицала на то да учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током Т2 за 0,4 п.п., на 48,3% у јуну, уз успоравање м.г. раста на 12,5%, док је учешће инвестиционих кредита повећано за 0,5 п.п., на 43,2%, а њихов м.г. раст убрзан је на 14,6%.

Посматрано по делатностима, током Т2 највише су се задужила предузећа из области пословања некретностима, грађевинарства и трговине, док је смањење задужења забележено једино код предузећа из саобраћаја и енергетике. Скоро две трећине прираста у Т2 односило се на кредите микропредузећима, малим и средњим предузећима, што је утицало на то да учешће кредита одобрених овом сегменту у укупним кредитима привреди буде повећано на 60,7% у јуну, а њихов м.г. раст убрзан на 12,6%. Захваљујући израженијем расту динарских од девизно индексираних кредита, степен динаризације пласмана привреди наставио је раст и у јуну је достигао 24,2% (наспрам 22,8% у марту).

Обим новоодобрених кредита привреди у Т2 износио је 436,4 млрд динара, што је за 27,2% више него у истом периоду 2025. Томе је највише допринела већа реализација инвестиционих кредита и кредита за ликвидност и обртна средства, који су са учешћима од 28% и 58%, респективно, били и најзаступљенији у новоодобреним кредитима. При томе, три петине инвестиционих и нешто мање од половине кредита за ликвидност и обртна средства било је усмерено на сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа.

Кредити становништву повећани су у Т2 за 95,0 млрд динара, вођени растом готовинских (51,2 млрд динара) и стамбених кредита (30,5 млрд динара). Повећано је и задуживање грађана по потрошачким кредитима, кредитним картицама и по текућим рачунима. Поред раније ублажених кредитних стандарда, релативно повољних каматних стопа и промотивних понуда банака, високој реализацији кредита становништву доприносе мере које омогућавају повољније услове задуживања грађана с нижим примањима. Поред тога, раст стамбених кредита потпомогнут је одобравањем кредита из програма за младе, који су чинили нешто више од 40% повећања стамбених кредита у Т2. Висока реализација готовинских кредита утицала је на то да учешће ових кредита у

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.

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.

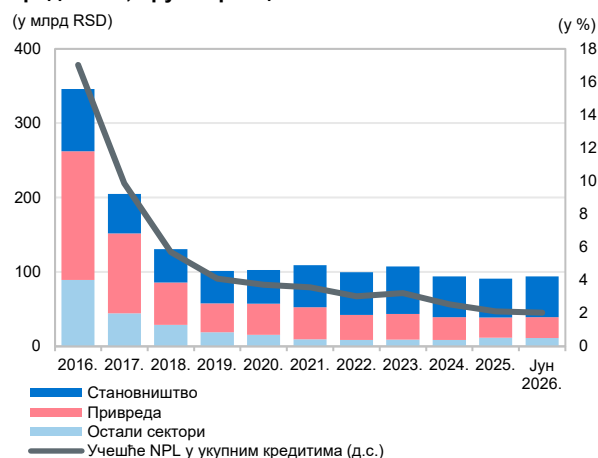
укупним кредитима становништву буде повећано током Т2 за 0,3 п.п., на 48,0% у јуну, док је учешће других по заступљености, стамбених кредита смањено за исто толико, на 37,8%. Истовремено, под утицајем високе базе, готовински и стамбени кредити успорили су м.г. раст, који је у јуну износио 23,2% и 19,0%, респективно. Грађани су наставили да се претежно задужују у динарима, што је утицало на то да **динаризация пласмана становништву** буде повећана на 56,9% у јуну (са 56,5% у марту), што је рекордно висок ниво тог показатеља.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т2 износио је 311,2 млрд динара и био је за 15,0% виши него у истом периоду 2025, највише захваљујући већем износу новоодобрених готовинских и стамбених кредита.

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке у Т2 поштриле кредитне стандарде за све врсте кредита привреди посматрано по наменама и величини предузећа. Према оцени банака, на поштравање стандарда утицали су виши трошкови извора за кредите, конкуренција међу банкама, перцепција ризика и спремност на преузимање ризика. Истовремено, стандарди за кредите становништву нису мењани. Банке су оцениле да је у Т2 повећана тражња привреде и за динарским и за девизно индексираним кредитима, чему су подједнако допринеле потребе финансирања обртних средстава и инвестиција. Становништво је у Т2 повећало тражњу за потрошачким кредитима, динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и за девизно индексираним стамбеним кредитима. Према оцени банака, томе су допринеле набавка трајних потрошних добара, потребе за рефинансирањем постојећих кредита, куповина непокретности и више зараде.

Бруто *NPL* показатељ спустио се на нову најнижу вредност од 2,0% у јуну. При томе, *NPL* показатељ за сектор становништва⁸ у Т2 је смањен за 0,1 п.п., на 2,6% у јуну, док за сектор привреде (1,4%)⁹ вредност овог показатеља није промењена. Покривеност *NPL*-а и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 110,9% *NPL*-а, док је исправка вредности *NPL*-а била на нивоу од 61,7% *NPL*-а.

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



Извор: НБС.

⁸ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

⁹ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је на 1,5% у јуну (наспрам 1,6% у марту).

Показатељ адекватности капитала на крају Т2 износио је 20,05%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Према процени РЗС-а, раст БДП-а у Т2 износио је 3,6% м.г., а према нашој процени, био је вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и фиксних инвестиција. С друге стране, негативан допринос потекао је од нето извоза услед бржег реалног раста увоза од извоза робе и услуга.

Домаћа тражња

Према нашој процени, **потрошња домаћинстава** наставила је да расте стабилним темпом, уз благо успоравање м.г. раста у Т2 на 4,5% и допринос расту БДП-а од 3,0 п.п. На даљи раст приватне потрошње указују подаци из области трговине на мало, која је у Т2 забележила м.г. раст од 5,4%, као и раст промета у угоститељству у априлу од 7,5% м.г. Такође, подаци из области туризма показују да је у Т2 забележен м.г. раст броја долазака и ноћења домаћих туриста од 7,9% и 3,3%, респективно. На раст приватне потрошње упућује и повећање увоза потрошне робе, које је у Т2 износило 5,6% на м.г. нивоу.

Када је реч о изворима личне потрошње, маса зарада, као њен кључни извор, наставила је, као и у претходном периоду, да бележи готово двоцифрени номинални м.г. раст, који је у периоду април–мај износио 9,8%, док је реални раст масе зарада у истом периоду износио 6,1%. Истовремено, номинални раст пензија у Т2 износио је 12,2%, односно 8,7% у реалном изразу. И даље повољни услови кредитирања, као резултат досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и претходног ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, као и супервизорских мера које се од септембра 2025. примењују ради обезбеђивања повољнијих услова кредитирања за категорије становништва с нижим дохотком, пружили су додатну подршку потрошњи домаћинстава. То се огледа у расту кредита намењених потрошњи, који су наставили да бележе двоцифрене м.г. стопе раста. Прилив дознака у Т2 износио је 1,5 млрд евра, што је за 13,9% више него у истом периоду претходне године.

Према нашој процени, **државна потрошња** у Т2 порасла је за 3,0% м.г. и наставила позитивно да

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т2 2026.

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

	2025.		2026.	
	T3	T4	T1	T2
Потрошња домаћинстава	3,5	3,7	4,9	4,5*
Показатељи				
Промет у трговини на мало	3,2	8,0	8,8	5,4
Промет у угоститељству	4,4	2,5	11,6	7,5***
Број домаћих туриста	0,1	-0,2	8,2	7,9
Број ноћења домаћих туриста	-1,0	-4,5	6,3	3,3
Увоз потрошне робе (БЕС класификација), номинално	9,5	2,2	-1,7	5,6
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	11,5	12,0	11,0	9,8**
Прилив дознака, номинално	25,9	26,2	22,4	13,9
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	18,2	21,0	22,5	22,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Април–мај. ***Април.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2025.		2026.	
	T3	T4	T1	T2
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Бруто инвестиције у основне фондове (нац. рачуни)	-2,2	8,9	1,4	4,8*
Грађевинарство (нац. рачуни)	-12,2	10,6	-5,1	9,0
Капитални расходи државе, номинално	-11,0	-0,5	68,6	-17,9
Број издатих грађевинских дозвола	-0,8	1,0	8,9	4,5**
Производња грађевинског материјала	2,2	-3,2	-6,2	2,5
Вредност изведених радова	-11,9	6,6	-9,7	9,7
Увоз опреме, номинално	5,1	15,6	2,1	-3,5
Производња домаћих машина и опреме	-13,8	0,6	4,8	13,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Април–мај.

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 Т2 2026.

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.

доприноси расту БДП-а, са 0,5 п.п. Њен раст био је вођен повећањем издатака за запослене у јавном сектору, као и издатака за набавку робе и услуга. Наведена кретања утицала су на то да **укупна потрошња** у Т2 оствари мг. раст од 4,2%.

Према нашој процени, **укупне фиксне инвестиције** у Т2 повећане су за 4,8% мг. и расту БДП-а допринеле су са 1,1 п.п. На наставак раста инвестиционе активности указују раст вредности изведених радова од 9,7% мг., повећање броја издатих грађевинских дозвола у периоду април–мај од 4,5% мг., раст производње капиталних производа од 9,5% мг., обима производње машина и опреме од 13,6%, производње грађевинског материјала од 2,5%, као и увоза грађевинског материјала од 3,5% мг.

Када је реч о изворима финансирања инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран сопственим средствима, захваљујући високој профитабилности предузећа оствареној у претходним годинама. Такође, током Т2 остварен је прилив СДИ од 843,5 млн евра, док су инвестициони кредити забележили мг. раст од 15,0%. С друге стране, капитални расходи државе су, номинално посматрано, у Т2 забележили мг. пад од 17,9% (реално око 10%).

Према нашој процени, **смањење залиха** индустријских производа негативно је допринело расту БДП-а у Т2, и то са -0,4 п.п.

Нето екстерна тражња

Према нашој процени, **реални раст извоза робе и услуга** у Т2 износио је 3,0% мг., чиме је задржана позитивна динамика, упркос и даље слабој екстерној тражњи. Истовремено, **реални раст увоза** износио је 3,4% мг., услед чега је **нето извоз** негативно допринео расту БДП-а од 0,6 п.п.

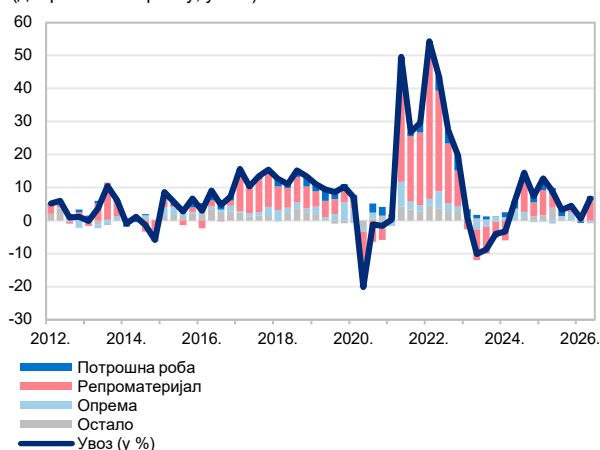
Робни извоз, изражен у еврима, у Т2 је повећан за 9,1% мг. Раст је највећим делом био вођен повећањем извоза **прерађивачке индустрије** од 8,8% мг., при чему је раст забележен у 13 од 23 гране. Највећи допринос потекао је од грана повезаних са аутомобилском индустријом. Посебно се издваја раст извоза моторних возила, као резултат повећаних инвестиција у ову област и убрзања серијске производње електричних аутомобила. Повећан је и извоз основних метала, аутомобилских гума, хемијских производа и електричне опреме. Истовремено, извоз **рударства** порастао је за 30,3% мг., што је у највећој мери резултат више светске цене бакра. С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на смањење залиха и пад извоза **пољопривреде** у Т2 од 8,8% мг. Пад је забележен и код извоза **струје**, и

то за 45,0% мг., делом услед прилагођавања примени механизма за прекогранично прилагођавање цене угљеника (*CBAM*), који је почео да се примењује на електричну енергију.

Робни увоз, изражен у еврима, у Т2 растао је споријом динамиком од извоза, по стопи од 8,3% мг. Раст увоза био је вођен већом тражњом за средствима за репродукцију, пре свега енергентима, као и растом увоза потрошне робе. С друге стране, у Т2 је забележен благи пад увоза опреме.

Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у Т2, уз остварени суфицит од 703 млн евра. Посматрано на мг. нивоу, раст је забележен и код извоза и код увоза услуга. Извоз услуга повећан је у Т2 за 10,9% мг., при чему је раст забележен код свих категорија услуга, а највећи допринос потекао је од ИКТ и пословних услуга. Увоз услуга повећан је за 6,8% мг., при чему се највећи део раста односио на туристичке и транспортне услуге.

Графикон IV.3.4. **Кретање главних компонената увоза**
(доприноси мг. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

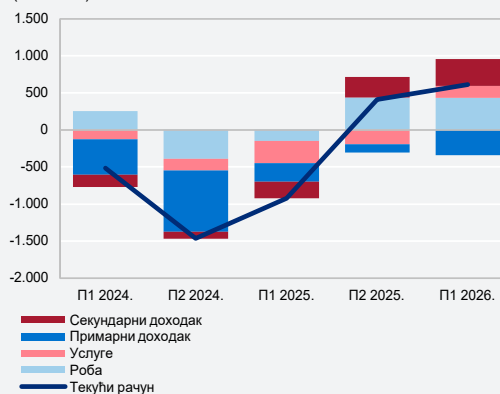
Осврт 2: Побољшана кретања на текућем рачуну односа са иностранством

У првих шест месеци ове године забележена су повољнија од очекиваних кретања на текућем рачуну односа са иностранством, где је дефицит износио 1,4 млрд евра, што је за 30% мање него у истом периоду претходне године. Овакав резултат још више добија на значају ако се има у виду да је остварен у периоду ескалације конфликта на Блиском истоку и знатног раста светских цена енергената. Поправљање текућег дефицита, мг. посматрано, започето је током П2 2025. (Графикон О.2.1), као резултат повољнијег салда робне размене и секундарног дохотка. У П1 2026. тај позитиван тренд настављен је на оба рачуна, а подршку смањењу текућег дефицита поново је пружио и раст суфицита на рачуну услуга. Једино се на рачуну примарног дохотка бележи већи дефицит него у истом периоду претходне године због већих расхода по основу дивиденди, што је очекивано у условима растуће профитабилности привреде, која је у 2025. износила 957,5 млрд динара, што представља годишње увећање од 10,9%.

Највећи допринос смањењу текућег дефицита потекао је од салда трговине робом и услугама, услед **раста извоза по стопи од 7,9% мг.** чиме је задржана слична динамика раста као и претходне године, док је увоз растао по **нижој стопи, од 4,9% мг.** То је резултирало **растом покривености увоза извозом робе и услуга, која је достигла рекордну просечну вредност од око 95% од почетка године.** Објашњење смањења трговинског дефицита може се поделити на структурни део побољшања, који је присутан претходних година као резултат инвестиција и повећаних извозних капацитета, и на посебне факторе који су допринели додатном смањењу дефицита у овој години.

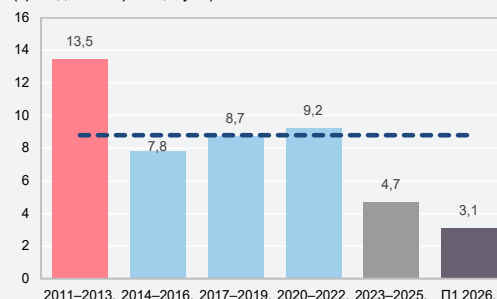
Историјски висок трговински дефицит, чије је учешће у БДП-у дуго било на двоцифреном нивоу, био је један од извора рањивости домаће привреде, јер је повећавао ризик одрживости екстерне позиције (Графикон О.2.2). Стабилизација је започела 2014. године, када се текући дефицит нашао на просечном нивоу око 8,0% годишње. У почетку је томе допринела фискална консолидација, која је смањила увоз, док је привлачење све већег броја СДИ стварало основу за раст робног извоза и већу географску и производну диверсификацију. Након пандемије, учешће трговинског дефицита у БДП-у наставило је да

Графикон О.2.1. Мг. вредносна промена салда текућег рачуна и његових компонената (млн EUR)



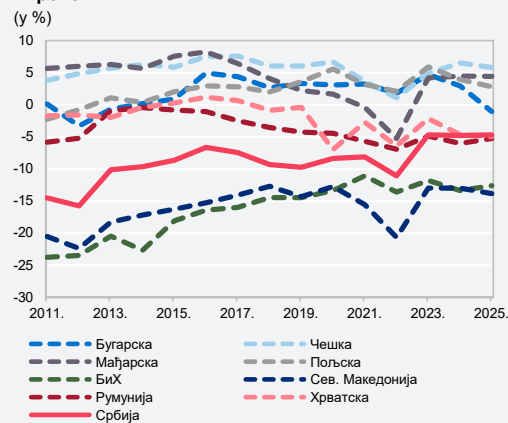
Извор: НБС.

Графикон О.2.2. Кретање учешћа трговинског дефицита у БДП-у у претходних 15 година (трогодишњи просеци, у %)



Извор: РЗС и процена НБС.

Графикон О.2.3. Учешће трговинског дефицита у БДП-у, поређење земаља средње и источне Европе (у %)

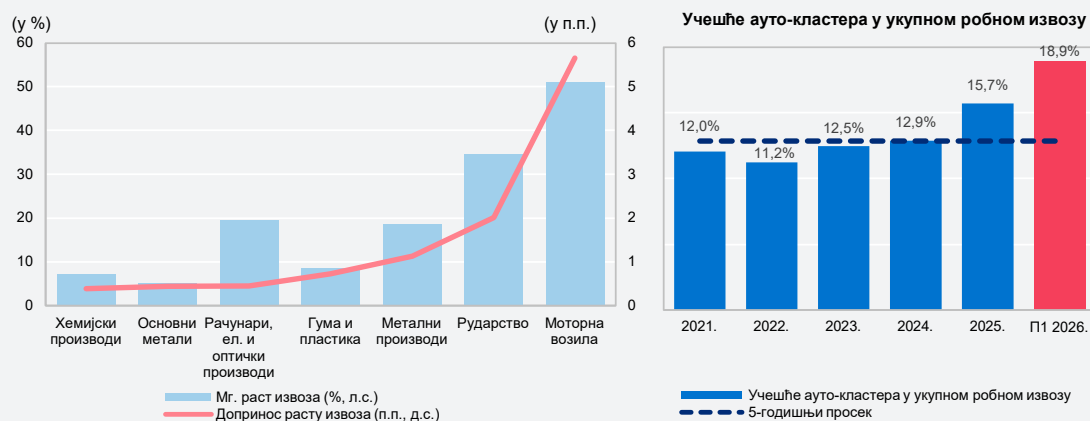


Извор: Eurostat.

се креће у просеку око нивоа 8–9%, при чему треба имати у виду да тај просек обухвата и неповољан утицај енергетског шока у 2022. години. Од 2023. године почиње да се потпуније осећа ефекат знатно увећаних извозних капацитета, што је, уз континуиран раст извоза услуга, определило значајно смањење учешћа трговинског дефицита на просечни ниво од 4,7% БДП-а за период 2023–2025. године, да би у П1 2026. његово учешће било на још nižем нивоу, од 3,1% БДП-а. У прилог позитивној промени структуре извоза и јачању домаћих капацитета говори и то да је раст извоза остварен у условима слабије екстерне тражње у Европи и да није био вођен само вишим ценама, већ је током свих година растао и у реалном изразу. Побољшање учешћа трговинског дефицита у БДП-у уочава се и компаративно посматрано (Графикон О.2.3), јер се овај показатељ знатно приближио вредностима забележеним у земљама средње и источне Европе које су у ЕУ, а код неких земаља их је и у потпуности достигао, попут Румуније и Хрватске.

Када је реч о факторима који су у П1 ове године посебно деловали на раст робног извоза, један се односи на повећане извозне капацитете компаније „Стелантис“, где се производе модели фијат гранде панда и делом и ситроен ЦЗ, па је забележен значајан м.г. раст код извоза моторних возила у односу на П1 2025. (51,1%), када је производња тек била започета. Таква кретања су утицала на то да извоз моторних возила буде заслужан за близу три четвртине укупног раста извоза, али и да се, шире посматрано, учешће ауто-кластера у укупном робном извозу повећа на близу 20% (Графикон О.2.4). Други важан фактор представља висока стопа раста извоза у сектору рударства (34,7%), с тим да је раст извоза у највећој мери резултат знатног раста светске цене бакра од скоро 40% у односу на исти период претходне године.

Графикон О.2.4. Детерминанте раста извоза у П1 2026.



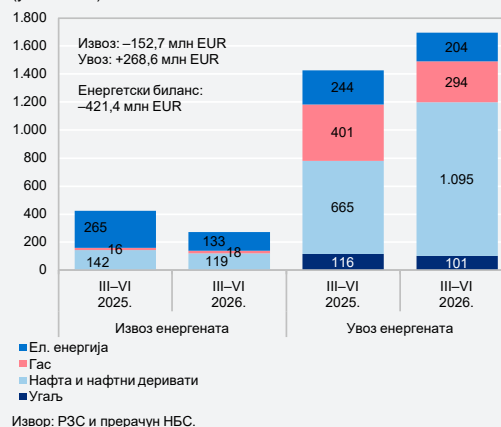
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Раст извоза укупне прерађивачке индустрије у П1 ове године износио је 9,0% м.г., при чему је овогодишњи извоз већи него у истом периоду 2025. у 15 од 23 гране прерађивачке индустрије. После моторних возила, највећи позитиван допринос расту извоза потекао је од извоза металних производа (1,1 п.п.), производа од гуме и пластике (0,7 п.п.), а затим од извоза рачунара и електронских производа, основних метала и хемијских производа (по 0,4 п.п.). С друге стране, раст извоза ограничава ступање на снагу механизма за прекогранично прилагођавање цене угљеника (CBAM) и најаве увођења квота на увоз челика, али за сада не очекујемо њихове веће негативне ефекте на нето извоз.

Робни извоз је показао знатну отпорност, али је и робни увоз дао сличан допринос смањењу пројекције текућег дефицита. Двоструко спорији м.г. раст робног увоза (5,1% у П1 2026. наспрам 10,1% у П1 2025) јесте изненађујућ ако се има у виду ескалација сукоба на Блиском истоку и знатан раст светских цена енергената, чији је Србија нето увозник. Укупно посматрано, дефицит енергетског биланса за првих шест месеци износио је 2 млрд евра, што је за 252,4 млн евра већи дефицит у односу на исти период 2025. године. Највећи

негативан допринос енергетском билансу потиче од повећаног нето увоза нафте и нафтних деривата, при чему треба нагласити да је у случају нафте већа увезена вредност искључиво последица већих цена (које су у просеку порасле за 29,5% мг.), док су укупне количине мање због тога што током јануара није било снабдевања НИС-а нафтом из ЈАНАФ-а. Код нафтних деривата, раст увезене вредности је у нешто већој мери објашњен (са 57%) растом увезених количина, што је последица већег увоза деривата у првим месецима године, с обзиром на то да је производња у рафинерији била мања, док се остатак повећања односи на раст цена, које су у просеку порасле за 17,0% мг. С друге стране, иако је количински увоз гаса био на сличном нивоу, увозна цена је у просеку била за 28,3% нижа у односу на исти период претходне године, па је нето ефекат на енергетски биланс био позитиван, уз напомену да је нижа увозна цена последица високе базе из Т1 2025, те да ће овај ефекат бити све слабији у наставку године.

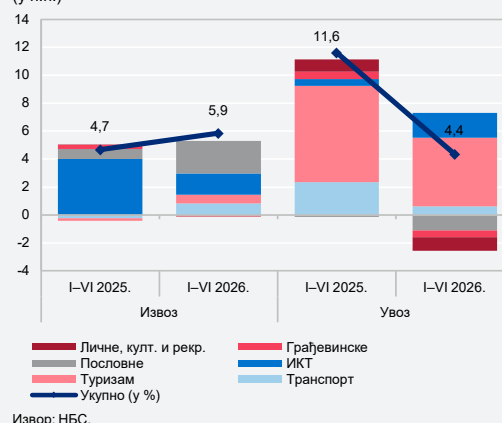
Графикон О.2.5. Енергетски биланс и његове компоненте у периоду након ескалације конфликта на Блиском истоку (у млн EUR)



Ако се посматра само период од марта, након ескалације конфликта на Блиском истоку, уочава се виши ниво дефицита енергетског биланса (Графикон О.2.5), вођен већим увозом енергената за скоро 270 млн евра, уз посебно повећану увезену вредност нафте и нафтних деривата (за 454,1 млн евра) у односу на исти период претходне године, док је извоз био нижи за нешто више од 150 млн евра. У наставку године очекујемо даљи умерени раст дефицита енергетског биланса, с обзиром на то да ће слабити утицај нижих цена нафте и гаса из јануара и фебруара, као и да ће расти количински увоз сирове нафте за потребе рада рафинерије. Допринос успоравању стопе раста увоза потекао је и од нешто мањег увоза средстава за рад (-0,9% мг.), као и од споријег раста увоза потрошне робе (1,9% мг.), мада треба истаћи чињеницу да је спорији раст увоза потрошне робе делом последица и базног ефекта из П1 претходне године.

Увоз услуга у П1 ове године порастао је за 4,4% мг., што такође представља успоравање раста, будући да је мг. стопа раста у П1 2025. износила 11,6% (Графикон О.2.6). На успоравање је утицао слабији позитиван допринос расту по основу транспортних услуга, као и негативни допринос по основу пословних, грађевинских и личних услуга, док су раст водиле туристичке (4,9 п.п.) и ИКТ услуге (1,8 п.п.). С друге стране, извоз услуга је растао нешто брже него у истом периоду претходне године (5,9% мг. наспрам 4,7% мг.), а највећи допринос мг. расту извоза услуга у овој години дао је извоз пословних (2,3 п.п.), ИКТ (1,5 п.п.) и транспортних услуга (0,8 п.п.), као и опоравак туристичких услуга (0,6 п.п.).

Графикон О.2.6. Мг. стопа раста извоза и увоза услуга и доприноси расту по врстама услуга (у п.п.)



У П2 очекујемо да робни извоз настави да бележи сличну стопу раста, подржан снажним стопама раста аутомобилске индустрије. Иако је присутна слабија екстерна тражња у Европи, она се не односи на сектор електричних аутомобила, у којем се бележи раст броја регистрованих аутомобила у првој половини године (40,5% мг.), а постоје и најаве о постизању пуног коришћења капацитета фабрике у Крагујевцу, која би радила

током целе недеље 24 сата дневно. Што се тиче робног увоза, очекујемо стабилизацију његовог раста на нивоима ближим онима из претходних година, као последицу повећаног увоза репроматеријала за потребе производње и извоза, убрзања инвестиционе потрошње вођеног започињањем великих инфраструктурних пројеката, попут изградње метроа и подземног тунела у Београду. Увоз потрошне робе такође би требало да убрза, с обзиром на раст расположивог дохотка становништва. Увоз услуга ће се повећати у П2 услед већих издатака по основу туристичких услуга, а очекујемо и опоравак увоза транспортних услуга.

Повољна остварења у П1 утицала су на то да се пројекција трговинског дефицита коригује наниже за 1,8 млрд евра на нивоу године, вођена рачуном робне размене, где се сада пројектује већи извоз робе захваљујући вишим извозним ценама, али и већим извозним капацитетима у аутомобилском сектору, уз истовремено мањи увоз робе, условљен мањим количинским увозом енергената од очекиваног. Поред тога, значајан допринос смањењу пројектованог трговинског дефицита дао је и увоз услуга, који, упркос очекиваном опоравку у наставку године, по свему судећи, неће бележити двоцифрене стопе раста, као што је то био случај претходних година. Стога очекујемо да ће трговински дефицит ове године износити око 4% БДП-а, док би следеће године требало да буде још нижи, под утицајем већег извоза услуга по основу одржавања специјализоване изложбе „Експо”.

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

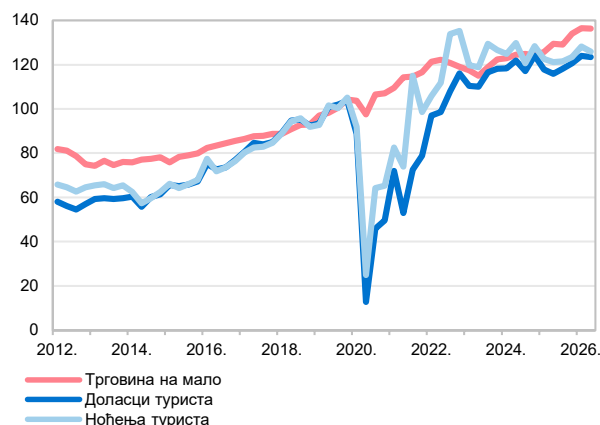
	2025.			2026.	
	T2	T3	T4	T1	T2*
БДП (у %, м.г.)	2,0	2,0	2,2	3,2	3,6
Пољопривреда	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
Индустрија	0,5	0,5	-0,6	-0,1	0,2
Грађевинарство	-0,8	-0,6	0,5	-0,2	0,4
Услуге	1,6	1,7	1,6	2,5	2,2
Нето порези	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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.

4. Економска активност

Према нашој оцени, убрзању м.г. раста БДП-а на 3,6% у T2 допринели су индустријска производња захваљујући опоравку прерађивачке индустрије и рударства, грађевинарство и пољопривреда, док су услужни сектори благо успорили раст у односу на T1, али су остали носиоци привредног раста.

Према нашој процени, услужни сектори су, збирно посматрано, у T2 остварили раст од 3,8% м.г., чиме су допринели расту БДП-а са 2,2 п.п. То потврђују подаци првенствено из области трговине и туризма, с обзиром на остварени м.г. раст малопродатног промета, односно повећање броја долазака и ноћења туриста током T2. Истовремено, раст активности забележен је и у ИКТ сектору, на шта упућује даљи раст извоза ове групе услуга у T2, упркос високој бази из претходне године.

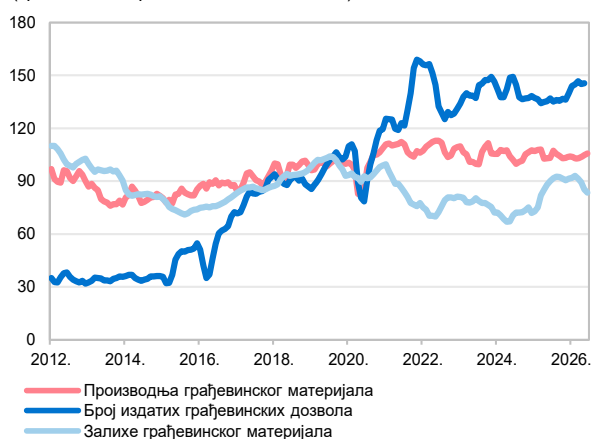
Према нашој процени, **индустријска производња** је у T2 забележила м.г. раст од 1,7%, чиме је расту БДП-а допринела са 0,2 п.п. Раст индустријске активности највећим делом био је резултат опоравка **прерађивачке индустрије**, чији је обим производње повећан за 3,3% м.г. Производња је порасла у 13 од укупно 24 гране прерађивачке индустрије, а нарочито снажан раст остварен је у производњи моторних возила, од 43,3% м.г., што се може довести у везу са убрзањем серијске производње електричних возила у Крагујевцу. Захваљујући опоравку производње у рафинерији НИС-а, производња кокса и деривата нафте повећана је за 18,4% м.г., што се позитивно одразило и на активност хемијске индустрије. Након пада у T1, опоравак активности забележен је и у **рударству**, где је обим производње у T2 повећан за 2,2% м.г., пре свега услед веће експлоатације угља и металних руда. С друге стране, производња **електричне енергије** смањена је за 8,8% м.г., делом услед усклађивања с применом механизма за прекогранично прилагођавање цене угљеника (CBAM), а делом због смањеног хидропотенцијала.

Према нашој процени, **грађевинарство** је у T2 забележило раст од 9,0% м.г., што је обезбедило позитиван допринос економској активности од 0,4 п.п. На то првенствено упућују подаци о расту вредности изведених радова у грађевинарству од 9,7% м.г., повећању броја издатих грађевинских дозвола у периоду април–мај од 4,5% м.г., расту производње грађевинског материјала од 2,5%, као и увоза грађевинског материјала од 3,5% м.г.

Нето порези су у Т2, према нашој процени, повећани за 4,0% м.г., што је допринело расту БДП-а са 0,6 п.п. и резултат је раста потрошње и боље наплате пореских прихода.

Раст **пољопривредне производње** у Т2 проценили смо на око 8% м.г., што је допринело расту БДП-а са 0,3 п.п. Оваква процена заснива се на повољнијим подацима о очекиваној производњи пшенице и раног воћа, као и на претпоставци да ће приноси кукуруза и соје, услед ниске базе из претходне године, бити већи и надокнадити смањење засејаних површина. Ипак, коначан исход сезоне у великој мери зависиће од временских услова током лета и њиховог утицаја на приносе кукуруза и индустријског биља.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Осврт 3: Агрометеоролошки показатељи у прогнози приноса ратарских култура

Узимајући у обзир значај временских прилика за пољопривредне приносе, у Народној банци Србије приликом процене успешности пољопривредне сезоне користимо низ агрометеоролошких показатеља који су значајни за раст биљака у току године, а које Републички хидрометеоролошки завод (РХМЗ) објављује за 29 локација у Србији. У питању су различити показатељи температуре ваздуха, падавина, температуре земље, влажности земље, висине снежног покривача, осунчаности и испаравања воде из земље и биљака (евапотранспирација).

Табела О.3.1. Агрометеоролошки показатељи за Војводину у периоду мај–јул*
(прошла и текућа година)

	Јул '26.	Јул '25.	Јун '26.	Јун '25.	Мај '26.	Мај '25.
Средња температура	24,7	23,9	23,2	22,9	18,5	15,5
Акумулирана темп.. > 10° од почетка год.	1.218,2	1.182,6	776,4	765,3	380,0	372,2
Максимална температура	36,3	39,0	39,6	38,1	32,6	29,4
Минимална температура	10,0	11,8	9,5	7,9	-0,1	2,6
Број дана са температуром > 30°	16,5	18,0	15,6	17,1		
Осунчавање (h)	322,2	292,9	308,2	399,8	317,6	273,5
Падавине (mm)	26,1	48,2	55,5	4,2	42,8	8,3
Број дана са падавинама	5,2	7,1	7,8	1,1	5,8	11,8
Потенцијална евапотранспирација	193,1	189,9	194,4	230,2	167,5	133,1
Залиха влаге до 1 m дубине (mm)	1,4	12,4	1,4	2,0	2,5	43,9
SPI-1 падавински индекс 30 дана	-1,2	-0,2	-0,6	-4,6	-0,3	0,5
SPI-2 падавински индекс 60 дана	-1,2	-2,0	-0,7	-1,3	-1,5	0,3
Z индекс суше/влаге – краткорочни	-2,9	-1,8	-2,2	-5,3	-2,3	0,6
PDSI индекс озбиљности суше – дугорочни	-3,9	-3,6	-3,3	-3,4	-2,6	-0,8

* Макс. и мин. вредности у табели представљају просеке макс./мин. вредности за осам локација у Војводини (Палић, Кикинда, Сомбор, Зрењанин, Нови Сад, Вршац, Банатски Карловац, Сремска Митровица).

Извор: РХМЗ и прерачун НБС.

Табела О.3.2. Скала индекса суше/влаге

	Екстремна суша	Јака суша	Умерена суша	Нормално	Умерено влажно	Јако влажно	Екстремно влажно
SPI	≤ -1,7	од -1,6 до -1,3	од -1,2 до -0,93	од -0,92 до 0,93	од 0,94 до 1,3	од 1,4 до 1,6	≥ 1,7
Palmer Z	< -2,75	од -2,74 до -2,0	од -1,99 до -1,25	од -1,24 до 0,99	од 1,0 до 2,49	од 2,5 до 3,49	> 3,5
Palmer PDSI	< -4,0	од -3,9 до -3,0	од -2,9 до -2,0	од -1,9 до 1,9	од 2,0 до 2,9	од 3,0 до 3,9	> 4,0

Извор: РХМЗ.

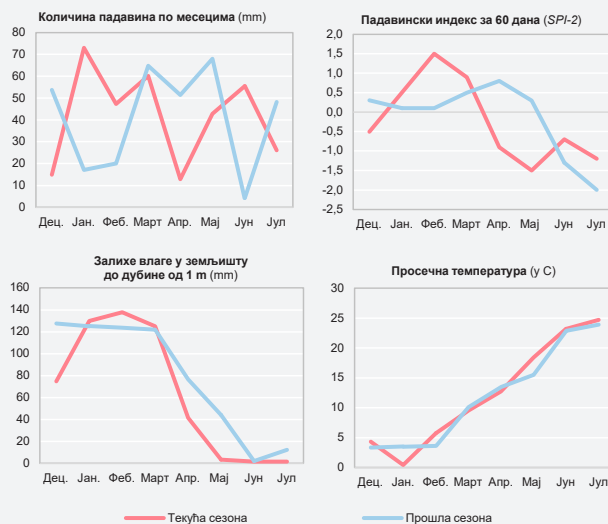
У анализама посебан фокус стављамо на пшеницу и кукуруз, као две најзаступљеније пољопривредне културе у Србији (које, рачунато као петогодишњи просек, у укупној пољопривредној производњи учествују са 11% и 17%, респективно). Како се оне највећим делом узгајају у Војводини, посматрамо просечне вредности агрометеоролошких показатеља за осам локација у овом делу Србије.

Услови за раст пшенице су у овој пољопривредној сезони углавном били повољни. Потенцијалну опасност представљало је изузетно хладно време у току јануара, али је висок снежни покривач сачувао пшеницу у најхладнијим данима почетка године. У првих седам месеци ове године укупно је било нешто више падавина него у истом периоду прошле године, уз знатне разлике у распореду – већа количина у прва два месеца године, мања у току априла и маја, затим већа у току јуна, па опет мања у току јула. У току априла и маја било је неколико вишенедељних сушних периода, али они нису били довољно дуги да би угрозили род. У комбинацији с релативно умереним температурама, ово је створило добре услове за раст пшенице. Иако је, према прелиминарним проценама РЗС-а, принос по хектару ове године (5,9 t/ha) био нешто нижи него прошле године (6,1 t/ha), то је био други највећи принос у историји. Притом, с обзиром на веће засејане површине него у 2025, требало би да овогодишња укупна производња забележи раст од 4,5%.

Када је у питању кукуруз, у односу на прошлу годину – која је била веома лоша за ову културу, највише због дужег сушног периода у јуну – у досадашњем делу сезоне агрометеоролошки услови делују нешто повољније. То се пре свега односи на знатно више падавина у јуну, када су оне најпотребније овој

култури. Ипак, мада је готово извесно да ће, због ниске базе, ове године порасти род кукуруза, снажан топлотни талас и одсуство падавина у првој половини августа могли би знатно ублажити тај раст.

Графикон О.3.1. Кретање агрометеоролошких показатеља



Извор: РХМЗ и прерачун НБС.

Прогноза приноса на основу агрометеоролошког модела

Као један од алата за прогнозирање, онедавно користимо оцењени модел који повезује временске прилике (падавине и температуру) и принос пшенице и кукуруза. Узимајући у обзир да су подаци о временским приликама доступни на дневном нивоу (а тиме и месечном), а приноси пољопривредних култура само на годишњем нивоу, определили смо се за модел *MIDAS*, који омогућава оцену везе променљивих с различитим фреквенцијама, чиме се задржава информативна вредност сваког месечног податка, која би могла да се изгуби упроставањем или сумирањем на годишњи ниво.

У нашем случају, оцењујемо утицај међугодишње разлике просечних месечних температура ($\Delta_{12} T$) и месечних сума падавина ($\Delta_{12} P$) на стопу раста годишњег приноса ратарских култура – кукуруза (c) и пшенице (w) по хектару. Како се берба кукуруза обавља крајем септембра и/или почетком октобра, у регресију укључујемо временске прилике до септембра, а у случају пшенице до јуна, када почиње жетва.

Да би се оцениле вредности коефицијената уз регресоре, у *MIDAS* групи модела користи се функција параметарских ограничења која успоставља везу између серија на различитим фреквенцијама, чиме се смањује број параметара за оцењивање. Ова функција, која указује на то с којим пондером који регресор улази у оцену зависне променљиве, може имати различите спецификације, а ми смо користили метод *PDL Almon*, с полиномом трећег степена:

$$c_y = \alpha + \beta Cgap_{y-1} + \sum_{\tau=0}^{11} \Delta_{12} T_{y,\tau}^m (\theta_0 + \theta_1 \tau + \theta_2 \tau^2 + \theta_3 \tau^3) + \sum_{\tau=0}^{11} \Delta_{12} P_{y,\tau}^m (\gamma_0 + \gamma_1 \tau + \gamma_2 \tau^2 + \gamma_3 \tau^3) + \varepsilon_y,$$

где у регресију укључујемо податке о температурама и падавинама за максимално 12 месеци до бербе/жетве ($\tau = 0$ до $\tau = 11$), које модел задржава или искључује у зависности од одговарајућих критеријума.

Као регресор у једначину оцене приноса кукуруза укључен је и ефекат базе из претходне године кроз јаз приноса кукуруза ($Cgap$), тј. одступање приноса кукуруза у претходној години од средњорочног тренда. Идеја је да, ако је принос у претходној години био висок, тј. изнад тренда (висока база), то умањује потенцијал за раст у текућој години, и обротно.

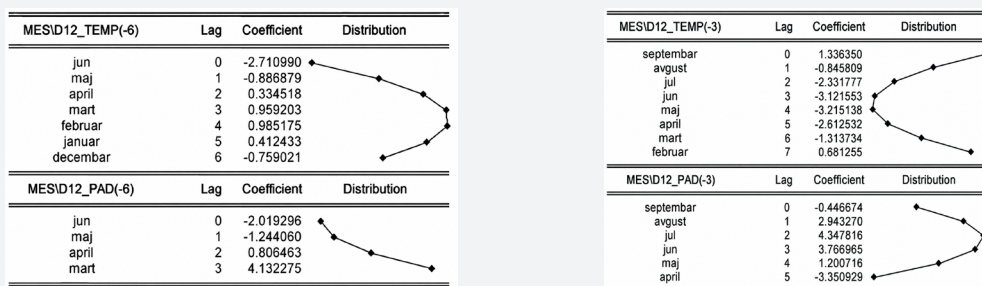
Једначина за пшеницу, поред јаза приноса, садржи и стопу раста приноса из претходне године:

$$w_y = \alpha + \mu w_{y-1} + \beta Wgap_{y-1} + \sum_{\tau=0}^{11} \Delta_{12} T_{y,\tau}^m (\theta_0 + \theta_1 \tau + \theta_2 \tau^2 + \theta_3 \tau^3) + \sum_{\tau=0}^{11} \Delta_{12} P_{y,\tau}^m (\gamma_0 + \gamma_1 \tau + \gamma_2 \tau^2 + \gamma_3 \tau^3) + \varepsilon_y.$$

Модел смо оценили на периоду 1990–2025. године, а као меру температуре и падавина за Србију узели смо њихове дневне просеке за Београд, Нови Сад и Ниш (једини расположиви подаци у дугом року).

Оцењени месечни модел показује да су за род пшенице релевантне температуре од децембра претходне до јуна текуће године (када се углавном обавља жетва). У пролеће (пре свега јуну и мају) повољно је да температуре буду умерене, а у прва четири месеца године више (у односу на просек за то доба године). Када су у питању падавине, према овом моделу је боље да их има мање у мају и јуну, а што више у марту. Мада негативан утицај падавина у мају није у складу са оним што знамо о процесу раста пшенице (фаза наливања зрна), то се може објаснити негативним утицајем прекомерних падавина на полагање пшенице и појаву биљних болести.

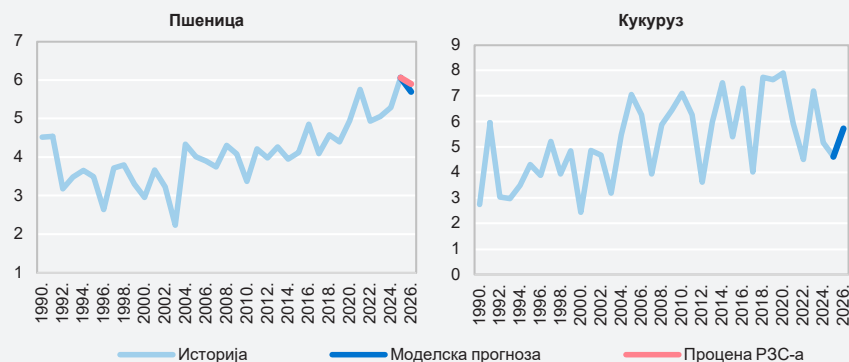
Слика О.3.1. Оцењени утицај температуре (*TEMP*) и падавина (*PAD*) на принос пшенице (лево) и кукуруза (десно)



У случају кукуруза, према моделу релевантне су температуре у периоду од чак осам месеци – од фебруара до септембра, док је утицај падавина значајан од априла до септембра. Пожељно је да температуре буду ниже (у односу на нормалу за то доба године) у току пролећа и лета, а више у септембру (пред бербу) и у фебруару. Када су падавине у питању, добро је да их има мање у септембру (пред бербу) и априлу (у периоду сетве), а више у осталим месецима, нарочито летњим.

Коначна прогноза на основу временских прилика може се дати тек по истеку сезоне, када имамо све потребне податке. Када прогнозу радимо пре истека сезоне, за наредни месец дана користимо временску прогнозу, а након тога (до краја сезоне) петогодишње дневне просеке за температуре и падавине.

Графикон О.3.2 Принос пшенице и кукуруза (t/ha)

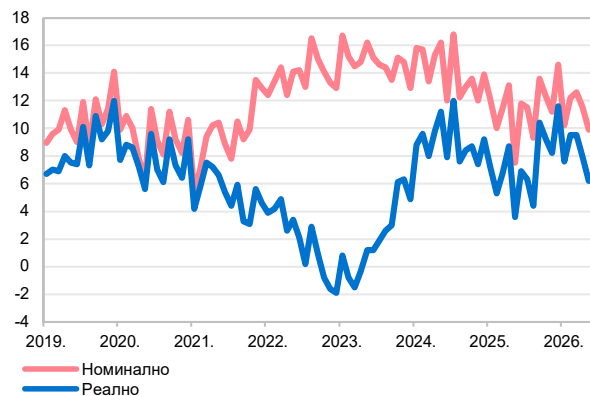


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Наша коначна моделска процена раста приноса пшенице урађена почетком јула износила је 5,7 t/ha (пад од 6% мг.), што је нешто ниже од процене РЗС-а објављене 1. јула (5,9 t/ha) са стањем приноса на дан 23. маја. У случају кукуруза, наша моделска процена базира се на оствареним подацима до 1. августа, прогнозираним временским приликама до 1. септембра и петогодишњим просецима до краја септембра. При овим претпоставкама, принос кукуруза у 2026. години могао би да износи око 5,6 t/ha. Мада ово представља добар раст у односу на претходну годину (26,8%), треба имати у виду да је то последица изузетно ниске базе, те да би овакав принос био нижи од вишегодишњих просека.

Ако се има у виду да је према подацима РЗС-а укупан принос пшенице, као и раног воћа (малине, вишње), виши од прошлогодишњег, као и да је према нашој процени принос по хектару код кукуруза већи од прошлогодишњег (и поред мањих засејаних површина за 3,8%), врло извесно је да ће овогодишња пољопривредна производња бити већа од наше претпоставке коришћене у мајској пројекцији од 3% годишње, због чега у новој процени очекујемо њен раст од око 7%, уз позитиван допринос БДП-у од око 0,3 п.п.

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



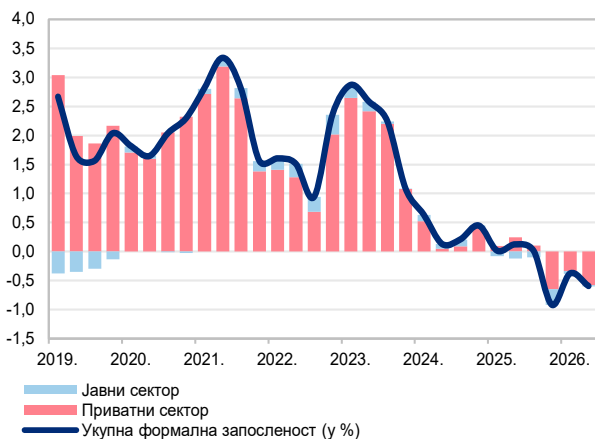
Извор: РЗС.

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.

5. Кретања на тржишту рада

Током Т2, мг. посматрано, бележи се успоравање раста зарада и благи пад формалне запослености, уз смањење броја регистрованих незапослених на најнижи ниво до сада.

Зараде

У периоду април–мај просечна номинална нето зарада износила је 120.102 динара (1.023 евра), при чему је њен мг. раст успорио на 10,7% (реално посматрано на 7,0%). Нешто бржи раст остварен је у јавном него у приватном сектору (11,8% наспрам 10,2%). Истовремено, медијална нето зарада повећана је за 11,6% мг. и износила је 93.931 динар. У прилог побољшању животног стандарда говоре и раст покривености просечне потрошачке корпе просечном зарадом и раст покривености минималне корпе минималном зарадом, које су у прва четири месеца ове године износиле 109,1% и 113,0%, респективно, што су највише вредности до сада.

У свим привредним делатностима у априлу и мају настављен је мг. раст просечних зарада, при чему је раст био двоцифрен у више од половине делатности, а најизраженији у областима образовања (19,6%), угоститељства (13,1%) и здравства (13,0%).

Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 9,8% мг. у априлу и мају, што је у потпуности резултат раста зарада.

Према прелиминарним подацима, продуктивност укупне економије у Т2 повећана је за 4,2% мг., као резултат раста економске активности у условима нешто ниже запослености.

Запосленост

Према подацима РЗС-а, укупан број формално запослених у Т2 у просеку је износио 2,36 млн, што је за око 14 хиљада запослених мање него пре годину дана, при чему је мг. пад убрзао на 0,6% (са 0,4% у Т1). Током Т2 повећан је број запослених код предузетника, док је број регистрованих пољопривредника и запослених код правних лица смањен.

Број формално запослених у приватном сектору у Т2 у просеку је износио 1,74 млн, при чему је

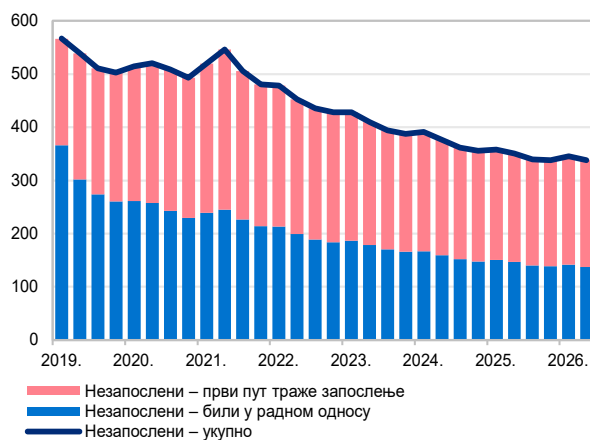
мг. посматрано нижи за 0,8% (након пада од 0,5% у Т1). **Формална запосленост у јавном сектору** смањена је за 0,1% мг. (након пада од 0,2% у Т1), што је у потпуности последица смањења броја запослених у државној управи, док је број запослених у здравству и образовању повећан. Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у Т2 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.

Након сезонски уобичајеног раста у Т1, **број регистрованих незапослених**, према евиденцији Националне службе за запошљавање, кретао се силазном путањом до јуна, када је износио 333.804 лица, што је за готово 11 хиљада лица мање него у истом периоду претходне године и уједно његов најнижи ниво до сада.

Подаци **Анкете о радној снази**, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, указују на благо смањење основних показатеља активности и запослености у Т1 у односу на исти период претходне године. Стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) износила је 72,9%, а стопа активности (старији од 15 година) 55,7%, што је мг. посматрано ниже за 0,3 п.п. и 0,9 п.п., респективно. У исто време, стопа запослености смањена је за 0,7 п.п., на 50,7%, а стопа незапослености је снижена за 0,2 п.п., на 8,9%.

Графикон IV.5.4. Кретање регистроване незапослености

(у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

V. Пројекција

Имајући у виду да су остварења домаће економске активности у П1 била повољнија од наших очекивања из маја, повећали смо пројекцију раста БДП-а за 2026. годину са 3,0% на 3,2%. С обзиром на и даље присутне геополитичке тензије, наставак сукоба на Блиском истоку, волатилно кретање светских цена нафте и осталих енергената и неизвесност у погледу екстерне тражње, задржали смо пројекцију раста за 2027. годину на 4,5%. У средњем року очекујемо ишчењавање утицаја привремених фактора и стабилнији темпо привредног раста – око потенцијалног нивоа од око 3,5% годишње. Раст економске активности биће вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства, које ће бити подржане растом расположивог дохотка и наставком реализације инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Имајући у виду остварења у досадашњем делу године, нижи увоз од очекиваног и стабилно кретање извоза, за 2026. годину сада пројектујемо да ће и извоз и увоз расти сличним темпом, тако да очекујемо мање негативан допринос нето извоза расту БДП-а. С друге стране, у 2027. години очекујемо позитиван допринос нето извоза расту БДП-а, пре свега захваљујући расту извоза услуга повезаних са одржавањем специјализоване међународне изложбе „Експо”.

Према нашој новој централној пројекцији, м.г. инфлација ће наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, с тим да ће се од септембра, делом по основу ниске базе из прошле године услед примене уредбе, а делом по основу ефеката раста светских цена енергената и других примарних производа, кретати благо изнад 4%. Током наредне године очекујемо да ће у смеру успоравања инфлације деловати постепено слабљење трошковних притисака из међународног окружења, као и пројектовано успоравање раста реалних зарада и њихово кретање у већој мери у складу с растом продуктивности, док ће у супротном смеру деловати ефекат ниске базе из ове године по основу знатног пада цена воћа и поврћа услед одличног рода. Као резултат деловања ових супротстављених чинилаца, м.г. инфлација би током целе наредне године требало да има стабилну динамику и да се задржи благо изнад 4%, да би крајем периода пројекције била постепено снижена. Додатно јачање тражње које се очекује у 2027. услед одржавања међународне изложбе „Експо” не би требало да генерише притиске који би инфлацију удаљили од граница циља.

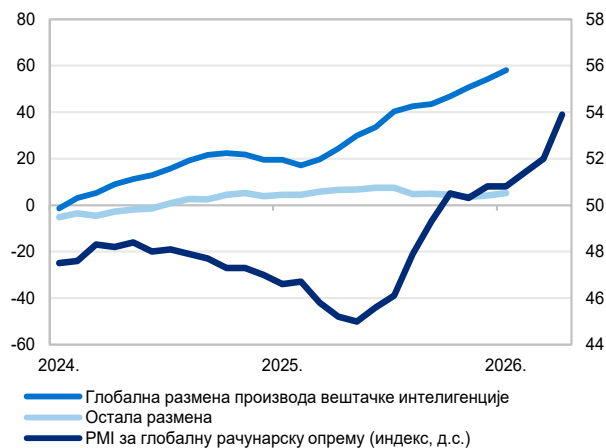
Као и у претходним пројекцијама, највећи ризик наше пројекције инфлације и БДП-а представљају изражене геополитичке тензије, као и ефекти на глобални привредни раст и инфлацију. Значајан ризик пројекције су и нова пољопривредна сезона – и глобално посматрано, и домаћа.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Водеће међународне финансијске институције, Светска банка и ММФ, оцениле су у својим последњим извештајима да је глобална економија у досадашњем току 2026. године показала већу отпорност на последице блискоисточног сукоба од очекивања, чему је допринео и убрзани глобални технолошки циклус, захваљујући развоју и примени алата вештачке интелигенције. Нето ефекти се разликују по земљама у зависности од, с једне стране, њихове позиције у технолошким ланцима вредности и, с друге стране, изложености зонама конфликта. ММФ је у јулу пројектовао раст светске привреде од 3,0% у 2026. и 3,4% у 2027. години, што је слично као у априлу,

Графикон V.0.1. Глобална размена производа вештачке интелигенције и развој рачунарске опреме* (просек, у %)



Извор: Светска банка, *Global Economic Prospects* (јун 2026).

* Размена је мерена као петомесечни просек међугодишњих промена глобалног увоза (номинално). Вредности PMI индекса изнад 50 сугеришу експанзију, а испод 50 контракцију.

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

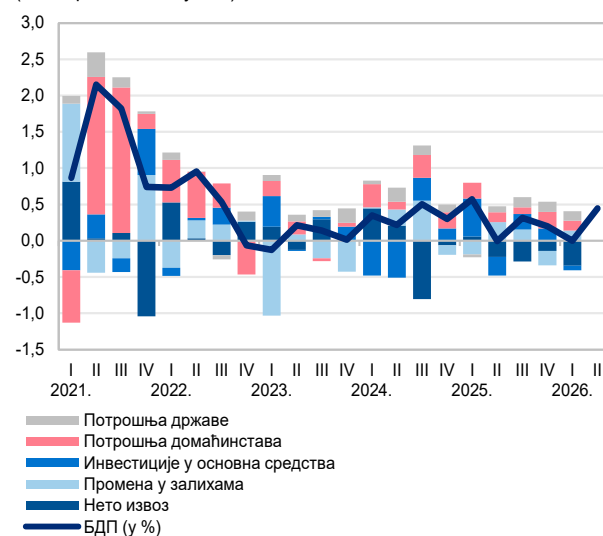
	2026.		2027.	
	Јул	Одступање у односу на април	Јул	Одступање у односу на април
Свет	3,0	↓ -0,1	3,4	↑ 0,2
Развијене земље	1,7	↓ -0,1	1,8	↑ 0,1
Зона евра	0,9	↓ -0,2	1,2	⇒ 0,0
САД	2,3	⇒ 0,0	2,2	↑ 0,1
Земље у успону и развоју	3,8	↓ -0,1	4,5	↑ 0,3
Русија	1,1	⇒ 0,0	1,1	⇒ 0,0
Кина	4,6	↑ 0,2	4,1	↑ 0,1

Извор: ММФ WEO (јул 2026).

али је и даље испод остварења у протекле две године (3,5%). Оцењено је да су **ризичи јулске пројекције у већој мери уравнотежени него у априлској**, али су остали **асиметрични наниже**, највише због могућег наставка сукоба на Блиском истоку, који би пролонгирао волатилност на робним тржиштима и изазвао пораст цена, поновне застоје у снабдевању и строже глобалне финансијске услове.

Кад се изузму подаци за Ирску,¹⁰ **економска активност у зони евра** је у Т1 остварила благи раст на тромесечном нивоу. Међутим, када се узму подаци за све земље, привреда зоне евра је у Т1 ипак стагнирала због смањења укупних инвестиција и нето извоза, док је укупна потрошња повећана (на мг. нивоу остварен је раст од 0,5%). ЕЦБ је оценила да се активност у прерађивачкој индустрији зоне евра показала релативно отпорном на последице блискоисточног сукоба, јер су компаније из предострожности акумулирале залихе. У **Немачкој** и **Италији**, које су наши кључни трговински партнери унутар зоне евра, БДП је у Т1, дес. посматрано, порастао за 0,4% и 0,3%, респективно, вођен снажним опоравком екстерне тражње. Рани показатељи економске активности за зону евра и њене водеће економије, *PMI* и *ESI*, у Т2 су били на вишем нивоу него у Т1. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, у Т2 је, дес. посматрано, забележен раст БДП-а зоне евра од 0,4%, који је у Немачкој и Италији процењен на по 0,2%.

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



Извор: Eurostat.

Имајући у виду изражен утицај сукоба на Блиском истоку на светске цене примарних производа, реалне расположиве дохотке и тржишно поверење, **ЕЦБ** је у јуну снизила мартовске пројекције привредног раста зоне евра за 2026. и 2027. годину за по 0,1 п.п., на 0,8% и 1,2%, респективно, док је пројекција за 2028. повећана за 0,1 п.п., на 1,5%. У хоризонту пројекције, ЕЦБ очекује раст домаће тражње по основу опоравка реалног дохотка, подстакнутог падом цена енергије, повећане државне потрошње на инфраструктуру и одбрану, као и отпорног тржишта рада, о чему сведочи очувана ниска стопа незапослености од 6,3% у јуну. Позитиван допринос се очекује и од већих улагања у вештачку интелигенцију и енергетску транзицију. Због појачане волатилности на глобалним тржиштима, ЕЦБ је у јуну оценила да су ризици пројекције БДП-а зоне евра у

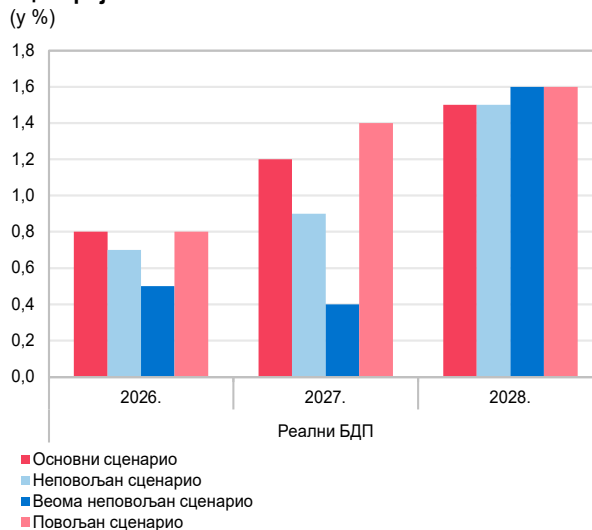
¹⁰ Већ дужи период кретање БДП-а Ирске не одражава у целости реалну економску активност због знатног удела великих мултинационалних компанија, чија су пореске и рачуноводствене активности изузетно волатилне.

основном сценарију и даље асиметрични наниже. Поред основног, ЕЦБ је у јуну израдила три алтернативна сценарија, која се разликују у три главна аспекта – величини енергетског шока, степену неизвесности и интензитету преношења енергетског шока на остале цене. За 2026. и 2027. годину, у неповољном сценарију ЕЦБ је пројектовала нешто нижи раст БДП-а зоне евра (0,7% и 0,9%), а у веома неповољном сценарију знатно нижи привредни раст (0,5% и 0,4%) него у основном сценарију. За разлику од мартовске рунде пројекција, ЕЦБ је у јуну објавила и повољан сценарио, у коме је раст БДП-а за 2026. годину идентичан као и у основном сценарију, а нешто већи у 2027. и 2028. години (1,4% и 1,6%).

Према оценама аналитичара *Consensus Economics*-а из јула, остварења у претходном делу године за зону евра показала су се оптимистичнијим од очекивања, јер је повећан промет у трговини на мало и осталим услужним делатностима, чему је допринела и нова туристичка сезона у земљама Медитерана. Међутим, наставак сукоба на Блиском истоку негативно се одражава на економску активност у земљама зоне евра, пре свега због отежаног снабдевања нафтом. У јулу је априлска пројекција раста БДП-а зоне евра снижена за 0,4 п.п., на 0,5% у 2026, односно за 0,1 п.п., на 1,2% у 2027. години.

На нивоу региона **средње и југоисточне Европе** у Т1 остварен је раст БДП-а од 0,4% дсз. (тј. 2,1% мг.), који је вођен растом укупне потрошње и инвестиција, насупрот чега је деловао пад нето извоза. У већини земаља региона регистрован је раст БДП-а у Т1, док су привреде Хрватске и Румуније стагирале. Аналитичари *Consensus Economics*-а су оценили да ће економска активност на нивоу региона, која је у претходном периоду била подржана и средствима из фондова ЕУ, успорити у остатку године, првенствено због негативних ефеката сукоба на Блиском истоку. Јулска пројекција раста БДП-а у групи земаља југоисточне Европе за 2026. годину ревидирана је наниже у односу на априлску, за 0,4 п.п., на 1,2%, док за наредну годину није мењана (2,6%). У групи земаља средње Европе јулске пројекције привредног раста биле су идентичне као у априлу, од по 2,7% у овој и наредној години. Светска банка је у јуну оценила да ће очекивано успоравање економске активности у зони евра умањити

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



Извор: ЕЦБ (јун 2026).

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.

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

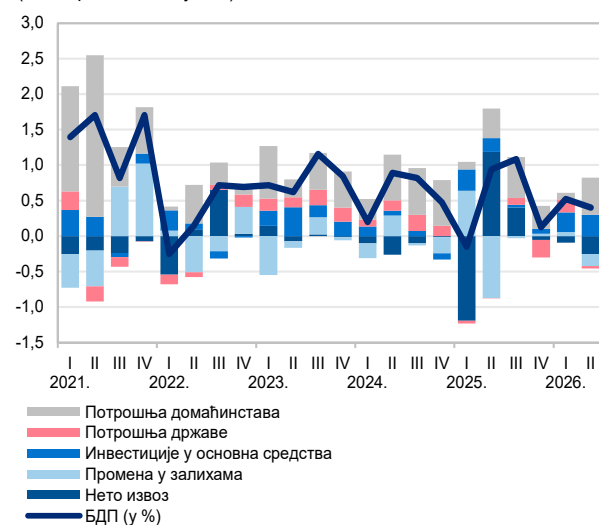
	2026.		2027.	
	Јул	Одступање у односу на април	Јул	Одступање у односу на април
Пољска	3,5	0,0	3,0	↓ -0,1
Чешка	2,1	↓ -0,2	2,4	↓ -0,1
Мађарска	1,7	0,0	2,5	0,0
Румунија	0,0	↓ -0,5	2,2	↓ -0,1
Албанија	0,8	↓ -0,2	1,6	↓ -0,2
Босна и Херцеговина	2,0	0,0	2,1	0,0
Северна Македонија	2,4	↓ -0,2	2,4	↓ -0,1
Црна Гора	2,6	↑ 0,1	2,6	↓ -0,1

Извор: Consensus Economics (јул и април 2026).

извоз прерађивачке индустрије у региону средње Европе, због чега је претходне пројекције раста БДП-а снизила за 0,4 п.п., на 2,3% у 2026, односно за 0,3 п.п., на 2,4% у 2027. години. На нивоу региона Западног Балкана, Светска банка је у јуну пројектовала привредни раст од 2,9% у 2026. и 3,2% у 2027. години, што је за 0,2 п.п. и 0,1 п.п., респективно, ниже од претходних пројекција.

Привреда САД је у Т1 забележила раст од 0,5% дсз. (тј. 2,1% прерачунато на годишњи ниво), по основу повећања инвестиција и потрошње, насупротив чега је деловао пад нето извоза. На основу кретања раних показатеља економске активности за САД, ФЕД је у јуну изнео процену да је у Т2 настављен солидан привредни раст, који је вођен растом потрошње и улагања у развој вештачке интелигенције. Накнадно су објављени и прелиминарни подаци америчке агенције за економске анализе, према којима је привреда САД у Т2 остварила раст од 0,4% дсз. (тј. 1,5% прерачунато на годишњи ниво). Ипак, ФЕД-ова јунска пројекција привредног раста за 2026. нижа је од мартовске за 0,2 п.п. и износи 2,2%, док пројекција за 2027. од 2,3% није мењана, уз оцену да су ризици пројекције и даље асиметрични наниже, услед неизвесности у погледу последица сукоба на Блиском истоку и економских ефеката улагања у вештачку интелигенцију. Стопа незапослености је у јуну спуштена на 4,2%, што је њен најнижи ниво у протеклој години дана. Њену пројекцију на нивоу 2026. ФЕД је у јуну благо снизио у односу на март, за 0,1 п.п., на 4,3%, за колико је пројектована и на нивоу 2027. године.

Графикон V.0.5. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД (дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: U.S. BEA и прерачун НБС.

Према оцени ММФ-а, кинеска привреда је у Т1 остварила већи раст од очекиваног (1,3% дсз., тј. 5,0% мг.), по основу убрзаних државних инвестиција у инфраструктуру и високотехнолошку производњу, као и повећаног извоза, док је домаћа тражња остала ниска. То је, заједно са slabим приватним инвестицијама и пролонгираним падом активности у сектору некретнина, утицало на спорији раст економске активности у Т2, од 0,9% дсз. (тј. 4,3% мг.), што је најнижи тромесечни раст у протекле две године. ММФ је у јулу подигао пројекцију раста БДП-а Кине за 2026. за 0,2 п.п., на 4,6%, док је за 2027. годину пројектовао раст од 4,1%. Ипак, пројекције су испод просечног остварења од 5,0% у 2024. и 2025. години, јер се више светске цене нафте, пораст неизвесности и структурни проблеми кинеске економије негативно одражавају на привредни раст.

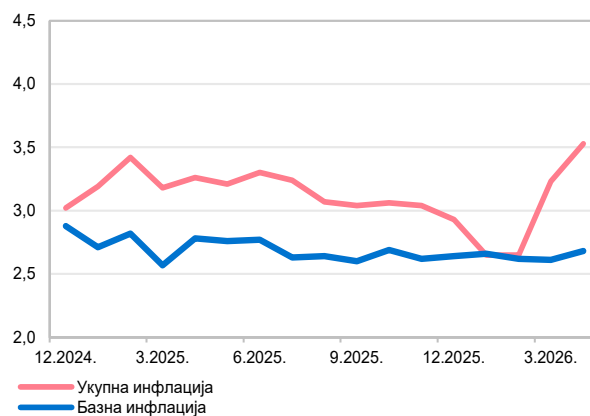
Инфлација

Услед глобалног енергетског шока, заустављен је опадајући тренд **глобалне инфлације**, која је у мају, трећи месец заредом, забележила мг. раст. О томе сведочи и тзв. моментум укупне глобалне инфлације,¹¹ који је између фебруара и априла повећан за 4,0 п.п., док је базна инфлација остала стабилна у већини земаља. Дивергенција укупне и базне инфлације настала је као последица застоја у снабдевању енергентима и знатног пораста цена по том основу, што се за сада није у већој мери пренело на цене осталих производа и услуга. Притом, јаз између укупне и базне инфлације израженији је у земљама које су у већој мери изложене застојима, а мање изражен у земљама чије владе су ограничиле цене нафтних деривата. Повишене цене енергије и већа текућа инфлација утицали су на пораст инфлационих очекивања за 2026. у већини земаља, док се за 2027. нису знатније мењала. У јулској пројекцији ММФ је повећао пројекцију глобалне инфлације за 2026. годину на 4,7% (повећање за 0,3 п.п. у поређењу са априлском пројекцијом), уз оцену да ће инфлација доминантно бити вођена повишеним ценама енергије и хране, док је пројекцију за 2027. повећао за 0,2 п.п., на 3,9%.

Након што је од фебруара до маја убрзавала због повишених цена енергије, **мг. инфлација у зони евра** у јуну је успорила на 2,8%, пре свега по основу споријег мг. раста цена енергије (са око 11% у априлу и мају на испод 9% у јуну), на шта је утицала и ниска прошлогодишња база. У односу на март, цене хране су такође успориле мг. раст у јуну, на 1,6%, док је **базна инфлација** благо повећана, на 2,4% мг., по основу нешто бржег раста цена индустријских производа (без хране и енергије). Мерена као промена хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** у јуну је снижена на 2,4% мг., због споријег раста цена енергената, док је **инфлација у Италији**, први пут од јануара, у јуну успорена на 3,1% мг., услед споријег раста цена непрерађене хране и појединих услуга. Према прелиминарним подацима Eurostat-а, мг. инфлација у зони евра у јулу је износила 2,9%, колико је износила и у Италији, док је у Немачкој повећана на 2,8%, под утицајем виших цена енергената, услед укидања пореских олакшица на нафтне деривате.

Услед повишених цена енергије, које би могле да се одразе на раст цена хране, индустријских

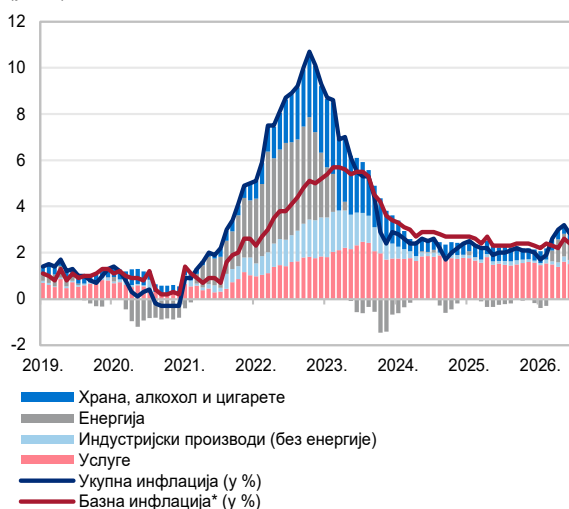
Графикон V.0.6. Кретање глобалне укупне и базне инфлације* (у %)



Извор: Светска банка GEP (јун 2026).

* Подаци за инфлацију представљају медијану на узорку од 136 земаља, при чему се последњи податак односи на април 2026.

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

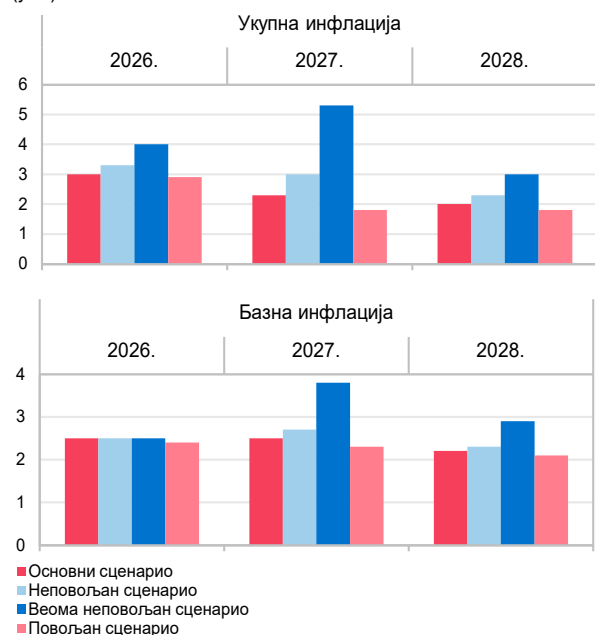


Извор: Eurostat и прерачун НБС.

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

¹¹ Моментум инфлације је добијен на бази тромесечних покретних просека дес. месечних стопа инфлације прерачунатим на годишњи ниво.

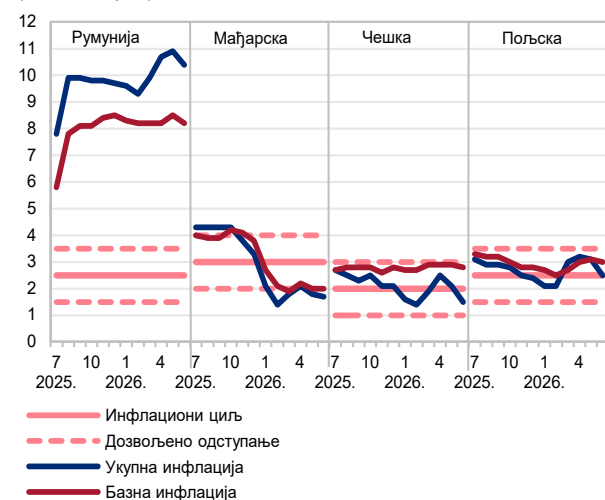
Графикон V.0.8. Пројекције инфлације у зони евра у три сценарија (у %)



Извор: ЕЦБ (јун 2026).

производа и услуга, ЕЦБ је у јуну повећала мартовске пројекције укупне инфлације у зони евра за 2026. и 2027. годину – за 0,4 п.п. и 0,3 п.п., на 3,0% и 2,3%, респективно, док је пројекција за 2028. незнатно смањена, за 0,1 п.п., на 2,0%. У јуну је просечна базна инфлација у зони евра пројектована на по 2,5% у овој и наредној години, што је за 0,2 п.п. и 0,3 п.п., респективно, изнад пројекција у марту, док је за 2028. благо повећана, за 0,1 п.п., на 2,8%. Иако су ове пројекције у оквиру основног сценарија израђене под претпоставком да ће цене енергије с текућих нивоа релативно брзо опадати у наредном периоду, ЕЦБ је оценила да су ризици пројекције и даље асиметрични навише. У неповољном сценарију претпостављен је пролонгиран и интензивнији раст цена енергије него у основном сценарију, због чега је пројектована виша инфлација у читавом хоризонту пројекције – 3,3% у 2026, 3,0% у 2027. и 2,3% у 2028. години. И у веома неповољном сценарију инфлација је за цео период прогнозирана на вишем нивоу него у основном (4,0% у 2026, 5,3% у 2027. и 3,0% у 2028. години), под претпоставком снажнијег и трајнијег енергетског шока. С друге стране, ЕЦБ је у повољном сценарију претпоставила да ће се цене нафте нормализовати брже него у основном сценарију, што би резултирало бржим успоравањем инфлације, на 2,9% у 2026. и испод циљаног нивоа од 2,0% у 2027. и 2028. години.

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



Извор: централне банке изабраних земаља.

У земљама региона средње и југоисточне Европе, мг. инфлација је у Чешкој, Пољској и Мађарској, после пораста у априлу због виших цена енергије, успорила у остатку Т2, док је у Румунији, иако успорена у јуну, задржана изнад нивоа у марту. Конкретно, мг. инфлација у Чешкој у јуну је успорена на 1,5%, а у Мађарској на 1,7%, док се у Пољској спустила на циљани ниво од 2,5%, највише захваљујући нижим ценама хране и споријем расту цена нафтних деривата. Исте компоненте ИПЦ-а утицале су и на успоравање мг. инфлације у Румунији, на 10,4% у јуну. Узимајући у обзир пролонгиране последице блискоисточног сукоба на цене енергије и остале цене, као и потенцијалне негативне ефекте суше у већем делу Европе на цене пољопривредних производа, аналитичари *Consensus Economics*-а су у јулу ревидирали навише пројекције инфлације у скоро свим земљама региона. Изузетак представљају Чешка, у којој се од марта бележи мг. пад цена хране, и Мађарска, чија је влада још у марту ограничила цене бензина и дизела. У групи земаља средње Европе, јулска пројекција инфлације смањена је у односу на априлску за 0,2 п.п., на 2,8% у 2026,

док за 2027. годину није мењана (2,9%). У групи земаља југоисточне Европе, јулска пројекција инфлације за ову и наредну годину повећана је у односу на априлску за 0,7 п.п., на 6,4% у 2026, и за 0,3 п.п., на 3,7% у 2027. години.

Динамика мг. инфлације у земљама **региона Западног Балкана** током Т2 била је доминантно под утицајем виших цена енергије, због сукоба на Блиском истоку. Након што је у априлу убрзана у свим земљама региона, мг. инфлација је до краја Т2 у **Северној Македонији** и **Босни и Херцеговини** успорена на 3,4% и 4,2%, респективно. Насупрот томе, мг. инфлација се у **Албанији** током Т2 кретала узлазном путањом, достигавши 3,2% у јуну, док је у **Црној Гори** повећана на 3,6% у јуну. Премда је Светска банка у јуну оценила да је инфлација од почетка ове године била најнижа у земљама средње Европе и Западног Балкана, истакла је да су земље овог региона, због сукоба на Блиском истоку, изложене појачаним трошковним притисцима, посебно оне земље које у већој мери увозе вештачка ђубрива и друге сировине.

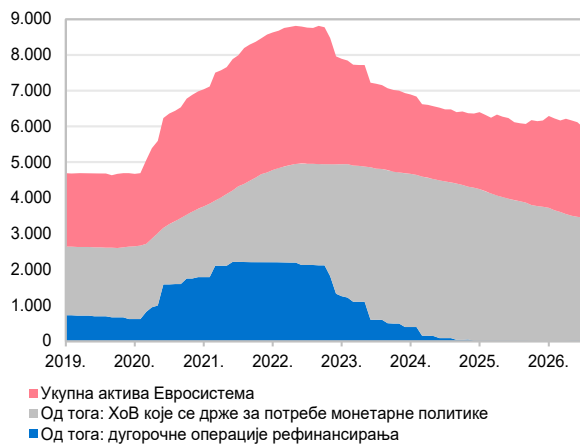
Укупна инфлација у САД (мерена променом ИПЦ-а), после убрзања у априлу и мају, успорена је у јуну на 3,5% мг. Томе је највише допринело успоравање мг. раста цена енергије, после постизања привременог примирја на Блиском истоку, као и ниска прошлогодишња база. У јуну је успорена и прехранбена инфлација, као и мг. раст цена станарина и одеће и обуће, што се одразило на ниже цене индустријских производа. То је, заједно с нешто нижим мг. растом цена услуга, определило успоравање **базне инфлације** у САД, на 2,6% мг. у јуну. **ФЕД** је у јуну проценио да ће инфлација у САД током П2 додатно успорити, услед очекиваног пада малопродајних цена бензина, док би базна инфлација требало да остане на сличном нивоу као у П1. Имајући у виду више текуће цене енергије, које се преносе на цене осталих производа и услуга, као и ефекте вештачке интелигенције на потрошачке цене, **ФЕД** је у јуну подигао мартовске пројекције раста индекса издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије) за 2026. годину на нивое од 3,6% и 3,3%, респективно. За 2027. годину предвиђен је нижи раст наведених мера инфлације него у овој години и њихов повратак на циљани ниво током 2028. године, уз оцену да су ризици јунске пројекције инфлације још увек асиметрични навише.

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

	2026.		2027.	
	Јул	Одступање у односу на април	Јул	Одступање у односу на април
Пољска	3,0	0,0	2,9	0,0
Чешка	2,1	-0,3	2,5	0,0
Мађарска	2,4	-1,0	3,2	-0,5
Румунија	8,1	0,6	4,1	0,4
Албанија	2,9	0,0	2,9	0,0
Босна и Херцеговина	5,3	1,6	3,2	0,7
Северна Македонија	4,6	0,7	3,9	0,8
Црна Гора	3,7	0,3	3,2	0,4

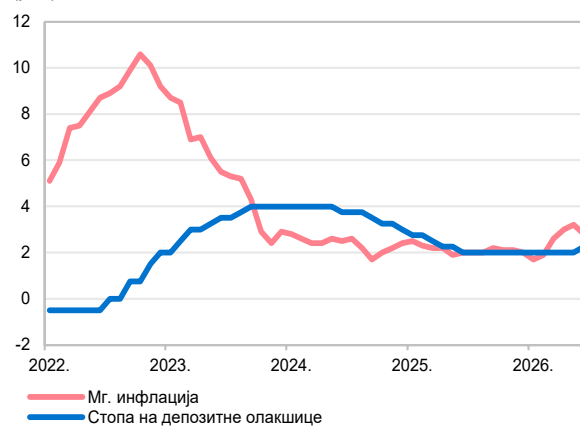
Извор: Consensus Economics (јул и април 2026).

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



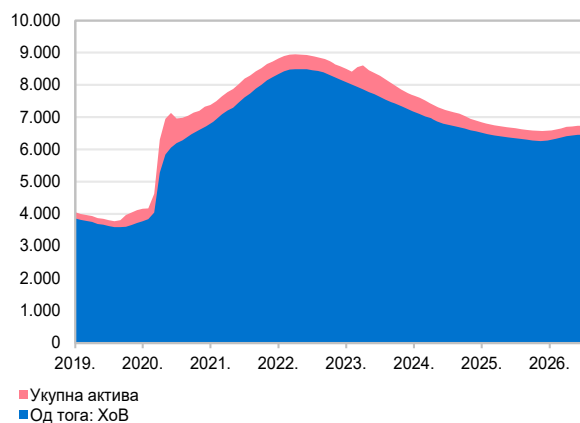
Извор: ЕЦБ.

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



Извор: ЕЦБ и Eurostat.

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



Извор: ФЕД.

Монетарна политика

Наглашавајући своју посвећеност да инфлацију врати на средњорочни циљ од 2%, **ЕЦБ** је у јуну повећала своје три основне каматне стопе за 25 б.п., што представља прво повећање од 2023. године. Каматне стопе на депозитне олакшице, главне операције рефинансирања и кредитне олакшице сада износе 2,25%, 2,40% и 2,65%, респективно. Одлука о повећању каматних стопа у јуну донета је услед раста цена енергената и упорних инфлаторних притисака изазваних сукобом САД и Ирана и поремећајима у испоруци нафте кроз Ормушки мореуз. ЕЦБ је оценила да рат на Блиском истоку додатно појачава инфлаторне притиске и да је повећање каматних стопа оправдано у свим сценаријима који се разматрају за зону евра. Истовремено, ЕЦБ је у јуну ревидирала навише прогнозе укупне и базне инфлације, док су прогнозе привредног раста нешто ниже него пре три месеца.

Ситуација на Блиском истоку је средином јуна почела да се стабилизује, што је утицало на знатно побољшање очекивања по питању кретања инфлације и привредне активности. Међутим, у јулу је размена удара између САД и Ирана поново ставила цене нафте у центар пажње и указала на високу неизвесност у погледу трајности примирја на Блиском истоку. Задржавајући своје основне каматне стопе на непромењеном нивоу на састанку у јулу, ЕЦБ је оценила да су изгледи за кретање цена енергената тренутно блиски основном сценарију из последње, јунске пројекције и знатно изнад нивоа забележених пре избијања сукоба на Блиском истоку. Истакла је да пуни инфлаторни ефекти енергетског шока тек треба да се испоље, због чега ће пажљиво пратити његов интензитет и трајање, као и његове индиректне ефекте.

Како ће се кретати каматне стопе ЕЦБ-а у наредном периоду, кључно ће зависити од тога да ли ће инфлаторни притисци из енергетског сектора остати привремени или ће се прелити на ширу економију путем зарада и цена услуга. Цена нафте је од кључног значаја за привреду зоне евра, која увози скоро 60% својих енергетских потреба, тако да промена у кретању цене нафте може утицати на промену очекивања тржишних учесника у погледу кретања каматних стопа ЕЦБ-а. Тржишни учесници и даље очекују још два повећања каматних стопа ЕЦБ-а од по 25 б.п. до следећег пролећа, чиме би стопа на депозитне олакшице ЕЦБ-а достигла ниво од 2,75%.

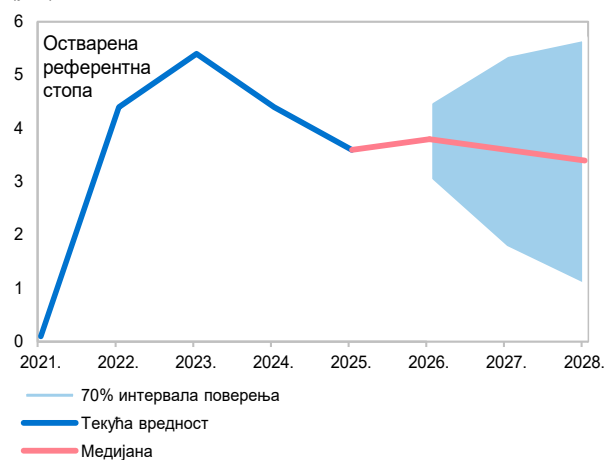
За разлику од ЕЦБ-а, **ФЕД** је задржао циљани распон референтне каматне стопе на нивоу од 3,50% до 3,75%, наводећи да је инфлација донекле повишена у односу на циљана 2%, делом због шокова на страни понуде који су довели до раста цена у одређеним секторима, укључујући енергетику. Међутим, иако је америчка привреда мање изложена енергетском шоку, фискална политика, укључујући већа издвајања за одбрану и потенцијалне трансфере домаћинствима, могла би да подстакне тражњу, појача инфлаторне притиске и захтева рестриктивнију монетарну политику ФЕД-а. Очекивања тржишта да ће монетарна политика ФЕД-а бити рестриктивнија повећана су изјавама новог председника ФЕД-а, Кевина Ворша. Он је истакао потпуну посвећеност очувању ценовне стабилности, наглашавајући да неће толерисати дуготрајно повишену инфлацију. Нагласио је да ће инфлаторни талас, који је обележио претходних пет година, бити успешно окончан ако се и даље води адекватна монетарна политика. Истовремено је оценио да америчка привреда наставља да показује отпорност, уз солидан привредни раст и умерено повећање потрошње домаћинстава.

Најновије пројекције ФЕД-а из јуна указују на нешто спорији привредни раст и више очекиване стопе инфлације, пре свега у овој години, у поређењу с пројекцијама из марта. Очекивања су виша и када је у питању распон референтне каматне стопе – медијана чланова *FOMC*-а повећана је у јуну на 3,8% за крај ове године (са 3,4% у марту) и на 3,6% за крај наредне године (са 3,1% у марту).

Одлука о задржавању распона референтне каматне стопе на непромењеном нивоу на састанку ФЕД-а у јулу сматра се једном од најнеизвеснијих у последњих десет година и донета је већином од девет гласова, док су три члана *FOMC*-а гласала за повећање од 25 б.п. Након јулског састанка председник ФЕД-а је указао на више номиналне и реалне приносе на обвезнице, што би се могло тумачити као сигнал да је тржиште већ допринело заоштравању финансијских услова.

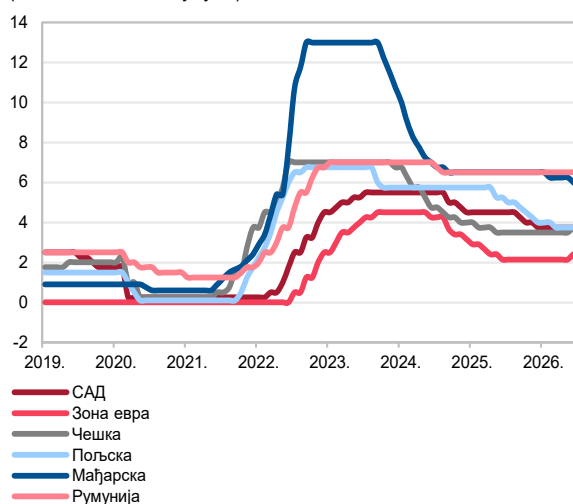
Када су у питању **централне банке региона које циљају инфлацију**, референтне каматне стопе нису мењале централне банке Пољске и Румуније, док је централна банка Чешке повећала, а централна банка Мађарске смањила референтну каматну стопу. У складу са очекивањима тржишта, **централна банка Пољске** задржала је референтну каматну стопу на 3,75%, што је непромењен

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



Извор: ФЕД, *Summary of Economic Projections* (јун 2026).

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

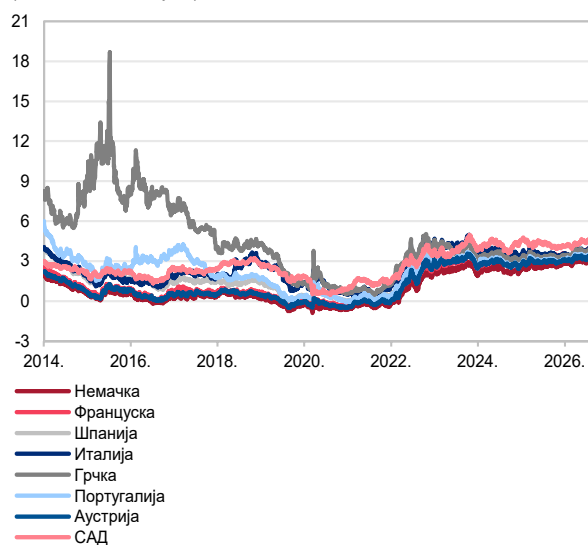


Извор: централне банке изабраних земаља.

ниво од марта ове године и најнижи од 2022. Инфлација се тренутно налази на централној вредности циља (2,5% у јуну), али се очекује да ће бити нешто виша у наредном периоду. Гувернер је истакао да би он могао да гласа за још једно смањење референтне стопе у септембру, док су други чланови Савета уздржанији када је у питању даље ублажавање монетарне политике. Такође, и **централна банка Румуније** је задржала референтну каматну стопу непромењеном на нивоу од 6,5%, као што се и очекивало имајући у виду и даље релативно високу инфлацију (10,4% у јуну). На повећање референтне каматне стопе одлучила се **централна банка Чешке**, на 3,75% у јуну, што је прво повећање каматних стопа од 2022. године. Одлука о повећању је донета не само због последица сукоба на Блиском истоку већ пре свега због домаћих фактора, укључујући раст новчане масе, знатан раст зарада и повећање фискалног дефицита. За разлику од других европских централних банака које задржавају или повећавају степен рестриктивности монетарне политике, **централна банка Мађарске** наставила је с постепеним попуштањем монетарних услова, смањујући референтну каматну стопу у јуну и јулу за по 25 б.п., на 5,75%, услед пада инфлације, наглашавајући да је реч о малом циклусу монетарног попуштања током лета.

Финансијска и робна тржишта

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



Извор: Блумберг.

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља и САД бележили су дивергентна кретања током Т2 2026. године, у највећој мери опредељени развојем ситуације на Блиском истоку – наизменичном ескалацијом и деескалацијом сукоба. Код развијених европских земаља, приноси су на крају Т2 били нижи него на крају Т1 2026. у просеку за 20 б.п., док су приноси на десетогодишње обвезнице САД повећани за 15 б.п. Постизање примирја почетком априла и његово продужење до краја месеца одразило су се на првобитан пад приноса, да би затим прекид примирја подстакао њихов раст услед забринутости тржишних учесника у вези с продужавањем ценовних притисака на тржишту енергената. Изражен пад приноса на обвезнице развијених европских земаља уследио је након споразума САД и Ирана о поновном отварању Ормушког мореуза средином јуна, што је знатно умањило очекивања тржишних учесника да ће цене нафте и инфлација даље расти. То се одразило и на очекивања финансијских тржишта

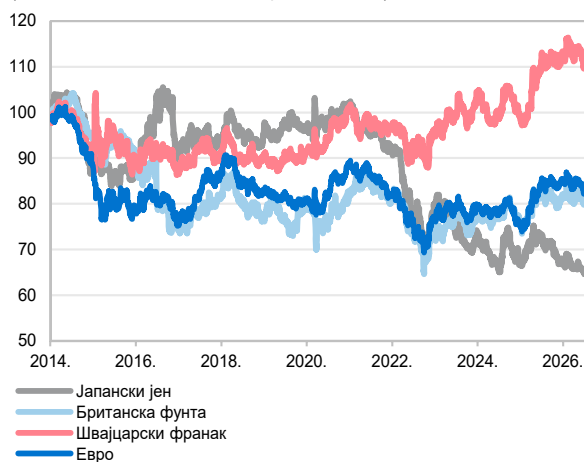
да је будуће заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а, након повећања референтне стопе у јуну, мање вероватно, услед смањеног ризика ценовних притисака с тржишта енергената. Насупрот томе, раст приноса на десетогодишње обвезнице САД крајем Т2, у поређењу с крајем Т1, био је вођен повољним макроекономским показатељима америчке економије и очекивањима да би ФЕД могао повећати каматне стопе до краја године.

Већина водећих светских валута ослабила је према долару на крају Т2 у поређењу с крајем Т1, уз дивергентна кретања током тромесечја. Курс евра према долару првобитно је ојачао у априлу, услед смањене тражње за доларом као сигурном активом у условима деескалације сукоба. Прекиди примирја који су уследили имали су супротан ефекат. У другој половини јуна евро је знатно ослабио, с обзиром на то да је споразум о отварању Ормушког мореуза умањио очекивања о даљем заоштравању монетарне политике ЕЦБ-а, док је истовремено ФЕД сигнализирало могућност повећања каматних стопа, подржан повољним перформансама америчке економије.

Светска цена злата кретала се силазном путањом током Т2 и у јулу, првенствено под утицајем сукоба на Блиском истоку, који за последицу има снажне инфлаторне притиске на глобалном нивоу, услед чега је ЕЦБ на јунском састанку повећала каматне стопе, док тржишни учесници очекују и заоштравање монетарне политике ФЕД-а. Поред тога, паду цене злата допринели су јачање америчког долара и раст приноса на државне обвезнице на глобалном нивоу. Посматрано на нивоу тромесечја, цена злата је у Т2 у просеку износила око 4.500 долара по финој унци, што је за 7,5% ниже него у Т1, али и даље за 18,3% више него у истом периоду претходне године. У јулу је цена злата додатно смањена, на око 4.070 долара по финој унци, у просеку.

Кретање светске цене нафте типа брент претходних месеци било је првенствено одређено развојем догађаја на Блиском истоку. Након што се задржала на повишеном нивоу током већег дела Т2, услед поремећаја у снабдевању, цена нафте је снажно смањена од половине јуна, након потписивања Меморандума о разумевању између САД и Ирана, тако да је почетком јула спуштена на око 70 долара по барелу, чиме се вратила на ниво на којем се налазила пре избијања сукоба. Међутим, поновна ескалација сукоба се

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



Извор: ММФ.

* Раст представља апрецијацију.

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



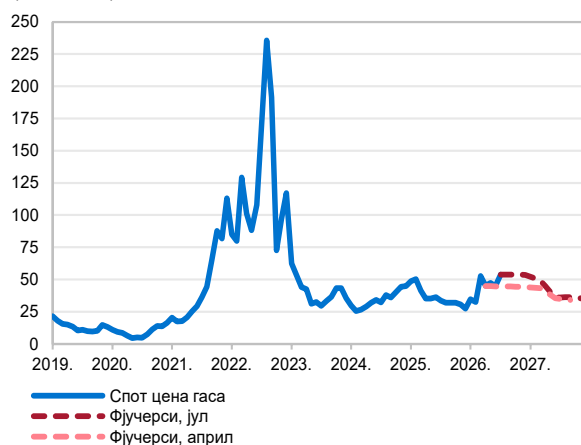
Извор: Рефинитив.

одразила на раст цене нафте, која је крајем јула достигла ниво од око 97 долара по барелу. 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 80 долара по барелу до краја 2026, а затим на око 72 долара по барелу до краја 2027. Према процени Америчке енергетске информативне агенције (*EIA*), пад цене нафте у наредном периоду биће нешто израженији, тако да би она крајем 2026. и 2027. године требало да износи око 69 и 61 долар по барелу, респективно. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цена нафте ће крајем 2026. износити око 83 долара по барелу, а затим ће се до краја 2027. спустити на око 75 долара по барелу.

Иако се цене нафтних деривата на Медитерану уобичајено крећу у складу с динамиком светске цене нафте, од почетка сукоба на Блиском истоку дошло је до одређеног одступања у њиховом кретању, које је било најизраженије у јуну и јулу. У условима снажног пада светске цене нафте након привременог смиривања геополитичких тензија, цене нафтних деривата на Медитерану смањене су у знатно мањој мери, пре свега под утицајем ниже понуде услед оштећења производних капацитета на Блиском истоку и ограничења извоза из Русије, у условима сезонски уобичајено повећане тражње. Цена дизела је у Т2 у просеку износила око 1.187 долара по тони, а цена бензина око 1.086 долара по тони, што је, у односу на Т1, више за 35,3% и 36,2%, респективно.

Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту *TTF* бележила је волатилна кретања током Т2, крећући се у распону од 39 до 53 евра по мегават-сату. Притисак на раст цене потицао је од повећане неизвесности у погледу снабдевања, потребе за обнављањем залиха и повећане потрошње електричне енергије током топлотног таласа у јуну. У супротном смеру деловали су сезонски уобичајено нижа тражња након завршетка грејне сезоне, као и привремено смиривање тензија на Блиском истоку. У јулу је цена природног гаса повећана, тако да је крајем месеца износила око 60 евра по мегават-сату, услед поновне ескалације сукоба на Блиском истоку. Према тржишним фјучерсима, цена гаса ће се кретати силазном путањом у наредном периоду, тако да у децембру износи око 54 евра по мегават-сату, а затим би до краја 2027. требало

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



Извор: Рефинитив.

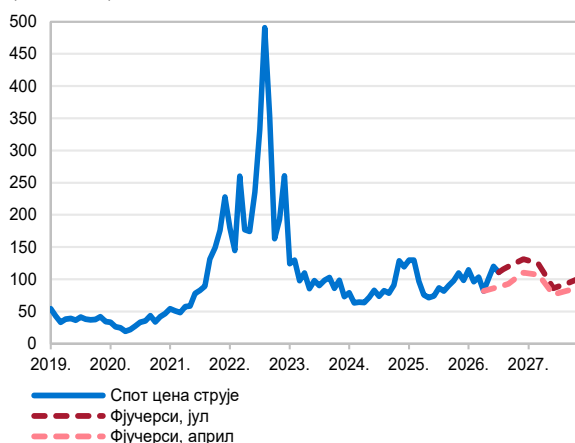
да се спусти на око 35 евра по мегават-сату. *Consensus Economics* очекује да цена природног гаса крајем 2026. износи око 51 евра по мегават-сату, а затим да се крајем 2027. спусти на око 37 евра по мегават-сату.

Након што је смањена у априлу под утицајем ниже тражње и рекордне производње соларних електрана, **реперна цена електричне енергије за Европу** (на немачкој берзи) кретала се узлазном путањом у наставку T2, услед смањене производње из ветропаркова и снажне тражње у јуну услед топлотног таласа. Посматрано на нивоу тромесечја, цена електричне енергије на немачкој берзи у T2 у просеку је износила око 100 евра по мегават-сату, што је за 4,9% ниже него у T1, док је мг. посматрано била виша за 37,3%. Сличну динамику имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, али је била на вишем нивоу, тако да је у T2 у просеку износила око 120 евра по мегават-сату. У јулу су цене електричне енергије на немачкој и мађарској берзи смањене, на око 110 евра по мегават-сату и 130 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.

Смањена доступност и повишена цена алтернативних енергената у производњи електричне енергије, као и неизвесност у вези са извозом из Индонезије, која је један од водећих извозника, допринели су расту тражње за **термалним угљем**, чија је цена у јуну у просеку износила око 140 долара по тони, што је готово непромењено у односу на март, док је мг. посматрано виша за 27,1%. Током јула цена угља смањена је на око 132 долара по тони, пре свега услед веће производње у Индији. *Consensus Economics* очекује благи пад цене угља у наредном периоду, тако да се до краја 2027. спусти на око 124 долара по тони.

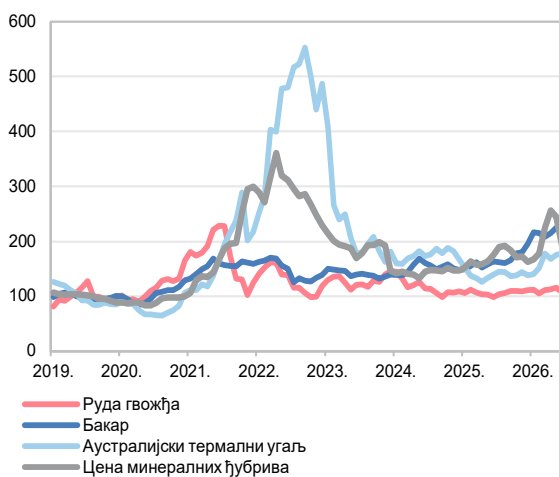
Након што су у априлу, под утицајем затварања Ормушког мореуза, наставиле да се крећу узлазном путањом, **цене минералних ђубрива** забележиле су снажан пад до краја T2, након постизања привременог примирја на Блиском истоку. Кретање цена минералних ђубрива највећим делом било је одређено ценом **урее**, која је у јуну у просеку износила око 453 долара по тони, што је за 37,6% ниже него у марту, али је мг. посматрано била виша за 7,8%. Притом, пад цене урее настављен је и у јулу, када је у просеку износила око 400 долара по тони.

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



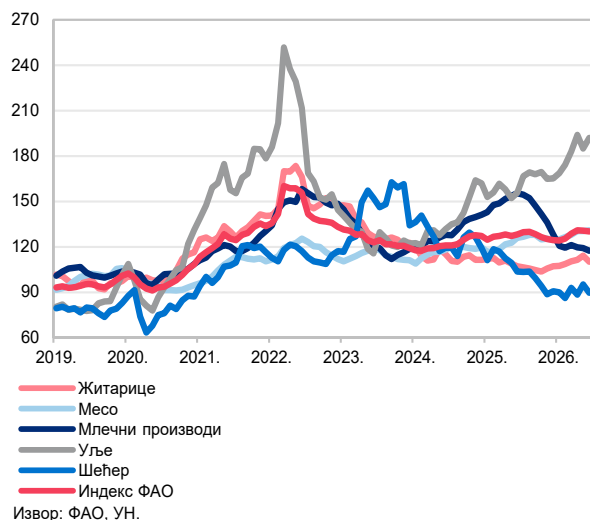
Извор: Рефинитив.

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

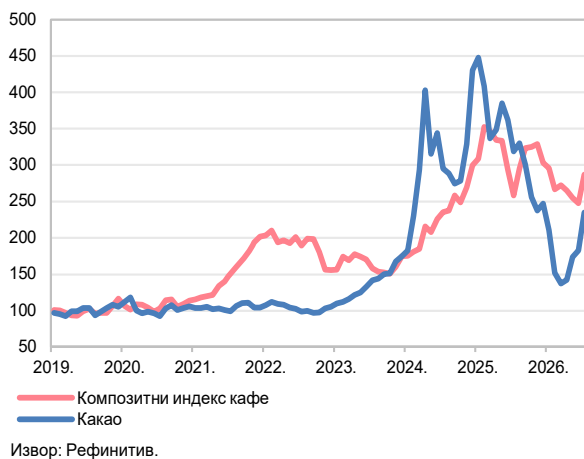


Извор: *Commodity Prices*, Светска банка.

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



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



Цене већине метала и минерала наставиле су да се крећу узлазном путањом у априлу и мају, под утицајем поремећаја у снабдевању изазваних сукобом на Блиском истоку, након чега су смањене у јуну и јулу, услед ублажавања геополитичких тензија и јачања америчког долара. Ипак, цене појединих метала су током Т2 достигле највише нивое од када постоје упоредиви подаци – **цена алуминијума** је у мају достигла ниво од око 3.666 долара по тони, док је **цена бакра** у јуну достигла историјски максимум од око 13.552 долара по тони, подржана снажном тражњом повезаном с развојем вештачке интелигенције. *Consensus Economics* очекује благи пад цена метала у наредном периоду, али ће индекс светских цена основних метала,¹² и поред тога, на крају 2026. бити виши за 13,0% него на крају 2025. године, док ће крајем 2027. бити за 4,4% нижи него крајем 2026. године.

Након што су повећане у априлу, **светске цене хране, мерене индексом ФАО**, смањене су до краја Т2, али су и поред тога у јуну биле за 1,3% више него у марту, док су мг. посматрано биле више за 1,7%. Раст цена у односу на март био је вођен вишим ценама биљних уља и меса, док су у супротном смеру деловале ниже цене шећера и млечних производа. **Светска цена кафе** смањена је током Т2, услед побољшаних изгледа глобалне понуде, али је у јулу повећана и била је за 11,0% виша него у истом периоду претходне године. Насупрот томе, **цена какаоа** кретала се узлазном путањом током Т2 и у јулу, под утицајем ограничене понуде и забринутости у погледу производње у Западној Африци, док је, мг. посматрано, због високе базе из претходне године у јулу била за 26,3% нижа.

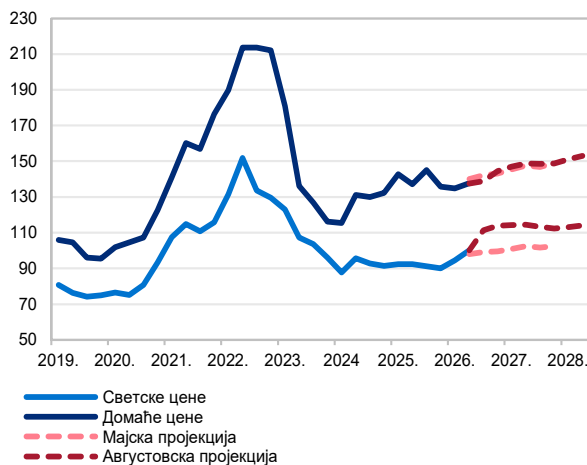
Светске цене примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје) током Т2 и јула кретале су се углавном узлазном путањом, на шта су се одразиле појачане геополитичке тензије и топлотни талас у западној Европи. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа кретаће се узлазном путањом у наредном периоду, тако да би крајем 2026. требало да буду више за 26,3% него на крају 2025, а затим током 2027. да буду смањене за 1,3%.

¹² 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%).

Интерне претпоставке

За разлику од **цена примарних пољопривредних производа** на међународном тржишту, које су у Т2 2026. забележиле раст од 8,5% м.г., цене ових производа **на домаћем тржишту** су стагнирале. Међутим, због повећања трошкова енергената и осталих инпута у пољопривредној производњи очекујемо повећање цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту током Т4, тј. очекујемо да прате кретање светских цена ових производа. Након тога, у наредне две године очекујемо да цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту имају релативно стабилно кретање, као и цене ових производа на међународном тржишту. Када је реч о **домаћој пољопривредној сезони**, претпоставка наше пројекције је да ће она бити боља од претходне две, које су биле исподпросечне. На основу до сада објављених података РЗС-а о очекиваној производњи пшенице и раног воћа, као и података о засејаним површинама јесењих култура, процењујемо да ће пољопривредна производња у 2026. години порасти за око 7%, што је више у односу на мајску пројекцију од 3%. Оваква процена у знатној мери почива на претпоставци опоравка приноса кукуруза и соје с прошлогодишњих изузетно ниских нивоа, што би требало да више него компензује негативан ефекат смањења засејаних површина. Одличан принос остварен је код пшенице, воћа и поврћа, при чему се род воћа и поврћа већ одразио на ниже цене ових производа на домаћем тржишту од јуна, а вероватно ће и наредних месеци деловати дезинфлаторно. Ипак, коначни исход пољопривредне сезоне и даље ће у великој мери зависити од временских услова током преосталог дела вегетационог периода, пре свега њиховог утицаја на приносе кукуруза и индустријског биља. Топлотни талас с краја јула и почетка августа могао би да остави последице пре свега на кукуруз. С друге стране, очекује да ће сунцокрет ове године у појединим деловима Србије остварити и рекордне приносе. Иако ће климатски фактори и у наредном периоду представљати један од кључних изазова за пољопривредну производњу, очекује се да ће спровођење дугорочне стратегије прилагођавања климатским променама постепено ублажавати њихове негативне ефекте и подржавати раст производње.

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



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

Након 7,0% у 2025. години, претпостављамо, као и у претходној пројекцији, да ће **раст регулисаних цена** у текућој години успорити на 5,7%, због нешто мањег раста ових цена од очекиваног почетком текуће године. Претпостављамо да ће динамика раста регулисаних цена у овој години пре свега бити одређена растом цена комуналних услуга, струје и цигарета. У наредне две године очекујемо даље успоравање раста регулисаних цена на око 5,1%.

Када је реч о факторима који утичу на **домаћу потрошњу**, очекујемо да ће **зараде** и даље представљати кључан извор потрошачке тражње. Ипак, очекујемо да ће током хоризонта пројекције притисци с тржишта рада слабити и да ће реални раст зарада успорити и у већој мери се кретати у складу с растом продуктивности. Конкретно, претпостављамо да ће просечан реални раст зарада у приватном сектору, након 7% прошле, у овој години успорити на око 6,5%, а затим у наредној години на 4,3%.

Подршку расту потрошачке тражње пружиће и раст **пензија** у наредном периоду, чије би учешће у БДП-у требало да настави да се креће у складу с фискалним правилима, 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 релативно повољних услова задуживања и 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 и да је америчка Канцеларија за контролу стране имовине (OFAC) продужила рок да се тај посао заврши до 28. августа ове године.

Производња основних метала могла би се у наредном периоду суочити са изазовима услед **ступања на снагу новог регулаторног оквира ЕУ за увоз челика** од 1. јула 2026. године. Новим мерама знатно су смањене бесцаринске увозне квоте, док је царина на увоз изнад квоте повећана на 50% (што је двоструко више него у претходном режиму), уз поштравање правила о праћењу порекла челика дуж производног ланца. Циљ ових

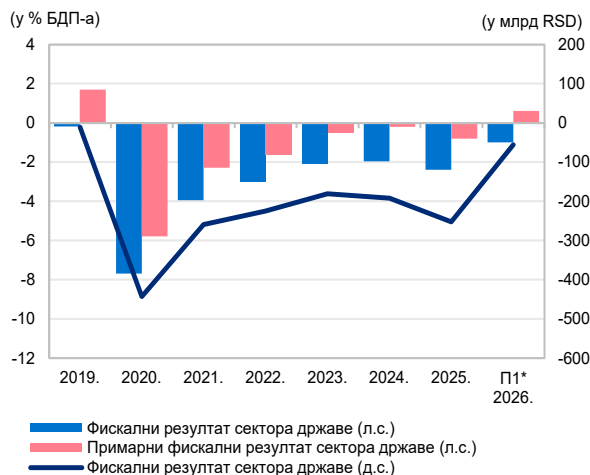
мера јесте заштита европске индустрије челика од последица глобалног вишка капацитета у сектору челика. С друге стране, царине САД за робу из Србије од 35% укинута су и тренутно износе 0%, што би требало позитивно да допринесе извозу (очекује се да у неком тренутку царине буду дефинисане на нивоу 10–12%).

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, што за последицу има пад извоза електричне енергије. 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 поменутим 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, порези прикупљени по том основу остају у буџету Србије, што омогућава већу подршку домаћој тражњи.

У периоду јануар–јун 2026. године остварен је **фискални дефицит државе** од 55,8 млрд динара, (око 1% БДП-а), док је примарни биланс државе бележио суфицит у износу од 31,4 млрд динара.

Јавни приходи у првих шест месеци 2026. реално посматрано, повећани су за 8,6% м.г., првенствено вођени растом прихода по основу зарада (пореза на доходак и доприноса за социјално осигурање), услед настављеног реалног раста зарада, чему је допринело повећање зарада у јавном сектору и минималне зараде. Раст зарада, уз одређени допринос повећаног кредитирања становништва, одразио се на настављени раст приватне потрошње, а самим тим и прихода од ПДВ-а. Нешто мањи допринос имали су повећани непорески приходи и приливи од пореза на добит, по основу веће профитабилности привреде у 2025. години (за 11% у поређењу с 2024).

Графикон V.0.24. **Фискални и примарни резултат буџета сектора државе**



Извор: Министарство финансија и НБС.

* Удео у пројектованом номиналном БДП-у за П1.

Насупрот томе, смањење акциза на нафтне деривате одразило се на пад пореских прихода, при чему је ова мера краткорочног карактера. **Јавни расходи** забележили су раст од 10,1%, реално посматрано, услед повећања зарада у јавном сектору и пензија, као и проширења обухвата расхода за плате у сектору државе.¹³ Расту су у нешто мањој мери са сличним ефектом допринели капитални издаци, расходи за куповину робе и услуга, али и остали текући расходи и субвенције.

Учешће јавног дуга сектора државе у БДП-у износило је 44,1% у јуну 2026, што представља смањење од 0,6 п.п. у односу на крај 2025. године.

Према нашој процени, након приближно неутралног **фискалног импулса**¹⁴ у 2025. години, фискална политика у овој години имаће умерен експанзиван карактер, али не очекујемо веће инфлаторно дејство по овом основу, имајући у виду да најављене стимулативне мере намењене потрошњи (исплате пензионерима и пунолетним грађанима из акцијског фонда) имају једнократан ефекат, као и да су мере које се односе на умањење акциза управо предузете да би се спречили већи секундарни инфлаторни ефекти. Након тога, у 2027. и 2028. години, фискални импулс ће прећи у негативну територију, чему ће допринети постепена опадајућа путања учешћа дефицита у БДП-у ради прилагођавања фискалном правилу.

Под условом да се енергетска криза знатно не продуби, не очекујемо да ће фискални дефицит у текућој и наредној години бити већи од планираног, при чему пројектовани дефицити за 2028. и 2029. годину остављају простора за реаговање у условима повећане неизвесности у међународном окружењу, без нарушавања силазне путање јавног дуга.

¹³ 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 подигнута на 10,6% БДП-а.

¹⁴ Фискални импулс се мери као промена циклично прилагођеног примарног биланса сектора државе у односу на претходни период (у п.п. потенцијалног БДП-а), при чему позитивна вредност указује на експанзивно дејство фискалне политике.

Пројекција БДП-а

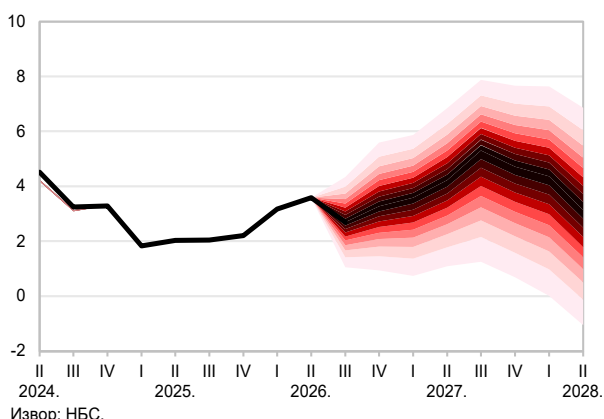
Како су остварења економске активности у ПП била повољнија од очекивања, повећали смо пројекцију раста БДП-а за 2026. годину са 3,0% на 3,2%, док је пројекција за 2027. непромењена и износи 4,5%. У средњем року очекујемо стабилан раст привреде од око 3,5% годишње, у складу с њеним потенцијалним нивоом.

Домаћа тражња остаће 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. Расту БДП-а допринеће и бруто инвестиције у основне фондове, подржане реализацијом инфраструктурних пројеката планираних у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Имајући у виду повољнија кретања у спољнотрговинској размени у досадашњем делу године, пре свега стабилан раст извоза робе и услуга и умеренију динамику увоза, сада очекујемо да ће реални извоз и увоз у 2026. години расти сличним темпом. Због тога ће негативан допринос нето извоза расту БДП-а бити благ и мањи него у претходној пројекцији. Насупрот томе, у 2027. години очекује се позитиван допринос нето извоза, пре свега захваљујући убрзању извоза туристичких и пословних услуга повезаних са одржавањем специјализоване изложбе „Експо”.

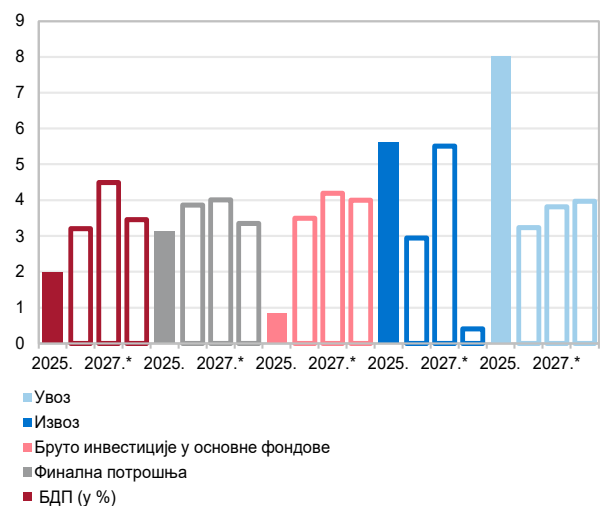
Посматрано по појединачним компонентама, **приватна потрошња**, која чини највећи део БДП-а, према августовској пројекцији требало би да буде најзначајнији носилац раста економске активности. Очекује се да њен допринос износи 2,7 п.п. у 2026, затим 2,9 п.п. у 2027. и 2,3 п.п. у 2028. години. У односу на претходну пројекцију, овај допринос је благо коригован навише за све три године. Раст личне потрошње и даље ће бити подржан повећањем основних извора потрошње – зарада, пензија, дознака и кредита намењених потрошњи, иако ће његова динамика бити делимично ублажена растом глобалних инфлаторних притисака у условима виших цена енергената.

Државна потрошња ће наставити да позитивно доприноси расту БДП-а и, према августовској пројекцији, тај допринос ће у просеку износити око 0,4 п.п. у текућој и наредне две године, што је непромењено у односу на претходну пројекцију. Пројекција раста државне потрошње уважава

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



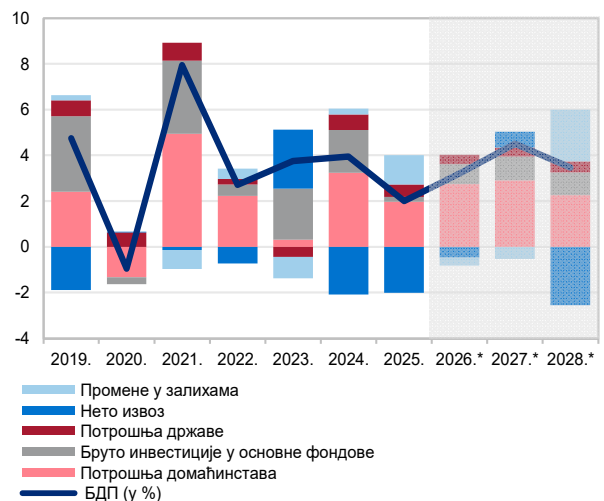
Графикон V.0.26. Реални раст БДП-а и компонента, расходна страна
(у %)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена и пројекције НБС.

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

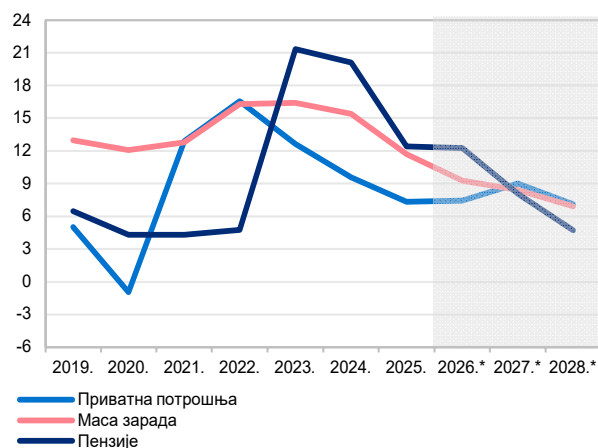


Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

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

(номиналне мг. стопе, у %)

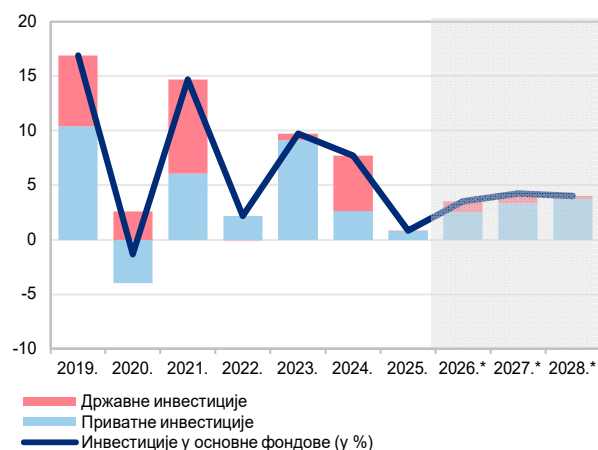


Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Графикон V.0.29. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



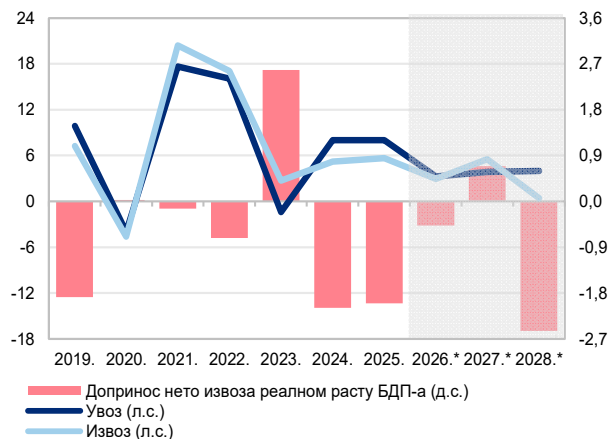
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Графикон V.0.30. Реални раст извоза и увоза

(мг. стопе, у %)

(у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

планиране издатке за плате, као и раст расхода за робу и услуге, пре свега по основу реализације програма „Експо 2027”, с тим да претпостављамо да ће због и даље присутног 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.

Након успоравања у претходној години, очекујемо да укупне **фиксне инвестиције** у 2026. остваре раст од око 3,5% и расту БДП-а допринесу са 0,9 п.п., што је слично као у мајској пројекцији. Пројектовани допринос расту у 2027. благо је коригован наниже, на 1,0 п.п., док је за 2028. непромењен у односу на претходну пројекцију и износи, такође, 1,0 п.п. Ове корекције пре свега одражавају измењену динамику и нешто ниже планиране издатке за реализацију инвестиционих и инфраструктурних пројеката, укључујући пројекте у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Посматрано у целини, средњорочни изгледи за инвестициону активност нису битније промењени. Њеном расту и даље би требало да допринесе очувана профитабилност домаће привреде, наставак прилива СДИ, релативно повољни услови финансирања, очекивани раст кредитне активности и реализација планираних инфраструктурних пројеката. С друге стране, изражена глобална неизвесност, геополитичке тензије, кретање цена енергената и слабија екстерна тражња и даље представљају ризике за остварење пројекције.

Августовска пројекција претпоставља смањење **залиха** током 2026. године и 2027. године, што пре свега одражава коришћење залиха акумулираних у претходном периоду, укључујући и залихе енергената, док за 2028. пројектујемо њихов опоравак.

Нова пројекција претпоставља наставак раста **извоза робе и услуга** у 2026. години, упркос и даље израженој глобалној неизвесности, геополитичким тензијама и могућим негативним ефектима сукоба на Блиском истоку на цене енергената, токове међународне трговине и привредни раст наших најважнијих трговинских партнера. Имајући у виду повољнија остварења у досадашњем делу године, пројекцију раста извоза кориговали смо навише, чему доприносе отпорност и диверсификованост домаћег извозног сектора, већи производни и извозни капацитети у аутомобилској индустрији и повезаним гранама, као и снажнији извоз рударства и услуга. Томе

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

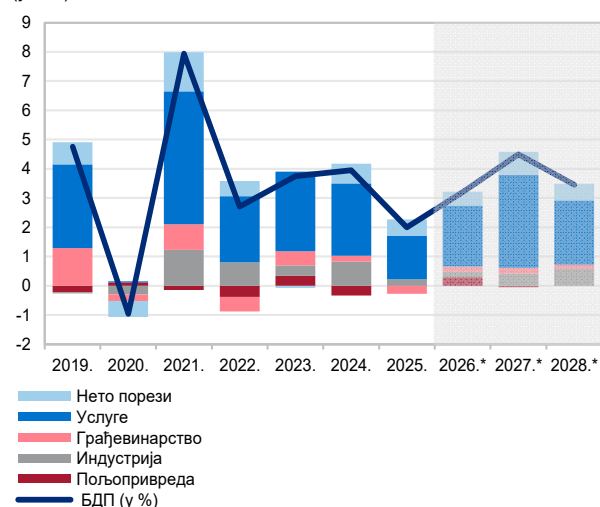
Пројекат	До 2026.	2026.	2027.	2028.	2029.	Након 2029.	Укупна вредност
1. „Експо”	769	361	76	0	0	0	1.206
2. Путна инфраструктура; изградња ауто-путева, брзих саобраћајница, мостова, тунела и др.	4.190	854	557	595	419	1.120	7.734
3. Железничка инфраструктура; пројекат мађарско-српске железнице, реконструкција и модернизација пруге Београд–Ниш и др.	1.728	545	517	312	174	1.491	4.766
4. Водни и ваздушни саобраћај и хидроенергетика; Ђердап 2, брана „Ариље”, проширење капацитета постојећих лука и др.	161	22	62	41	58	144	487
5. Комунална инфраструктура	467	79	118	116	118	2.496	3.394
6. Остали пројекти; модернизација инфраструктуре јавног сектора, образовање, наука, здравство, спорт и др.	884	512	304	147	61	67	1.974
УКУПНО	8.199	2.373	1.633	1.210	830	5.317	19.561

Извор: Фискална стратегија за 2027. годину са пројекцијама за 2028. и 2029. годину.

ће допринети и укидање царина САД за робу из Србије од 35% (које тренутно износе 0%, све док у неком тренутку не буду дефинисане на нивоу 10–12%). Истовремено, услед нижих остварења од очекиваних, пројекција раста увоза коригована је наниже, укључујући и нижи увоз енергената од претпостављеног у мајској пројекцији. Стога сада очекујемо да ће реални извоз и увоз робе и услуга у 2026. години расти сличним темпом, тако да ће допринос нето извоза расту БДП-а бити повољнији него у претходној пројекцији, тј. само благо негативан (–0,5 п.п.). Оваква кретања упућују и на то да би, под претпоставком да не дође до нове ескалације сукоба на Блиском истоку, дефицит текућег рачуна у 2026. години могао бити знатно нижи него што је пројектовано у мају. У 2027. години очекујемо позитиван допринос нето извоза од 0,7 п.п., пре свега захваљујући убрзању раста извоза услуга, нарочито туристичких и пословних, пошто се очекује долазак великог броја страних посетилаца на међународну специјализовану изложбу „Експо”.

Посматрано с производне стране, и даље очекујемо да ће раст БДП-а у текућој и наредне две године у највећој мери бити вођен **услужним секторима**, при чему је пројекција њиховог доприноса готово непромењена у односу на мај. Допринос услужних делатности требало би да износи око 2,1 п.п. у 2026. години, а да се у 2027. повећа на око 3,2 п.п., чему ће допринети и ефекти одржавања специјализоване изложбе „Експо”. За 2028. годину очекујемо да се допринос услужних делатности врати на око 2,2 п.п. Истовремено, раст потрошње и активности у услужном сектору подржаће и наплату пореских прихода, тако да се и даље пројектује позитиван допринос **нето пореза** расту БДП-а од око 0,6 п.п. у просеку годишње.

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



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Такође, августовска пројекција претпоставља раст активности **производних сектора**, чији збирни допринос расту БДП-а износи 0,7 п.п. у 2026, 0,6 п.п. у 2027. и 0,7 п.п. у 2028. години. Укупно посматрано, пројекција раста БДП-а с производне стране није значајније промењена у односу на мај, али су извршене одређене корекције у структури доприноса појединачних делатности. За текућу годину пројекција раста укупне индустријске производње благо је коригована наниже. У сектору **рударства**, уважавајући остварења у досадашњем делу године, сада очекујемо благи пад, уместо благог раста пројектованог у мају. Истовремено, у сектору **енергетике** пројектује се пад активности, пре свега услед прилагођавања производње након почетка примене механизма *СВАМ*, али и лоше хидролошке ситуације, што је у складу и с досадашњим остварењима. С друге стране, пројекција раста **прерађивачке индустрије** коригована је навише, захваљујући повољним резултатима аутомобилске индустрије, очекиваном даљем повећању производње електричних возила у Крагујевцу, као и нормализацији производње нафтних деривата и хемијске индустрије. Стога се највећи позитиван допринос у оквиру производних сектора и даље очекује управо од прерађивачке индустрије, и то 0,3 п.п. у 2026. и 2027. години и 0,4 п.п. у 2028. години, пре свега као резултат инвестиција реализованих у претходном периоду. У наредним годинама очекује се и постепени опоравак активности у сектору енергетике и рударства, подржан спровођењем планираних структурних реформи у складу са аранжманом с ММФ-ом и даљим проширењем капацитета за производњу електричне енергије из обновљивих извора.

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**, на основу до сада објављених података РЗС-а о очекиваној производњи пшенице и раног воћа, као и података о засејаним површинама јесењих култура, у 2026. години очекујемо раст пољопривредне производње од око 7% (уместо 3%, колико смо очекивали у мају), уз позитиван допринос расту БДП-а од 0,3 п.п. (уместо 0,1 п.п.). Очекивани раст се у

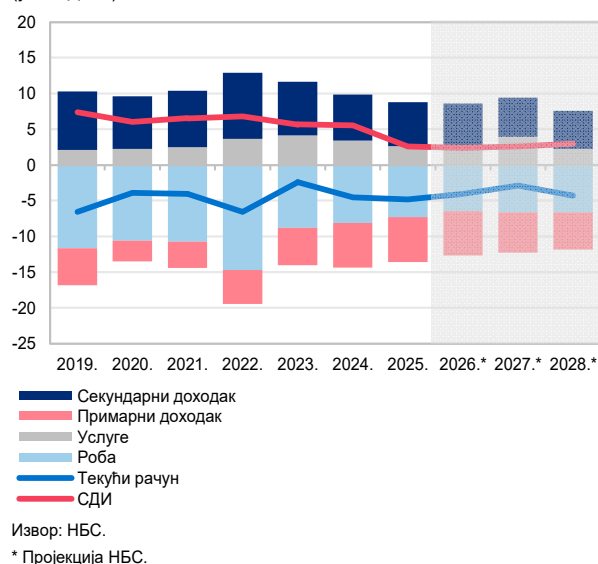
знатној мери заснива и на претпоставци опоравка приноса кукуруза и соје с прошлогодишњих изузетно ниских нивоа, што би требало да надокнади утицај смањења засејаних површина. Ипак, коначни резултати пољопривредне сезоне зависиће од утицаја временских услова на приносе кукуруза и индустријског биља. У наредним годинама додатну подршку расту пољопривредне производње требало би да пружи и спровођење дугорочне стратегије прилагођавања климатским променама.

Пројекција екстерне позиције Србије

Узимајући у обзир остварења у првом делу године, која су била повољнија од очекиваних, нова пројекција предвиђа ниже учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у у односу на претходну пројекцију, на нивоу од 4,1% БДП-а у текућој години. Смањење пројектованог дефицита текућег рачуна пре свега је резултат повољнијих кретања у робној размени са иностранством, уз снажнији раст извоза од очекиваног и умеренији раст увоза, што је довело до мањег спољнотрговинског дефицита. Истовремено, настављен је и бржи раст извоза од увоза услуга, који је додатно допринео повољнијим кретањима на текућем рачуну. И пројекција дефицита за 2027. годину благо је коригована наниже и сада износи око 3% БДП-а, уз његово очекивано смањење под утицајем већег извоза услуга повезаног са одржавањем изложбе „Експо”, док се у 2028. години очекује кретање дефицита око равнотежног нивоа од око 4% БДП-а. Пројекција и даље подразумева наставак раста извоза робе и услуга, који је 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 готово у потпуности неутралисати дефицит доходака 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. Наша процена је конзервативнија што се тиче самог нивоа нето прилива СДИ него у претходној пројекцији, при чему очекујемо да ће се наредних година кретати у просеку око 3%

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



БДП-а, с обзиром на амбијент повећане глобалне неизвесности и тенденције трансформисања европских ланаца вредности, што може утицати на одлуке у погледу обима и временског оквира реализације инвестиционих пројеката.

Пројекција инфлације

Према нашој новој централној пројекцији, очекујемо да ће **међугодишња инфлација наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције, тј. у наредне две године**. Од септембра ове године инфлација ће се кретати благо изнад 4%, делом по основу ниске базе из прошле године услед примене уредбе, а делом по основу ефеката раста светских цена енергената и других примарних производа. Током наредне године очекујемо да ће у смеру успоравања инфлације деловати постепено слабљење трошковних притисака из међународног окружења, као и пројектовано успоравање раста реалних зарада и њихово кретање у већој мери у складу с растом продуктивности, док ће у супротном смеру деловати ефекат ниске базе из ове године по основу знатног пада цена воћа и поврћа услед одличног рода. Као резултат деловања ових супротстављених чинилаца, међугодишња инфлација би током целе наредне године требало да има сличну, стабилну динамику и да се задржи благо изнад 4%, да би крајем периода пројекције била постепено снижена. 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.

У складу са описаном путањом и остварењем у досадашњем току године, које је ниже у односу на наша очекивања приликом израде претходне пројекције, **просечна инфлација у 2026. требало би да износи 3,2%** (3,6% је била мајска пројекција). **Путања пројектоване инфлације након тога слична је оној у претходној пројекцији.**

Остварена инфлација у досадашњем току године нижа је пре свега због **доброг рода воћа и поврћа који се одразио на кретање њихових цена**. Након знатног пада у Т4 2025, цене воћа и поврћа су током П1 2026. остале на ниском нивоу, а у јулу су додатно снижене. Такође, на мг. динамику цена хране и даље се испољавају ефекти **уредбе** којом су трговинске марже биле ограничене шест месеци на 20% од септембра прошле године. Као што

Табела V.0.5. Најважније претпоставке пројекције

	2026.		2027.		2028.	
	Мај	Авг.	Мај	Авг.	Мај	Авг.
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији						
Раст БДП-а у зони евра	0,9%	0,8%	1,3%	1,2%	1,5%	1,5%
Инфлација у зони евра (просек)	2,8%	2,9%	2,1%	2,3%	1,9%	1,9%
Тромесечни EURIBOR (дец.)	2,8%	2,8%	2,7%	2,9%	2,8%	2,9%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	10,5%	26,3%	1,6%	-1,3%	-3,0%	-0,1%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	80	83	74	75	72	72
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,7%	5,7%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

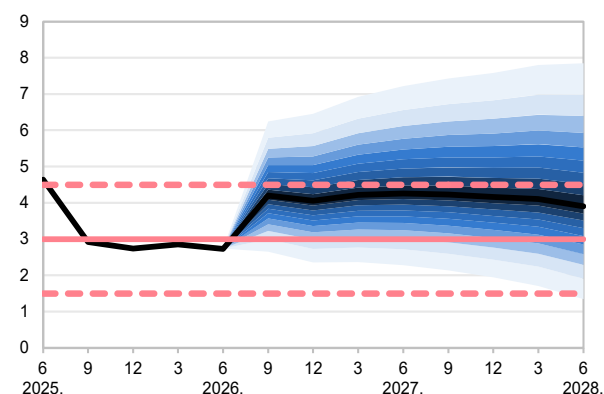
Извор: ЕЦБ, Consensus Economics, Euronext, CBOT, Блумберг и НБС.

смо и претпостављали, по истеку важења уредбе крајем фебруара цене производа који су били њом обухваћени нису значајно кориговане и по том основу су изостали већи инфлаторни притисци.¹⁵

Међу кључним факторима који ће обликовати пројектовану путању инфлације у основном сценарију налазе се више светске цене нафте и других примарних производа, које ће, у комбинацији с ниском базом из септембра прошле године услед примене уредбе којом су биле ограничене трговинске марже, утицати на то се инфлација од септембра ове године креће благо изнад 4%. **Светска цена нафте** је порасла након поновне ескалације сукоба на Блиском истоку и наставила је да буде нестабилна током претходних недеља. Имајући у виду фјучерсе, у овој пројекцији полазимо од нешто више путање светске цене нафте у односу на претходну пројекцију. Поновни напади на трговачке бродове и наставак поремећаја у поморском саобраћају кроз Ормушки мореуз ограничили су транспорт сирове нафте и природног гаса, који је и даље испод уобичајеног нивоа, док је ризик од нових оштећења енергетске инфраструктуре у региону остао повишен. Ипак, ефекти кроз главне канале преноса енергетског шока – цене сировина, инфлациона очекивања и финансијске услове – још увек су релативно ограничени, а глобална економија је до сада поднела последице боље него што се првобитно очекивало. Упркос томе, потребан је опрез јер је преношење ефеката још увек ограничено временским кашњењем, док је коришћење расположивих залиха за сада ублажило утицај смањених токова енергената.

За Србију, као малу и отворену економију која у значајној мери зависи од увоза енергената, виша светска цена нафте директно утиче на **цене нафтних деривата на домаћем тржишту**, док се **индиректни ефекти** преносе путем виших трошкова транспорта, производње и цене других производа и услуга. Због повећаних трошкова инпута могу се очекивати већи трошковни притисци по основу светских цена примарних пољопривредних производа. Такође, показатељи који сигнализирају будућа кретања, укључујући индекс **притиска у глобалним ланцима снабдевања**, који се налази на највишем нивоу од 2022. године, указују на могућност постепеног повећања трошковних притисака у наредном периоду, што се може одразити на **кретање увозних цена и трошковне притиске у домаћој**

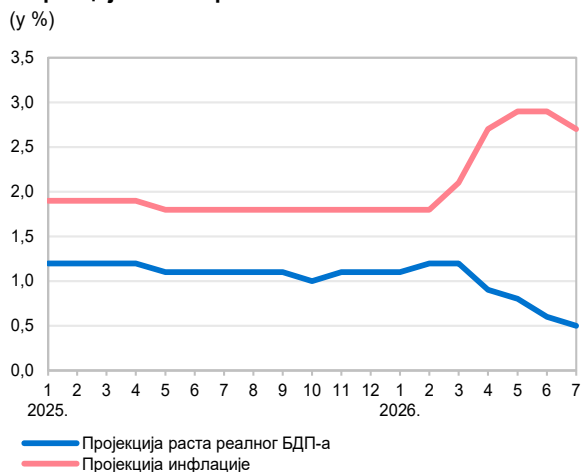
Графикон V.0.33. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

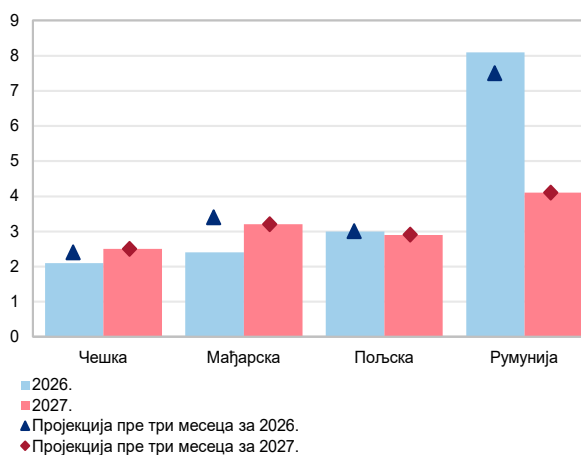
Овај тип графика приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтањнијем делу графика и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће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

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



Извор: Consensus Economics.

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



Извор: Consensus Economics.

¹⁵ Видети Осврт 1, на стр. 15.

Графикон V.0.36. Притисци у глобалним ланцима снабдевања

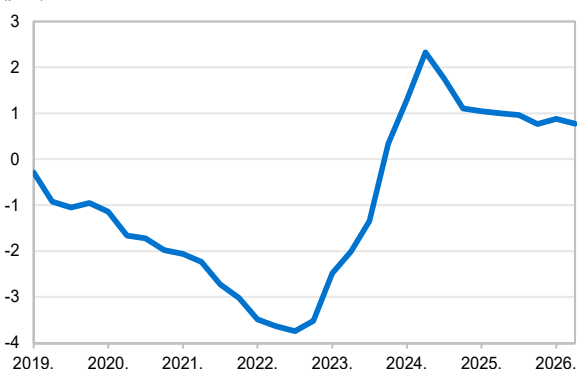
(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

Графикон V.0.37. Реална каматна стопа

(у %)



Извор: НБС.

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

Графикон V.0.38. Пројектовано кретање производног јаза*

(у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази БДП-а.

економији. Постоји ризик да енергетски шок изазове трајнију инфлацију путем **секундарних ефеката** ако се већа инфлаторна очекивања прелију на одлуке предузећа о ценама или формирање зарада. Међутим, иако ће трошковни притисци наставити да се одражавају на глобалну 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.

У складу с тим, у основном сценарију не очекујемо значајније секундарне ефекте раста светске цене нафте на инфлацију током хоризонта пројекције. Кључни показатељи, као што су инфлациона очекивања, очекивања предузећа у погледу кретања сопствених цена, динамика зарада и кретање цена хране, не упућују на појаву таквих ефеката. Инфлациона очекивања финансијског сектора у средњем року наставила су да се крећу око централне вредности циља од 3%, што је потврда очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Једнонедељни BELIBOR, реално посматрано (рачунато на бази инфлационих очекивања финансијског сектора за годину дана унапред), у Т2 2026. износио је 0,8%, што је благо ниже у односу на претходно тромесечје.

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 благо негативан**, на шта се одражава и негативни производни јаз зоне евра. Очекујемо да ће се негативни производни јаз током Т4 ове године затворити и након тога бити око неутралног нивоа до краја хоризонта пројекције, што указује да агрегатна тражња не би требало да представља значајнији извор инфлаторних притисака. Притом, позитиван допринос оцени производног јаза долази од раста реалних зарада током целог периода пројекције, а у овој години у малој мери и од фискалног импулса, док у супротном смеру делује ниска екстерна тражња. На раст расположивог дохотка за потрошњу највише ће утицати очекивани реални раст зарада услед раста минималне зараде. Иако ће јаз у зарадама остати позитиван до краја периода пројекције (по основу оцењеног бржег раста реалних зарада од њиховог дугорочног тренда), по овом основу очекује се **слабљење инфлаторних притисака**,

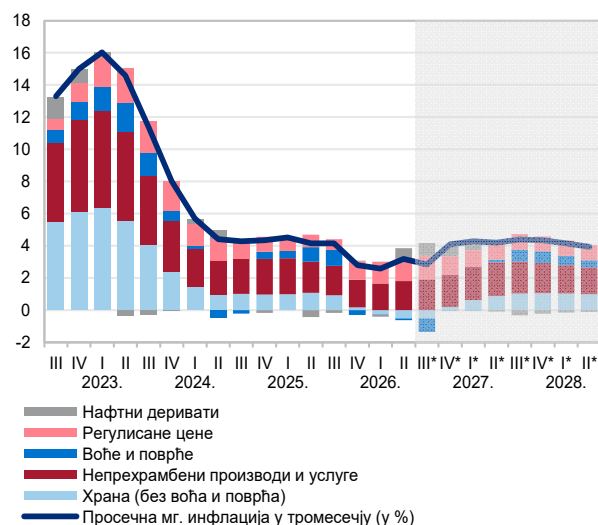
јер би раст реалних зарада током хоризонта пројекције требало да успори и приближи се расту продуктивности. Такође, повољни услови кредитирања требало би да резултирају даљим растом кредитне активности. Када је реч о екстерној тражњи, сукоб на Блиском истоку и резултирајућа неизвесност успоравају раст 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 Т4 ове године. Након тога ће постепено расти и стабилизovati се на 1 п.п. до краја периода пројекције. Конкретно, на основу фјучерса за примарне пољопривредне производе процењујемо да ће се трошкови сировина у производњи хране (без воћа и поврћа) у наредном периоду наћи изнад свог неутралног нивоа, па по том основу очекујемо инфлаторно дејство на цене хране. 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, не очекујемо повратак маржи на ниво пре доношења уредбе, након што је у марту престало њено важење. Томе би требало да допринесе сет донетих закона којима се унапређује регулација тржишта и спречава појава непоштених трговачких пракси, с циљем очувања стабилности цена и заштите потрошача. Ипак, због ниске базе из прошле године услед примене уредбе, забележиће се м.г. раст цена хране од септембра.

Претпостављамо да ће се цене **воћа и поврћа**, које су током П1 ове године задржане на релативно ниском нивоу, а у јулу додатно снижене услед одличног овогодишњег рода, постепено вратити свом дугорочном тренду. У складу с тим, допринос воћа и поврћа м.г. инфлацији би у Т3 ове године требало да буде изражено негативан (-0,8 п.п.) и да резултира знатним успоравањем укупне инфлације, а да након тога пређе у позитивну зону и због деловања базног ефекта буде изражено позитиван у Т3 наредне године (0,8 п.п.).

Графикон V.0.39. Доприноси м.г. инфлацији по компонентама

(просечне м.г. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

* Пројекција НБС.

Графикон V.0.40. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране

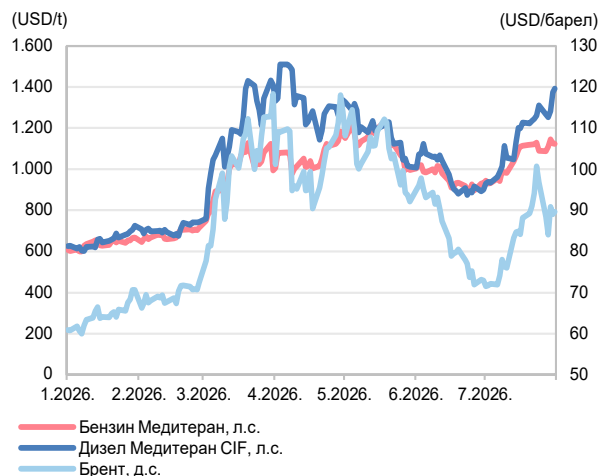
(одступање у % од тренда)



Извор: НБС.

Очекујемо да се допринос цена **непрехрамбених производа и услуга** инфлацији постепено повећа, на 2,1 п.п. у П1 наредне године, а затим да почне постепено 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. Иако су знаци озбиљнијих поремећаја још увек ограничени, јасно је да постоје проблеми у снабдевању и протоку робе широм света, као и да су трошкови међународног транспорта повећани. Позитиван допринос непрехрамбеној компоненти инфлације долазиће и од повећања минималне цене рада, 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 реални раст зарада требало да успори и да се у већој мери креће у складу с растом продуктивности.

Графикон V.0.41. Поређење котацијских цена на Медитерану и светске цене нафте



Извор: Рефинитив.

Услед смањене понуде нафте из црноморске регије и повећаних трошкова транспорта, берзанске цене деривата на Медитерану нису испратиле у истој мери пад светске цене нафте током јуна и почетком јула, што се, уз низак водостај Дунава, одразило и на више veleпродајне цене на домаћем тржишту. Имајући то у виду, очекујемо да ће се допринос **цена нафтних деривата мг. инфлацији** повећати у Т3 ове године на 0,8 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 благо испод нуле (-0,1 п.п.), уз претпоставку да ће се, у складу с фјучерсима од Т3 ове године, и светска цена нафте смањивати. Претпостављамо, такође, да ће се обезбедити пуна производња НИС-а и уредно снабдевање домаћег тржишта нафтним дериватима.

Као и у претходној пројекцији, и у новој пројекцији очекујемо раст **регулисаних цена** у овој години од 5,7%, док пројектовани раст ових цена у 2027. години износи 5,1%. Таква путања регулисаних цена требало би да резултира постепеним смањењем њиховог доприноса мг. инфлацији са 1,5 п.п. на почетку хоризонта пројекције на 0,9 п.п. крајем хоризонта пројекције.

Осврт 4: Анализа одступања остварења од пројекција инфлације и БДП-а за Србију

У овом осврту анализирали смо одступања пројекција инфлације и БДП-а за једно тромесечје унапред, као и једногодишњих пројекција инфлације – од њихових остварења у постпандемијском периоду, тј. од почетка 2021. до средине 2026. године. Како је тај период био обележен низом снажних глобалних шокова (енергетска и украјинска криза, трговински протекционизам и блискоисточна криза), резултате смо упоредили с претпандемијским периодом (Т1 2015 – Т4 2019), који је узет као референтни. Прецизност пројекција Народне банке Србије оцењена је на основу средње апсолутне грешке (енгл. *Mean Absolute Error – MAE*), која представља просечну разлику између остварених и пројектованих вредности у апсолутном изразу. Сличну анализу за зону евра спровела је у јуну и ЕЦБ.¹

Графикон О.4.1. Одступање остварене од пројектоване инфлације за једно тромесечје унапред*

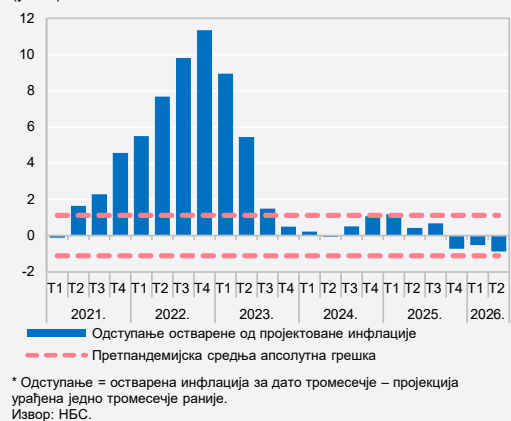


У претпандемијском периоду, средња апсолутна грешка пројекције БДП-а за једно тромесечје унапред износила је 1,1 п.п. Код инфлације средња апсолутна грешка пројекције за једно тромесечје унапред износила је 0,4 п.п., док је за годину дана унапред износила 1,1 п.п. Већа одступања остварене од пројектоване инфлације за годину унапред него за тромесечје унапред последица су знатно већих изазова у прогнозирању инфлације у дужем периоду, у којем је могуће испољавање ендегених и екзогених шокова различитог смера и интензитета. Пример тога је избијање сукоба у Украјини почетком 2022. године, због чега су све пројекције до краја те године значајно одступале од остварења. Након тога, **одступања прогнозираних од остварених вредности инфлације и БДП-а за Србију до краја посматраног периода, тј. Т2 2026. године, постепено су се смањивала и доминантно кретала у интервалу претпандемијских вредности** (графикони О.4.1, О.4.2. и О.4.3).

Пројекције инфлације

У случају пројекције инфлације за једно тромесечје унапред, средња апсолутна грешка пројекција Народне банке Србије износи 0,4 п.п., при чему су одступања остварене од пројектоване инфлације смањена у протекле две и по године (сличну грешку прогнозе за зону евра израчунала је и ЕЦБ и она износи 0,3 п.п.). Изузетак представљају одступања наниже у Т3 2025, на која се одразило доношење уредбе о ограничењу трговинских маржи, а затим и у Т1 2026, услед мањих од очекиваних инфлаторних ефеката након укидања уредбе (Графикон О.4.1). То значи да су наведена одступања настала услед деловања специфичних фактора, а не систематске тенденције прецењивања инфлације.

Графикон О.4.2. Одступање остварене од пројектоване инфлације за годину дана унапред* (у п.п.)



¹ Видети осврт *An update on the performance of Eurosystem/ECB staff projections for growth and inflation*, који је објављен у јунском извештају о макроекономским пројекцијама ЕЦБ-а.

Највећа одступања пројектоване инфлације од остварене за годину дана унапред забележена су током 2022. и почетком 2023. године, када је остварена инфлација значајно премашила првобитна очекивања, пре свега због снажног раста светских цена енергената и осталих примарних производа, као и појачаних глобалних трошковних притисака. По достизању максимума, одступања су се постепено смањивала и од средине 2023. до средине 2026. године кретала су се у интервалу претпандемијских вредности (Графикон О.4.2). То указује на чињеницу да Народна банка Србије, у случају изостанка већих екстерних шокова, релативно добро пројектује инфлацију за годину дана унапред.

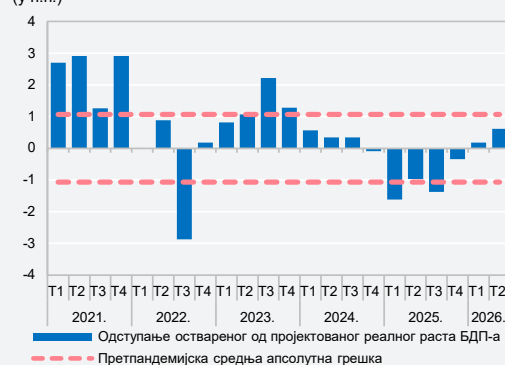
Пројекције БДП-а

За разлику од пројекција инфлације, код краткорочних пројекција БДП-а одступања у постпандемијском периоду углавном су била навише, што имплицира да је остварени раст БДП-а у већини тромесечја био већи од наших очекивања. Конкретно, у само једном тромесечју од 2021. до краја 2024. године (Т3 2022) евидентирано је одступање наниже прогнозираног од оствареног реалног раста БДП-а. Овакав образац указује на то да је Народна банка Србије у пројектовању БДП-а током претходних година примењивала конзервативан и опрезан приступ у процени динамике економске активности. С друге стране, одступања пројекције БДП-а наниже забележена током 2025. године могу се повезати с повећаном глобалном неизвесношћу, неразрешеном ситуацијом у вези с пословањем НИС-а, као и с протестима и блокадама у земљи, који су се негативно одразили на инвестиционо и потрошачко поверење.

Ипак, у последња три тромесечја пројекције БДП-а биле су у већој мери усклађене са остварењима (Графикон О.4.3), упркос томе што су већ поменути фактори неизвесности и даље присутни. Притом, од почетка 2026. године одступања су поново позитивна, као резултат већег реалног раста БДП-а од очекиваног, нарочито у Т2.

На основу спроведене анализе одступања пројекција раста БДП-а и инфлације у Србији од остварења могуће је сагледати прецизност пројекција као основе за доношење одлука о монетарној политици. Резултати анализе показују да су одступања пројекција Народне банке Србије током посматраног периода у великој мери била последица тешко предвидивих дешавања у међународном окружењу, а не системских слабости модела за макроекономске пројекције. Након приметног повећања одступања остварених вредности инфлације и БДП-а од њихових пројекција током 2022. године, тј. по избијању украјинске кризе, прецизност макроекономских пројекција постепено се враћала на нивое карактеристичне за претпандемијски период, упркос пролонгираним последицама ранијих шокова и испољавању нових.

Графикон О.4.3 Одступања оствареног од пројектованог БДП-а за једно тромесечје унапред* (у п.п.)



* Одступање = остварени реални раст БДП-а за дато тромесечје – пројекција урађена једно тромесечје раније.
 Извор: НБС.

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

ММФ је у јуну, у оквиру трећег разматрања Инструмента за координацију политика (*PCI*), оценио да сукоб на Блиском истоку и, с тим у вези, више цене енергената негативно утичу на инвестиционо поверење и расположиви доходак за потрошњу, због чега је пројектовао **реалан раст БДП-а Србије од 2,8% у 2026. години, колико очекује и Европска комисија**. Обе институције очекују убрзање привредног раста у 2027. години, подржано наставком раста расположивог дохотка становништва услед раста зарада, као и реализацијом изложбе „Експо”, при чему ММФ пројектује раст од 4,0%, а Европска комисија од 3,9%. Према **пројекцији Министарства финансија, раст БДП-а износиће 3,0% у 2026. години, након чега ће убрзати на 4,5% у 2027. години**, што је у складу с нашом пројекцијом за наредну годину и блиско пројекцији за ову годину. Истовремено, *Consensus Economics* очекује нешто умеренији раст, од 2,7% у 2026. години и 3,5% у 2027. години.

ММФ и Европска комисија пројектују раст дефицита текућег рачуна платног биланса на **око 6% БДП-а** у овој години, што ће на страни увоза бити вођено високим ценама енергената и инфраструктурним инвестицијама, а на страни извоза ограничењима ЕУ на увоз челика из земаља изван Уније, као и ниском екстерном тражњом. Према оценама наведених институција, приливи по основу туризма у вези са специјализованом изложбом „Експо” привремено ће смањити дефицит у наредној години – према ММФ-у на 4,5%, колико очекује и Министарство финансија, а према Европској комисији на 4,9%. **Наше пројекције налазе се на нижим нивоима – око 4% у 2026. и 3% у 2027. години**, пре свега због бољих остварења у досадашњем делу године, као и повећаних извозних капацитета привреде.

Према пројекцији ММФ-а, просечна инфлација у 2026. години износиће **3,6%**, а у 2027. години **4,4%**, што је благо више од наше августовске пројекције. Према пројекцијама *Consensus Economics*-а и Европске комисије, просечна инфлација у 2026. години износиће **3,9% и 4,1%**, респективно, након чега се очекује њено успоравање у 2027. на **3,8% и 3,9%**, респективно.

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

	Датум објављивања	БДП	Текући рачун платног биланса (учешће у БДП-у)	Инфлација
Народна банка Србије	2026. август 2026.	3,2	-4,1	3,2
	2027.	4,5	-2,9	4,3
ММФ	2026. јун 2026.	2,8	-6,0	3,6
	2027.	4,0	-4,5	4,4
Министар. финан.	2026. јун 2026.	3,0	-6,0	3,7
	2027.	4,5	-4,5	4,2
<i>Consensus Economics</i>	2026. јул 2026.	2,7		3,9
	2027.	3,5		3,8
Европска комисија	2026. мај 2026.	2,8	-6,1	4,1
	2027.	3,9	-4,9	3,9

Извор: ММФ, Министарство финансија, *Consensus Economics* и Европска комисија.

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

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

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.

Ризици пројекције

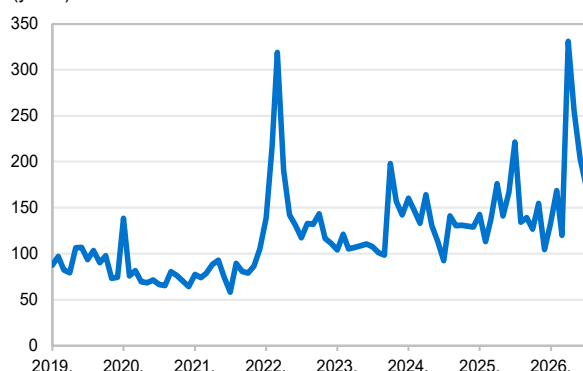
Највећи ризици за остварење наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље потичу из међународног окружења. **Ризици су уравнотеженији него у мају, али су за наредну годину, због могућих већих негативних ефеката енергетског шока од претпостављених, и даље на БДП израженији наниже, а на инфлацију навише.**

Неизвесност је, пре свега, повезана с **геополитичким тензијама на Блиском истоку**, које представљају најзначајнији ризик нове пројекције због могућих **последика по глобалне цене енергената и других сировина, међународну трговину и глобалне ланце снабдевања, робна и финансијска тржишта**. На висок ниво геополитичког ризика јасно указује и индекс којим се он мери (*GPR*), а који је у марту 2026. године достигао највиши ниво још од марта 2003. (када је започео рат у Ираку). Иако је током наредних месеци смањен, индекс је и даље на релативно високом нивоу, што указује на то да су геополитичке неизвесности и даље изражене и представљају значајан извор ризика за глобална економска кретања.

Као и у већини других земаља, изгледи за инфлацију у Србији и даље зависе од величине и трајања шока изазваног растом цена енергената, као и начина на који се више цене енергије преносе кроз економију. Продужено трајање конфликта повећава дисбаланс између глобалне понуде и тражње за енергентима и чини последице озбиљнијим. Што више расту цене нафте, природног гаса и нафтних деривата и што дуже остану високе, то ће директни и индиректни ефекти који подстичу инфлацију бити израженији. Притом, из угла вођења монетарне политике посебно је важно да ли ће се енергетски шок прелити на шире инфлаторне притиске преко утицаја на формирање зарада и цена, тј. да ли ће имати знатније секундарне ефекте. До сада није било већих секундарних ефеката, али што је енергетски шок већи и дуготрајнији, ризик секундарних ефеката је израженији.

У условима продужених поремећаја, механизам прилагођавања се у већој мери помера с цена на количину, односно укључује већу рационализацију потрошње, што би могло имати знатније 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

Графикон V.0.42. Индекс глобалног геополитичког ризика (у п.п.)



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

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, подржани фискалним стимулансима. 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. Ако се конфликт ускоро разреши, могло би доћи до брже нормализације на енергетским тржиштима и до мањих негативних економских ефеката него што се очекује. Такође, светска економска активност могла би бити снажније подстакнута применом вештачке интелигенције и произашлим добицима у продуктивности и повећаној пословној динамици. У сваком случају, ситуација је 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 претходне две пројекције из ове године (фебруарској и мајској) ценимо да је ризик по овом основу и на БДП и инфлацију 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 и даље представља **повећан протекционизам и неизвесна трговинска политика на глобалном нивоу**. Фрагментација трговине могла би да се убрза, што би потенцијално угрозило производњу и довело до раста цена на глобалном нивоу. Реконфигурација трговинских токова и глобалних ланаца снабдевања управо се одвија, а успостављена равнотежа је крхка и могла би бити нарушена додатним царинама. Оне би оптеретиле глобални привредни раст, а ако би биле секторски усмерене, могле би изазвати уска грла и имати несразмерно велики утицај на цене и економску активност. У наредним годинама ризик представља и нова регулатива ЕУ (*EES, CBAM, PPWR, EUDR, IAA*), која би могла повећати трошкове пословања и смањити конкурентност нашег извоза, а индиректно би могла да отежа укључивање компанија с територије Србије у производне

ланце ЕУ, што захтева правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике. С друге стране, напредак у трговинским односима и новим регионалним трговинским споразумима могао би допринети смањењу трошкова трговине и подстаћи трговинске токове. 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 глобални привредни раст, с друге стране, постоје ризици одступања **светских цена примарних пољопривредних производа** од претпостављених у основном сценарију.

Ризик пројекције инфлације и БДП-а представља **и домаћа пољопривредна сезона**, за коју смо у новој пројекцији претпоставили да ће бити боља од претходне две године, које су биле исподпросечне. На инфлацију већи утицај има производња и понуда воћа и поврћа, која је знатно боља од прошлогодишње, а на БДП пре свега род јесењих култура. **Досадашња пољопривредна производња** подржава претпоставку о бољој сезони у односу на претходне две године, док топлотни талас од краја јула и **неповољна хидролошка ситуација током лета** остаје један од фактора неизвесности за наставак сезоне. Будући да је до коначних резултата производње остало још времена, могућа су одступања од пројектованог основног сценарија у оба смера.

Неповољнији развој хидролошке ситуације могао би се одразити и на друге секторе привреде. Пре свега, могао би да доведе у одређеној мери до смањене активности у **прерађивачкој индустрији**, као и до већег пада производње у **енергетици**. С друге стране, ризике у области **грађевинарства** можемо да оценимо као асиметричне навише, имајући у виду да смо пројекцију кретања ове делатности поставили конзервативно, те постоји могућност да остварени раст буде већи од пројектованог.

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, 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 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

Као и у претходном периоду, највећи ризици остварења пројекција потичу од геополитичких односа. За разлику од претходног извештаја, када је глобална неизвесност била на нешто вишем нивоу, због чега смо тада представили ефекте два неповољна алтернативна сценарија, у овом извештају анализирали смо потенцијалне ефекте повољнијег и неповољнијег развоја геополитичких дешавања. Иако су ризици повезани са сукобом на Блиском истоку и даље присутни, мања реакција тржишта на нове геополитичке шокове указује на то да тржишни учесници оцењују да је вероватноћа озбиљнијих поремећаја на тржишту енергената мања него у периоду израде претходне пројекције. Наиме, након постизања привременог примирја средином јуна, цена нафте типа брент се у кратком року, за свега две недеље, вратила на ниво од око 70 долара по барелу, колико је износила у периоду непосредно пре избијања сукоба. Поред тога, упркос поновној ескалацији тензија средином јула, цена нафте није достигла нивое забележене током марта и априла, већ се кретала до нивоа од око 105 долара по барелу.

У основном сценарију претпоставили смо постепено ублажавање геополитичких тензија, отварање Ормушког мореуза и, по том основу, пад цена енергената и других примарних производа на светском тржишту, што је у складу с претпоставкама ММФ-а и динамиком тржишних фјучерса. Међутим, с обзиром на то да су ризици повезани с продужењем и додатном ескалацијом тензија и даље изражени, израдили смо песимистичан алтернативни сценарио, који полази од претпоставке да би пролонгирање сукоба задржало цене енергената на повишеном нивоу у наредном периоду, што би се, преко виших трошкова производње и транспорта, прелило и на цене осталих примарних производа, стварајући нове инфлаторне притиске на глобалном нивоу. У прилог могућности оваквог развоја догађаја говоре и недавни напади јеменских Хута на нафтне танкере у Црвеном мору, као и проблеми у транспорту нафте у Црном мору, што указује на могућност додатних поремећаја у глобалним ланцима снабдевања енергентима.

С друге стране, израдили смо и оптимистичан алтернативни сценарио, који полази од претпоставке бржег смиривања геополитичких тензија, што би довело до ранијег и израженијег пада цена енергената и других примарних производа у односу на основни сценарио. У прилог оваквог сценарију говори и то што је пре избијања сукоба на глобалном тржишту нафте био присутан вишак понуде, услед чега је цена нафте почетком године смањена на око 60 долара по барелу. Притом, ОПЕКС+ је у претходним месецима наставио постепено укидање ранијих добровољних ограничења производње, чиме је додатно повећана понуда нафте у односу на период који је претходио сукобу.

Табела О.5.1. Екстерне претпоставке основног и алтернативних сценарија

	2025.	2026.	2027.
Инфлација у зони евра, мг. просек, у % (основни сценарио)	2,1	2,9	2,3
Оптимистичан сценарио		2,9	1,8
Песимистичан сценарио		3,7	4,2
БДП раст зоне евра, мг. просек, у % (основни сценарио)	1,5	0,8	1,2
Оптимистичан сценарио		0,8	1,4
Песимистичан сценарио		0,6	0,7
Цена нафте, просек, у USD/барел (основни сценарио)	68	86	77
Оптимистичан сценарио		81	69
Песимистичан сценарио		105	115
Цена гаса, просек, у EUR / 1000 m³ (основни сценарио)	371	515	442
Оптимистичан сценарио		453	391
Песимистичан сценарио		681	786

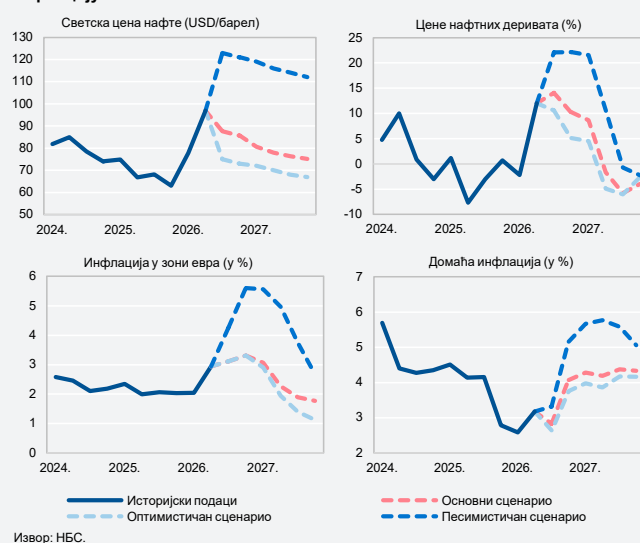
Извор: прерачун НБС.

Песимистичан сценарио

У оквиру песимистичног сценарија претпоставили смо да би сукоб на Блиском истоку, укључујући и блокаду Ормушког мореуза, потрајао дуже него у основном сценарију, као и да би се додатно смањило транспорт кроз Црвено море. Таква кретања одразила би се пре свега на раст светских цена енергената, имајући у виду значај ових транспортних праваца за њихово глобално снабдевање. Процењујемо да би у том случају цена нафте поново достигла ниво од око 120 долара по барелу и на сличном нивоу се задржала током Т1 2027, након чега би се до краја године постепено спустила на око 112 долара по барелу. Раст цена енергената одразио би се на цене других примарних производа, уз истовремене поремећаје у глобалним ланцима снабдевања и раст цена контејнерског транспорта. Оваква кретања довела би до убрзања глобалне инфлације, учврстила очекивања тржишних учесника о новом циклусу заштравања монетарних услова водећих централних банака и, по том основу, извршила додатни притисак на глобалну економску активност. С тим у вези, у овом сценарију просечна инфлација у зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, износила би 3,7% и 4,2% у 2026. и 2027. години, респективно, док би реалан раст БДП-а био нижи него у основном сценарију и износио 0,6% и 0,7% у овој и наредној години, респективно. Поред тога, овакав сценарио би се негативно одразио на потрошачко и инвестиционо поверење, нарочито у земљама у успону и развоју, услед могућег повлачења капитала ка развијеним економијама.

Према нашој процени, последице песимистичног сценарија на Србију биле би **виша просечна инфлација у односу на основни сценарио за 0,4 п.п. у 2026. и за 1,2 п.п. у 2027. години**. Директан ефекат потицао би од виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту, а индиректан од повећаних трошкова у производњи осталих индустријских производа и хране, као и од више инфлације у зони евра, преко виших увозних цена. Када је реч о ефектима овог сценарија на **домаћи БДП, према нашој процени, реални раст био би мањи него у основном сценарију за 0,2 п.п. у 2026. и 0,8 п.п. у 2027.** 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.

Графикон О.5.1. Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију



Оптимистичан сценарио

У оптимистичном сценарију претпостављамо да би се геополитичке тензије разрешиле брже него што је претпостављено у основном сценарију, што би, уз јачи повратак тржишним фундаментима који додатно гурају цене наниже, за резултат имало бржи и израженији пад цена енергената у наредном периоду. У овом случају очекујемо да би се цена нафте до краја године спустила на око 73 долара по барелу, а затим до краја 2027. године додатно на око 67 долара по барелу. Таква кретања одразила би се на ниже трошкове транспорта и производње, што би, заједно са смањењем глобалне неизвесности и мањом аверзијом инвеститора према ризику, подржало раст глобалне трговине и привредне активности. Истовремено, нижи инфлаторни притисци ублажили би очекивања тржишних учесника у погледу даљег заостравања монетарних услова водећих централних банака. У овом сценарију, инфлација у зони евра би у овој години износила колико и у основном сценарију (2,9%), док би у наредној години била испод циља и износила 1,8%. Такође, раст БДП-а зоне евра у овој години био би исти као у основном сценарију (0,8%), док би у 2027. години убрзао на 1,4%.

У том случају просечна инфлација у Србији у 2026. и 2027. била би нижа него у основном сценарију за 0,2 п.п. и 0,3 п.п., респективно, услед нижих светских цена примарних производа и ниже инфлације у зони евра. Притом, нижа инфлација у зони евра учврстила би очекивања да се у наредном периоду монетарни услови неће додатно заострити, што би подржало раст економске активности у зони евра и опоравак екстерне тражње. Наведена кретања, заједно с јачањем домаће тражње услед већег расположивог дохотка и веће личне потрошње у условима ниже инфлације, као и већих инвестиција услед побољшаног инвестиционог амбијента, за резултат би имала **већи раст домаћег БДП-а за око 0,1 п.п. у овој и 0,3 п.п. у наредној години у односу на основни сценарио.**

Табела А.
Показатељи екстерне позиције Србије

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	I 2026.	II 2026.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)													
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	6,7	7,3	6,7	6,6	6,7
Девизне резерве / краткорочни дуг	256,4	234,3	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	244,7	319,3	414,1	281,2	289,6	
Девизне резерве / БДП	27,9	26,7	24,4	25,2	27,8	27,5	29,4	30,6	33,1	35,2	32,7	31,6	32,2
Отплата дуга / БДП	10,6	11,8	10,5	10,8	9,5	5,5	8,7	9,1	9,0	10,8	8,9	8,2	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	16,4	20,4	16,6	14,7	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)													
Спољни дуг / БДП	70,4	69,4	62,4	59,5	58,4	62,4	64,8	65,5	58,7	58,6	57,7	57,7	
Краткорочни дуг / БДП	10,9	11,4	12,1	11,9	10,1	12,1	11,8	12,5	10,4	8,5	11,6	10,9	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	166,7	152,3	132,0	125,6	120,4	137,4	125,8	109,5	107,7	110,1	107,3	107,5	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)													
Девизне резерве / М1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	166,6	168,2	156,1	161,7	165,2
Девизне резерве / примарни новац	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	201,0	199,6	199,9	200,4	207,9
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП													
92,3	96,9	102,0	103,8	106,7	99,2	111,3	130,8	113,8	111,2	112,2	114,2	113,2	
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)													
БДП ¹⁾	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.513	75.205	83.258	88.674	21.845	23.832
Спољни дуг	26.220	26.469	25.490	26.594	28.117	30.600	36.266	41.621	44.173	48.771	51.176	52.034	
Сервисирање спољног дуга	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	6.735	9.032	7.900	1.796	
Девизне резерве НБС	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	29.008	28.486	29.609
Краткорочни дуг ²⁾	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	662	974	2.022	1.460	
Биланс текућих трансакција	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-4.302	-129	-1.265
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)													
	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.	2026.			
	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+	BBB-				
		/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан				
Fitch		B+	BB-	BB	BB+				BB+				
		/позитиван	/стабилан	/стабилан	/стабилан				/позитиван				
Moody's			B1	Ba3	Ba3		Ba2		Ba2	Ba2			
			/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 ESA 2010. Податак за Т2 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 је регистрован према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.

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

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	I 2026.	II 2026.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	1,3	3,0	2,4	4,6	4,8	-1,0	7,9	2,7	3,7	3,9	2,0	3,2	3,6
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	7,6	4,3	2,7	2,8	2,7
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	29.008	28.486	29.609
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	41.018	44.317	47.686	12.247	13.007
– стопа раста у % у односу на претходну годину	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	7,9	8,0	7,6	6,0	9,7
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	44.543	48.267	51.850	12.706	13.965
– стопа раста у % у односу на претходну годину	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	-1,1	8,4	7,4	1,8	7,9
Текући рачун платног биланса ³⁾ (у млн евра)	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-4.302	-129	-1.265
у % БДП-а	-3,3	-2,8	-5,0	-4,6	-6,6	-3,9	-4,1	-6,6	-2,4	-4,5	-4,9	-0,6	-5,3
Незапосленост по Анкети (у %) ⁶⁾	18,9	16,4	14,5	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	8,6	8,7	8,9	
Зараде (просечне за период, у еврима) ⁷⁾	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	838,2	934,0	1.011	1.023
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а) ⁴⁾	-2,6	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,0	-4,4	-3,2	-2,0	-2,2	-2,6	-3,8	1,7
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) ⁴⁾	-3,3	-1,1	1,1	0,6	-0,2	-7,7	-3,9	-3,0	-2,1	-2,0	-2,4	-4,4	2,0
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а) ⁸⁾	67,2	65,2	55,5	51,4	49,7	54,4	53,9	52,4	48,0	46,7	44,4	41,8	43,8
Курс динара према долару (просек у периоду)	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	108,41	108,20	103,79	100,34	101,01
Курс динара према долару (крај периода)	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	105,87	112,44	99,92	102,36	103,04
Курс динара према евра (просек у периоду)	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,25	117,09	117,20	117,39	117,39
Курс динара према евра (крај периода)	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,17	117,01	117,28	117,42	117,37
МЕМОРАНДУМ:													
БДП (у млн евра) ⁵⁾	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.513	75.205	83.258	88.674	21.845	23.832

¹⁾ У сталним ценама претходне године. Податак за Т2 2026. је флеш процена РЗС.

²⁾ Цене на мало до 2006. године.

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

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

⁵⁾ Према методологији ЕСА 2010. Податак за Т2 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 Т2 2026. је просек два месеца.

⁸⁾ Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су с веб-сајта 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 графика 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	11
III.0.2.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	12
III.0.3.	Кумулативни раст цена воћа и поврћа	12
III.0.4.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	13
III.0.5.	Доприноси изабраних компонената мг. динамици увозних цена у динарима	13
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	17
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	17
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	17
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	19
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	19
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	20
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	21
IV.1.6.	Показатељи премије ризика	22
IV.1.7.	Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима	22
IV.1.8.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	23
IV.1.9.	Структура финансијског биланса	23
IV.1.10.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	24
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	24
IV.1.12.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	24
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	25
IV.2.2.	Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита	25
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	26
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	26
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	27
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	27
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	27
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	28
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	28
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	29
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	30
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	30
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	31
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	36
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	36
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	37
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	42
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	42
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	42
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	43
V.0.1.	Глобална размена производа вештачке интелигенције и развој рачунарске опреме	45
V.0.2.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	46
V.0.3.	Пројекције БДП-а у зони евра у три сценарија	47

V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	47
V.0.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	48
V.0.6.	Кретање глобалне укупне и базне инфлације	49
V.0.7.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	49
V.0.8.	Пројекције инфлације у зони евра у три сценарија	50
V.0.9.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	50
V.0.10.	Консолидовани биланс Евросистема	52
V.0.11.	Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра	52
V.0.12.	Укупна актива ФЕД-а	52
V.0.13.	Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а	53
V.0.14.	Кретање референтних каматних стопа по земљама	53
V.0.15.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД	54
V.0.16.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	55
V.0.17.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	56
V.0.18.	Европска цена природног гаса	56
V.0.19.	Европска цена струје	56
V.0.20.	Цене изабраних производа на светском тржишту	57
V.0.21.	Индекс светских цена хране	58
V.0.22.	Цене кафе и какаоа на светском тржишту	58
V.0.23.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	59
V.0.24.	Фискални и примарни резултат буџета сектора државе	61
V.0.25.	Пројекција раста БДП-а	63
V.0.26.	Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна	63
V.0.27.	Доприноси реалном расту БДП-а	63
V.0.28.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	64
V.0.29.	Кретање инвестиција у основне фондове	64
V.0.30.	Реални раст извоза и увоза	64
V.0.31.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	66
V.0.32.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	67
V.0.33.	Пројекција инфлације	69
V.0.34.	Развој пројекција БДП-а и просечне инфлације зоне евра за 2026.	69
V.0.35.	Пројекција просечне инфлације	69
V.0.36.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	70
V.0.37.	Реална каматна стопа	70
V.0.38.	Пројектовано кретање производног јаза	70
V.0.39.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	71
V.0.40.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	72
V.0.41.	Поређење котацијских цена на Медитерану и светске цене нафте	72
V.0.42.	Индекс глобалног геополитичког ризика	76

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т2 2026. године	11
IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	21
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	22
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава	29
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	30
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	36
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а	46
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона средње и југоисточне Европе	48
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе	51
V.0.4.	Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	65

V.0.5.	Најважније претпоставке пројекције	68
V.0.6.	Пројекције макроекономских показатеља Србије	75
V.0.7.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	76

Табела А.	Показатељи екстерне позиције Србије	83
Табела Б.	Основни макроекономски показатељи	84

Графикони у освртима

O.1.1.	Индекс цена по групама производа под уредбом	15
O.1.2.	Поређење нивоа цена из јула 2026. и августа 2025.	15
O.2.1.	Мг. вредносна промена салда текућег рачуна и његових компонената	32
O.2.2.	Кретање учешћа трговинског дефицита у БДП-у у претходних 15 година	32
O.2.3.	Учешће трговинског дефицита у БДП-у, поређење земаља средње и источне Европе	32
O.2.4.	Детерминанте раста извоза у П1 2026.	33
O.2.5.	Енергетски биланс и његове компоненте у периоду након ескалације конфликта на Блиском истоку	34
O.2.6.	Мг. стопа раста извоза и увоза услуга и доприноси расту по врстама услуга	34
O.3.1.	Кретање агрометеоролошких показатеља	39
O.3.2.	Принос пшенице и кукуруза	40
O.4.1.	Одступање остварене од пројектоване инфлације за једно тромесечје унапред	73
O.4.2.	Одступање остварене од пројектоване инфлације за годину дана унапред	73
O.4.3.	Одступања оствареног од пројектованог БДП-а за једно тромесечје унапред	74
O.5.1.	Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију	81

Табеле у освртима

O.1.1.	Промене цена по групама производа под уредбом	16
O.3.1.	Агрометеоролошки показатељи за Војводину у периоду мај–јул	38
O.3.2.	Скала индекса суше/влаге	38
O.5.1.	Екстерне претпоставке основног и алтернативних сценарија	80

Слика у осврту

O.3.1.	Оцењени утицај температуре (<i>TEMP</i>) и падавина (<i>PAD</i>) на принос пшенице и кукуруза	40
--------	---	----

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	5,75	0
9. јул	5,75	0
13. август	5,75	0
10. септембар		
8. октобар		
12. новембар		
10. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 6. 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 у априлу износила 3,3%, при чему је њено убрзање са 2,8% у марту готово у потпуности последица знатног раста светских цена нафте и, по том основу, виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту. Раст цена нафтних деривата био би већи да држава није предузела мере које су обухватале смањење акциза на гориво и снабдевање тржишта из сопствених резерви. Према оцени Извршног одбора, инфлација би требало да настави да се креће у границама циља до септембра, а да након тога, крајем ове и почетком наредне године, привремено благо пређе горњу границу циља, под утицајем више светске цене нафте и других примарних производа, као и ниске базе из септембра прошле године, услед примене уредбе којом су марже у трговини на велико и мало биле ограничене на 20%. Под претпоставком да је актуелни енергетски шок привремен, инфлација би потом требало да успори и да се врати у границе циља средином 2027, а затим да у тим границама остане до краја периода пројекције. Према оцени Извршног одбора, 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.

Сукоб на Блиском истоку и затварање пролаза кроз Ормушки мореуз за већину бродова повећали су забринутост да би енергетска криза могла да подстакне поновни раст инфлације на глобалном нивоу. Раст светске цене нафте представља шок на страни понуде који повећава инфлацију директно, преко виших цена горива, и индиректно, преко виших трошкова за предузећа. С друге стране, по том основу смањује се расположиви доходак становништва за потрошњу, повећава неизвесност и слаби економска активност, што додатно усложњава процес одлучивања о монетарној политици. Подаци за сада показују да у већини земаља доминирају примарни инфлациони ефекти, уз спремност централних банака да реагују повећањем својих референтних каматних стопа ако инфлациона очекивања и зараде знатно порасту. Као велики нето увозник енергената, Европа је посебно осетљива на енергетске шокове. Инфлација је у зони евра, нашем најважнијем економском партнеру, повећана на 3,2% у мају (са око 2% пре избијања сукоба), првенствено због ескалације сукоба на Блиском истоку и раста светске цене нафте. Неизвесност у погледу макроекономских ефеката сукоба на Блиском истоку и даље је висока, јер би могло доћи и до знатнијег раста цена контејнерског транспорта и минералних ђубрива, нарушавања ланаца снабдевања, инвестиционог и потрошачког поверења, као и токова робе и капитала. Коначни ефекти енергетског шока на глобалну, као и на домаћу инфлацију и економску активност, тешко се могу проценити, јер зависе од дужине трајања и интензитета самог сукоба.

Према подацима Републичког завода за статистику, реални међугодишњи раст бруто домаћег производа у првом тромесечју 2026. износио је 3,2% и био је виши од прве процене, која је износила 3,0%. Поред тога, доступни месечни показатељи за април указују на позитивна кретања у индустрији, трговини на мало и туризму, што је у складу с нашом мајском пројекцијом привредног раста од 3% у овој години. У досадашњем току године, расту бруто домаћег производа доприносе и домаћа тражња и нето извоз, при чему се у наредном периоду додатни позитивни ефекти на економску активност могу очекивати и од реализације инвестиционих пројеката у оквиру програма

„Скок у будућност – Србија Експо 2027”, а у 2027. години и од одржавања специјализоване изложбе „Експо”. Подршку економској активности пружа и раст кредитне активности према привреди и становништву, који је у априлу убрзао на 17,1% међугодишње. Ипак, економска активност остаје под утицајем глобалне неизвесности изазване геополитичким тензијама и растом цена енергената, што може негативно да се одрази на инвестиционо и потрошачко поверење, као и на токове капитала.

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

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. јула 2026. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 7. 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.

Међугодишња инфлација је наставила да се креће у границама циља ($3 \pm 1,5\%$), с тим да је, у складу са очекивањима Извршног одбора, у мају износила 3,5%, у највећој мери због раста светских цена нафте и по том основу виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту у том периоду. Раст цена нафтних деривата услед раста глобалних цена нафте делом је ублажен мерама које је донела Влада Републике Србије – смањење акциза на гориво и снабдевање тржишта из сопствених резерви. Извршни одбор истиче да цене хране од новембра 2025, међугодишње посматрано, бележе пад, који је у мају 2026. износио 1,5%, као и да ни три месеца након истека уредбе о ограничењу трговачких маржи нема већих корекција цена производа који су били обухваћени уредбом. С обзиром на за сада добру пољопривредну сезону и род воћа и поврћа, цене непрерађене хране би могле имати позитиван (дезинфлаторни) утицај на кретање инфлације. Базна инфлација је релативно стабилна и креће се око горње границе циља за укупну инфлацију.

Сукоб на Блиском истоку и даље представља један од кључних извора глобалне неизвесности, иако су тензије у претходном краћем периоду биле ублажене постизањем примирја током преговора о окончању сукоба, што је праћено смањењем светске цене нафте претходни месец дана. Већина централних банака оцењује да размере и трајање сукоба, као и време потребно за нормализацију токова, захтевају опрезан приступ вођењу монетарне политике и задржавање њеног рестриктивног карактера. Европска централна банка је у јуну повећала своју референтну каматну стопу за 0,25 процентних поена, на 2,25%, након што је инфлација у зони евра у мају достигла 3,2%, а пре објаве јунског податка од 2,8%. Ова одлука донета је уз оцену да је повећање неопходно како би се инфлација вратила на циљана 2% у 2027. години. Систем федералних резерви (ФЕД) у јуну није мењао висину распона своје референтне стопе. Извршни одбор Народне банке Србије наставиће пажљиво да прати геополитичка дешавања, кретања на робним и финансијским тржиштима, развој трговинских односа и потезе водећих централних банака.

Према мајској средњорочној пројекцији Извршног одбора, инфлација би требало да успори до септембра, а да се затим нађе око горње границе циља као последица ниске базе из септембра прошле године услед примене уредбе којом су марже у трговини на велико и мало биле ограничене на 20%. Услед оствареног раста светске цене нафте и других примарних производа након избијања

сукоба на Блиском истоку, као и више увозне инфлације, наша пројекција предвиђа да би инфлација крајем ове или почетком наредне године могла привремено да пређе горњу границу циља. Под претпоставком да је недавни енергетски шок био привремен и да ће светска цена нафте, која је у претходни месец дана забележила пад, остати око садашњег нижег нивоa крајем ове и током наредне године, инфлација би требало да успори и да се релативно брзо врати у границе циља (до средине 2027), а затим да у тим границама остане до краја периода пројекције. Према оцени Извршног одбора, 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.

Кретања у реалном сектору од почетка године повољнија су од очекивања. Према подацима Републичког завода за статистику, у првом тромесечју остварен је реални међугодишњи раст бруто домаћег производа од 3,2%, што је за 0,2 процентна поена више у односу на прелиминарну процену и претпоставку Извршног одбора из мајског Извештаја о инфлацији. Раст је био вођен услужним секторима, а позитиван допринос потекао је и од пољопривреде. Показатељи реалног сектора у априлу и мају бележе повољна кретања, уз опоравак прерађивачке индустрије након лошијег почетка године због проблема у пословању Нафтне индустрије Србије и релативно висок раст промета у трговини на мало и туризму. Упркос глобалној неизвесности и смањењу тражње из Европске уније и региона, извозни сектор Србије показао је отпорност, захваљујући производној и географској диверсификацији и претежно извозно оријентисаним страним директним инвестицијама. Релативно повољни временски услови и добро стање усева дају основу за очекивања да ће приноси у пољопривреди бити бољи него прошле године, као и у односу на деценијски просек. Извршни одбор је нагласио да у досадашњем току године расту бруто домаћег производа доприносе и домаћа тражња и нето извоз, при чему се у наредном периоду додатни позитивни ефекти на економску активност могу очекивати од одржавања специјализоване изложбе „Експо“. Подршку економској активности пружа и знатни раст кредитне активности према привреди и становништву, који је у мају износио 16,4% међугодишње. Ипак, економска активност остаје под утицајем глобалне неизвесности изазване геополитичким тензијама и волатилних 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. Извршни одбор ће доносити одлуке на основу пристиглих података и њиховог утицаја на кретање инфлације. Ако процени да је остварени раст светске цене нафте имао израженије секундарне ефекте на остале цене преко инфлационих очекивања, Народна банка Србије ће реаговати свим расположивим инструментима.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и изгледи и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 13. августа 2026. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 8. 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.

Међугодишња инфлација је наставила да се креће у границама циља ($3 \pm 1,5\%$), с тим да се у јуну спустила испод централне вредности циља од 3%, да би у јулу била додатно снижена на 1,9%. Остварена инфлација у претходним месецима била је нижа од очекивања, пре свега због доброг рода воћа и поврћа, који се одразио на кретање њихових цена. Имајући то у виду, као и чињеницу да су за сада изостали већи секундарни ефекти енергетског шока, Извршни одбор очекује да ће

инфлација у овој години бити на нижем нивоу него што је очекивао према мајској пројекцији и да ће наставити да се креће у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције. И даље се очекује да се инфлација у септембру нађе око нивоа од 4% првенствено због ефекта ниске базе из прошле године услед примене уредбе о ограничењу трговачких маржи.

Боља су и очекивања када је у питању економска активност, јер је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у другом тромесечју 2026. убрзан на 3,6% међугодишње, након 3,2% у првом тромесечју. Према оцини Извршног одбора, највећи позитиван допринос, као резултат раста приватне потрошње, дали су услужни сектори, при чему је убрзању раста допринео и опоравак активности у прерађивачкој индустрији, рударству, грађевинарству и пољопривреди.

Иако су досадашњи ефекти ескалације сукоба на Блиском истоку и раста светске цене нафте на глобалну инфлацију и економску активност били мањи него што се првобитно очекивало, неизвесност у погледу даљег развоја ситуације и даље је изражена.

Досадашњем ублажавању последица на домаћем тржишту допринели су коришћење расположивих залиха енергената и ограничено преношење енергетског шока захваљујући смањењу акциза на нафтне деривате. Ипак, уколико сукоб на Блиском истоку потраје или се геополитичке тензије додатно заоштре, не може се искључити могућност да се ефекти прелију на трошкове производње и транспорта, ланце снабдевања, токове капитала, а тиме и на инфлацију. За Србију, као малу и отворену економију која у значајној мери зависи од увоза енергената, неопходно је наставити пажљиво праћење ових ризика, истакао је Извршни одбор.

Народна банка Србије наставља да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса. Извршни одбор ће доносити одлуке на основу пристиглих података и њиховог утицаја на кретање инфлације. Уколико процени да остварени 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 августовски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 19. августа, када ће бити додатно образложене и донете одлуке монетарне политике.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и изгледи и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. септембра 2026. године.

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