



Народна банка Србије

2025
носембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2025
носембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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.

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. новембра 2025. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 31. октобра.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 1: Уредба о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије и њени ефекти на смањење потрошачких цена</i>	14
<i>Осврт 2: Анализа степена преноса трошкова на цене дуж ланца индустријско-прехрамбених производа</i>	17
IV. Детерминанте инфлације	21
1. Кретања на финансијском тржишту	21
2. Новац и кредити	26
<i>Осврт 3: Први ефекти мера Народне банке Србије којима је омогућено повољније кредитирање грађана с нижим примањима</i>	30
3. Агрегатна тражња	32
4. Економска активност	34
5. Кретања на тржишту рада	36
V. Пројекција	39
<i>Осврт 4: Алтернативни сценарио – нижи привредни раст у 2026. као последица пролонгиране глобалне неизвесности и ограничења у индустријској производњи</i>	64
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	66
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	67
Списак графикана и табела	69
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	72
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	73

I. Резиме

Према оцени Међународног монетарног фонда, **после солидне економске активности на глобалном нивоу у првој половини ове године**, која се у великој мери може приписати деловању привремених фактора, као што су убрзана трговинска активност и гомилање залиха пре ступања на снагу нових царина – у наставку године глобални привредни раст ће губити на интензитету, а први знаци тог успоравања већ су присутни. Узимајући то у обзир, у октобарској рунди пројекција Међународни монетарни фонд предвиђа успоравање глобалног привредног раста са 3,3% у 2024. на 3,2% у овој години, а затим на 3,1% у 2026. години. Слична су очекивања и за зону евра – услед бољих остварења у првој половини године, пројектовани привредни раст за ову годину виши је за 0,2 процентна поена у односу на очекивања из јула и износи 1,2%, док се за 2026. пројектује незнатно нижи раст, од 1,1%. Ризици пројекције глобалног привредног раста и даље су израженији наниже и односе се, пре свега, на продужену неизвесност у вези с трговинским тензијама, која би могла да смањи потрошњу и инвестиције, затим на смањену понуду радне снаге, нарочито услед рестриктивних имиграционих политика, као и на повећану фискалну рањивост у појединим земљама и могући раст трошкова задуживања по том основу.

Пројектује се наставак успоравања инфлације на глобалном нивоу, али уз присутне разлике у динамици по појединим земљама. У складу с претходним очекивањима, и даље се пројектује да ће се земље које уводе царине углавном суочити са шоком на страни понуде, што ће за последицу имати вишу инфлацију, док ће у земљама којима су уведене царине тражња бити нижа, а тиме и инфлација. Тако се за Сједињене Америчке Државе пројектује да ће инфлација остати изнад циљаног нивоа, док се за зону евра очекује да ће ове године бити незнатно изнад, а наредне године незнатно испод циљаног нивоа. И поред нешто више инфлације, Систем федералних резерви је, због погоршања стања на тржишту рада, у септембру и октобру снизио своје основне каматне стопе за по 25 базних поена, а

Глобални привредни раст у овој години биће већи од претходних очекивања, али је то углавном резултат прилагођавања економија трговинским тензијама и мањег од очекиваног ефекта царина. И у средњем року раст ће остати испод претпандемијског просека од 3,7%.

Према оцени Међународног монетарног фонда, глобална инфлација ће наставити да успорава сличном динамиком као у јулској пројекцији – просечна инфлација ће у овој години износити 4,2%, а у 2026. години 3,7%.

наставак циклуса њиховог смањења очекује се и у наредном периоду. С друге стране, Европска централна банка је од јула задржала своје стопе на непромењеном нивоу и чини се да се процес ублажавања монетарне политике ближи крају. У таквим околностима долар је наставио да слаби према евра.

Кретања на светском робном и финансијском тржишту и даље су под утицајем трговинских политика водећих светских економија и геополитичких дешавања.

Постизање трговинског споразума између Сједињених Америчких Држава и Европске уније допринело је **смиривању неизвесности на међународном финансијском тржишту** током трећег тромесечја, док је заоштравање трговинских тензија с Кином, након одлуке кинеских власти да ограниче извоз ретких метала, у одређеној мери довело до краткорочног повећања волатилности почетком октобра. Очекивано успоравање раста тражње за нафтом по овом основу и одлуке *OPEC+* о повећању производње утицали су на смањење светске цене нафте.

Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која од септембра прошле године износи 5,75%.

На одлуку Извршног одбора да **задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,75%** првенствено је утицало остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду као и, иако у одређеној мери смањене, и даље присутне геополитичке и трговинске тензије водећих светских економија, које се могу одразити на цене примарних производа, ланце снабдевања и токове капитала. Поред тога, Извршни одбор указује на то да се подршка привредном расту пружа одржаном релативном стабилношћу девизног курса и обезбеђеним повољнијим условима кредитног финансирања, што је резултирало двоцифреним међугодишњим растом кредитне активности према немонетарном сектору.

Под утицајем повољнијих услова задуживања, међугодишњи раст кредита немонетарном сектору у септембру убрзан је на 12,8%.

Након што су изменама Закона о заштити корисника финансијских услуга на системски начин уређене максималне каматне стопе на задуживање физичких лица, Народна банка Србије омогућила је да се од септембра додатно сниже каматне стопе на **готовинске и потрошачке кредите за запослене и пензионере с нижим примањима** (за 3 процентна поена у односу на стопе по којима су банке одобравале кредите у јулу, с доњом границом каматне стопе до 7,5% за запослене с примањима до 100.000 динара и до 10,5% за пензионере). Поред тога, омогућено је и спровођење програма „Стамбени кредити за младе” по повољнијим условима од тржишних, као и снижавање каматних стопа за стамбене кредите за куповину прве непокретности до 0,5 процентних поена. Уз ефекте претходног ублажавања монетарне политике, ове мере допринеле

су убрзању међугодишњег раста кредита становништву – на 16,1% у септембру. Ипак, са аспекта очувања ценовне и финансијске стабилности, важно је нагласити да се при доношењу свих ових мера водило рачуна да не дође до прекомерног задуживања грађана, између осталог, тако што је максимални износ готовинских и потрошачких кредита који могу бити одобрени под повољнијим условима ограничен на милион динара. И кредити привреди убрзали су раст током трећег тромесечја – на 9,0% међугодишње у септембру, чему су највише допринели кредити за обртна средства и инвестициони кредити. Раст кредитне активности, уз очување квалитета активе банака, допринео је томе да се учешће проблематичних кредита у укупним кредитима спусти на нови минимум од 2,2%.

Реално посматрано, укупни приходи опште државе у девет месеци ове године били су виши за 2,0% у поређењу са истим периодом претходне године, вођени пре свега растом пореза на доходак услед наставка позитивних трендова на тржишту рада. И поред раста расположивог дохотка за потрошњу, приходи од пореза на додату вредност имали су неутралан допринос укупним пореским приходима. Смањење прихода је забележено у категорији пореза на добит, јер је у 2024. остварена нижа профитабилност привреде него у претходној години, али је она и даље висока – према подацима Агенције за привредне регистре, износила је 866 милијарди динара. Истовремено, расходи су, реално посматрано, већи за 5,2%, вођени већим издацима за пензије и плате запослених у јавном сектору, као и за робу и услуге. На крају септембра **учешће јавног дуга сектора државе у бруто домаћем производу износило је 43,4%**. И поред пројектованог фискалног дефицита од око 3% бруто домаћег производа у средњем року, очекујемо наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, што говори у прилог одрживости јавних финансија.

Извоз робе у девет месеци повећан је за 9,5% међугодишње, подстакнут већим извозом прерађивачке индустрије, у оквиру које 19 од 23 области бележи раст, при чему највећи допринос дају гране повезане са аутомобилском индустријом. Истовремено, робни увоз растао је нешто спорије од извоза, по стопи од 8,0% међугодишње, а водили су га увоз репроматеријала и потрошне робе. На смањење суфицита у трговини услугама највише је утицао повећан нето увоз туристичких услуга, док је извоз информационо-комуникационих услуга наставио да бележи двоцифрену стопу раста. На финансијском рачуну, највећи прилив остварен је по основу страних

Фискална кретања у девет месеци ове године карактерише учешће дефицита сектора државе у бруто домаћем производу од 0,8% и исто толико учешће суфицита примарног буџета у бруто домаћем производу, као и опадајућа путања учешћа јавног дуга.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у девет месеци ове године износио је 2,8 милијарди евра (4,3% бруто домаћег производа) и био је свега 5,3% виши међугодишње посматрано, тако да ће на нивоу године највероватније бити нижи од пројектованог у августу и износиће око 5% бруто домаћег производа.

директних инвестиција, који је у девет месеци износио око 2,5 милијарди евра. Због повећаних улагања резидената у иностранство, нето прилив по овом основу износио је 1,5 милијарди евра. И током трећег тромесечја преовладали су апрецијацијски притисци, па је Народна банка Србије, ради очувања релативне стабилности курса динара према еврџ, на девизном тржишту углавном била нето купац девиза. У октобру су повремено били присутни и депрецијацијски притисци услед повећане тражње домаћих предузећа за девизама. Посматрано од почетка године закључно са октобром, нето куповина девиза износила је 355 милиона евра. Уз раст цене злата, то је допринело да **девизне резерве земље премаше рекордни ниво с краја прошле године и крајем октобра достигну 29,4 милијарде евра**, чиме представљају важан стуб одбране од екстерних ризика, с обзиром на то да су знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност. Учешће злата у структури девизних резерви достигло је око 20%, а количина злата преко 52 тоне.

Према првој процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа и у трећем тромесечју износио је 2,0%. Како је тај раст био нижи од наших очекивања из августовске пројекције, сада процењујемо да ће привредни раст у овој години износити 2,1%.

Економска активност је у трећем тромесечју задржала динамику раста из прве половине године, док смо у нашој августовској пројекцији очекивали њено знатније убрзање. Иако је настављен раст производње и извоза аутомобилске индустрије у складу са очекивањима, сектор услуга се није опоравио у мери у којој смо очекивали, а настављен је и пад активности у грађевинарству. Подаци Републичког завода за статистику о производњи појединих јесењих култура указују на то да је овогодишња пољопривредна производња била на сличном нивоу као прошле године или благо нижа. Узевши све то у обзир, раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју био је нижи од очекиваног, тако да сада процењујемо да ће раст на нивоу године износити 2,1%.

С обзиром на нижи ефекат пренетих тенденција из ове године, наша нова пројекција раста бруто домаћег производа за 2026. износи 3,5%, док за 2027. годину, услед одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо”, очекујемо да ће раст убрзати на око 5%.

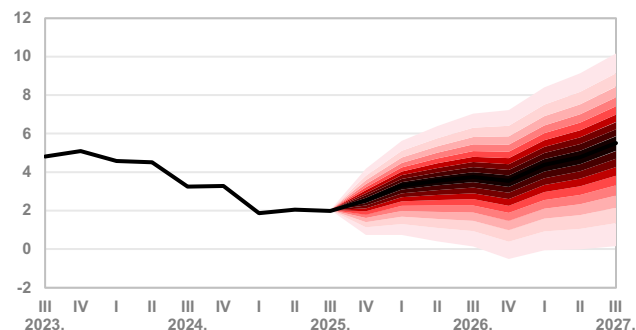
Продужена глобална неизвесност, раст протекционизма и изражене геополитичке тензије, уз друштвено-политичка дешавања у земљи, утицали су на то да **наша пројекција раста бруто домаћег производа за 2026. сада износи 3,5%**. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства. Расту потрошње допринеће већи расположиви доходак по основу раста зарада и пензија, али и повољнијих кредитних услова, док ће реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо” подстаћи раст инвестиција. Због бржег пројектованог раста увоза од извоза, у условима и даље ниске екстерне тражње и раста инвестиција и расположивог дохотка, очекујемо

негативан допринос нето извоза. Притом, могућа ограничења у производњи и извозу нафте и основних метала, уз јаче ефекте трговинских и геополитичких тензија на потрошачко и инвестиционо поверење, за последицу би могли да имају и нижи раст од пројектованог и ближи нивоу од 3%. У 2027. години пројектујемо да ће раст бруто домаћег производа износити око 5%, при чему ће убрзање његове динамике у односу на 2026. годину бити подстакнуто већим извозом услуга због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо”.

Након што се претходних месеци кретала око горње границе дозвољеног одступања од циља, **међугодишња инфлација је у септембру знатно успорила**, на ниво од 2,9%, највише захваљујући примени Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, којом су, почев од септембра, у периоду од шест месеци ограничене трговинске марже на прехранбене производе и поједине производе кућне хемије на 20%. Међугодишњи раст цена хране и безалкохолних пића снажно је успорио у септембру, на 1,7%, чиме је у односу на крај претходног тромесечја смањен допринос ових производа укупној инфлацији за 1,8 процентних поена. Током трећег тромесечја успорила је и базна инфлација (која искључује цене хране, енергије, алкохола и цигарета), која је износила 3,9% међугодишње у септембру, уз допринос нижој укупној инфлацији са око 0,4 процентна поена у односу на крај претходног тромесечја, и по основу споријег раста цена услуга и цена индустријских производа.

Према нашој новој централној пројекцији, **међугодишња инфлација ће се до краја ове и почетком наредне године кретати на сличном нивоу као у септембру**, око централне вредности циља, чему доприноси уредба којом су ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%. И у наставку 2026. године, као и у средњем року, међугодишња инфлација би требало да настави да се креће у границама циља од $3 \pm 1,5\%$, при чему ће ниска база из септембра ове године утицати на то да се инфлација крајем 2026. креће око нивоа од 4%. На такву путању инфлације, поред ефеката ове уредбе и доношења одговарајућег законског оквира којим ће се унапредити регулација тржишта и спречити појава непоштених трговинских пракси, утицаће и даље попуштање трошковних притисака из међународног окружења, као и слабљење долара према евр. Долазак нове пољопривредне сезоне требало би да делује дезинфлаторно, под претпоставком да буде боља од овогодишње, што ће допринети нижим

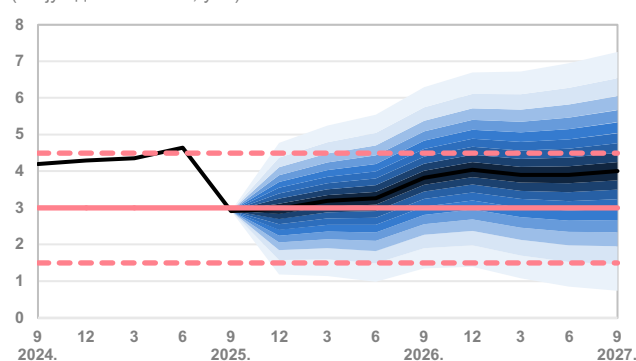
Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Успоравању међугодишње инфлације у септембру у великој мери је допринела уредба Владе Републике Србије којом су трговинске марже за поједине производе ограничене на 20%, као и нижа базна инфлација.

Према нашој новој пројекцији, инфлација би у остатку ове и првим месецима 2026. године требало да настави да се креће око централне вредности циља, а затим да под утицајем ниске базе из ове године крајем наредне године буде на нивоу од око 4%. Задржавање у границама циља од $3 \pm 1,5\%$ очекује се и у средњем року.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



ценама воћа и поврћа. Раст зарада и по том основу већи расположиви доходак за потрошњу требало би да делује у супротном смеру, али ни по овом основу не очекујемо веће инфлаторне притиске, јер ће раст зарада у великој мери бити праћен растом продуктивности. У 2027. години очекујемо додатни раст тражње због одржавања изложбе Експо”, тако да просечну инфлацију пројектујемо на око 4%.

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

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да **одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка**. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног извештаја, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која износи 5,75%. На такву одлуку Извршног одбора првенствено је утицало остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, као и, иако у одређеној мери смањене, и даље присутне геополитичке и трговинске тензије водећих светских економија, које се могу одразити на цене примарних производа, ланце снабдевања и токове капитала.

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

Образложење одлука у септембру и октобру 2025. године

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

Основу за доношење одлука Извршног одбора у септембру и октобру представљала је **августовска средњорочна пројекција инфлације**, према којој се очекивало да ће м.г. инфлација и у остатку ове године наставити да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља ($3 \pm 1,5\%$), пре свега због утицаја неповољних временских прилика на почетку овогодишње пољопривредне сезоне на понуду, а тиме и на цене воћа и поврћа. Такође, негативни ефекти лошег почетка пољопривредне сезоне делимично су се пренели и на више цене прерађене хране. Након тога, очекивало се да ће инфлација постепено успоравати у наредној години и у просеку износити 4,0%, при чему ће се крајем године приближити централној вредности циља. Таквом кретању инфлације требало је највише да допринесу и даље рестриктивни монетарни услови, висока база код цена

хране, пре свега воћа и поврћа, нижа увозна инфлација и слабљење долара према евр. У поређењу с претходном пројекцијом из маја, нова пројекција инфлације била је на вишем нивоу, пре свега због утицаја неповољних временских прилика на цене свежег воћа и поврћа, виших цена прерађене хране, више светске цене нафте, као и бржег пројектованог реалног раста зарада услед планираног ванредног повећања минималне зараде у октобру ове године.

М.г. инфлација је у јулу и августу износила 4,9% и 4,7% и била је више од половине опредељена растом цена хране и безалкохолних пића од 8,1% и 7,8%, респективно. Ако се посматра базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета из индекса потрошачких цена), она се у јулу, први пут након априла 2024. године, нашла на nižем нивоу у односу на укупну инфлацију и износила је 4,7% м.г., да би у августу била снижена на 4,5% м.г., чему је допринело успоравање раста цена услуга. Због ступања на снагу **Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије**, којом су на шест месеци ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%, Извршни одбор је проценио да ће инфлација у септембру знатно успорити – на ниво око централне вредности циља и да ће потом наставити релативно стабилно кретање на сличном нивоу до краја године.

Као резултат деловања поменуте уредбе, мг. инфлација би до септембра наредне године требало да се креће на знатно нижем нивоу у односу на августовску пројекцију. Након тога, практично у хоризонту монетарне политике, због ниске базе мг. инфлација би могла забележити раст, али, према оцени Извршног одбора, и даље ће се задржати у границама циља. Поред тога, ефекат ниске базе требало би у великој мери да буде неутрализован очекиваним даљим попуштањем инфлаторних притисака из међународног окружења по основу нижих трошковних притисака и ефекта слабљења долара према еврџу. Такође, долазак нове пољопривредне сезоне требало би повољно да утиче на кретање инфлације, под условом да буде боља од овогодишње.

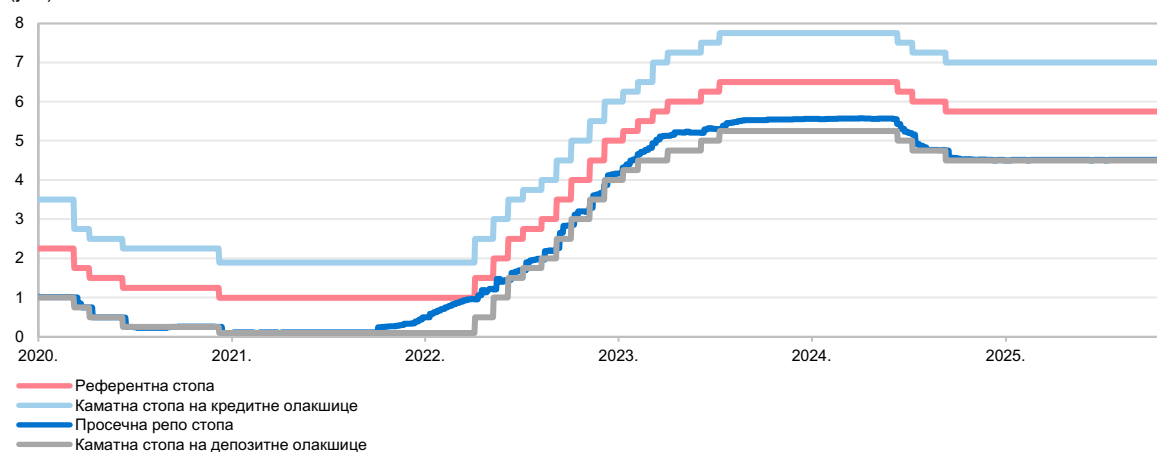
Одлучујући о монетарној политици у септембру и октобру, Извршни одбор је узео у обзир и то да су краткорочна и средњорочна **инфлациона очекивања** финансијског сектора и током ТЗ наставила да се крећу у границама циља (где се налазе од почетка 2024. године), с тим да се крећу изнад централне вредности циља. Када су у питању инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред, она су смањена са 6,0% у јулу на 5,0% у августу и септембру, тј. на ниво на ком су и била од почетка године. На истом нивоу налазе се и очекивања овог сектора за две и за три године унапред.

Разматрајући кретања у **реалном сектору**, Извршни одбор је имао у виду да се глобална неизвесност и најава повећања царина, као и неповољни домаћи фактори у виду блокада и протеста у земљи, одражавају на привредни раст Србије, у највећој мери по основу одлагања инвестиција и потрошње. Према

подацима РЗС-а, мг. раст БДП-а у П1 ове године износио је у просеку 2%, уз благо вишу динамику у Т2 у односу на Т1. У П2 ове године Извршни одбор је очекивао убрзање привредног раста, чему треба да допринесу даљи раст производње и извоза аутомобилске индустрије, као и реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Подстицај привредном расту пружа и даље релативно висок раст зарада и уопште повећање расположивог дохотка за потрошњу по свим основама, укључујући и обезбеђене повољније **услове кредитног финансирања**. Захваљујући ефектима претходног ублажавања монетарне политике, каматне стопе на нове динарске кредите привреди и становништву у августу су наставиле пад на нивое од 6,6% и 9,3%, респективно, а као резултат донетих мера за подршку задуживања грађана с нижим примањима и пензионера по нижим каматним стопама, очекује се и додатно убрзање кредитне активности према становништву. Кредитна активност према немонетарном сектору бележи двоцифрен мг. раст од фебруара, који је током ТЗ даље убрзан. Додатна подршка кредитној активности, а тиме и расту расположивог дохотка и економској активности, обезбеђена је и омогућавањем повољнијег задуживања младих за куповину прве непокретности, као и ограничавањем каматних стопа на поједине видове задуживања физичких лица, у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио факторе из међународног окружења и истицао да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, јер је **неизвесност на глобалном нивоу**,

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



Извор: НБС.

иако мања него током П1, и даље изражена. О томе најбоље говори раст тражње за златом као активом сигурног уточишта и њена цена, која је почетком октобра прешла 4.000 долара за фину унцу, подстакнута глобалном неизвесношћу и падом вредности америчког долара у претходном периоду. **Геополитичке тензије** и даље представљају ризик за раст **цена енергената**, јер се могу изненада заострити. Опрезност монетарне политике била је потребна и када су у питању **цене хране**, јер слаба овогодишња пољопривредна сезона због неповољних временских прилика, као и одложени ефекти ранијих поскупљења **појединих прехранбених сировина на светским берзама** (какаоа и кафе), и даље утичу на цене хране. У наредном периоду очекује се ишчеважање тих ефеката, с обзиром на побољшане изгледе за род какаоа и кафе за наредну годину у земљама које су водећи светски произвођачи због повољних временских прилика. Иако се очекује побољшање глобалне пословне климе у наредном периоду, јер се режим царина у одређеној мери стабилизовао, **остаје неизвесно какве ће бити конкретне последице виших царина**, имајући у виду да је током П1 ове године повећана трговина у оквиру припрема за њихово ступање на снагу. Забринутост је и даље посебно изражена када су у питању трговинске тензије између САД и Кине.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација се током летњих месеци стабилизовала на циљу од 2%, да би, према прелиминарним подацима у септембру, убрзала на 2,2%, првенствено због споријег пада цена енергената. Истовремено, базна инфлација од 2,3% била је на најнижем нивоу од јануара 2022. године. Пројекција инфлације ЕЦБ-а у септембру виша је за по 0,1 п.п. за ову и наредну годину у односу на јунску пројекцију и предвиђа да ће се инфлација у остатку 2025. године кретати на нивоу циља од 2%, а да ће затим пасти на 1,7% у 2026. због постепеног смањења инфлације у компонентама које нису везане за енергенте. У исто време, економска активност зоне евра показала је већу отпорност него што се процењивало, па је ЕЦБ у септембру повећала своју пројекцију раста за ову годину у односу на јун за 0,3 п.п., на 1,2%, док за наредне две године пројекција износи 1,0% и 1,3%, респективно.

Након смањења основних каматних стопа у јуну, **ЕЦБ** није даље ублажавала монетарну политику и чини се да се тај процес ближи крају. Иако је неколико чланова Управног одбора сматрало да су ризици по

инфлацију више изражени надоле, док су их неки видели као израженије навише, постигнута је сагласност да је постојећи ниво каматних стопа адекватан, с обзиром на ризике инфлације у оба смера. ЕЦБ се не обавезује на унапред одређену путању каматних стопа, а будуће одлуке о каматним стопама доносиће се постепено, у складу с новим економским подацима и проценом ризика.

ФЕД је на састанку у септембру смањив референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на ниво 4,00–4,25%, што је прво смањење стопа од децембарског састанка 2024. године. Притом, смањење активе у оквиру биланса стања ФЕД-а наставља да се одвија према раније утврђеном темпу. ФЕД настоји да постигне максималну запосленост, уз инфлацију на нивоу од 2% у дугом року, али неизвесност у вези са економским условима остаје повећана. Разлог за смањење распона референтне каматне стопе јесте пре свега повећан ризик од слабљења тржишта рада, при чему смањење броја имиграната представља највећи узрок тог слабљења. ФЕД је закључио да је економска активност у САД успорила, као и отварање нових радних места, а да инфлација остаје повишена. Нова пројекција ФЕД-а је сигнализирала два смањења распона референтне стопе до краја 2025, као и нешто већи привредни раст него што је пројектовано у јуну.

Разматрајући **екстерну тражњу**, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да је глобална економија суочена с ризиком краткорочног успоравања раста, али да су њене средњорочне перспективе ипак позитивне, захваљујући смањеним трговинским тензијама, фискалним мерама и ублаженим монетарним политикама већине централних банака. Иако су уведене нове царине, поремећаји у глобалној трговини били су мањи у односу на првобитна очекивања, што се позитивно одразило на поверење тржишта и побољшало изгледе за средњорочни раст. Истовремено, мере фискалне политике све су извесније у многим земљама, што ће додатно подржати глобалну економску активност у 2026. години и након ње. САД су већ увеле фискалне мере за подстицање тражње, а снажан подстицај очекује се и од фискалних мера у ЕУ, пре свега у Немачкој, чији ће ефекти бити видљивији у наредне две године. Очекивано убрзање привредног раста Немачке, нашег најважнијег трговинског партнера, између осталог захваљујући новом пакету инфраструктурних и одбрамбених државних инвестиција, требало би позитивно да се одрази и на наш привредни раст.

Образложење одлуке у новембру

Доносећи одлуку на **састанку у новембру**, Извршни одбор је имао у виду остварену и очекивану инфлацију, као и факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на њено кретање. Успоравање инфлације од септембра у великој мери је резултат деловања Уредбе, при чему Извршни одбор очекује да ће инфлација наставити да се креће око централне вредности циља током периода важења те уредбе, као и да ће и у средњем року остати у границама циља од $3 \pm 1,5\%$. Томе треба да допринесу најављено доношење системских закона којима ће се спречити непоштене трговачке праксе, попуштање трошковних притисака из међународног окружења, ефекти досадашњег слабљења долара према евр, као и долазак нове пољопривредне сезоне, под условом да буде боља од овогодишње. У супротном смеру

деловаће раст расположивог дохотка за потрошњу и ниска база из септембра ове године. Поред тога, на опрезност монетарне политике утичу и даље присутне трговинске и геополитичке тензије, које у великој мери могу утицати на токове робе и капитала на међународном тржишту.

Народна банка Србије наставиће 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, повећању запослености и очувању повољног пословног и инвестиционог амбијента.

III. Кретање инфлације

Мг. инфлација је у септембру знатно успорила, на ниво од 2,9%, највише захваљујући примени уредбе Владе Републике Србије којом су ограничене трговинске марже на прехранбене производе, као и поједине производе кућне хемије, а који чине значајан део потрошачке корпе. На мг. нивоу, раст цена хране и безалкохолних пића снажно је успорио у септембру, на 1,7%, уз смањење доприноса инфлацији за 1,8 п.п. у односу на јун. У септембру је успорила и базна инфлација, на 3,9% мг., чему је допринео и спорији раст цена услуга и цена индустријских производа.

Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора наставила су да се крећу унутар граница дозвољеног одступања од циља од $3 \pm 1,5\%$, што сведочи о очуваном кредибилитету монетарне политике Народне банке Србије.

Кретање инфлације у ТЗ

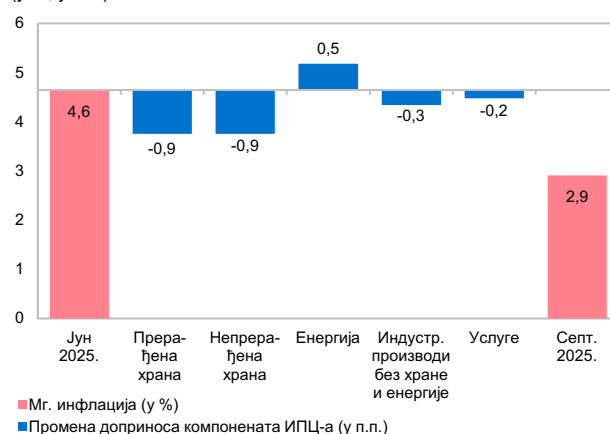
Мг. инфлација је у септембру знатно успорила, на ниво од 2,9%, што је испод наших очекивања изнетих у августовском Извештају о инфлацији и уједно њен најнижи ниво од априла 2021. године. Као резултат спровођења Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе¹ Владе Републике Србије, потрошачке цене су у септембру снижене за 1,6% на месечном нивоу и определиле су поменуто успоравање инфлације на мг. нивоу.

У односу на јун, у септембру је мг. допринос цена непрерађене и прерађене хране смањен за по 0,9 п.п. Цене поврћа у септембру су биле ниже за 9,5% него годину дана раније, док је раст цена воћа у односу на јун преполовљен, на 14,9% мг. Насупрот томе, цене енергије су, први пут од почетка 2025. године, порасле у септембру (за 1,5% мг.), услед нешто виших цена чврстих горива и нафтних деривата. Ипак, виши допринос цена енергената мг. инфлацији у септембру (за 0,5 п.п.) неутрализован је нижим доприносом цена индустријских производа без хране и енергије (за 0,3 п.п.) и цена услуга (за 0,2 п.п.).

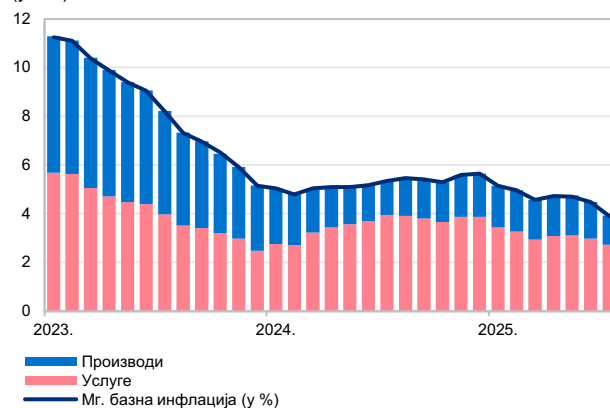
Спорији мг. раст цена производа и услуга определио је успоравање мг. базне инфлације, на 3,9% у септембру (са 4,7% у јуну), чиме се, први пут од почетка 2022. године, нашла испод нивоа од 4,0%.

¹ Уредбом се на шест месеци, почев од 1. септембра, ограничавају трговинске марже на 20% за 23 категорије производа у оквиру хране и кућне хемије, које у збиру чине око 35% ИПЦ-а. Више о ефектима Уредбе видети у Осврту 1, стр. 16.

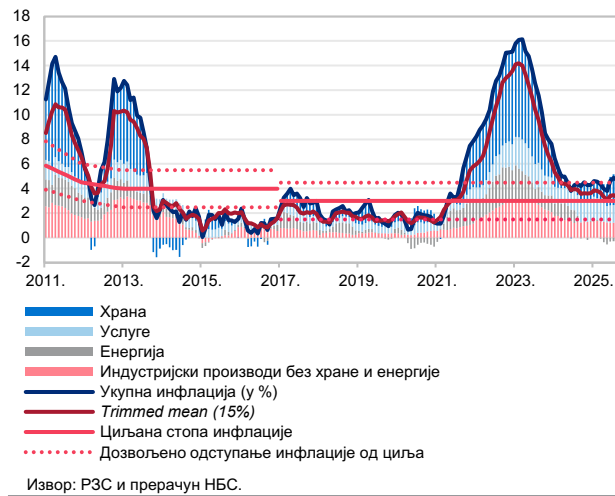
Графикон III.0.1. Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији (у %, у п.п.)



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



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



Притом, и даље две трећине доприноса оствареном расту базне инфлације потиче од цена услуга. Као и у другим земљама, то се објашњава наставком повећања трошкова рада, с тим да динамика тог раста ипак успорава у овој години. Изведена мера базне инфлације – *trimmed mean* (добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера) у септембру је успорена на 2,7% мг., што је њен најнижи ниво од априла 2021. године.

На нивоу тромесечја, **потрошачке цене су у Т3 смањене за 0,7%**, услед пада цена производа у септембру на које се односи поменута уредба. **Цене хране и безалкохолних пића** снижене су за 3,4% у Т3 (уз негативан допринос инфлацији од 1,1 п.п.), по основу пада цена и **непрерађене и прерађене хране**. Пад цена у категорији непрерађене хране од 5,3% у Т3 дугује се појефтињењу свежег поврћа (за 20,8%) и у мањој мери нижим ценама свежег воћа (за 1,9%), док је свеже месо поскупело (за 5,5%), услед пораста светских цена меса. Пад цена у категорији прерађене хране од 2,3% у Т3 био је широко распрострањен по категоријама. На ниже цене пшеничних, млечних и кондиторских производа утицало је ограничавање трговинских маржи на ове производе по основу Уредбе, као и ниски трошковни притисци у производњи на домаћем и светском тржишту.

Раст **цена енергије** од 1,0% у Т3 (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.) у највећој мери се дугује поскупљењу нафтних деривата од 2,0%, које је регистровано у јулу и септембру, а у мањој мери и вишим ценама чврстих горива (за 1,5%).

Цене индустријских производа (без хране и енергије) у Т3 су смањене за 0,2% (уз негативан допринос инфлацији од 0,1 п.п.), делом као резултат спровођења Уредбе, која се односи и на поједине производе кућне хемије, а делом по основу сезонски уобичајеног појефтињења одеће и обуће (за 1,8%).

Цене услуга у Т3 повећане су за 1,2% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), пре свега због поскупљења услуга осигурања, а у мањој мери и виших цена станарина, транспортних и угоститељских услуга. Раст цена услуга у целости је определио повећање цена у оквиру **базне инфлације** од 0,4% у Т3 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), које је ипак било знатно ниже него у претходним тромесечјима.

Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т3 2025.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Благи раст **цена регулисаних производа и услуга** од 0,2% у Т3 био је знатно испод наших очекивања изнетих у августовском Извештају о инфлацији, првенствено због изостанка очекиваног поскупљења цигарета у августу. На мг. нивоу, ове цене су додатно успориле раст, на 3,0% у септембру (са 4,3% у јуну).

Осврт 1: Уредба о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије и њени ефекти на смањење потрошачких цена

Ради очувања животног стандарда грађана и спречавања прекомерног раста цена хране и безалкохолних пића, као и производа кућне хемије и личне неге, Влада Републике Србије донела је Уредбу о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, која је ступила на снагу 1. септембра. Уредбом се, на период од шест месеци, ограничавају трговинске марже за 23 робне категорије на максималну стопу од 20%. Прописану стопу марже примењиваће трговци на велико и мало који су у претходној години остварили укупан пословни приход већи од 4,5 млрд динара. У случају да је маржа за поједине производе била нижа од границе дефинисане Уредбом, обавезна је примена ниже стопе, чиме се спречава компензација, односно увећање маржи на осталим производима. Робне категорије које су предмет Уредбе обухватају готово целу категорију хране и безалкохолних пића, чије су цене од почетка године највише утицале на укупну инфлацију, као и поједине категорије непрехрамбених производа (кућна хемија и др.), које заједно у потрошачкој корпи учествују са око 35%.

У прилог тезе да су трговинске марже последњих година биле високе и у порасту указују следеће чињенице. Укупан ниво цена у Србији је у 2024. години достигао око 67% просека земаља ЕУ, при чему је степен конвергенције цена хране и безалкохолних пића био знатно виши и износио око 96% просека у ЕУ, уз изнадпросечан ниво цена код појединих категорија прехрамбених производа (млеко, сир и јаја, уље и масти, безалкохолна пића и остала храна). Ово посебно добија на значају ако се има у виду да је учешће хране и безалкохолних пића у обрачуну ИПЦ-а у Србији (31,6%) готово двоструко више од учешћа на нивоу земаља ЕУ, као и да више цене хране у већој мери погађају део становништва с нижим доходом. Упоредо с тим, стопа трговинске марже, рачуната као однос трговинске марже и набавне вредности продате робе, код шест највећих трговинских ланаца повећана је са око 34% у 2020. години на близу 38% у 2024. години. Недовољно развијена тржишна конкуренција, структурне слабости, уз присуство ниске ценовне еластичности тражње за храном, омогућиле су великим трговинским ланцима да повећају своје марже, што се одразило на постојан раст цена прехрамбених производа.

Што се тиче процењеног ефекта донете уредбе, остварени месечни пад потрошачких цена у септембру од 1,6% у највећој мери је резултат њене примене. Цене производа на које се односи Уредба снижене су за 4,4%, док су цене из остатка потрошачке корпе у просеку стагнирале. Цене хране су на месечном нивоу у септембру снижене за 4,5% (уз негативан допринос инфлацији од 1,4 п.п.), при чему је пад цена био широко распрострањен међу прехрамбеним категоријама и појединачним производима. Од укупно 167 производа који чине прехрамбену компоненту инфлације, 147 производа у септембру је забележило појефтинјење. Изузев цена појединих врста поврћа, најизраженија снижења забележена су код цена производа из категорија остали прехрамбени производи и житарице и пекарски производи. Групе производа на које су, према анализи РЗС-а,¹

Табела О.1.1. Промене цена производа обухваћених уредбом о маржама у септембру

	Месечне стопе (%)	Допринос инфлацији (п.п.)
Хлеб и житарице	-3,38	-0,17
Месо	-1,10	-0,08
Риба и плодови мора	-3,03	-0,02
Млеко, сир и јаја	-2,00	-0,10
Уља и масти	-1,95	-0,02
Воће	-8,19	-0,26
Поврће	-14,90	-0,61
Шећер, џем, мед и чоколада	-4,81	-0,08
Остали прехрамбени производи	-9,11	-0,10
Кафа, чај и какао	0,59	0,01
Минерална вода, безалкохолна пића и сокови	-1,88	-0,04
Непрехрамбени производи*	-3,1	-0,11
Укупно	-4,4	-1,58

* Производи кућне хемије, козметика, производи за личну негу, папирна и кухињска галантерија.
Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹ Републички завод за статистику. (2023). Истраживање о приходима од продаје прехрамбених производа у унутрашњој трговини. Трендови, IV квартал 2023. (преузето са: <https://publikacije.stat.gov.rs/G2024/Pdf/G20248001.pdf>).

трговци на мало у просеку зарачунавали маржу већу од 20% (млечни производи, јаја, уље и масти сем сунцокретовог уља) у септембру су појефтиниле. И цене непрехрамбених производа чије су марже Уредбом ограничене (производи кућне хемије, козметика, производи за личну негу, папирна и кухињска галантерија) смањене су у септембру.

Највећи део успоравања м.г. инфлације, на 2,9% у септембру, резултат је деловања Уредбе, при чему би и без њеног увођења дошло да одређеног успоравања раста цена, о чему сведочи нижа базна инфлација (3,9% у септембру, у поређењу са 4,5% у августу).

Током важења Уредбе (од септембра ове до марта наредне године) очекујемо кретање инфлације на сличном нивоу, око централне вредности циља, при чему цене индустријско-прехрамбених производа у просеку не би требало да бележе значајније месечне промене. С обзиром на њено ограничено трајање, ефекте Уредбе требало би посматрати као привремене, док би доношење најављеног Закона о заштити потрошача и Закона о спречавању непоштених трговачких пракси могло имати трајнији структурни ефекат на кретања на тржишту малопродаје, нарочито у сегменту прехрамбених производа. Такође, иако је Уредбом обухваћена и нижа фаза прехрамбеног ланца, омогућена је промена набавних цена оних производа за које се установи да услед деловања одређених тржишних околности постоји потреба за њиховом корекцијом. На тај начин су сви учесници у ланцу на одређени начин заштићени од евентуалних губитака у пословању, што умањује негативан утицај Уредбе на инвестиционо поверење, а тиме и на привредни раст.

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.

Произвођачке и увозне цене у ТЗ

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у ТЗ су биле готово непромењене, док су, мг. посматрано, у септембру забележиле раст од 1,8%, доминантно због повећаног доприноса **цена у производњи енергије**, код којих се испољио базни ефекат. Виши допринос произвођачким ценама у септембру у односу на јун пружиле су и **цене интермедијарних производа**, посебно метала, као и **цене капиталних производа**, пре свега моторних возила. С друге стране, у септембру је благо смањен мг. допринос **цена трајних и нетрајних производа за широку потрошњу**. Цене у производњи прехрамбених производа у септембру су мг. порасле за 4,8%, при чему се од почетка 2025. крећу у распону 4–5%.² **Цене елемената и материјала за уградњу у грађевинарству** у ТЗ снижене су за 0,6% (мг. посматрано, забележиле су раст од свега 0,9%), што сведочи о још увек ниским трошковним притисцима у секторима индустрије и грађевинарства.

Увозне цене изражене у динарима³ у ТЗ су незнатно порасле, за 0,1% мг. Светске цене сирове нафте пружиле су виши мг. допринос увозној инфлацији у септембру него у јуну, насупрот чега је деловао нижи допринос светских цена примарних пољопривредних производа, као и цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимирани извозним ценама Немачке). Цене гаса и цене услуга из увоза (апроксимирани базном инфлацијом у зони евра) задржале су сличан мг. допринос увозној инфлацији у септембру као у јуну. Тромесечно посматрано, увозне цене исказане у динарима у ТЗ су снижене за 0,6%, што је додатна потврда ниских трошковних притисака.

² Више о произвођачким ценама прехрамбених производа и њиховом преносу кроз производни ланац видети у Осврту 2, стр. 17.

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 базе 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 2024. години.

Осврт 2: Анализа степена преноса трошкова на цене дуж ланца индустријско-прехрамбених производа

У процесу формирања цена у прехранбеном сектору од посебног значаја је испитивање начина на који се промене у трошковима сировина преносе на цене у преради и производњи хране, као и њихов пренос на цене финалних производа. **Степен и брзина преноса на цене у различитим фазама производног ланца – од примарне производње, преко прераде, до трговине на мало – зависе и од тржишне концентрације, односно од степена конкуренције и преговарачке моћи учесника.** Имајући претходно у виду, у осврту смо анализирали јачину преноса цена кроз домаћи прехранбени ланац. Полазећи од претпоставке да се раст улазних цена брже и потпуније рефлектује на више излазне цене произвођача и трговаца на мало него што пад улазних цена смањује излазне, што се у литератури повезује са економско-психолошким феноменом **номиналне ригидности цена наниже** (енгл. *sticky prices*), користили смо методе анализе који испитују ефекат асиметрије када улазне цене расту и смањују се. Ригидност наниже малопродајних цена индустријско-прехрамбених производа може се довести у везу с већом преговарачком моћи трговаца, чији су један од канала деловања повећане трговинске марже, које се одражавају на више цене хране на малопродајном тржишту, о чему је детаљније изложено у Осврту 1. Имајући у виду ове теоријске налазе, као и резултате упоредивих емпиријских истраживања,¹ у овој анализи је примењен **нелинеарни ауторегресиони модел распоређених доцњи** (енгл. *NARDL*), како би се испитало да ли постоји разлика у ефектима позитивних и негативних промена цена у две фазе ланца индустријско-прехрамбених производа – фази прераде и фази малопродаје.

Графикон О.2.1. Динамика цена у домаћем ланцу индустријско-прехрамбених производа (у индексним поенима, 2015 = 100)



Извор: РСЗ и прерачун НБС.

• У фази прераде испитивали смо утицај композитног индекса цена пшенице, кукуруза и соје (добијеног на основу података с Продуктне берзе у Новом Саду) на цене произвођача у прехранбеној индустрији. Композитни индекс је коришћен као показатељ трошковних притисака у производњи највећег дела прехранбених категорија на домаћем тржишту, док је индекс светске цене какаоа коришћен да би се обухватио ефекат на цене кондиторских производа.

Показано је да у дугом року цене примарних пољопривредних производа на домаћој берзи имају статистички значајан и позитиван утицај на цене произвођача у прехранбеној индустрији (Табела О.2.1), при чему је оцењени коефицијент уз кумулативне позитивне промене у берзанским ценама (0,4%) нешто већи него уз кумулативне негативне промене (0,3%). Дакле, **ефекат раста берзанских цена на раст цена произвођача нешто је израженији у односу на ефекат њиховог пада, што указује на благо асиметричан пренос улазних трошкова**, што је потврђено одговарајућим статистичким тестовима. Као што се очекивало, и више цене какаоа на светском тржишту, које су у претходном периоду достигле рекордне нивое, одражавају се на раст цена произвођача прехранбених производа на домаћем тржишту у дугом року.

¹ Kocaaslan, O. K., Catik, A. N., & Kat, A. (2021). Is There Any Asymmetry Between Wholesale and Consumer Food Prices in Selected European Countries and Turkey? *Business and Economics Research Journal*, 12 (3), 469–490. Aşık, B. (2024). The Asymmetric Effect Of Producer Prices On Consumer Prices In Turkish Economy. *Akademik Hassasiyetler*, 11 (24), 297–324. Bareith, T., Fertő, I., & Podruzsik, S. (2024). Wheat price dynamics in Hungary: resilience to shocks. *Journal of Agriculture and Food Research*, 18, 1–9.

Табела О.2.1. Ефекти промене берзанских цена примарних пољопривредних производа на цене произвођача у прехранбеној индустрији – дуги рок

Зависна променљива: цене произвођача у прехранбеној индустрији	
Композитни берзански индекс_{t-1} (кумулативни позитиван ефекат)	0,39 ***
Композитни берзански индекс_{t-1} (кумулативни негативан ефекат)	0,28 ***
Светска цена какаоа _{t-1}	0,1 ***
C	4,2 ***
Брзина прилагођавања (<i>CointEq_{t-1}</i>)	-0,11 ***
F-Bounds тест	6,43 ***
Wald-ов тест асиметричности	19,71 ***
Анализиран период:	M1 2013 – M8 2025.

Извор: прерачун НБС.

*** Означава статистичку сигнификантност на нивоу значајности од 1%, ** на нивоу значајности од 5%, * на нивоу значајности од 10%.

Напомена: Вредности свих променљивих су претходно логаритмоване. F-Bounds тест у моделу показује да постоји коинтеграција, тј. дугорочна веза између променљивих, с обзиром на то да је оцењена F-статистика изнад горње границе 1(1) на свим нивоима значајности.

• У фази *малопродаје индустријско-прехранбених производа* испитивали смо утицај цена произвођача на потрошачке цене индустријско-прехранбених производа. Као показатељ трошковних притисака с глобалног тржишта коришћен је индекс светских цена енергената Светске банке. Будући да се већина светских цена примарних производа изражава у доларима, у оцену је укључен и номинални ефективни девизни курс динара према корпи валута коју чине евро и долар. С обзиром на релативну стабилност динара према евр у последњих осам година, може се закључити да је његово кретање у протеклим годинама било одређено динамиком односа евра према долару.

И у овој фази прехранбеног ланца установљена је позитивна и статистички значајна дугорочна веза између цена произвођача и потрошачких цена (Табела О.2.2). Прецизније, оцењени коефицијент уз кумулативне позитивне промене у произвођачким ценама (1,1%) приметно је већи него уз кумулативне негативне промене (0,6%), при чему одговарајући статистички тестови указују на изражену **асиметричност у преносу улазних трошкова**. Другим речима, **раст цена произвођача индустријско-прехранбених производа приметно више утиче на раст малопродајних цена него што њихов пад доводи до појефтињења у трговини на мало**. Истовремено, утицај номиналног ефективног девизног курса показује се као статистички значајан и очекиваног је предзнака (у смислу да депрецијација домаће валуте према корпи валута повећава потрошачке цене индустријско-прехранбених производа). Поред тога, више цене енергије се у дугом року одражавају на раст цена у трговини на мало, првенствено по основу виших транспортних и логистичких трошкова.

Табела О.2.2. Ефекти промене цена произвођача у прехранбеној индустрији на потрошачке цене индустријско-прехранбених производа – дуги рок

Зависна променљива: потрошачке цене	
Произвођачке цене_{t-1} (кумулативни позитиван ефекат)	1,08 ***
Произвођачке цене_{t-1} (кумулативни негативан ефекат)	0,60 ***
Светске цене енергије _{t-1}	0,09 ***
Номинални ефективни девизни курс _{t-1}	-0,55 ***
C	6,72 ***
Брзина прилагођавања (<i>CointEq_{t-1}</i>)	-0,09 ***
F-Bounds тест	22,17 ***
Wald-ов тест асиметричности	7,22 ***
Анализиран период:	M1 2013 – M8 2025.

Извор: прерачун НБС.

*** Означава статистичку сигнификантност на нивоу значајности од 1%, ** на нивоу значајности од 5%, * на нивоу значајности од 10%.

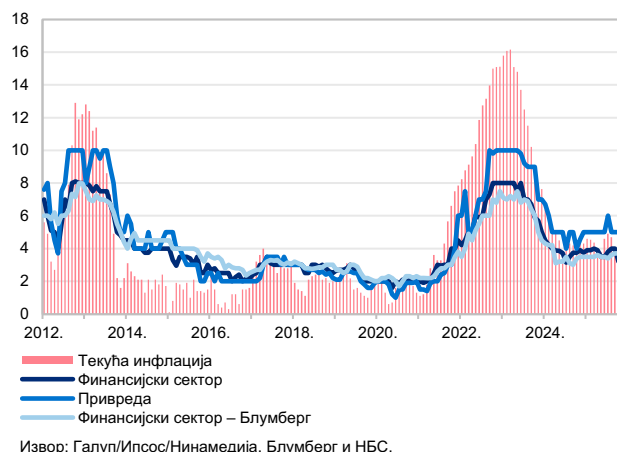
Напомена: Вредности свих променљивих су претходно логаритмоване. F-Bounds тест у моделу показује да постоји коинтеграција, тј. дугорочна веза између променљивих, с обзиром на то да је оцењена F-статистика изнад горње границе 1(1) на свим нивоима значајности.

На основу резултата анализе динамике цена кроз ланац индустријско-прехранбених производа, издвајамо два кључна запажања:

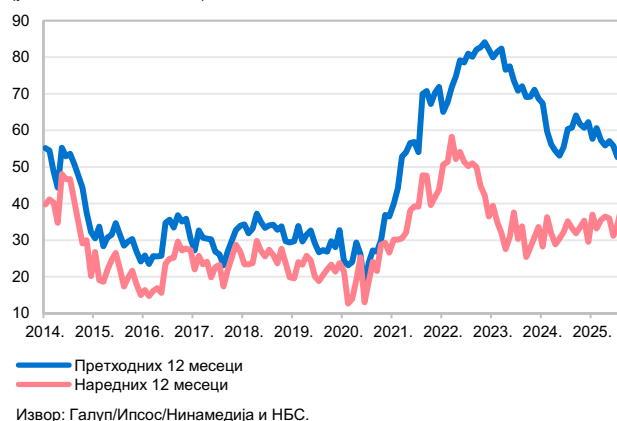
- У фази прераде, раст берзанских цена примарних пољопривредних производа не преноси се у потпуности на више произвођачке цене индустријско-прехранбених производа (0,4%), док се у финалној фази прехранбеног ланца раст произвођачких цена, које представљају улазне трошкове за трговце на мало, у потпуности преноси на више потрошачке цене (1,1%). Овај налаз потврђује да у прехранбеном ланцу постоји ограничена ценовна флексибилност и неједнака тржишна позиција произвођача прехранбених производа и трговаца на мало.

- Иако је уобичајено да је степен ригидности цена мањи код хране него код осталих категорија потрошачке корпе, потврђена је асиметрија у преносу цена и у фази прераде и у финалној фази прехранбеног ланца, односно да је ефекат раста улазних трошкова на излазне цене израженији него ефекат њиховог пада.

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



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



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



Инфлациона очекивања

Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и у ТЗ су се кретала у границама циља, где се налазе од почетка 2024. године, што је потврда адекватности мера монетарне политике Народне банке Србије.

Краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, према резултатима анкете агенције Нинамедија, након повећања на 4,0% у августу и септембру, снижена су у октобру на 3,2%, што представља најнижи ниво од јула 2024. Појединачни одговори по питању очекиване инфлације за годину дана унапред свих финансијских институција налазе се унутар граница циља Народне банке Србије, при чему ниједан одговор не прелази 4,0%. Према подацима анкете агенције Блумберг, инфлациона очекивања овог сектора за годину дана унапред су забележила раст – са 3,4% у јулу на 3,8% у октобру.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред снижена су са 6,0% у јулу на 5,0% у августу, тј. на ниво на ком су и била од почетка године, а на ком су се задржала и у октобру. И у ТЗ је настављен тренд смањења учешћа испитаника који у наредна три месеца, као и у наредних 12 месеци, очекују раст цена инпута у производњи и цена својих готових производа и услуга.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва су у посматраном периоду задржана на нивоу од 15,0%. Према резултатима квалитативне анкете, становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана, на шта указује индекс очекиване инфлације, који је у октобру износио 39,3 поена и био нижи од перципиране инфлације (56,9 поена).

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора од јануара 2024. крећу се у интервалу 3,0–3,5%. Ова очекивања за две године унапред су била на непромењеном нивоу од 3,5% од јула ове године све до октобра, када су снижена на 3,3%. За три године унапред она су снижена са 3,3% у августу на 3,2% у септембру и на 3,0% у октобру. Средњорочна очекивања сектора привреде задржана су на истом нивоу у октобарској анкети и износе 5,0%. Инфлациона очекивања становништва за две и три године унапред у октобру су повећана на 12,0% и 13,6%, респективно.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Каматна стопа на динарске кредите привреди остала је готово непромењена током ТЗ, док су каматне стопе на динарске кредите становништву смањене. На то је у највећој мери утицала мера Народне банке Србије према којој је предвиђено да пословне банке понуде повољније кредите запосленима и пензионерима с месечним примањима до 100.000 динара. Цена задуживања у еврима остала је готово непромењена, јер ЕЦБ током ТЗ није мењала референтну каматну стопу.

Каматне стопе

На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током ТЗ 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 минималним осцилацијама каматних стопа на тржишту новца.

Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту новца, *BEONIA*, остала је готово непромењена у ТЗ и износила је 4,44% крајем септембра. Минималне осцилације бележиле су и каматне стопе *BELIBOR*, које су се кретале у распону од 4,50% за најкраћу рочност до 4,72% за рочност од шест месеци. Вишкови динарске ликвидности банака током ТЗ повећани су највише по основу интервенција Народне банке Србије нето куповином девиза на домаћем девизном тржишту, али и знатног доспећа претходно емитованих државних ХоВ крајем јула. У складу с тим, просечно стање репо продатих ХоВ повећано је у односу на јун за 83,3 млрд динара, на 451,2 млрд динара у септембру, док су просечни преконоћно депоновани вишкови банака код Народне банке Србије повећани за 29,2 млрд динара, на 135,2 млрд динара.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ, током ТЗ одржане су две аукције – у јулу за продају петогодишњих ХоВ у номиналном износу од

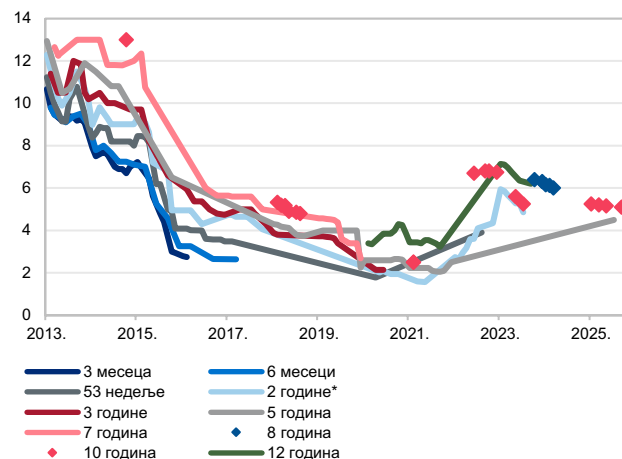
Графикон IV.1.1. Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности



Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа



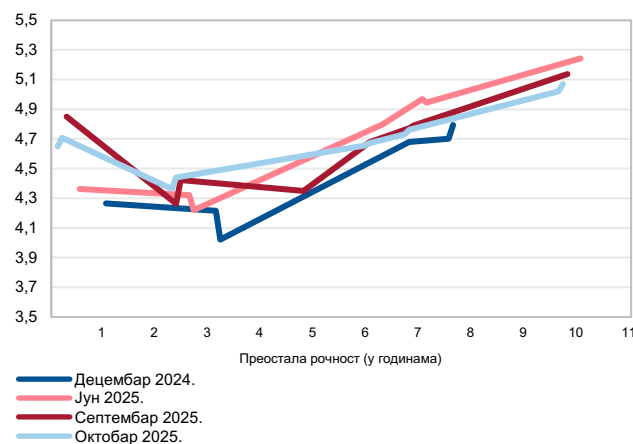
Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

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.

35 млрд динара, по извршној стопи од 4,49%, док је у септембру одржано треће реотварање емисије десетипогодишњих динарских обвезница из јануара, које су продате у номиналном износу од 11,0 млрд динара, уз благо смањење стопе приноса у односу на реотварање из маја, на 5,10%. Како су у јулу доспеле претходно емитоване петипогодишње ХоВ у номиналној вредности од 106,4 млрд динара, стање портфеља динарских ХоВ смањено је на ниво од 847,6 млрд динара крајем септембра.

Када су у питању **државне ХоВ у еврима**, током ТЗ одржана је аукција за продају дванаестогодишњих ХоВ у еврима у јулу. На овој аукцији продат је целокупан обим емисије у износу од 250 млн евра по номиналној вредности, по извршној стопи од 4,99%, што је историјски највећи износ продаје државних ХоВ у еврима, док је тражња износила 385,9 млн евра. Пошто су истовремено доспеле претходно емитоване десетогодишње обвезнице у номиналном износу од 100 млн евра, стање портфеља ХоВ у еврима повећано је на 1.591,2 млн евра крајем септембра.

Током ТЗ, на **секундарном тржишту динарских ХоВ** промет је био готово непромењен у односу на Т2 и износио је 57,2 млрд динара. Просечни пондерисани приноси дужих рочности благо су смањени, у распону 11–17 б.п., и кретали су се од 4,68% за преосталу рочност до седам година до 5,14% за обвезнице преостале рочности до десет година.

Каматна стопа на динарске кредите привреди готово је непромењена током ТЗ и износила је 6,4% у септембру, јер су каматне стопе на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите остале непромењене, на нивоима од 6,2% и 7,4%, респективно. **Каматна стопа на нове динарске кредите становништву** снижена је за 0,7 п.п., на 8,8%, доминантно опредељена истом динамиком каматне стопе на готовинске кредите, која је смањена на најнижи ниво од јануара 2022. године. Поменуто смањење је у највећој мери резултат мере Народне банке Србије којом је предвиђено да пословне банке запосленима и пензионерима с месечним примањима до 100.000 динара понуде повољније готовинске и потрошачке кредите, услед чега су готовински кредити бележили нову рекордну реализацију у септембру.⁴

ЕЦБ је задржала основне каматне стопе на непромењеном нивоу током ТЗ, тако да су и каматне стопе **на нове кредите привреди у еврима биле**

⁴ За детаљнији приказ мере и њених првих ефеката видети Осврт 3, стр. 30.

готово непромењене и у септембру су износиле 4,7%. Динамику каматних стопа на кредите становништву у евро знаку током ТЗ одређивао је износ стамбених кредита одобрених програмом „Стамбени кредити за младе” по повољнијим условима, који је варирао по месецима. У септембру је каматна стопа на стамбене кредите износила 4,4%, што је незнатно више него у јуну и испод ограничења утврђеног Законом о заштити корисника финансијских услуга. Кретање каматне стопе на стамбене кредите одредило је да и укупна каматна стопа на кредите становништву у евро знаку буде готово непромењена у односу на крај Т2 и да у септембру износи 4,6%.

Каматне стопе по основу прекорачења по текућем рачуну и дуга по кредитним картицама у ТЗ су снижене за 0,1 п.п. и 0,4 п.п., на 15,0% и 17,5%, респективно. У односу на крај 2024. године, камате на ове, уједно и најскупље видове задуживања, знатно су смањене, за 7,4 п.п. и 10,4 п.п., респективно, услед примене ограничења каматних стопа, што је допринело повећању расположивог дохотка становништва.

Премија ризика

Глобална премија ризика кретала се доминантно силазном путањом током ТЗ и у октобру, пре свега под утицајем ублажених трговинских тензија након постигнутих споразума САД с кључним партнерима, као и смањења каматних стопа ФЕД-а.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима изведена на бази *EMBI Composite* на крају септембра износила је 258 б.п., што је за 36 б.п. ниже него крајем јуна. Истовремено, доларска премија ризика Србије смањена је за 39 б.п., на 117 б.п. крајем септембра, при чему је наставила да се креће на знатно нижем нивоу од композитне мере ризика земаља у успону. Током октобра композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима додатно је смањена, за 23 б.п., на 235 б.п., док је премија ризика Србије смањена за 6 б.п., на 111 б.п.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, изведена на бази *EURO EMBIG Composite*, смањена је у ТЗ за 21 б.п., на 160 б.п., а у октобру за 4 б.п., на 155 б.п. крајем месеца. Овако рачуната премија ризика за Србију смањена је у ТЗ за 37 б.п., на 155 б.п. крајем септембра, што представља највеће смањење међу посматраним земљама у региону, а у

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

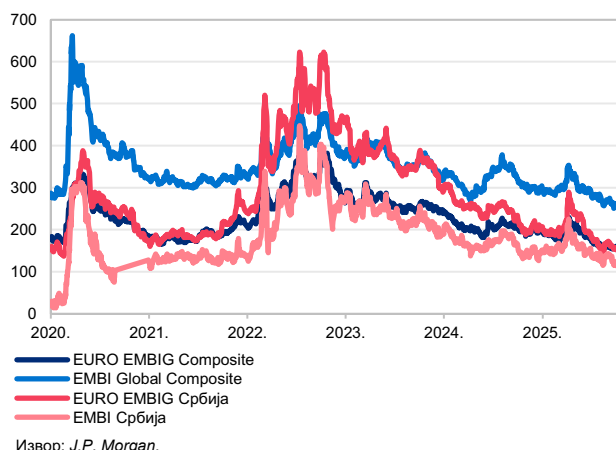
	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2024.	2025.		2024.	2025.	
	T4	T2	T3	T4	T2	T3
Укупни кредити становништву*	9,9	9,6	8,8	5,5	4,6	4,6
Готовински кредити	10,2	9,6	8,8	2,4	3,6	3,3
Стамбени кредити	10,6	11,0	9,7	4,9	4,3	4,4
Потрошачки кредити	2,5	2,8	2,4	6,2	5,6	5,5
Остали кредити	8,2	9,8	9,2	8,7	6,2	5,8
Укупни кредити привреди*	6,9	6,4	6,4	5,6	4,7	4,7
Кред. за обрtna сред.	6,9	6,2	6,2	5,4	4,5	4,5
Инвестициони кред.	6,9	7,5	7,4	5,7	5,3	5,3
Остали кредити	7,0	6,8	6,5	5,8	4,7	4,6
Кредити за увоз	-	-	-	5,6	3,4	2,9

Извор: НБС.

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

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

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



Извор: J.P. Morgan.

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

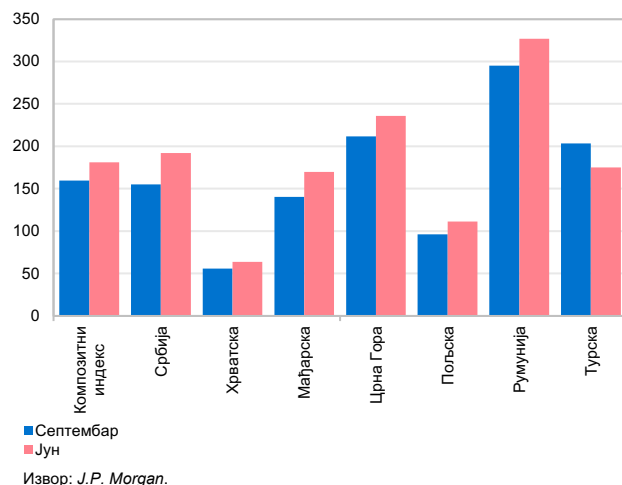
	2020.	2021.	2022.	2024.
S&P	BB+/ста-билни ³⁾	BB+/пози-тивни ⁷⁾	BB+/ста-билни ⁴⁾	BB+/пози-тивни ²⁾ BBB-/ста-билни ⁶⁾
Fitch				BB+/пози-тивни ⁵⁾
Moody's		Ba2/ста-билни ¹⁾		Ba2/пози-тивни ⁵⁾

Извор: НБС.

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

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

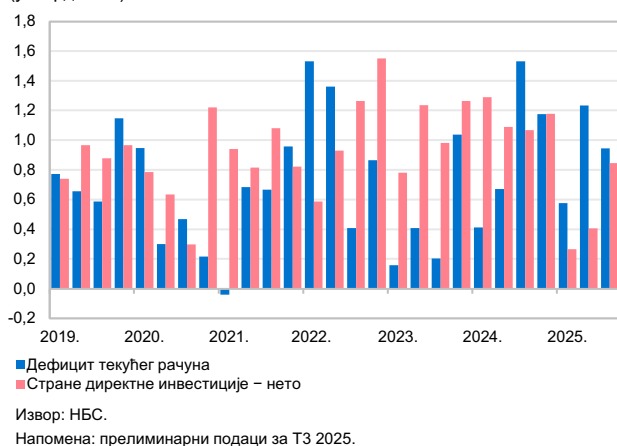
Графикон IV.1.7. Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима
(крај месеца, у б.п.)



октобру је настављен пад (за 10 б.п.) на 145 б.п. Од земаља у окружењу, израженији пад премије ризика у ТЗ забележен је у Румунији (за 32 б.п.), затим у Мађарској (за 30 б.п.) и Црној Гори (за 24 б.п.). Једини раст премије ризика забележен је код Турске (за 29 б.п.).

Рејтинг агенција *Fitch* у јулу је задржала кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга. Као кључне факторе за такву одлуку агенција је истакла адекватно вођену економску политику, пре свега одговорно управљање јавним финансијама и раст девизних резерви, као и виши ниво економске развијености од просека земаља истог нивоа кредитног рејтинга. На позитивне изгледе за промену рејтинга одражава се и чињеница да ће привредни раст водити инвестиције у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, јачање екстерне позиције и опадајућа путања јавног дуга, као и стабилизација инфлације.

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



Прилив капитала из иностранства

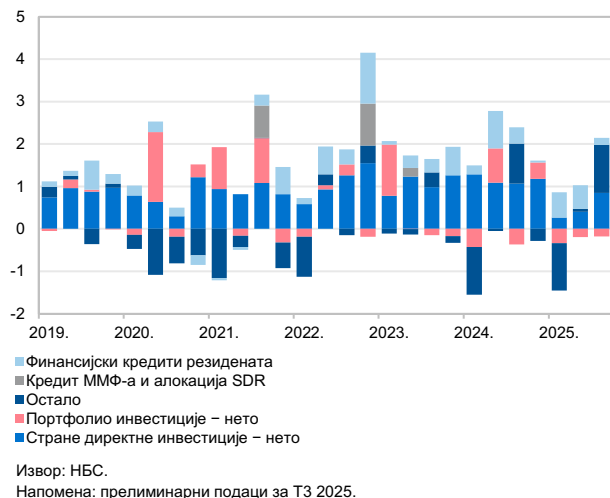
Прилив капитала на финансијском рачуну платног биланса у ТЗ надмашио је приливе из претходна два тромесечја. На то су утицали приливи по основу СДИ, смањење средстава банака на рачунима у иностранству, као и приливи по основу трговинских и финансијских кредита. С друге стране, одлив је забележен једино по основу портфолио инвестиција.

Прилив СДИ у ТЗ износио је 889,6 млн евра и био је за 23% нижи него у истом периоду претходне године. Истовремено, резиденти су повећали улагања у иностранство, што је утицало на то да у ТЗ буде остварен нето прилив СДИ од 846,3 млн евра. Од почетка године закључно са септембром, прилив СДИ у Србију достигао је 2,45 млрд евра (нето прилив од 1,5 млрд евра), при чему су улагања била претежно (око 95%) у облику власничког капитала и реинвестиране добити. Поред тога, СДИ су задржале географску и пројектну распрострањеност.

По основу портфолио инвестиција у ТЗ забележен је нето одлив капитала од 179,0 млн евра. Нерезидентима су доспеле претходно купљене државне динарске ХоВ, а и на секундарном тржишту су претежно учествовали на страни продаје ХоВ. Истовремено, резиденти су повећали улагања у иностране ХоВ.

По основу финансијских кредита у ТЗ остварен је нето прилив од 161,0 млн евра. При томе, предузећа и банке су повећали, док је држава смањила кредитне

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



обавезе према иностранству. Истовремено, домаће банке су смањиле средства на рачунима у иностранству, што је, уз раст средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, утицало на то да по основу **готовог новца и депозита** у ТЗ буде забележен прилив од 811,2 млн евра. Прилив у износу од 323,1 млн евра регистрован је и по основу **трговинских кредита и аванса**.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је и током ТЗ наставио релативно стабилно кретање према евр. Номинално посматрано, његова вредност према евр крајем септембра била је готово непромењена у односу на крај јуна, док је у односу на крај 2024. била слабија за 0,2%. Посматрано крајем периода, вредност динара према америчком долару у ТЗ такође је готово непромењена, док је динар од почетка године номинално ојачао за 12,5% под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту.

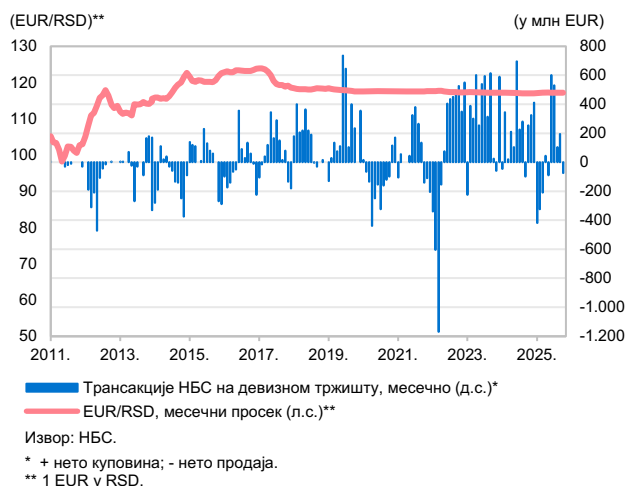
Понуда девиза надмашила је тражњу и током ТЗ, што је резултирало јачањем апрецијацијских притисака, који су били посебно изражени у јулу. Као у Т2, томе је највише допринело повећање нето индексиране имовине банака.⁵ Поред тога, расту понуде девиза допринели су и нето откуп ефективног страног новца и продужење девизне позиције банака по основу коришћења платних картица од стране нерезидената. Ти приливи били су више него довољни да покрију тражњу за девизама коју су на нивоу ТЗ креирали резиденти и нерезиденти.

Да би одржала релативну стабилност курса динара према евр, Народна банка Србије је на МДТ-у током ТЗ интервенисала нето куповином 830,0 млн евра. Укључујући нето продају од 75,0 млн евра у октобру, Народна банка Србије је од почетка године нето купила 355,0 млн евра. Куповина девиза на МДТ-у допринела је расту девизних резерви, које су крајем октобра износиле 29,4 млрд евра. Такав ниво девизних резерви знатно је изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност – покривају нешто мање од седам месеци увоза робе и услуга и 166% новчане масе М1.

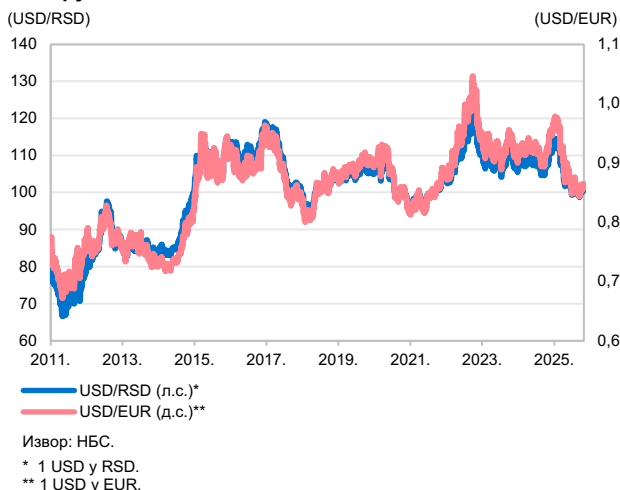
Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације бележиле су дивергентна кретања према евр током ТЗ. Чешка круна и мађарска форинта наставиле су да

⁵ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

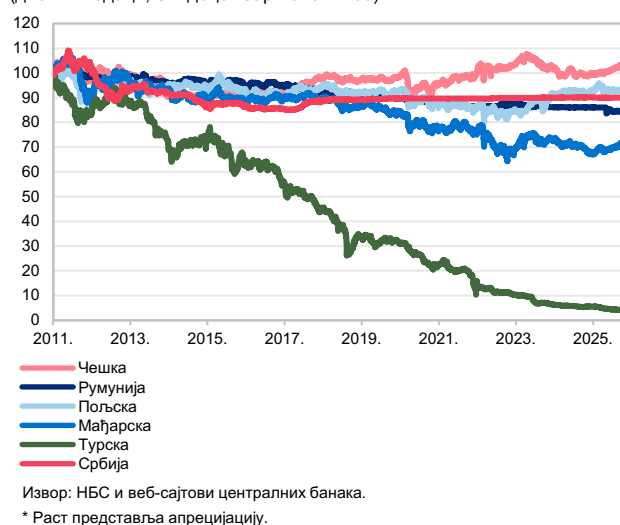
Графикон IV.1.10. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



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



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



јачају, за 1,7% и 2,1%, респективно. С друге стране, додатно су ослабили румунски леј (0,1%), пољски злот (0,6%) и турска лира (4,3%).

2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 убрзала је м.г. раст у Т3, услед бржег раста најликвидније компоненте – депозита по виђењу. Такође, забележен је и интензивнији раст динарске штедње резидената у поређењу с П1, због чега је на крају септембра достигла ниво од 201,7 млрд динара.

Повољније каматне стопе и ублажени кредитни стандарди допринели су наставку убрзања м.г. раста кредита немонетарном сектору, који је у септембру износио 12,8%. Учешће NPL у укупним кредитима спуштено је на нови минимум у августу од 2,2%, на ком се задржало и у септембру.

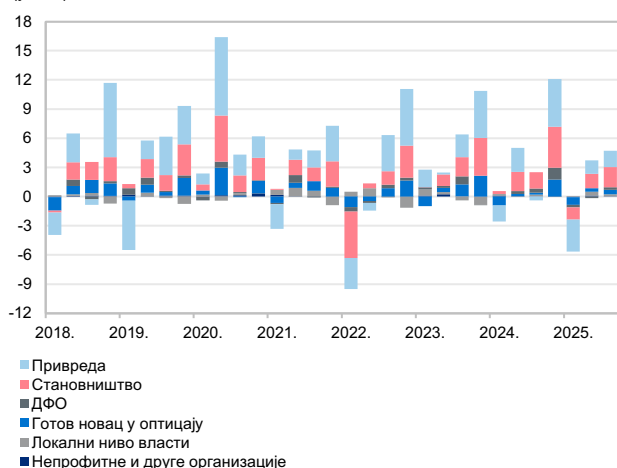
Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, у Т3 је забележио раст од 3,1%. Он је у највећој мери вођен растом најликвидније компоненте – динарских депозита по виђењу, пре свега привреде, као и повећањем динарске и девизне штедње становништва.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу повећани су у Т3 за 102,4 млрд динара, првенствено услед раста трансакционих депозита привреде (пре свега сектора угоститељства, саобраћаја и складиштења, и телекомуникација), али и услед раста стања на текућим рачунима грађана. Динарски орочени и штедни депозити повећани су за 9,4 млрд динара. При томе, динарска штедња становништва први пут је премашила 200 млрд динара, достижући 201,7 млрд динара⁶ на крају септембра, уз раст од 9,8 млрд динара, што је интензивнији пораст него у П1. Раст су у нешто мањој мери забележили и депозити осталих сектора, док су динарски депозити привреде смањени.

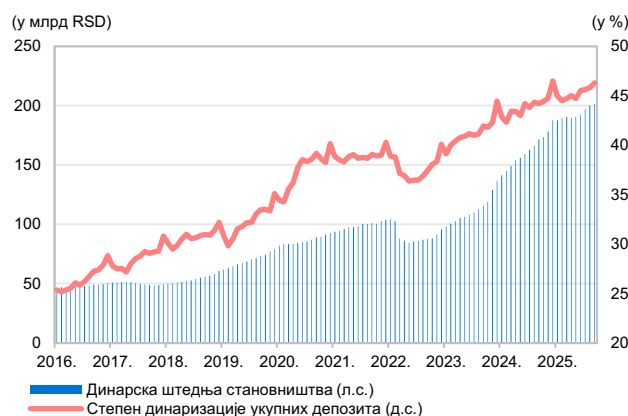
Девизни депозити немонетарних сектора у Т3 повећани су за 309,7 млн евра, што је у највећој мери резултат раста девизне штедње становништва, за готово 200 млн евра (која је достигла нови највиши

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

⁶ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају септембра износила 205,1 млрд динара, а девизна штедња 15,9 млрд евра.

ниво од 15,1 млрд евра). У нешто мањој мери допринело је и повећање девизних депозита привреде и осталих сектора.

Степен динаризации депозита привреде и становништва током ТЗ повећан је за 0,9 п.п., на ниво од 46,3% у септембру, услед релативно бржег раста динарских депозита (пре свега депозита по виђењу) од девизних депозита.

Посматрано на мг. нивоу, новчана маса М3 током ТЗ убрзала је раст, који је у септембру износио 10,5%, што је било опредељено бржим растом најликвидније динарске компоненте.

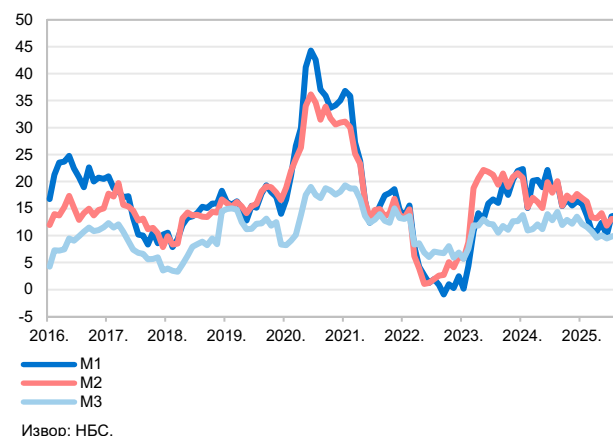
Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору наставили су да убрзавају мг. раст током ТЗ, који је у септембру, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁷ износио 12,8%. При томе, **кредитирање становништва** убрзало је мг. раст на 16,1%, а **кредитирање привреде** на 9,0%.

Повећање **кредита привреди** у ТЗ (66,0 млрд динара) било је слично оном из претходног тромесечја и већим делом (80%) односило се на задужење привредних друштава. Као и раније, раст је био вођен одобравањем кредита за ликвидност и обртна средства (44,2 млрд динара) и инвестиције (22,1 млрд динара). Повећано је и задужење по извозним кредитима и по текућим рачунима, док су обавезе по кредитима за увоз и осталим некатегорисаним кредитима смањене. Таква кретања су утицала на то да учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током ТЗ за 0,7 п.п., на 48,6% у септембру, уз убрзање мг. раста на 10,8%. Истовремено, учешће инвестиционих кредита смањено је за 0,3 п.п., на 41,8%, док је њихов мг. раст убрзан на 12,3% у септембру.

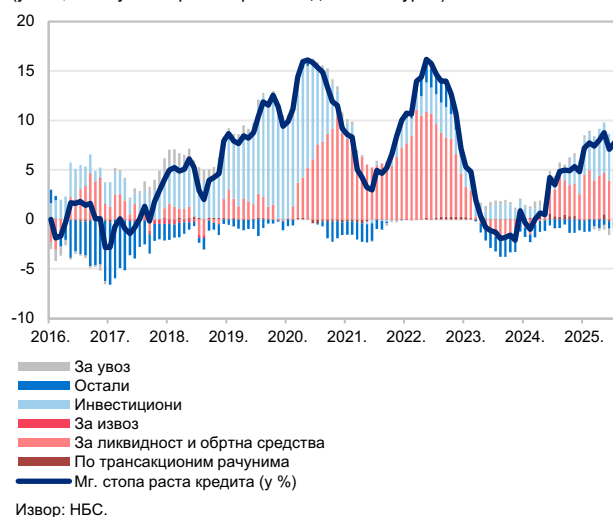
Посматрано по делатностима, током ТЗ највише су се задужила предузећа из прерађивачке индустрије, а затим из сектора трговине и саобраћаја. С друге стране, своја задужења смањила су само предузећа из енергетике и пословања некретнинама. Нешто мање од три четвртине прираста у ТЗ односило се на кредите великим предузећима, што је довело до смањења учешћа кредита одобрених сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа у

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



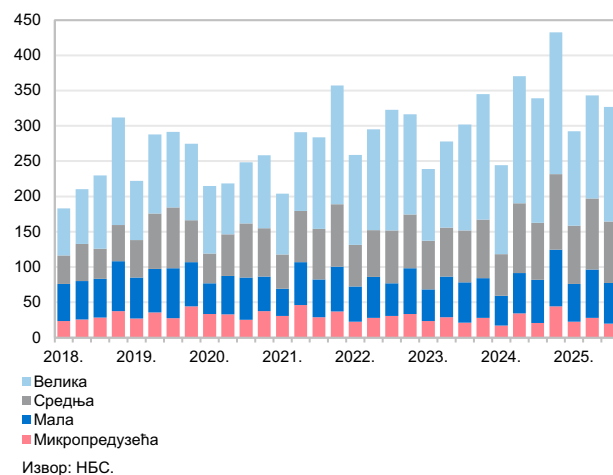
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

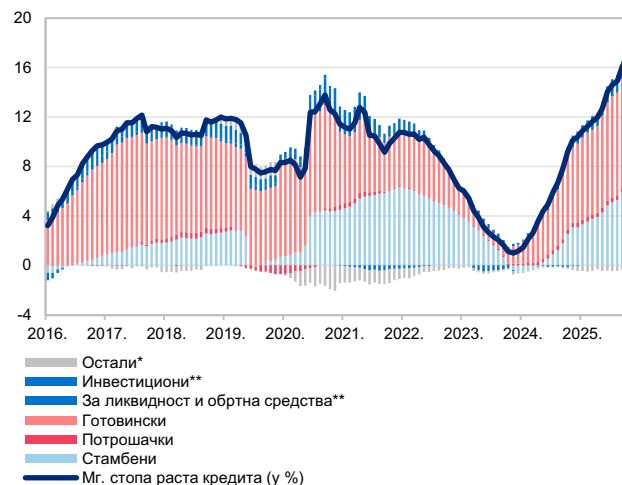


Извор: НБС.

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

Графикон IV.2.6. Доприноси м.г. расту кредита становништву

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



укупним кредитима привреди за 1,1 п.п., на 59,2% у септембру, док је њихов м.г. раст убрзан на 9,9%. Током Т3 привреда се претежно задуживала у девизном знаку, што је утицало на то да степен **динаризациије пласмана привреди** буде смањен за 0,3 п.п., на 21,7% у септембру.

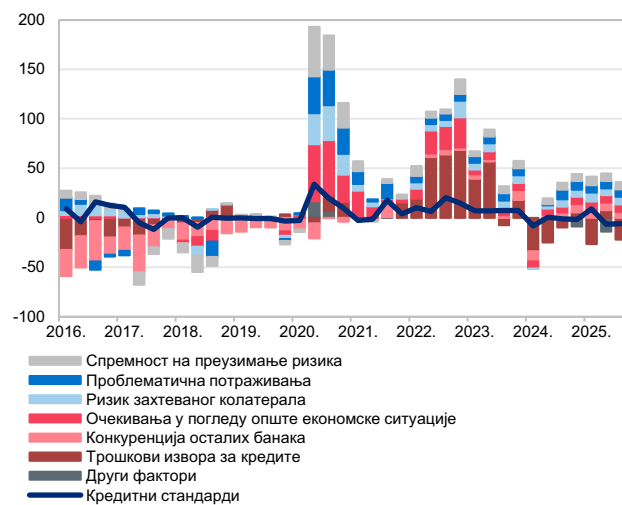
Обим новоодобрених кредита привреди у Т3 износио је 326,8 млрд динара, што је за 3,6% мање него у истом периоду 2024. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили 64% новоодобрених кредита привреди, а подједнако су их користила велика предузећа и сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа. На инвестиционе кредите односило се 27% нових кредита, а 55% тих кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

Кредити становништву повећани су у Т3 за 88,8 млрд динара, подстакнути растом готовинских кредита (49,4 млрд динара) и стамбених кредита (34,1 млрд динара). Ове две категорије кредита забележиле су рекордне прирасте у септембру, чему је допринела и примена привремених мера Народне банке Србије, које укључују понуду кредита по повољнијим условима за грађане с нижим примањима.⁸ Раст стамбених кредита потпомогнут је одобравањем кредита из програма за младе, на које се односило 45% повећања стамбених кредита у Т3. Такође, повећано је задуживање грађана по потрошачким кредитима и кредитним картицама, док је задуживање по текућим рачунима смањено. Као резултат тога, учешће готовинских кредита у укупним кредитима становништву порасло је са 46,7% у јуну на 47,2% у септембру, док је учешће следећих по заступљености, стамбених кредита, задржано на истом нивоу (38,2%). Истовремено, обе категорије кредита додатно су убрзале м.г. раст на 19,2% и 15,4%, респективно, у септембру. Грађани су наставили да се претежно задужују у динарима, што је допринело додатном повећању степена **динаризациије пласмана становништву** у Т3 (за 0,2 п.п.), на 56,0% у септембру.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т3 износио је 286,7 млрд динара и био је за 45,9% виши него у истом периоду 2024, највише захваљујући већем износу новоодобрених готовинских и стамбених кредита.

Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора

(у нето %)



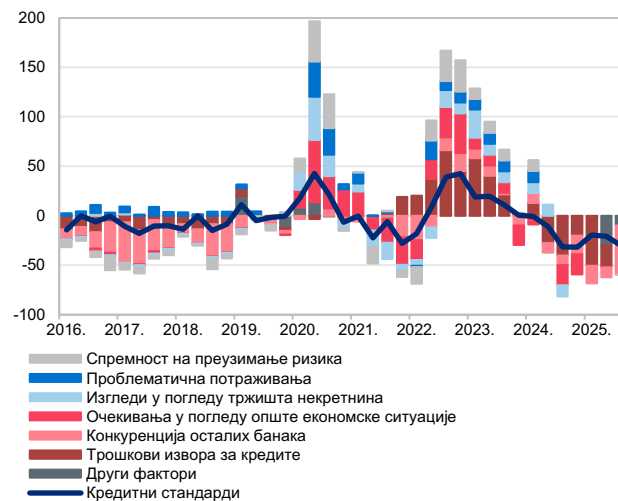
⁸ За више детаља о мерама за повољније кредитирање грађана с нижим примањима видети Осврт 3, стр. 30.

Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке у Т3 ублажиле кредитне стандарде и за привреду и за становништво. Ублажавање стандарда код привреде определили су нижи трошкови извора за кредите и посебне кампање код појединих банака (обухваћене у оквиру „других фактора”). Код сектора становништва, кредитни стандарди су ублажени за готово све врсте кредита, пре свега захваљујући деловању конкуренције. Банке су оцениле да је тражња привреде за динарским и за девизно индексираним кредитима додатно порасла у Т3, при чему је раст тражње забележен код предузећа свих величина. Као у претходном тромесечју, раст тражње био је подстакнут потребом за финансирањем обртних средстава, а затим и финансирањем инвестиција. Становништво је повећало тражњу пре свега за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, а потом и за девизно индексираним стамбеним кредитима. Према оцени банака, томе су допринеле потребе за рефинансирањем постојећих кредита, куповина непокретности, раст зарада и запослености, као и набавка трајних потрошних добара. У Т4 банке очекују даље ублажавање стандарда и раст тражње за кредитима и за привреду и за становништво.

Бруто **NPL** показатељ спустио се на нову најнижу вредност од 2,2% у августу и задржао се на том нивоу у септембру, што је за 0,1 п.п. ниже у односу на јун. За исто толико је смањен и **NPL** показатељ сектора привреде (1,6%),⁹ док је за сектор становништва (2,8%)¹⁰ тај показатељ смањен за 0,2 п.п.. Покривеност **NPL** и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у септембру је износила 115,5% **NPL**, док је исправка вредности **NPL** достигла 62,4% **NPL**.

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

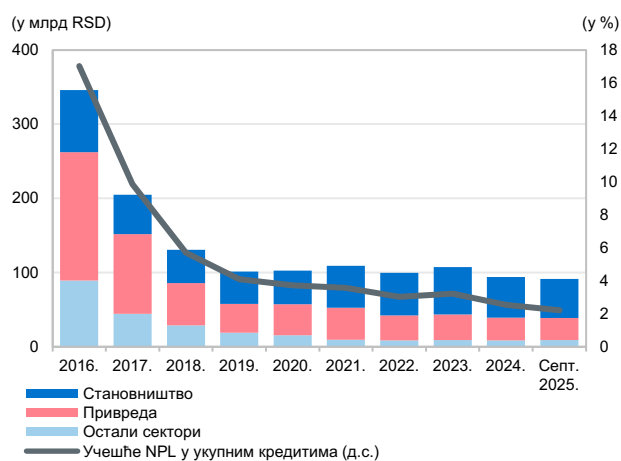
Графикон IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора (у нето %)



Извор: НБС.

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

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



Извор: НБС.

⁹ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће **NPL** у укупним кредитима такође је смањено за 0,1 п.п., на 1,8% у септембру.

¹⁰ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

Осврт 3: Први ефекти мера Народне банке Србије којима је омогућено повољније кредитирање грађана с нижим примањима

Народна банка Србије је у претходном периоду спровела свеобухватну анализу услова под којима банке одобравају готовинске, потрошачке и стамбене кредите. На основу резултата те анализе дефинисана су супервизорска очекивања која се односе на прилагођавање понуда кредитних производа за поједине категорије грађана, посебно за оне с нижим примањима. У складу с тим, банке су до 15. септембра у своје понуде уврстиле кредите с повољнијим условима намењене запосленима и пензионерима с редовним месечним примањима до 100.000 динара.

У оквиру ових понуда обухваћени су следећи кредити:

- динарски готовински и потрошачки кредити до 1.000.000 динара;
- динарски кредити за рефинансирање готовинских и потрошачких кредита у истој банци (без ограничења износа);
- посебни готовински кредити за пензионере до 1.000.000 динара и кредити за рефинансирање са укљученим животним осигурањем;
- стамбени кредити за куповину прве непокретности.

Ови кредити понуђени су уз повољније каматне стопе, и то:

- За готовинске, потрошачке и кредите за рефинансирање номинална каматна стопа нижа је до 3 п.п. у односу на просечну каматну стопу по којој је банка одобравала ове кредите у јулу 2025. (с доњом границом каматне стопе до 7,5% за запослене, односно до 10,5% за пензионере);
- За стамбене кредите номинална каматна стопа нижа је до 0,5 п.п. од просечне каматне стопе по којој су банке нудиле стамбене кредите у оквиру својих стандардних понуда.

Поред тога, код одобравања ових кредита банке неће наплаћивати накнаду за обраду кредитног захтева, при чему ће ови кредити бити доступни у понуди банака најмање 12 месеци, што потенцијалним корисницима даје довољно времена да планирају и донесу одлуку о евентуалном задуживању.

Према процени Народне банке Србије, уштеда за грађане у делу укупних готовинских и потрошачких кредита по овом основу у наредних пет година биће и до 40 млрд динара, при чему би уштеда у првој години отплате кредита износила до 12 млрд динара.

Иако се примењују од друге половине септембра, ове мере допринеле су рекордном повећању **готовинских и стамбених кредита** у септембру (19,4 млрд динара и 15,3 млрд динара, респективно). Ове две категорије кредита бележиле су значајан раст и од почетка године, као резултат претходног ублажавања монетарне политике и новог Закона о заштити корисника финансијских услуга, којим су ограничене каматне стопе на поједине видове задуживања физичких лица. Такав раст, уз високу реализацију у претходним месецима, утицао је на то да током девет месеци 2025. готовински кредити буду повећани за 118,2 млрд динара, а стамбени кредити за 81,5 млрд динара. Посматрано на мг. нивоу, кредити становништву у септембру, по искључењу ефекта промене девизног курса, забележили су раст од 16,1% мг. (од чега се 8,8 п.п. односи на раст готовинских кредита, а 5,9 п.п. на раст стамбених кредита). Висока реализација настављена је и у октобру, када су, према прелиминарним подацима, ови кредити повећани за око 23 млрд динара и 12 млрд динара, респективно.

Ефекти ових мера видљиви су и на септембарским подацима о **каматним стопама**. Каматна стопа на новоодobreне динарске кредите становништву смањена је у септембру за 0,5 п.п., на 8,8%, што је пре свега одраз пада каматних стопа на готовинске кредите, као доминантну

Графикон О.3.1. Месечни прираст готовинских и стамбених кредита
(у млрд RSD, искључен ефекат промене девизног курса)



компоненту у структури укупног кредитирања становништва. Иако је мерама предвиђено да каматна стопа на готовинске кредите буде за 3 п.п. нижа од каматне стопе по којој су банке одобравале ове кредите у јулу, пад каматне стопе у септембру блажи је из неколико разлога. С једне стране, наведене мере почеле су да се примењују средином септембра, па њихови ефекти још увек нису у потпуности исказани. Уз то, мера се не примењује на све кориснике кредита, већ само на грађане с нижим примањима. Поред тога, значајан удео у укупној вредности одобрених готовинских кредита у септембру имају кредити одобрени пензионерима (нешто преко четвртине кредита), којима је такође омогућено повољније кредитирање, али по каматним стопама изнад просечних за категорију становништва у целини, јер су због година старости пензионери ризичнија категорија становништва. По искључењу ових кредита, пад каматне стопе на готовинске кредите у односу на август био је израженији (1,3 п.п.). Каматна стопа на новоодobreне евроиндексиране стамбене кредите становништву смањена је за 0,1 п.п., на 4,4%, чему је допринела повећана реализација програма „Стамбених кредита за младе”, као и поменуте мере.

Приликом доношења ових мера, Народна банка Србије узела је у обзир потенцијалне ефекте на економску активност и кретање инфлације у наредном периоду. Поред тога, имала је у виду и разлику између активних и пасивних каматних стопа банака, која је и даље висока и код становништва је износила око 5 п.п. за динаре.

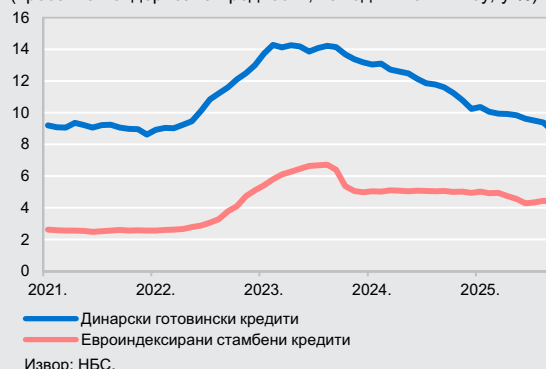
Када је реч о **утицају мера на БДП**, може се очекивати одређени позитиван директан ефекат на економску активност, пре свега кроз раст личне потрошње и подстицај инвестиција у станоградњу. Ипак, треба имати у виду да кредити намењени личној потрошњи (готовински, потрошачки, за рефинансирање) чине око 2% укупних извора финансирања приватне потрошње, која у БДП-у учествује са 65%, што указује на то да директан утицај ових мера није значајан. Ефекат на БДП ће у великој мери зависити и од намене ових кредита – ако буду коришћени за нову потрошњу, утицај на привредни раст биће већи; у случају да преовлада рефинансирање постојећих обавеза, тај ефекат ће бити ограничен на ефекте ниже рате кредита. Такође, ниже каматне стопе на стамбене кредите могу повећати тражњу за некретностима, што би могло у одређеној мери позитивно утицати на грађевински сектор и тиме допринети расту БДП-а. Поред тога, боља доступност финансијских производа за социјално осетљиве групе смањује финансијску неједнакост и има позитивне социјалне импликације.

Када је реч о **утицају ових мера на инфлацију**, с обзиром на то да се не очекује значајније повећање личне потрошње по основу ових мера, не очекујемо ни веће ефекте на инфлацију.

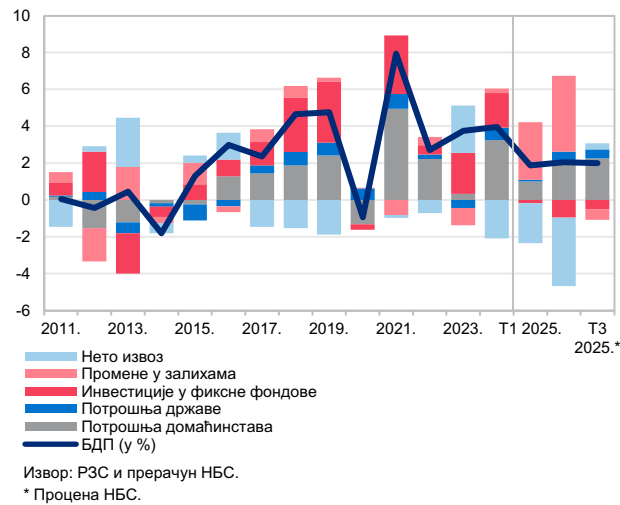
Поред повољнијих услова финансирања и веће доступности кредита за грађане с нижим примањима, очекује се да ће спроведене мере повећањем кредитне активности позитивно утицати и на пословање банака. Притом, не очекује се да ће реализација ових кредита утицати на погоршање квалитета aktive банкарског сектора. Подсећамо да се учешће *NPL* становништву у укупним кредитима становништву већ дуже време налази на силазној путањи и бележи своје најниже историјске вредности (2,8% у септембру, при чему је учешће *NPL* код готовинских кредита износило 4,0% а код стамбених кредита 1,1%), што говори у прилог очуване стабилности банкарског сектора. Важно је нагласити да су и даље на снази регулаторна ограничења према којима су банке у обавези да воде рачуна да однос месечне рате по основу кредитног задужења намењеног потрошњи и дохотка (*DTI* рацио) не пређе 60%, јер ће у супротном морати да имају додатна издвајања капитала, што би требало да спречи прекомерно задуживање, које би за последицу имало повећан кредитни ризик.

Народна банка Србије ће и даље пажљиво пратити спровођење мера и њихове ефекте на банкарски сектор, ради очувања финансијске стабилности и унапређења доступности банкарских услуга свим категоријама становништва.

Графикон О.3.2. Кретање каматних стопа на нове готовинске и стамбене кредите (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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



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

	2024.	2025.			
	T4	T1	T2	T3	
Потрошња домаћинства	3,8	1,7	3,0	3,5 *	
Показатељи					
Промет у трговини на мало	1,9	1,2	3,6	3,1	
Промет у угоститељству	-5,3	-8,8	2,4	3,7 **	
Број домаћих туриста	1,9	-3,7	-5,7	0,1	
Број ноћења домаћих туриста	-4,3	-8,4	-8,7	-1,0	
Увоз потрошне робе (BEC класификација), номинално	10,5	17,3	8,9	8,2	
Извори					
Маса укупних зарада, номинално	13,6	11,4	10,9	10,5 **	
Нето прилив дознака, номинално	4,6	-16,0	-13,3	21,3	
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	13,1	14,7	15,9	18,2	

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Јул–август.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2024.	2025.		
	T4	T1	T2	T3
Реалне м.г. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	1,1	-0,8	-4,0	-2,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-5,8	-5,3	-16,1	-11,6 *
Инвестиције државе	19,4	5,0	4,5	0,5 *
Број издатих грађевинских дозвола	-5,7	-2,7	-7,9	-3,0 **
Производња грађевинског материјала	-0,1	1,8	0,8	2,3
Вредност изведених радова	-3,2	-5,3	-16,1	-11,6
Увоз опреме, номинално	-2,6	-2,3	-7,3	4,9
Производња домаћих машина и опреме	-11,3	-11,3	-16,9	-15,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Јул–август.

3. Агрегатна тражња

Раст БДП-а у Т3 износио је 2,0% м.г. и, према нашој процени, био је вођен домаћом тражњом, пре свега личном потрошњом. Такође, позитиван допринос потицао је и од државне потрошње и јавних инвестиција, а први пут у последње готово две године и од нето извоза.

Домаћа тражња

Према нашој процени, **потрошња домаћинства** у Т3 убрзала је раст на 3,5% м.г., уз допринос од 2,2 п.п. расту БДП-а. На даљи раст приватне потрошње указује промет у трговини на мало, као и раст промета у угоститељству у јулу и августу. Током Т3 повећан је и увоз потрошне робе, подржан растом расположивог дохотка становништва. С друге стране, настављено је смањење броја ноћења домаћих туриста у поређењу са истим периодом претходне године, али се и у овој делатности примећује умерени опоравак, с обзиром на то да је од августа, први пут након шест месеци, забележен раст долазака домаћих туриста, који је настављен и у септембру.

Ако се посматрају извори личне потрошње, као и у претходном периоду, маса зарада, као њен основни извор, наставља да бележи двоцифрени номинални м.г. раст (10,5% у периоду јул–август), док је реални раст масе зарада у истом периоду износио 5,4% м.г. Истовремено, номинални раст пензија у Т3 износио је 10,8% (реално 6,5% м.г.). Повољнији услови кредитирања, као резултат досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, а у септембру и мере Народне банке Србије усмерене ка обезбеђивању повољнијих услова кредитирања запосленима с нижим примањима и пензионерима, обезбедили су додатну подршку потрошњи домаћинства преко раста кредита намењених потрошњи, који су наставили двоцифрени м.г. раст. Поред тога, дознаке становништва опоравиле су се у Т3 у односу на П1 и забележиле м.г. раст од 21,3%.

Према нашој процени, **државна потрошња** у Т3 порасла је за 3,0% м.г., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,5 п.п. у Т3), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и за набавку робе и услуга. Наведена кретања су утицала на то да **укупна потрошња** у Т3 оствари м.г. раст од 3,4%.

Приватне инвестиције су, према нашој процени, у Т3 смањене за 2,8% у поређењу са истим периодом претходне године, што је негативно допринело расту

БДП-а са 0,5 п.п. На пад приватних инвестиција у ТЗ указују пре свега подаци из области грађевинарства: смањен број издатих грађевинских дозвола у јулу и августу, пад вредности изведених радова, као и мања производња домаћих машина и опреме. С друге стране, у ТЗ је забележен раст производње и увоза грађевинског материјала.

У погледу извора финансирања инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран сопственим средствима услед остварене високе профитабилности предузећа из претходних година (866 млрд динара у 2024. години). Такође, током ТЗ остварен је прилив СДИ од око 890 млн евра, док су инвестициони кредити забележили м.г. раст од 13%.

Захваљујући наставку реализације значајних инфраструктурних пројеката, **државне инвестиције** су у ТЗ, према нашој процени, оствариле раст од 0,5% м.г., чиме су благо позитивно допринеле расту БДП-а. Међутим, то није било довољно да надомести смањење приватних инвестиција, тако да процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** имале негативан допринос расту БДП-а у ТЗ.

Смањење залиха, према нашој процени, негативно је допринело расту БДП-а у ТЗ (са 0,6 п.п.).

Нето екстерна тражња

Према нашој процени, **реални раст извоза робе и услуга** у ТЗ успорио је на 4,2%, а увоза на 3,2%, што је резултирало позитивним доприносом **нето извоза** расту БДП-а (од 0,3 п.п.), први пут у последње готово две године.

Робни извоз изражен у еврима у ТЗ повећан је за 6,1% м.г. Раст извоза је највећим делом резултат повећаног извоза **прерађивачке индустрије** (6,6% м.г.), у оквиру које је забележен раст у 16 од 23 гране, захваљујући производној и географској распрострањености извозне понуде и инвестиција из претходног периода. Посебно се издваја раст извоза моторних возила и производа од гуме и пластике, што је резултат повећаних инвестиција у аутомобилску индустрију и почетка серијске производње електричних аутомобила и аутомобилских гума. Раст је забележен и код извоза електричне енергије (16,0% м.г.), што се може довести и у везу с почетком рада новог блока БЗ у Костолцу. Поред тога, порастао је и извоз рударства (4,0% м.г.). С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на ниже залихе и пад извоза пољопривреде у ТЗ (–18,8% м.г.).

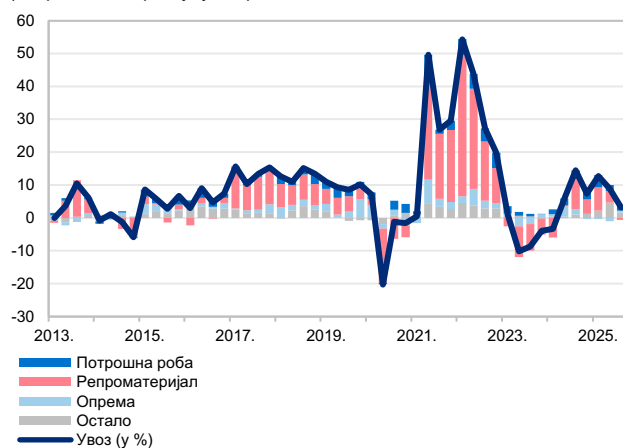
Графикон IV.3.2. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама претходне године, реф. 2021)



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



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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Робни увоз изражен у еврима повећан је у Т3 за 2,6% м.г. Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у Т3, остваривши суфицит у износу од 329 млн евра, упркос снажном расту увоза туристичких услуга. Такође, раст извоза услуга убрзао је у Т3 на 6,6% м.г. (са 2,8% м.г. у претходном тромесечју). Ово је резултат првенствено повећаног извоза ИКТ и пословних услуга, а затим и туристичких услуга. Истовремено, увоз услуга је повећан у Т3 (за 8,2% м.г.), чему су највише доприносиле туристичке и пословне услуге.

Покривеност робног увоза извозом остала је готово непромењена у односу на крај Т2 и у септембру¹¹ је износила 82,5% (вредност овог показатеља по укључењу услуга у септембру износи 92,0%).

4. Економска активност

Према процени РЗС-а, економска активност задржала је динамику из првог дела године и у Т3 забележила раст од 2,0% м.г. Услужни сектори су, као и у претходним тромесечјима, били носиоци раста БДП-а, а позитиван допринос забележила је и индустрија. Пољопривреда је у Т3 имала неутралан утицај на економску активност, док је грађевинарство задржало негативан допринос.

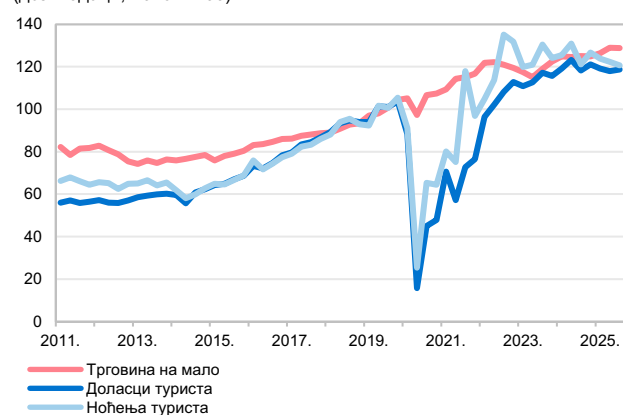
Табела IV.4.1. Доприноси м.г. расту БДП-а (у п.п.)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Услужни сектори су, према нашој процени, збирно посматрано, у Т3 забележили раст од 2,8% м.г., чиме су допринели расту БДП-а са 1,6 п.п. У прилог томе говоре подаци првенствено из области трговине и угоститељства, с обзиром на раст промета током Т3. Истовремено, на повећану активности у ИКТ сектору указује даљи раст извоза ове групе производа, који је у Т3 наставио да бележи готово двоцифрене стопе (9,1% м.г.). С друге стране, подаци о туристичком промету показују да је број ноћења туриста у Т3 мањи за 0,5% м.г., док је број долазака туриста повећан за 0,1% м.г. услед постепеног опоравка започетог у августу. Ипак, збирно посматрано, раст услужних сектора био је нижи него што смо очекивали у претходном извештају.

Раст индустријске производње, према нашој процени, у Т3 износио је 2,8% м.г., чиме је обезбеђен допринос расту БДП-у од 0,5 п.п. У оквиру индустрије, значајан допринос расту БДП-а у Т3 потекао је од раста производње у рударству (6,6% м.г.),

¹¹ Мерено 12-месечним покретним просеком.

који је био вођен снажном експлоатацијом угља (15,2% мг.). Такође, током Т3 забележен је раст производње електричне енергије од 9,2% мг., што је резултат повећане производње из термоизвора, али и ефекта ниске базе. Уз то, хидрорезерве су се током Т3 значајно приближиле прошлогодишњем нивоу, као и петогодишњем просеку, након великог заостатка у првом делу године. **Прерађивачка индустрија** повећала је обим производње у Т3 за 1,4% у односу на исти период прошле године. Производња је порасла у 11 од укупно 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос дало је повећање производње моторних возила (39,1% мг.) и производа од гуме и пластике (19,6% мг.), што се може довести у везу с почетком серијске производње електричних возила у Крагујевцу и аутомобилских гума. Значајан допринос потекао је и од металних производа (12,9% мг.). С друге стране, највећи негативан допринос забележен је од смањене производње кокса и нафтних деривата, као и домаћих машина и опреме.

Показатељи у сектору грађевинарства током Т3 бележили су дивергентна кретања, али је, према нашој процени, **грађевинарство** задржало негативан допринос економској активности као у П1. Производња грађевинског материјала у Т3 повећана је за 2,3% мг., док је увоз ових производа порастао за 9,3% мг. С друге стране, број издатих грађевинских дозвола у периоду јул–август смањен је за 3,0% мг., а вредност изведених радова у Т3 мања је за 11,6% мг. Такође, у Т3 је забележен пад у области „остало рударство”, које обухвата експлоатацију песка, шљунка и камена.

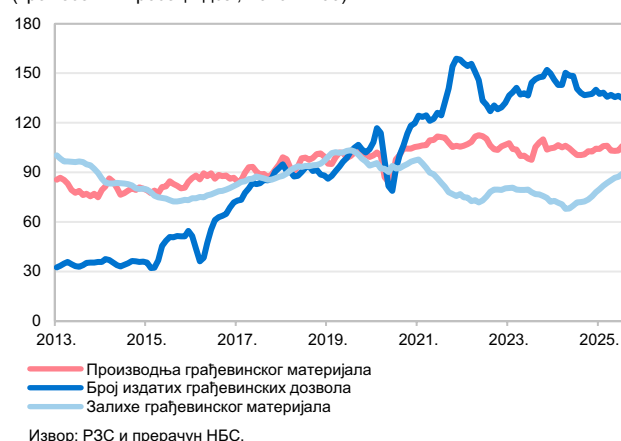
Нето порези су у Т3, према нашој процени, повећани за 2,8% мг., што је допринело расту БДП-а за 0,4 п.п. и резултат је раста потрошње и боље наплате пореских прихода.

Када је реч о **пољопривреди**, подаци РЗС-а указују на стагнацију или благи пад на нивоу године, имајући у виду да је производња већине јесењих култура нижа у односу на прошлу годину и на нашу претходну процену. Према подацима РЗС-а, производња кукуруза нижа је за 12,9%, соје за 12%, шљива за 15,8%, а јабука за 13,5%, док су раст забележиле производња сунцокрета (2,9%) и производња грожђа (8,5%), а навише је ревидирана и производња пшенице (на 26,9%). У складу с тим, проценили смо да ће пољопривредна производња у Т3 стагнирати.

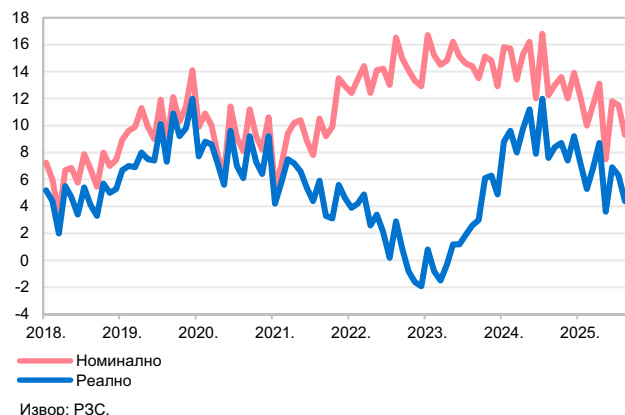
Графикон IV.4.2. Доприноси мг. стопи раста индустрије (у п.п.)



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



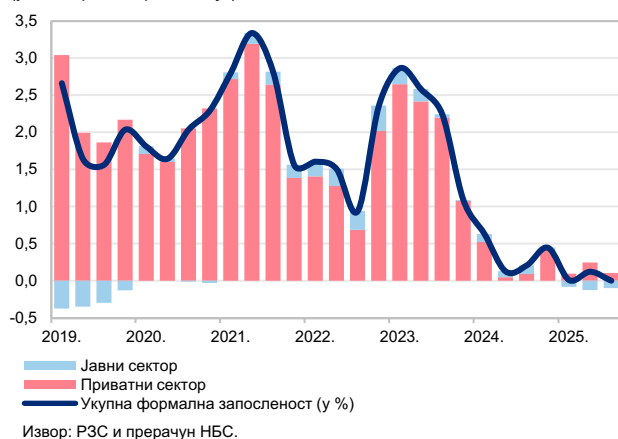
Графикон IV.5.1. Мг. стопе раста просечне нето зараде (у %)



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



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



5. Кретања на тржишту рада

Током ТЗ кретања на тржишту рада била су релативно стабилна, при чему се, у поређењу са истим периодом претходне године, бележи успоравање раста зарада и стагнација формалне запослености.

Зараде

Просечна номинална нето зарада у јулу и августу износила је **107.331 динар** (916 евра), што је за 10,4% више него у истом периоду претходне године. У истом периоду остварен је реалан мг. раст просечне нето зараде од 5,3% (након 6,3% у Т2). У периоду јул–август медијална нето зарада износила је 84.268 динара, што је за 11,2% више него у истом периоду претходне године. Побољшању животног стандарда доприноси и раст покривености просечне потрошачке корпе просечном зарадом, као и раст покривености минималне корпе минималном зарадом, које су у П1 износиле 100,1% и 95,2%.

Раст просечних номиналних нето зарада био је нешто израженији у **јавном сектору** (11,2%) него у **приватном сектору** (10,0%), при чему је у већини **привредних делатности** забележен двоцифрен раст. Највећи мг. раст остварен је у областима образовања, код уметности, забаве и рекреације, државне управе, као и прерађивачке индустрије, и кретао се у распону од 11,9% до 14,3%.

У периоду јул–август номинална нето маса зарада, као главни извор потрошачке тражње, повећана је за 10,5% мг., првенствено услед наставка раста зарада.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у ТЗ повећана је за 2,0% мг., што је у потпуности резултат раста економске активности.

Запосленост

Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** у ТЗ у просеку је износио око 2,37 млн лица, што, након благог раста од 0,1% у Т2, указује на стагнацију, мг. посматрано. Током ТЗ повећан је број запослених код предузетника, док је број регистрованих пољопривредника и запослених код правних лица смањен.

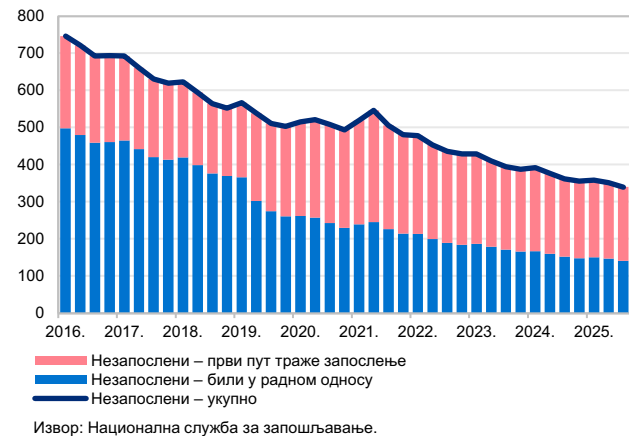
Формална запосленост у приватном сектору у ТЗ у просеку је износила 1,76 млн лица, при чему је мг. раст успорио на 0,1% (након 0,3% мг. у Т2). Насупрот томе, **формална запосленост у јавном сектору**

наставила је да се смањује, за 0,4%, м.г. посматрано (након пада од 0,5% у Т2), што је у потпуности резултат смањења броја запослених у државној управи, док је формална запосленост повећана у областима здравства и образовања. Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у Т3 највише је повећана у административним и помоћним услугама и ИКТ услугама, док је највише смањена у прерађивачкој индустрији и у стручним, научним, иновационим и техничким услугама.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** у септембру износила је 339.347 лица, што је за око 20 хиљада незапослених мање него у истом периоду претходне године.

Према резултатима **Анкете о радној снази**, која обухвата и **формални и неформални сегмент тржишта рада**, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т2 износила је 73,2%, а стопа активности (старији од 15 година) 56,2%. Услед смањења неформалне запослености, стопа незапослености у Т2 повећана је на м.г. нивоу за 0,3 п.п., на 8,5%.

Графикон IV.5.4. **Кретање регистроване незапослености** (у хиљ. лица, просек тромесечја)



V. Пројекција

С обзиром на нижи ефекат пренетих тенденција из ове године, наша нова пројекција раста БДП-а за 2026. износи 3,5%, док за 2027. годину, услед одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо“, очекујемо да ће убрзати на око 5%. Домаћа тражња ће наставити да буде главни покретач раста економске активности у наредном периоду, док ће реални увоз у 2026. расти брже од извоза, подстакнут порастом личне потрошње и инвестиција у основна средства, као и још увек ниском екстерном тражњом. То ће утицати да допринос нето извоза БДП-у у 2026. години буде негативан, али се већ у 2027. години очекује његов позитиван допринос, имајући у виду да се у години одржавања изложбе „Експо“ очекује значајан раст извоза, посебно захваљујући расту извоза туристичких и пословних услуга.

Према нашој новој централној пројекцији, мг. инфлација ће се до краја ове и почетком наредне године кретати на сличном нивоу као у септембру, односно око централне вредности циља. Томе доприноси уредба Владе Републике Србије којом су у трајању од шест месеци, почев од септембра, ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%. И у наставку 2026. године, као и у средњем року, мг. инфлација би требало да остане у границама циља од $3 \pm 1,5\%$, при чему ће ниска база из септембра ове године утицати на то да се инфлација крајем 2026. креће око нивоа од 4%. На такву путању инфлације, поред ефекта наведене уредбе, утицаће даље попуштање трошковних притисака из међународног окружења, као и слабљење долара према еврџу. Такође, долазак нове пољопривредне сезоне требало би да делује дезинфлаторно, под претпоставком да буде боља од овогодишње, што ће утицати на ниже цене воћа и поврћа. У супротном смеру, требало би да делује раст расположивог дохотка за потрошњу, али ни по овом основу не очекујемо веће инфлаторне притиске, јер ће раст зарада у великој мери бити праћен и растом продуктивности. У 2027. години очекујемо додатни раст тражње због одржавања изложбе „Експо“ и просечну инфлацију на око 4%.

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се односе на раст протекционизма, више царине и неизвесну трговинску политику, као и још увек изражене геополитичке тензије између водећих светских сила. Геополитичке тензије и раст протекционизма могу се негативно одразити на производњу и извоз домаће прерађивачке индустрије, посебно на производњу нафте и основних метала. Светске цене примарних пољопривредних производа и других сировина у производњи хране зависе и од карактера глобалне пољопривредне сезоне. Од ризика из домаћег окружења, важна је брзина раста домаће тражње и карактер домаће пољопривредне сезоне.

Екстерне претпоставке

Економска активност

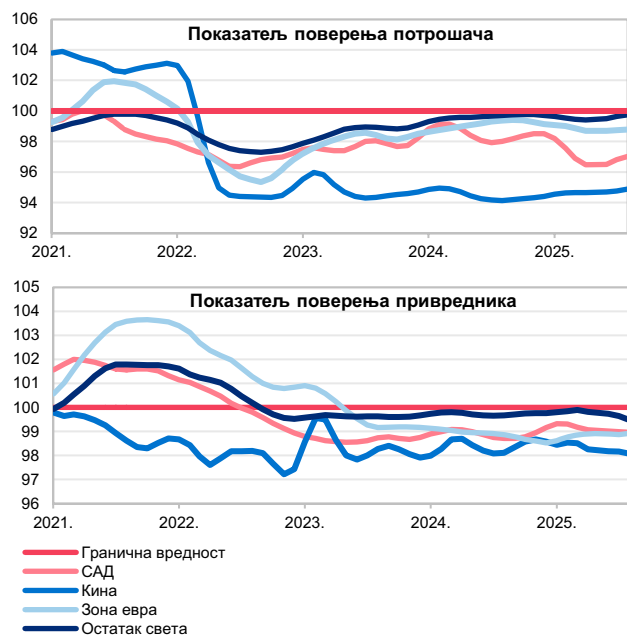
Према оцени ММФ-а, показана отпорност светске привреде у П1 резултат је убрзања глобалне трговинске и инвестиционе активности пре него што више царинске стопе ступе на снагу. Имајући у виду да су ови ефекти привремени, а поверење тржишних учесника још увек слабо, ММФ је у октобру пројектовао **успоравање глобалног привредног раста** са 3,3% у 2024. на **3,2% у 2025. години** (за 0,2 п.п. изнад пројекције у јулу), док пројекцију од 3,1% у 2026. није мењао. Октобарске пројекције раста светске привреде у овој и наредној години и даље су испод претпандемијског просека од 3,7% и за 0,2 п.п.

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

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

Извор: ММФ WEO Update (октобар 2025).

Графикон V.0.1. Кретање показатеља поверења потрошача и привредника
(у индексним поенима)



Извор: ММФ WEO (октобар 2025).

ниже од пројекција из октобра прошле године, што је последица повишене глобалне неизвесности и протекционизма у протеклој години дана. С обзиром на ове факторе, као и ризике смањења понуде радне снаге и потенцијалног пораста трошкова задуживања и светских цена примарних производа, као и слабије ефекте вештачке интелигенције на повећање продуктивности од очекиваних, ММФ је у октобру оценио да су **ризични пројекције и даље асиметрични наниже**.

Економска активност у **зони евра** у Т2 незнатно је порасла, за 0,1% дсз. (1,3% на мг. нивоу), јер је раст залиха робе надоместио пад инвестиција у основна средства и нето извоза. Посматрано по секторима, активност у услугама у Т2 наставила је сличан темпо раста као у Т1, док је активност у производном сектору успорена, услед виших царина у односу на Т1, као и даље повишене геополитичке неизвесности. У **Немачкој и Италији**, које су наши најважнији спољнотрговински партнери унутар зоне евра, забележен је дсз. пад БДП-а у Т2 од 0,3% и 0,1%, респективно. Према прелиминарним подацима Eurostat-а, БДП зоне евра је у Т3 благо порастао, за 0,2% дсз., на шта су указивали и рани показатељи економске активности, *PMI* и *ESI*, док су привреде Немачке и Италије стагнирале.

Узимајући у обзир боља остварења у П1 од очекивања и позитивне ефекте пренетих тенденција, **ЕЦБ** је у септембру подигла јунску пројекцију привредног раста зоне евра у 2025. години за 0,3 п.п., на 1,2%, оценивши да ће тај раст и даље водити услужни сектор. Насупрот томе, ЕЦБ оцењује да су изгледи у производном сектору погоршани под утицајем још увек повишене неизвесности, иницијално узроковане најавама о повећању царина упркос постигнутом споразуму између САД и ЕУ, затим интензивније глобалне конкуренције, као и јачања евра према долару. То је, уз слабију екстерну тражњу, определило одлуку ЕЦБ-а да у септембру благо снизи јунску пројекцију привредног раста у 2026. години за 0,1 п.п., на 1,0%, док је пројекција за 2027. задржана на 1,3%, при чему су ризици пројекције у већој мери уравнотежени него у јуну. Иако је тражња за радном снагом смањена у протеклим месецима, тржиште рада у зони евра и даље подстиче раст потрошачке тражње, са стопом незапослености од 6,3% у септембру.

Consensus Economics је у октобру кориговао навише јулску пројекцију раста БДП-а зоне евра за 2025. годину – за 0,2 п.п., на 1,3% у 2025, док је прогнозу за 2026. благо снизио – за 0,1 п.п., на 1,0%. Аналитичари

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



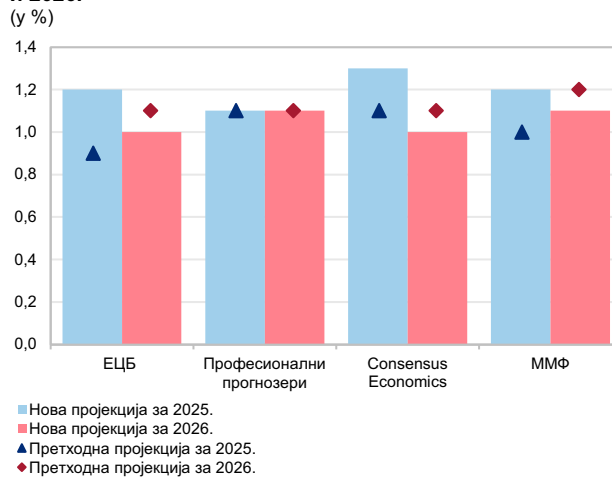
Извор: Eurostat.

су у октобру оценили да у земљама зоне евра постоје знаци опоравка домаће тражње, која је подржана експанзивним фискалним мерама, пре свега у Немачкој. Опоравку екстерне тражње, која је снижена у претходном периоду, требало би да допринесе спуштање царинске стопе на извоз аутомобила из зоне евра у САД са 25% на 15%, као и повлачење царина на поједине сировине и инпуте у авионској и фармацеутској индустрији. Како би заштитила домаћу индустрију, ЕУ је најавила подизање царина на увоз челика и алуминијума, а део робне размене је преусмерила на тржишта Азије и Латинске Америке.

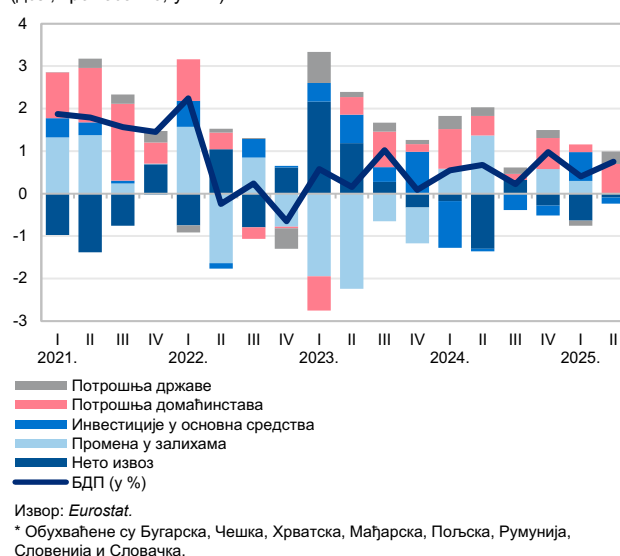
Привредни раст на нивоу **региона средње и југоисточне Европе** у Т2 износио је 0,7% дсз. (2,4% на мг. нивоу) и у највећој мери се дугује расту потрошње државе. *Consensus Economics* је у октобру задржао јулске пројекције раста БДП-а за 2025. годину на 2,4% у групи земаља средње Европе, односно на 1,9% у групи земаља југоисточне Европе, уз оцену да је геополитичка неизвесност главни ризик пројекције. За 2026. годину пројекција раста БДП-а од 2,8% у средњој Европи није мењана, док је у југоисточној Европи снижена за 0,1 п.п., на 2,4%. Аналитичари очекују да ће средства из фондова ЕУ наставити да подстичу капиталне инвестиције, индустријску активност и извоз региона, који су ипак нарушени слабијим перформансама немачке и француске привреде и појачаном конкуренцијом кинеских компанија. **Светска банка** је у октобру пројектовала успоравање привредног раста у региону **Западног Балкана** на 3,0% у 2025. години (са 3,6% у 2024), првенствено због слабе екстерне тражње и политичке нестабилности у појединим земљама овог региона.

После пада у Т1, **привреда САД** је у Т2 повећана за 0,9% дсз. (тј. 3,8% прерачунато на годишњи ниво), захваљујући опоравку нето извоза услед убрзаног извоза робе, по основу гомилања залиха у Т1. **ФЕД** је у септембру навео да водећи показатељи приватног сектора указују на умерени раст БДП-а у Т3, који је, према прелиминарној процени ФЕД-а из Атланте, износио 1,0% дсз. Тржиште рада САД карактерише мања тражња за радном снагом и пораст стопе незапослености на 4,3% у септембру (са 4,1% у јуну). Имајући у виду отпорну домаћу тражњу и нешто повољније финансијске услове, ФЕД је у септембру подигао јунску пројекцију привредног раста САД у 2025. и 2026. за по 0,2 п.п., на 1,6% и 1,8%, респективно. Преовладавају ризици наниже, по основу повишене неизвесности у погледу вођења трговинске, фискалне и имиграционе политике.

Графикон V.0.3. Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2025. и 2026.



Графикон V.0.4. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе* (дсз., тромесечно, у п.п.)

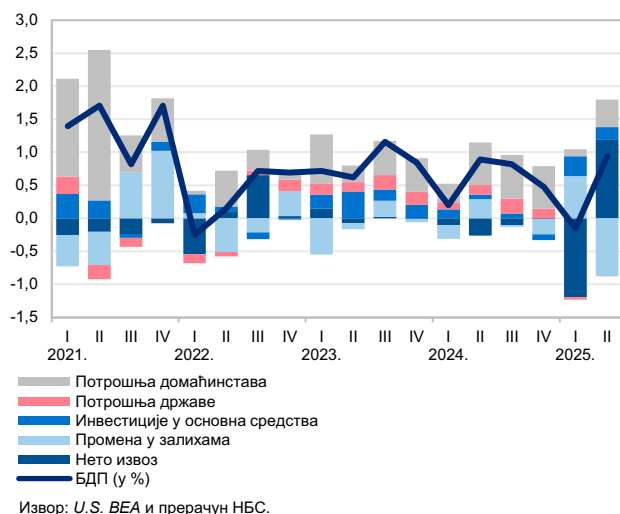


Табела V.0.2. Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона од стране Consensus Economics -а (у %)

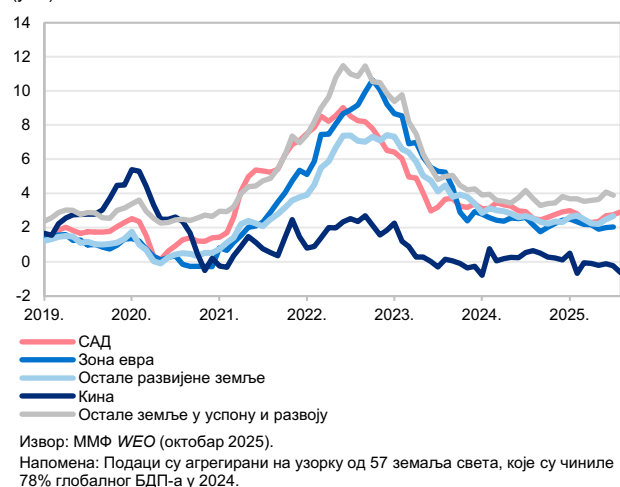
	2025.		2026.	
	Пројекција у октобру	Одступање у односу на јул	Пројекција у октобру	Одступање у односу на јул
Пољска	3,3	⇒ 0,0	3,3	↑ 0,0
Чешка	2,2	↑ 0,2	2,1	↑ 0,1
Мађарска	0,6	↓ -0,3	2,6	⇒ -0,2
Румунија	1,0	⇒ 0,0	1,6	↓ -0,5
Словачка	0,9	↓ -0,4	1,5	↓ -0,4
Словенија	1,0	↓ -0,4	2,2	↑ 0,0
Хрватска	3,0	↑ 0,2	2,7	↑ 0,1
Бугарска	3,0	↑ 0,3	2,9	↑ 0,3

Извор: Consensus Economics (јул и октобар 2025).

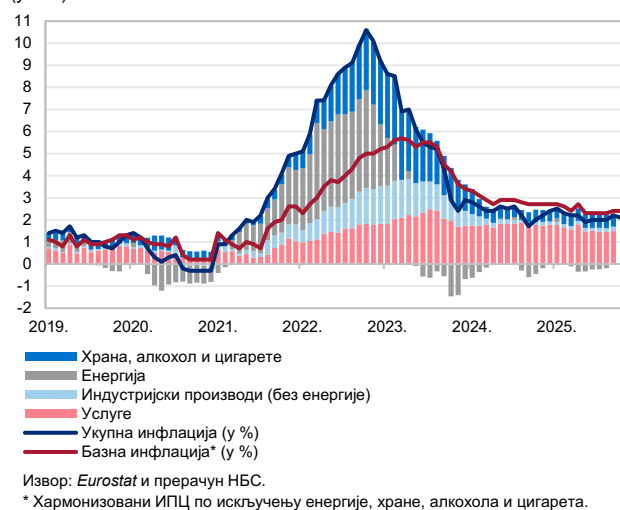
Графикон V.0.5. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД (дсз., тромесечно, у п.п.)



Графикон V.0.6. Динамика инфлације по земљама (у %)



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



Узимајући у обзир ишчезавање ефеката фискалних подстицаја из претходне године, ММФ је у октобру ревидирао наниже јулску пројекцију привредног раста **Русије** у 2025. за 0,3 п.п., на 0,6%, док је пројекцију за 2026. задржао на нивоу од 1,0%. Пројекције привредног раста **Кине** за 2025. и 2026. остале су на нивоу од 4,8% и 4,2%, респективно, уз оцену да боља остварења од очекиваних у претходном периоду и домаћа потрошња појачана фискалним подстицајима надомештају последице повишене неизвесности и царина.

Инфлација

ММФ је у октобру пројектовао успоравање **глобалне инфлације** са 5,8% у 2024. на 4,2% у 2025, што је непромењено у односу на јулску пројекцију, и додатно на 3,7% у 2026. години (за 0,1 п.п. изнад пројекције у јулу). Динамика инфлације варира по земљама, при чему је у САД изнад циљаног нивоа, са израженим ризицима навише, док је у већини земаља света успорена. То је у складу с ранијим оценама ММФ-а да промене у вођењу трговинских политика водећих економија изазивају шок на страни понуде у земљама које уводе царине, а што се одражава на вишу инфлацију у тим земљама, као у случају САД, односно шок на страни тражње у земљама које су суочене с царинама, у којима делује дезинфлаторно.

После три узастопна месеца на циљаном нивоу, **инфлација у зони евра** је у септембру повећана на 2,2% мг., доминантно под утицајем споријег мг. пада цена енергије, код којих се испољио базни ефекат. Остале компоненте ИПЦ-а задржале су готово исти допринос мг. инфлацији у септембру као у јуну, при чему је прехранбена инфлација, иако успорена, и даље на вишем нивоу него укупна. Базна инфлација је у септембру износила 2,4% мг., што је благо изнад јунског нивоа. Мерења као промена хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** у септембру је убрзана на 2,4% мг., док је **инфлација у Италији** задржана на јунском нивоу од 1,8% мг. Према прелиминарној процени Eurostat-а, мг. инфлација је у октобру успорила на 2,1% у зони евра, на 2,3% у Немачкој и на 1,3% у Италији.

Под претпоставком да ће се цене енергије кретати на вишем нивоу него у јунској пројекцији, а имајући у виду одложене ефекте претходног раста светских цена хране, **ЕЦБ** је у септембру благо ревидирала навише јунске пројекције инфлације у зони евра у овој и наредној години – за по 0,1 п.п., на 2,1% у 2025. и на 1,7% у 2026. Насупрот томе, пројекција за 2027. снижена је за 0,1 п.п., на 1,9%, услед одложених

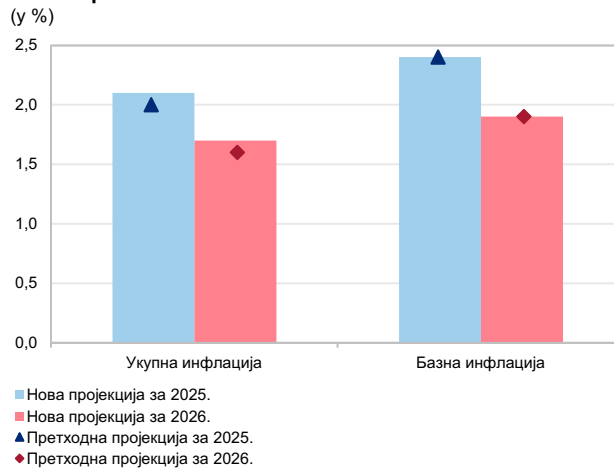
ефеката јачања евра према долару. ЕЦБ у септембру није мењала јунске пројекције базне инфлације у зони евра од 2,4% у 2025. и 1,9% у 2026. години, оценивши да раст зарада и инфлација у сектору услуга зоне евра успоравају, док је пројекцију за 2027. снизила за 0,1 п.п., на 1,8%. Остварење ове пројекције прати повишена неизвесност, пре свега у погледу вођења трговинских политика.

У већини земаља **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, мг. инфлација је у септембру била нижа него у јуну. У Чешкој се спустила на 2,3% у септембру, услед споријег мг. раста цена хране и већине индустријских производа и услуга. Исти фактори су допринели успоравању и мг. инфлације у **Пољској**, на 2,9% у септембру, при чему се од јула вратила у границе циља. Мг. инфлација у **Мађарској** такође је успорила у септембру, на 4,3% (колико је износила и у јулу и августу), захваљујући споријем мг. расту цена хране и енергије. С друге стране, мг. инфлација у **Румунији** убрзана је током ТЗ, под утицајем повећања стопе ПДВ-а и акциза, и у септембру је износила 9,9%. *Consensus Economics* је у октобру подигао јулске пројекције просечне годишње инфлације у 2025. и 2026. години и у групи земаља средње Европе и у групи земаља југоисточне Европе, пре свега због поремећаја у снабдевању енергентима, финансијским и трговинским токовима, који су последица геополитичких тензија и ослањања земаља на увоз енергената из Русије.

У **региону Западног Балкана** инфлација је током ТЗ бележила дивергентна кретања по земљама. У **Црној Гори** инфлација се кретала узлазном путањом и у септембру је достигла 4,9% мг., док је у **Босни и Херцеговини**, после врхунца у јулу, до краја ТЗ успорила, на 4,2% мг. у септембру. И у **Северној Македонији** евидентирана је слична динамика инфлације, која је у септембру износила 4,0% мг. Инфлација у **Албанији** је током ТЗ била волатилна, али се у септембру вратила на јунски ниво од 2,4% мг. *Consensus Economics* је у октобру ревидирао навише јулске пројекције просечне годишње инфлације за 2025. и 2026. годину у свим земљама региона.

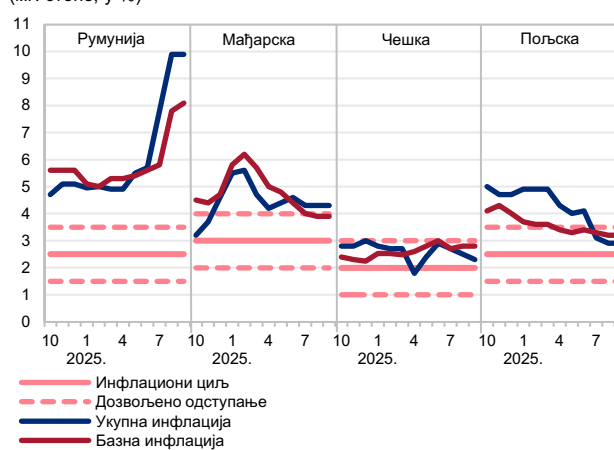
Укупна инфлација у САД, мерена променом ИПЦ-а, убрзана је на 3,0% мг. у септембру, што је њен највиши ниво од почетка године, доминантно под утицајем поскупљења индустријских производа, пре свега половних и нових возила, које је определило и вишу базну инфлацију у САД од 3,0% у септембру. Цене енергије су, после вишемесечног мг. пада, од августа у порасту, под утицајем базног ефекта, при

Графикон V.0.8. Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра



Извор: ЕЦБ (јун и септембар 2025).

Графикон V.0.9. Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са септембром 2025)



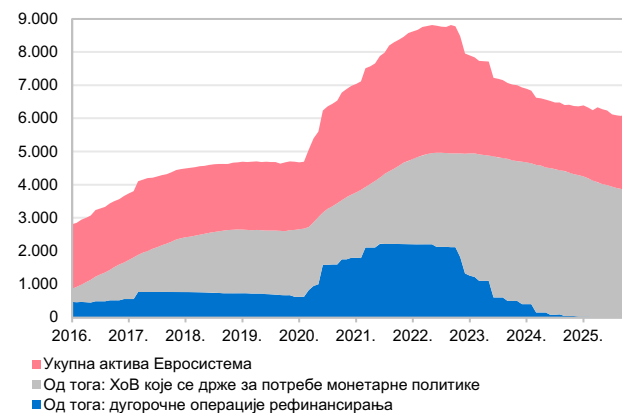
Извор: централне банке изабраних земаља.

Табела V.0.3. Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе

	2025.		2026.	
	Пројекција у октобру	Одступање у односу на јул	Пројекција у октобру	Одступање у односу на јул
Пољска	3,8	0,0	2,9	0,1
Чешка	2,5	0,1	2,2	0,1
Мађарска	4,6	0,0	3,9	0,1
Румунија	7,2	1,3	6,3	1,3
Словачка	4,1	0,2	3,3	0,3
Словенија	2,5	0,3	2,2	0,2
Хрватска	3,7	0,3	2,9	0,3
Бугарска	4,3	0,7	3,2	0,5

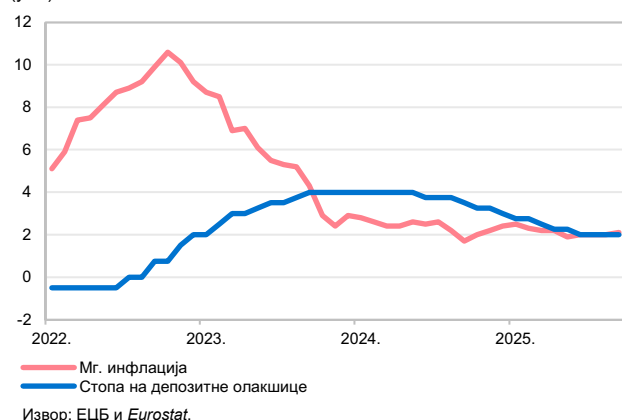
Извор: *Consensus Economics* (јул и октобар 2025).

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



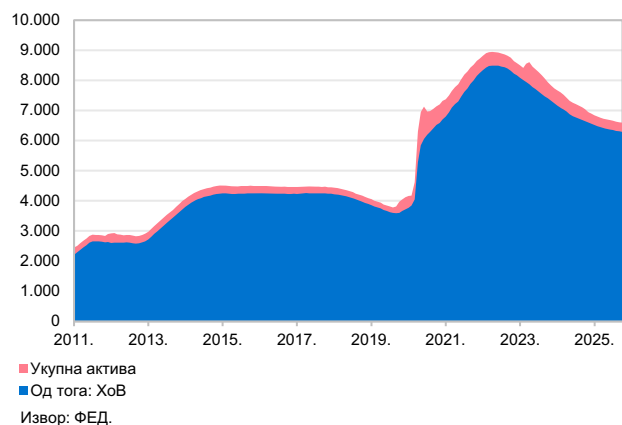
Извор: ЕЦБ.

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.

чему је и прехранбена инфлација била виша у септембру него у јуну. Обе изведене мере инфлације које прати ФЕД, индекс издатака за личну потрошњу и укупно и по искључењу хране и енергије, повећане су у септембру у односу на јун, на мг. ниво од по 2,8%. ФЕД је у септембру наведене мере инфлације пројектовао на 3,0% и 3,1% у 2025, што је непромењено у односу на јун. Пројекције за 2026. подигнуте су за по 0,2 п.п., на 2,6%, под утицајем повишених царина, уз оцену да су ризици остварења пројекције и даље асиметрични навише.

Монетарна политика

У периоду од претходног извештаја одлуке централних банака о монетарној политици и даље се разликују и зависе од специфичних фактора и процене ефеката неизвесних трговинских политика водећих економија и геополитичких тензија.

Након смањења основних каматних стопа у јуну, ЕЦБ на три узастопна састанка (јул, септембар и октобар) није мењала њихову висину, оцењујући да су оне и даље у складу с циљем за инфлацију од 2% у средњем року, као и да њихова претходна смањења настављају да смањују трошкове финансирања компанија. Нова пројекција инфлације из септембра била је слична јунској, док је пројекција раста БДП-а била боља за ову годину, а благо лошија за наредну. У принципу, ЕЦБ очекује да ће се инфлација стабилизovati око 2%, а привреда расти нешто више од 1% годишње. Притом, неизвесност је и даље била израженија него иначе, због и даље нестабилног глобалног трговинског окружења. Неки чланови Управног одбора ЕЦБ-а сматрали су да су инфлаторни ризици претежно изражени надоле, док су их други видели као претежно изражене нагоре. ЕЦБ је поново нагласила да се не обавезује на унапред одређену путању каматних стопа и да ће будуће одлуке о каматним стопама доносити у складу с новим економским подацима и проценом ризика.

Представници ЕЦБ-а, а пре свих председница Кристин Лагард, задржавају своју ранију процену да се ЕЦБ налази у „доброј позицији”, без хитне потребе за корекцијом каматних стопа. Иако се на децембарском састанку ЕЦБ-а очекује задржавање каматних стопа на непромењеном нивоу, каматне стопе ЕЦБ-а могле би бити смањене због евентуалних одложених негативних ефеката америчких царина, јачања евра и кашњења немачког фискалног подстицаја. Поред тога, тренутна пројекција инфлације ЕЦБ-а за 2027. годину укључује 0,2 п.п.

вишу инфлацију због увођења *ETS2* (другог система за трговину емисијама угљен-диоксида), тако да би свако одлагање његове примене могло да доведе до ниже инфлације, што би повећало шансе за смањење каматних стопа.

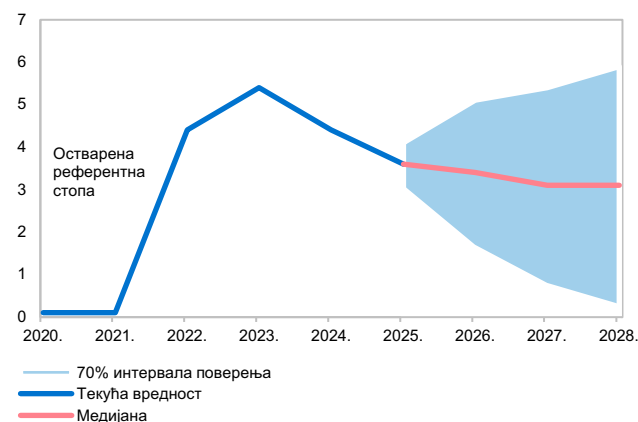
За разлику од ЕЦБ-а, **ФЕД** је у септембру и октобру снижио висину распона своје референтне каматне стопе за по 25 б.п., на 3,75–4,00%. ФЕД се одлучио да ублажи монетарну политику пре свега због забринутости око спорог раста запослености, иако је инфлација донекле повишена. На састанку у октобру истакао је изазовну ситуацију у којој се налази, с обзиром на то да су ризици по инфлацију изражени навише, а ризици по запосленост наниже. Септембарске пројекције ФЕД-а указују на то да медијана пројекција представника *FOMC*-а за крај ове године износи 3,6%, што је за 0,3 п.п. ниже него у јуну. За крај 2026. и 2027. године медијана пројекција износи 3,4% и 3,1%, респективно.

Већина централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације наставиле су да воде опрезну монетарну политику у периоду од претходног извештаја. У складу са очекивањима, **централна банка Чешке** није мењала висину референтне каматне стопе, која се на нивоу од 3,5% налази од маја ове године. Истакнуто је да унутрашњи инфлаторни притисци тренутно онемогућавају даље смањивање каматних стопа. **Централна банка Мађарске** такође није мењала висину референтне каматне стопе, која од септембра прошле године износи 6,5%. Инфлација у Мађарској се креће благо изнад циља и до краја године се не очекују смањења референтне каматне стопе. На нивоу од 6,5% налази се и референтна каматна стопа **централне банке Румуније** од августа прошле године. Промена њене висине сада се није ни очекивала, с обзиром на то да се инфлација повећала на близу 10%, услед укидања ограничења цене струје и повећања ПДВ-а и акциза. С друге стране, **централна банка Пољске** смањила је у октобру своју референтну каматну стопу за 25 б.п., на 4,5%, што је треће узастопно смањење. Кретање инфлације у границама циља и успоравање раста зарада створили су простор за ублажавање монетарне политике.

Финансијска и робна тржишта

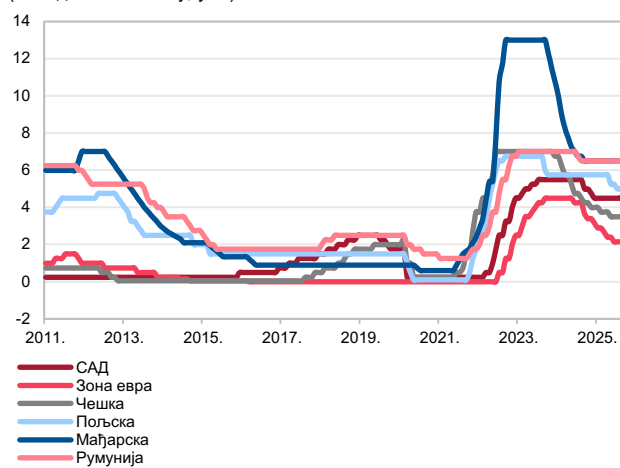
Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља повећани су током ТЗ, у просеку за око 9 б.п. Таква кретања приноса могу се

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



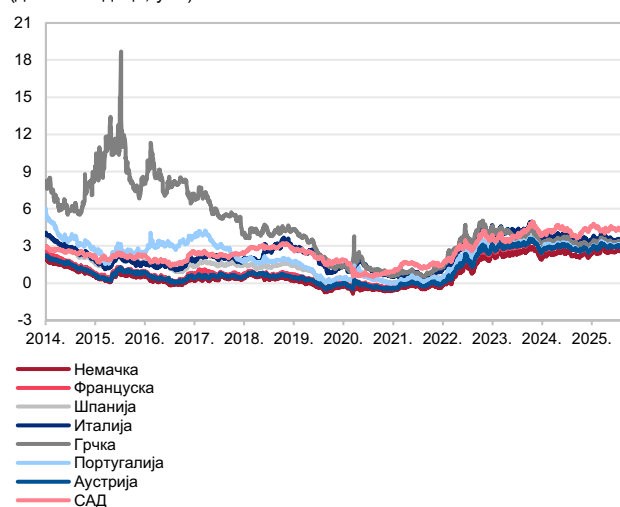
Извор: ФЕД, *Summary of Economic Projections* (септембар 2025).

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



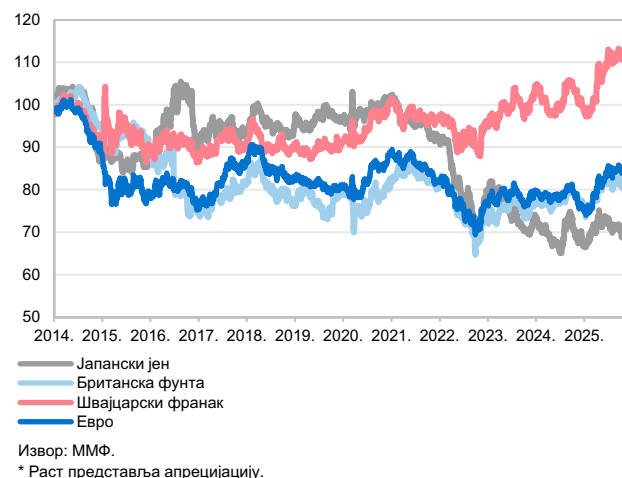
Извор: централне банке изабраних земаља.

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

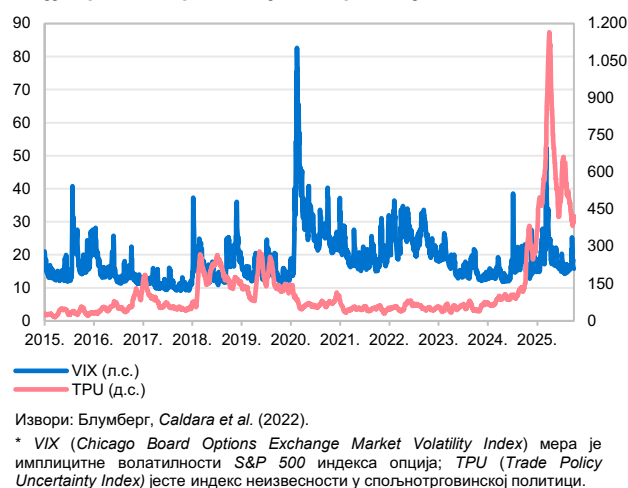


Извор: Блумберг.

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



Графикон V.0.17. Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту*



Графикон V.0.18. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



довести у везу с повећањем фискалне потрошње у Немачкој, као и задржавањем основних каматних стопа ЕЦБ-а на непромењеном нивоу и очекивањима да се циклус ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а приближио крају. Насупрот томе, **принеси на десетогодишње државне ХоВ САД** благо су смањени у ТЗ, за 8 б.п., као последица слабијих макроекономских података америчке привреде, нарочито с тржишта рада и о потрошњи домаћинстава, праћених очекивањима да ће ФЕД наставити са снижавањем каматних стопа, што се и реализовало у септембру. Разлике у очекивањима у вези с будућим вођењем монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а одразиле су се на благо јачање **евра према долару** током ТЗ.

Током ТЗ неизвесност на финансијским тржиштима, мерена индексом **имплицитне мере волатилности берзе (VIX)**, није бележила знатне осцилације. С друге стране, индекс неизвесности у трговинској политици (*TPU – Trade Policy Uncertainty Index*)¹² бележио је привремени раст, али се крајем тромесечја нашао на сличном нивоу као на крају Т2.

Под утицајем перманентно глобалне неизвесности, **светска цена злата** наставила је да се креће узлазном путањом током ТЗ, а раст је наставила и током октобра, када је достигла историјски највишу вредност икада забележену (прешавши 4.300 долара за фину унцу). Поред глобалне неизвесности, и пад вредности америчког долара у претходном периоду допринео је да сецена злата у првих десет месеци ове године повећа за чак 52%.

Светска цена нафте типа брент кретала се доминантно силазном путањом током ТЗ, пре свега услед забринутости због прекомерне понуде на глобалном нивоу, с обзиром на одлуке *OPEC+* о повећању производње, као и очекивања о успоравању раста тражње за нафтом у наредном периоду. Повремена одступања од овог тренда била су последица заоштравања геополитичких тензија. Цена нафте је у ТЗ у просеку износила око 69 долара по барелу, док је у октобру смањена на око 65 долара по барелу у просеку, што је за 14,6% ниже него у истом периоду претходне године. Према оценама релевантних институција, она ће наставити да се креће силазном путањом и у наредном периоду, пре свега због вишка понуде на тржишту. Америчка енергетска информативна агенција (*EIA*) очекује да

¹² Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2020). „The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty”, *Journal of Monetary Economics*, 109, стр. 38–59.

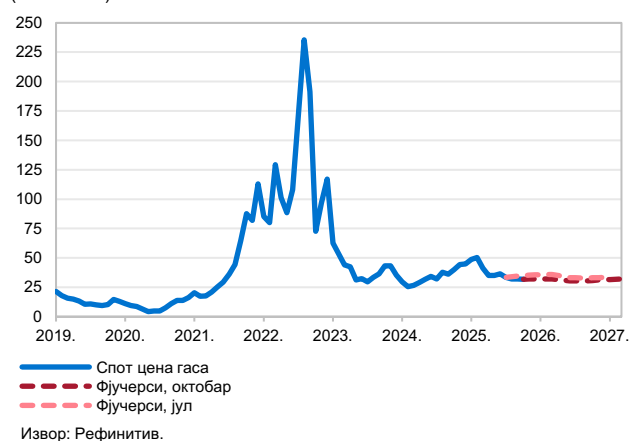
цена нафте крајем 2025. и 2026. износи око 59 и 53 долара по барелу, респективно. *Consensus Economics* прогнозира цену од 64 долара по барелу крајем 2025, као и да ће се на сличном нивоу кретати током наредне године. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цена нафте ће крајем 2025. износити око 64 долара по барелу у просеку, а затим ће се на сличном нивоу кретати и током 2026. године.

Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF, сезонски уобичајено због мање тражње током летњих месеци, кретала се доминантно силазном путањом током ТЗ и у просеку је износила око 33 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 410 долара за хиљаду кубних метара),¹³ што је за 7,6% ниже него у истом периоду претходне године. Упркос повећаној тражњи, цена гаса у октобру је наставила да се креће на нивоу од око 32 евра по мегават-сату, пре свега због високе попуњености складишта у ЕУ. На кретање цене гаса и у наредном периоду у највећој мери утицаће сезонске осцилације, при чему ће, према тржишним фјучерсима, крајем 2025. она бити за 28,4% нижа него годину дана раније, док ће у децембру 2026. бити нижа за 2,0%, м.г. посматрано. *Consensus Economics* очекује да крајем 2025. цена гаса буде м.г. нижа за 22,9%, а крајем 2026. за 7,8%.

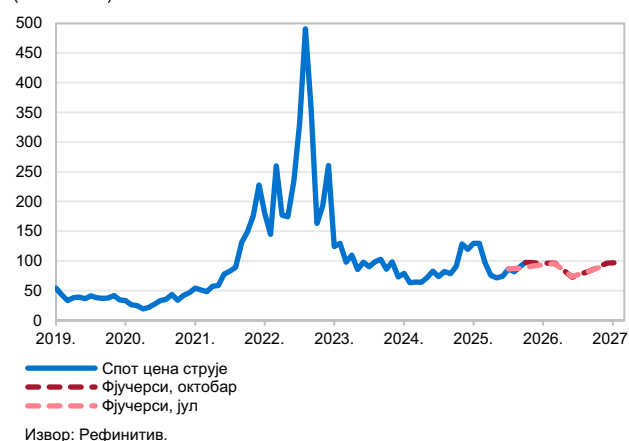
Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) кретала се доминантно узлазном путањом током ТЗ и у октобру, под утицајем повећане тражње због високих температура почетком јула, као и смањене производње из обновљивих извора. На пад цене током августа утицали су нижа тражња и смањење цене природног гаса. Цена електричне енергије на немачкој берзи у октобру износила је око 98 евра по мегават-сату у просеку, што је за 7,7% више него у истом периоду претходне године. Сличну путању имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, али је била на нешто вишем нивоу, тако да је у октобру у просеку износила око 123 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије на немачкој берзи кретаће се на сличном нивоу до краја 2027, уз одређене сезонске осцилације.

Након што је повећана у јулу, под утицајем ограничења прекомерне производње у појединим рудницима у Кини, **цена термалног угља** кретала се

Графикон V.0.19. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



Графикон V.0.20. Европска цена струје (EUR/MWh)



¹³ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh = 1.000 m³).

Графикон V.0.21. **Цене изабраних производа на светском тржишту**
(индекс, 2019 = 100)

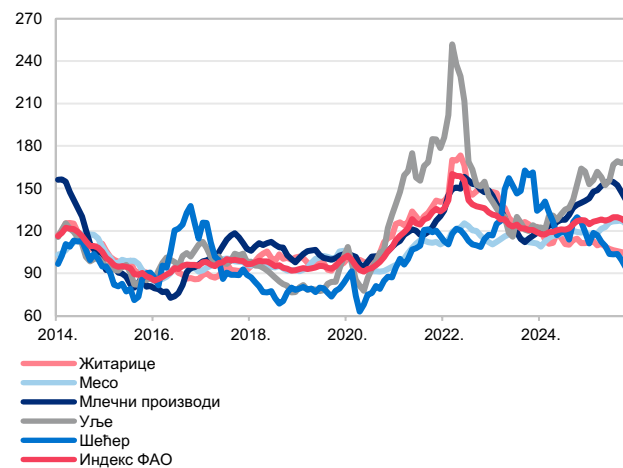


силазном путањом до краја ТЗ, услед повећане понуде из Аустралије и смањене глобалне тражње. Цена термалног угља је у октобру поново повећана, пре свега због појачане тражње, и у просеку је износила око 108 долара по тони, али је и поред тога за 1,4% нижа него на крају Т2. *Consensus Economics* не очекује у наредном периоду значајне промене цене угља, која би до краја 2026. trebalo да остане стабилна на нивоу око 110 долара по тони.

Након што су се од почетка године кретале углавном узлазном путањом, под утицајем снажне тражње и ограничене понуде из земаља значајних извозника, **светске цене минералних ђубрива** у септембру су умерено смањене, али су и поред тога биле за 4,5% више него у јуну, а м.г. посматрано више за 25,9%.

Светске цене већине метала и минерала кретале су се узлазном путањом током ТЗ и у октобру, првенствено услед повишене неизвесности у вези с царинским политикама САД и њихових кључних партнера. *Consensus Economics* очекује наставак раста цена метала до краја године, а затим њихов пад у наредној. Према овим прогнозама, индекс светских цена основних метала¹⁴ на крају 2025. биће виши за 7,0% него на крају 2024. године, а у децембру 2026. за 3,6% нижи него крајем 2025. године.

Графикон V.0.22. **Индекс светских цена хране**
(номинално, 2014–2016 = 100)



Светске цене хране, мерене индексом ФАО, благо су порасле у ТЗ, па су у септембру биле за 0,5% више у односу на јун, док су м.г. посматрано биле више за 3,4%. Током ТЗ повећане су цене меса (1,5%), које су у септембру достигле свој највиши ниво од када постоје упоредиви подаци, као и цене биљних уља (7,8%). Насупрот томе, смањене су цене млечних производа (4,7%), шећера (4,0%) и житарица (2,1%). У октобру су цене готово свих категорија хране смањене, изузев цена биљних уља, при чему је индекс ФАО био за 1,6% нижи него у септембру, док је у односу на исти период претходне године био нижи за 0,3%. Поред тога, **светска цена кафе**, након смањења у јулу, кретала се узлазном путањом до краја ТЗ и у октобру, при чему је композитни индекс кафе, који објављује Светска организација кафе, крајем октобра био за 22,5% виши него на крају јуна. Насупрот томе, **светска цена какаоа** кретала се доминантно силазном путањом до краја октобра, тако да је крајем месеца смањена на око 6.090 долара по тони, што је за 27,3% ниже него крајем јуна.

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

Светске цене примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје) доминантно су се кретале силазном путањом током ТЗ и октобра, под утицајем очекиваног рекордног приноса кукуруза у САД, слабљења долара према евр, као и високих залиха пшенице. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа наставиће да се благо смањују у наредном периоду, па би крајем 2025. требало да буду за 1,9% ниже него на крају 2024, а затим да се током 2026. опораве и крајем године буду за 6,0% више него крајем 2025. године.

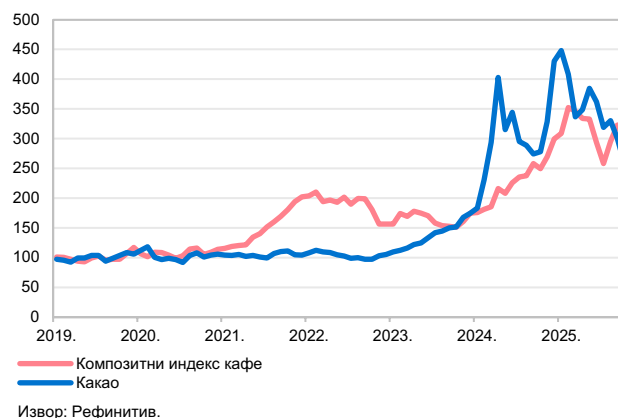
Интерне претпоставке

До објављивања коначних података у марту наредне године, а на основу података РЗС-а о очекиваним приносима јесењих култура на дан 5. септембра, у новој пројекцији смо претпоставили да ће овогодишња **домаћа пољопривредна сезона** бити испод вишегодишњег просека, на нивоу или благо испод прошлогодишње, због изузетно лоших временских услова. Процењује се да је производња пшенице и сунцокрета боља него прошле године, док је производња кукуруза подбацила, као и шећерне репе и соје. Када је реч о воћу, производња готово свих врста знатно је мања у односу на прошлу годину. За кретање инфлације је важна производња и понуда воћа и поврћа, а за БДП пре свега род житарица. У погледу наредне пољопривредне сезоне, у новој пројекцији смо претпоставили да ће она бити боља од овогодишње, имајући у виду да су последње две сезоне биле исподпросечне. Модернизација опреме и већа примена агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди, утицаће на раст пољопривредне производње у наредним годинама. Ипак, климатски фактори ће и даље имати знатан утицај на пољопривреду, нарочито ако се има у виду да се последњих година током лета често бележе екстремно високе температуре и сушни периоди.

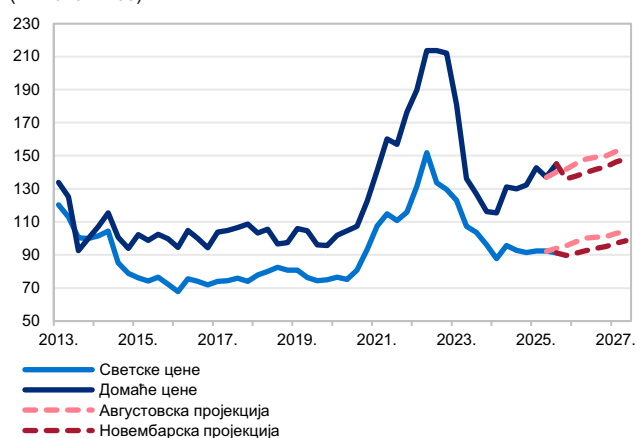
Након 4,2% у 2024. години, процењујемо да ће **раст регулисаних цена** ове године износити 6,3%, чему највише треба да допринесе раст цена комуналних услуга, струје и цигарета. За наредне две године претпоставили смо сличан раст регулисаних цена, од око 5%.

Када је реч о факторима који утичу на **домаћу потрошњу**, очекујемо да ће **зараде** и даље бити кључни извор потрошачке тражње, пре свега по основу даљег раста плата у јавном и приватном

Графикон V.0.23. **Цене кафе и какаоа на светском тржишту** (индекс, 2019 = 100)



Графикон V.0.24. **Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа*** (Т4 2013 = 100)



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

сектору, раста запослености, као и повећања минималне цене рада од 9,4% у октобру ове године и 10% у јануару наредне године. Очекује се да ће поменути раст минималне цене рада у извесној мери повећати притиске у правцу раста зарада у наредном периоду. С постепеним слабљењем инфлаторних притисака, реални раст зарада током хоризонта пројекције требало би да успори и приближи се расту продуктивности. Конкретно, претпостављамо да ће просечан реални раст зарада, након 9% прошле године, у овој и наредној години износити око 7%, а затим бити нижи.

Подршку расту потрошачке тражње пружиће и раст **пензија** у наредном периоду, чије би учешће у БДП-у требало да настави да се креће у распону 10–10,6%, као и **дознаке из иностранства**, чији прилив за ову годину пројектујемо на нивоу сличном прошлогодишњем. У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу делује и двоцифрен **раст кредитне активности**, на који су утицали попуштање кредитних стандарда и ниже каматне стопе – и за динарско задуживање и за задуживање у евро знаку – захваљујући ублаженој монетарној политици Народне банке Србије и ЕЦБ-а. Такође, као резултат донетих мера за подршку задуживању грађана с нижим примањима и пензионера по повољнијим каматним стопама, очекујемо додатно убрзање кредитне активности према сектору становништва.

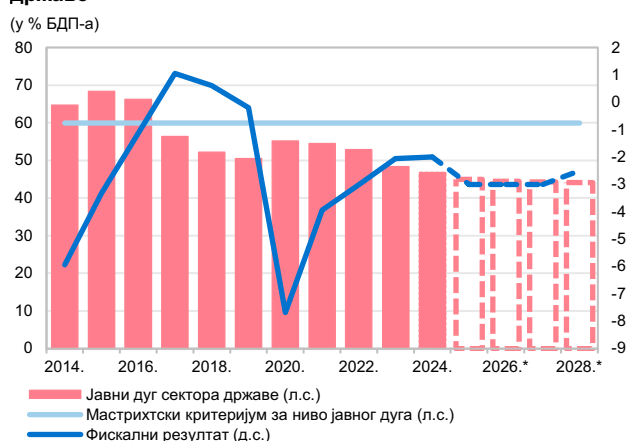
Поводом **санкција америчке администрације домаћој рафинерији нафте**, уведених због већинског руског власништва, које су након неколико одлагања ступиле на снагу 8. октобра ове године, у нашем основном сценарију за пројекцију инфлације и БДП-а претпоставили смо да ће коначан договор бити постигнут у кратком року, без значајнијих поремећаја у процесу производње и уредног снабдевања тржишта нафтним дериватима. Основу за такву претпоставку представља чињеница да се траже модалитети за превазилажење настале кризе и ублажавање последица које санкције доносе. Са изазовима би се могла суочити и производња основних метала због најаве Европске комисије да ће преполовити квоте за увоз челика без царине из земаља ван ЕУ, као и да ће повећати царине са 25% на 50% за увоз челика који превазилази те квоте како би се заштитила индустрија челика у ЕУ. Ипак, имајући у виду да је реч тек о предлогу Европске комисије, као и да ће се водити преговори ради избегавања измена квота и царина, у нашем основном сценарију претпоставили смо да производња основних метала неће бити изложена озбиљнијим тешкоћама у том погледу.

Фискална кретања у првих девет месеци 2025. године карактерише дефицит државног буџета од 62,3 млрд динара (0,8% БДП-а), док је суфицит примарног биланса износио 63,6 млрд динара (0,8% БДП-а).

Приходи буџета, реално посматрано, повећани су за 2,0% м.г., по основу раста пореза на доходак грађана, услед настављеног реалног раста зарада. Упркос повећању реалног расположивог дохотка, раст приватне потрошње становништва био је умеренији, што се одразило на неутралан допринос прихода од ПДВ-а. Допринос прихода од пореза на добит био је негативан (−0,9 п.п.), што је последица ниже профитабилности привреде у 2024. у поређењу с претходном годином. Међутим, она је и даље на високом нивоу и, према подацима Агенције за привредне регистре, износила је 866 млрд динара. **Расходи буџета** забележили су реални раст од 5,2%, у највећој мери вођен повећањем пензија и плата у јавном сектору, као и издацима за робу и услуге.

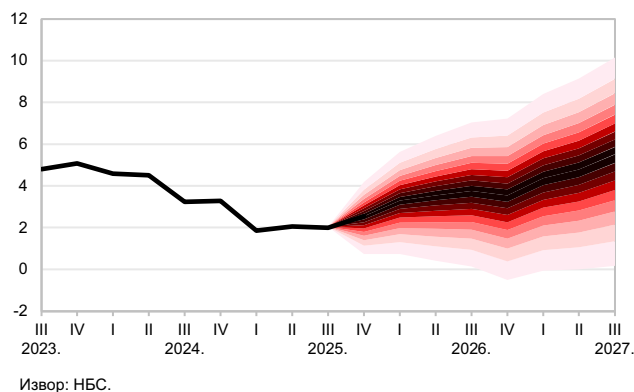
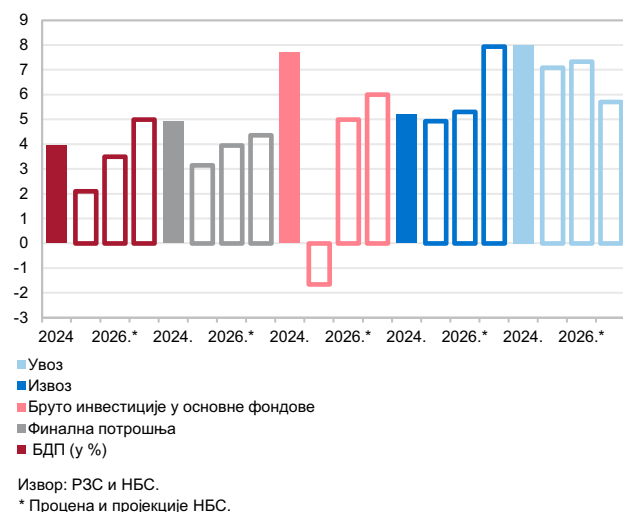
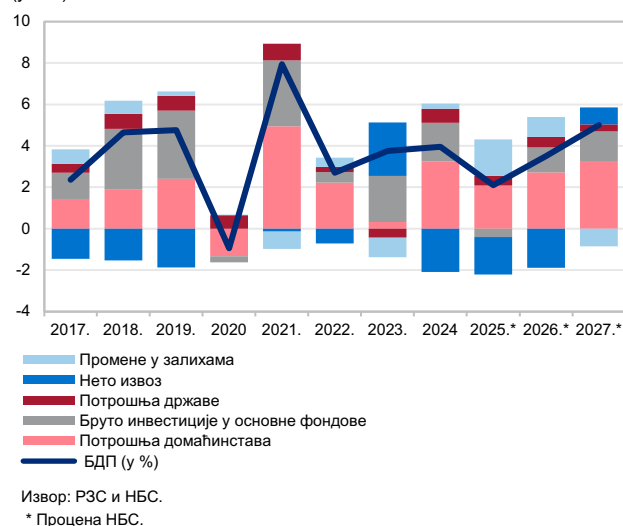
Средњорочни фискални оквир, представљен у Ревидираној Фискалној стратегији за 2026. годину са пројекцијама за 2027. и 2028. годину, не одступа знатно од претходног плана, већ задржава умерено експанзиван карактер фискалне политике у 2027. и 2028. по основу даљег инвестирања у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Планиран ниво дефицита остао је непромењен, на нивоу од 3% БДП-а за ову и наредне две године, након чега ће се постепено прилагодити фискалном правилу, чија ће примена започети од 2029. године. Ревизијом су, међутим, благо коригована навише учешћа јавних прихода и расхода у БДП-у, за по 0,3 п.п., у складу с фискалним резултатом оствареним у досадашњем делу године, као и с корекцијом БДП-а наниже. У оквиру структуре јавних прихода повећана је процена прихода од пореза на доходак грађана, по основу повољних кретања на тржишту рада, док је снижена процена прихода од ПДВ-а, услед умереније приватне потрошње становништва, чак и након повећања расположивог дохотка. Процена јавних расхода ревидирана је навише како би обухватила ванредно повећање зарада у октобру, при чему су истовремено смањени трошкови за куповину робе и услуга, као и капитални расходи, чије ће учешће у текућој години износити око 7% БДП-а, а затим ће се постепено смањивати у наредном периоду, уз задржавање релативно високог нивоа. Када је реч о будућој путањи **учешћа јавног дуга сектора државе у БДП-у**, планирано је да у 2025. години износи око 45%, при чему се, уз предвиђену динамику фискалног дефицита, до краја 2028. године очекује његово смањење на 44,1% БДП-а.

Графикон V.0.25. **Фискални резултат и јавни дуг сектора државе**



Извор: Министарство финансија.

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

Графикон V.0.26. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)Графикон V.0.27. Реални раст БДП-а и компонената,
расходна страна
(у %)Графикон V.0.28. Доприноси реалном расту БДП-а
(у п.п.)

Пројекција БДП-а

И даље изражена глобална неизвесност, јачање протекционистичких политика и трговинских баријера, уз друштвено-политичке тензије у земљи, негативно су се одразили на привредне токове у досадашњем делу године и утицали на пад инвестиционог и потрошачког поверења. Узимајући обзир остварена кретања у домаћој привреди у П1, као и изостанак претходно очекиваног убрзања раста економске активности у Т3, **наша нова пројекција БДП-а за ову годину нижа је од августовске и износи 2,1%.** С обзиром и на нижи ефекат пренетих тенденција из ове године, наша нова пројекција раста БДП-а за 2026. износи 3,5%, док за 2027. годину, услед одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо”, очекујемо убрзање раста на око 5%.

Домаћа тражња ће наставити да буде главни покретач раста економске активности у наредном периоду. Ипак, њен допринос БДП-у у овој и 2026. години коригован је наниже у односу на претходну пројекцију, углавном због ниже инвестиционе активности, док је за 2027. годину корекција позитивна. У структури домаће тражње, најзначајнији позитиван допринос очекује се од потрошње домаћинстава. Након негативног доприноса у овој години, раст у наредне две године подржаће и бруто инвестиције у основне фондове, првенствено приватне инвестиције. Очекујемо да ће реални увоз у текућој и наредној години расти брже од извоза, подстакнут порастом личне потрошње и повећаном потражњом привреде за увозним средствима, као и још увек ниском екстерном тражњом, због чега ће **нето извоз** имати негативан допринос расту БДП-а. У 2027. години очекује се позитиван допринос нето извоза, захваљујући расту извоза, посебно туристичких и пословних услуга, што ће бити подстакнуто одржавањем изложбе „Експо”.

Посматрано по појединачним компоненатама, **приватна потрошња**, која чини највећи део БДП-а, према новембарској пројекцији, требало би да обезбеди најзначајнији позитиван допринос расту економске активности у 2025. години, од 2,1 п.п. Њен допринос ће у наредне две године постепено расти, достижући 2,7 п.п. у 2026. и 3,2 п.п. у 2027. Раст личне потрошње биће подржан повећањем расположивог дохотка, захваљујући позитивним трендовима на тржишту рада, укључујући очекивани даљи раст плата и запослености, као и повећање пензија у складу с фискалним правилима. Значајно је истаћи да ће очекивани раст зарада у средњем року

бити првенствено резултат повећане продуктивности рада, па се по овом основу не очекују значајни инфлаторни притисци. Истовремено, реални расположиви доходак биће подржан повољнијим условима кредитирања и даљим растом кредитне активности, захваљујући ефектима досадашњег ублажавања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а. Такође, мере Народне банке Србије омогућиле су повољније кредитне услове за запослене и пензионере с нижим месечним примањима, што ће додатно стимулисати раст расположивог дохотка домаћинства.

Државна потрошња наставиће и, према новембарској пројекцији, позитивно да доприноси расту БДП-а, са 0,5 п.п. у овој години, колико ће у износити и њен допринос у наредној години, да би у 2027. тај допринос био смањен на 0,3 п.п. Пројекција раста државне потрошње уважава планиране издатке за плате и раст расхода за робу и услуге по основу реализације програма „Експо 2027”.

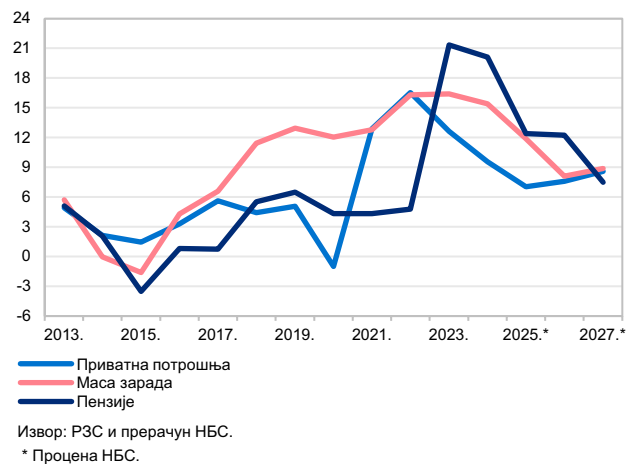
Удружено деловање спољних и унутрашњих фактора највише се одразило на успоравање инвестиционе активности у текућој години. С тим у вези, **приватне инвестиције** забележиле су пад у текућој години и негативно допринеле расту БДП-а са 0,6 п.п. Ипак, уз очувану профитабилност домаће привреде из претходних година (866 млрд динара у 2024), очекивани наставак прилива СДИ, као и повољније услове задуживања захваљујући досадашњем ублажавању монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а и по том основу раст кредитне активности, очекујемо да приватне инвестиције у наредне две године позитивно допринесу расту БДП-а са око 1,3 п.п. у просеку.

Уважавајући планиране капиталне издатке државе у наредном периоду, који су дефинисани *Ревидираном фискалном стратегијом за 2026. годину са пројекцијама за 2027. и 2028. годину*, наша нова пројекција БДП-а претпоставља мањи допринос **државних инвестиција** расту економске активности у текућој и наредне две године. Очекује се благи позитиван допринос од 0,1 п.п. у 2025. години, док би допринос расту БДП-а у наредне две године требало да буде неутралан.

И новембарска пројекција претпоставља даљи раст **залиха** током 2025. и 2026. године, с обзиром на и даље релативно ниску екстерну тражњу и неопходност обезбеђења енергетске сигурности.

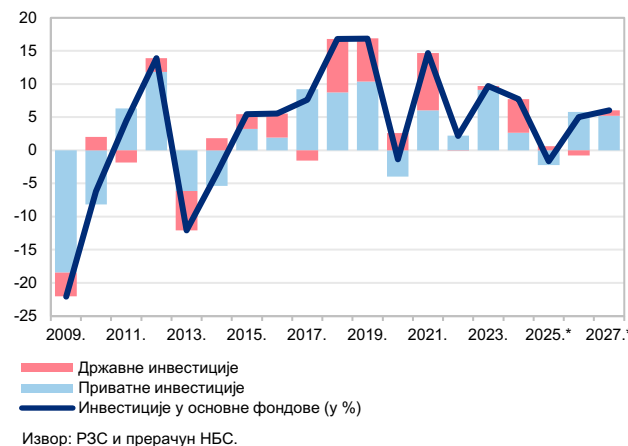
Графикон V.0.29. Стопа раста приватне потрошње и њених извора

(номиналне мг. стопе, у %)



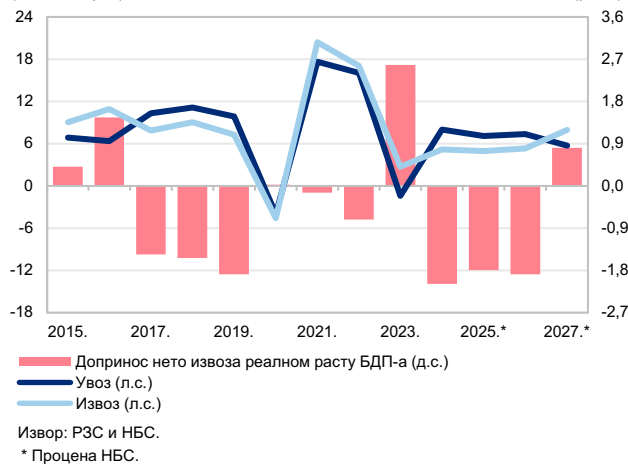
Графикон V.0.30. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



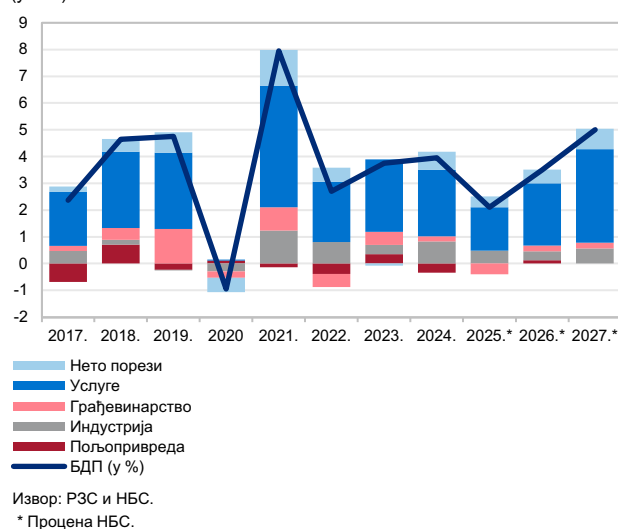
Графикон V.0.31. Реални раст извоза и увоза

(мг. стопе, у %)



Позитиван допринос расту БДП-а у текућој години очекује се и од **извоза робе и услуга** као резултат раста извоза пре свега прерађивачке индустрије, где значајан допринос обезбеђује почетак серијске производње у аутомобилској индустрији и повезаним гранама. Битно је истаћи да је извоз наставио да расте упркос и даље ниској екстерној тражњи и неповољним глобалним кретањима, што указује на отпорност домаћег извозног сектора захваљујући његовој географској и производној диверсификацији. Даљи раст извоза очекује се и у наредне две године и биће подржан ефектима инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и одржавањем изложбе „Експо”, захваљујући чему смо пројектовали постепено убрзање раста извоза до 8% у 2027. Томе ће значајну подршку пружити и позитивни трендови у размени услуга са иностранством, за које очекујемо да се наставе и у текућој и у наредним годинама, а првенствено ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта (и поред очекиваног раста увоза, пре свега туристичких услуга у условима раста личне потрошње). Имајући у виду потребу планираних инвестиционих активности у наредном периоду, као и раст личне потрошње, за 2025. и 2026. годину пројектовали смо бржи реални раст **увоза робе и услуга** у односу на извоз. Све наведено за последицу би требало да има негативан допринос **нето извоза** у текућој и наредној години (у просеку око 1,8 п.п.), док у 2027. години очекујемо позитиван допринос нето извоза (од 0,8 п.п.), чему, између осталог, треба да допринесе и значајан број посетилаца изложбе „Експо”. (Према нашој тренутној процени, око 3 млн страних туриста посетиће нашу земљу за три месеца трајања изложбе.)

Графикон V.0.32. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)



Посматрано с производне стране, новембарска пројекција, слично претходној, претпоставља да ће раст БДП-а у 2025. и надаље водити **услужни сектори**, мада уз нешто мањи позитивни допринос него што је било предвиђено у августовској пројекцији. Очекује се да допринос услужних сектора расту укупне економске активности порасте са 1,6 п.п. у 2025. на 3,5 п.п. у 2027. години. Томе ће допринети раст приватне потрошње, подржан позитивним трендовима на тржишту рада, растом расположивог дохотка и повољнијим кредитним условима. Такође, очекује се да ће долазак бројних посетилаца изложбе „Експо” позитивно утицати на раст активности у услужним секторима. У складу с растом потрошње и услужних делатности, што ће за резултат имати и бољу наплату пореских прихода, пројекција претпоставља позитиван допринос расту БДП-а од **нето пореза**, који би, према нашој процени, требало да у просеку износи око 0,6 п.п. годишње. Иако нижи

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

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

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

него у претходној пројекцији, пројектован је и раст активности производних сектора, чији збирни допринос расту БДП-а, према новој пројекцији, у 2025. износи 0,1 п.п., у 2026. 0,7 п.п., а у 2027. години 0,8 п.п. Корекција у овом делу пројекције уважава чињеницу да су домаћој нафтној индустрији ипак почетком октобра уведене санкције због већинског руског власништва. Упркос томе, претпостављамо да ће се у кратком року наћи адекватно решење које би омогућило несметан наставак производње и извоза нафтних деривата. Поред тога, претпоставили смо да најављене царине на наш извоз челика у ЕУ неће бити примењиване у пуној мери. У складу с тим, највећи позитиван допринос у производном сектору и даље се очекује од **прерађивачког дела индустрије** (у просеку око 0,3 п.п. годишње), у којем очекујемо активирање нових и проширење постојећих капацитета у аутомобилској индустрији услед започете серијске производње електричних возила у Крагујевцу и аутомобилских гума. Позитиван допринос очекује се и од **рударства** (0,1 п.п.), захваљујући већој експлоатацији угља и руде метала (посебно бакра). Благи позитиван допринос од наредне године очекује се од **енергетике** као резултат планираних структурних реформи, у складу са аранжманом с ММФ-ом, почетка рада новог блока у термоелектрани „Костолац”, као и отварања нових капацитета обновљивих извора енергије.

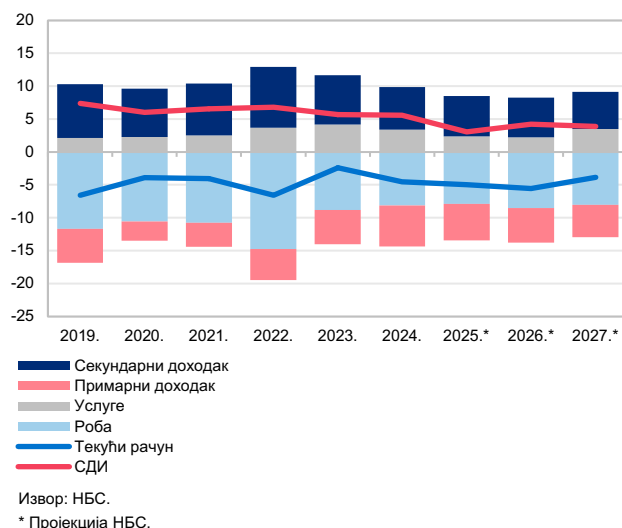
Након пада од око 8% у текућој години, позитиван, али нешто нижи допринос него у претходној пројекцији, требало би да обезбеди **грађевинарство** (0,2 п.п. у наредне две године) захваљујући планираној реализацији инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и реализацији програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

Када је реч о **пољопривреди**, према нашој процени, а узимајући у обзир до сада расположиве податке РЗС-а, који указују на то да је производња већине јесењих култура, нарочито кукуруза, нижа у односу на претходну годину и нашу претходну процену, очекујемо да ће пољопривредна производња у 2025. забележити стагнацију или благи пад у односу на 2024. годину. Исподпросечна пољопривредна сезона услед неповољних климатских услова (мраз током пролећа, високе температуре у јуну, уз малу количину падавина) за последицу има 0,1 п.п. нижи допринос расту БДП-а у односу на августовску пројекцију. Модернизација опреме и већа примена агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди, деловаће у правцу раста пољопривредне производње у наредним годинама. Ипак, ефекат на пољопривреду у великој мери ће и даље зависити од климатских фактора, нарочито ако се има у виду да се последњих година током лета често бележе температуре изнад вишегодишњих просека уз малу количину падавина. Под претпоставком да ће следећа сезона бити на нивоу петогодишњег просека, који узима у обзир и негативне ефекте климатских фактора на пољопривредну производњу претходних година, а након прошлогодишње и овогodiшње суше, у наредној години очекујемо благи позитиван допринос пољопривреде.

Пројекција екстерне позиције Србије

С обзиром на остварења у досадашњем делу године, која су боља од претходно очекиваног, наша нова пројекција **дефицита текућег рачуна** у 2025. коригована је у складу с тим и износи 4,4 млрд евра, тј. око 5,0% БДП-а, што је близу просечне равнотежне стопе. Наша пројекција узима у обзир очекивано убрзање раста извоза робе и услуга у наредним годинама, чему, поред инвестиција у извозне секторе из претходних година и активирања нових капацитета у аутомобилској индустрији, треба да допринесе и постепени опоравак екстерне тражње. Истовремено, очекујемо даљи раст увоза робе и услуга, првенствено по основу већег увоза опреме и репроматеријала за потребе наставка инвестиционог циклуса, као и раст увоза потрошне робе и туристичких услуга захваљујући већем расположивом доходу становништва. То ће за последицу имати благо већи дефицит текућег рачуна у 2026. од око 5,6% БДП-а, док ће у 2027. години одржавања специјализоване изложбе „Експо”, и раст извоза туристичких услуга допринети да дефицит текућег рачуна буде снижен на око 4% БДП-а.

Графикон V.0.33. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)

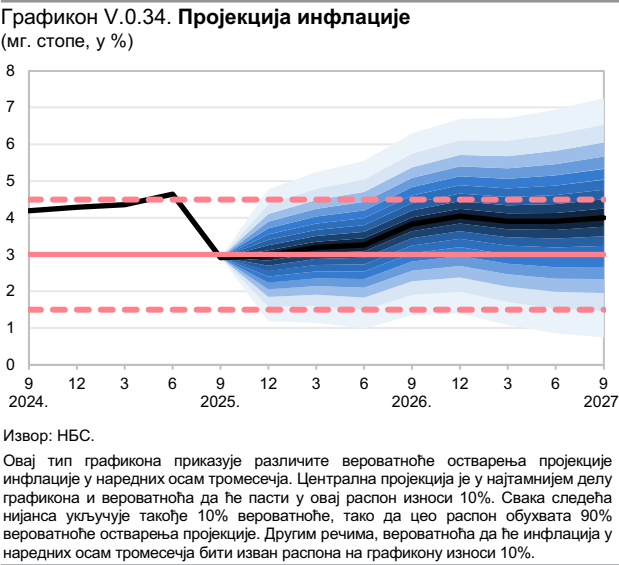


Када је реч о осталим компонентама текућег рачуна платног биланса, претпоставка пројекције је и да ће суфицит секундарног дохотка износити око 6% БДП-а и да ће у потпуности неутралисати дефицит доходака од фактора производње (пре свега доходака по основу СДИ и рада), који се процењује на око 5,5% БДП-а у 2025, а затим постепено опада на 5,3% у 2026. и на 4,9% у 2027. Код **прилива по основу СДИ** очекујемо задржавање високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе, при чему је наша процена да ће се наредних година кретати око 4% БДП-а.

Пројекција инфлације

Према нашој новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће се **мг. инфлација до краја ове и почетком наредне године кретати на сличном нивоу као у септембру – око централне вредности циља**. На то ће у највећој мери утицати уредба којом су ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%. **Након тога, до краја 2026. године, као и у средњем року, мг. инфлација би требало да настави кретање у границама циља (3 ± 1,5%),** при чему ће ниска база из септембра ове године утицати на то да се инфлација крајем 2026. креће око 4%. Поред ефеката ове уредбе, на такву путању инфлације утицаће даље попуштање трошковних притисака из међународног окружења, као и слабљење долара према еврџу. Такође, долазак нове пољопривредне сезоне, под претпоставком да буде боља од овогодишње, требало би да допринесе нижим ценама воћа и поврћа, док би у супротном смеру требало да делује раст расположивог дохотка за потрошњу, али ни по овом основу не очекујемо веће инфлаторне притиске, јер ће раст зарада у великој мери бити праћен и растом продуктивности. У 2027. години очекујемо додатни раст тражње због одржавања изложбе „Експо”, тако да просечну инфлацију пројектујемо на око 4%.

У поређењу с претходном пројекцијом из августа, нова пројекција инфлације има другачију путању, пре свега због примене **Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, којом су, почев од септембра, у периоду од шест месеци ограничене трговинске марже на прехранбене производе, као и на поједине производе кућне хемије, на 20%.** Као резултат деловања наведене уредбе, мг. инфлација је у септембру знатно успорила – на ниво



Табела V.0.5. Најважније претпоставке пројекције

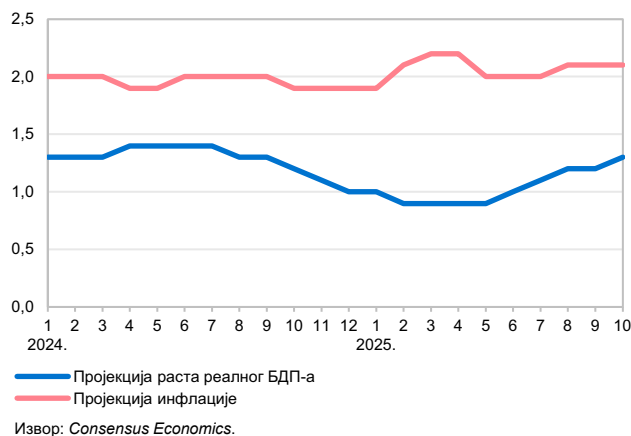
	2025.		2026.		2027.	
Екстерне претпоставке	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.
Извештаја о инфлацији						
Раст БДП-а у зони евра	1,1%	1,2%	1,1%	1,0%	1,3%	1,3%
Инфлација у зони евра (просек)	2,0%	2,1%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Тромесечни EURIBOR (децембар)	1,8%	2,0%	1,9%	1,9%	2,2%	2,1%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	4,4%	-1,9%	5,9%	6,0%	-0,3%	2,7%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	68	64	67	63	67	64
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,8%	6,3%	5,3%	5,4%	5,0%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

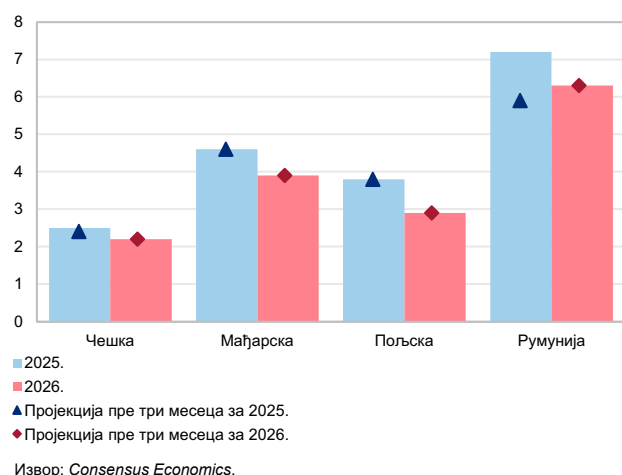
Извор: ЕЦБ, Consensus Economics, Euronext, CBOT, Блумберг и НБС.



Графикон V.0.36. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2025. (у %)



Графикон V.0.37. Пројекција раста потрошачких цена (у %)



Графикон V.0.38. Пројектовано кретање производног јаз* (у % потенцијалног производа)



око централне вредности циља од 3% и, према пројекцији, наставиће релативно стабилно кретање на сличном, па и нешто nižем нивоу до краја ове и почетком наредне године. Када у марту 2026. ова уредба престане да важи, инфлација ће благо убрзати у Т2, при чему се не очекује повратак маржи на нивое пре њеног ступања на снагу, што треба да се обезбеди доношењем системских закона. Након тога, инфлације ће крајем 2026. године бити близу 4%, на шта ће у великој мери утицати ниска база из ове године услед ступања на снагу поменуте уредбе у септембру.

Према нашој оцени, **карактер монетарне политике и даље је рестриктиван**, иако се степен рестриктивности у претходној години дана смањивао као резултат смањења референтне каматне стопе у периоду јун–септембар прошле године за укупно 75 б.п. Притом, **једнонедељни BELIBOR, који је, реално посматрано, у Т3 2025. износио 1,0%, указује на то да је степен рестриктивности монетарне политике у односу на претходно тромесечје готово непромењен.**

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

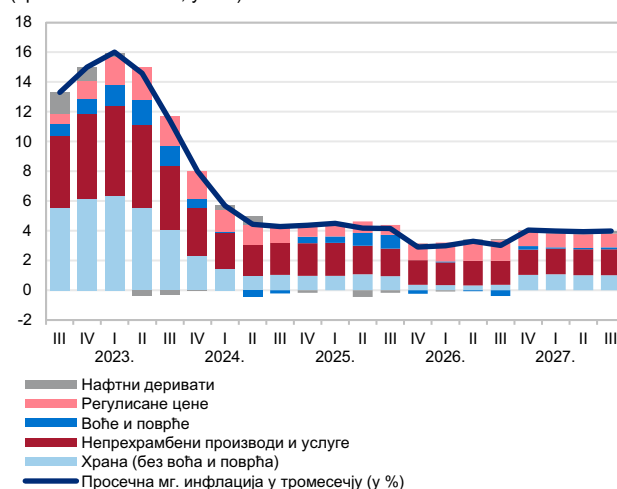
Као и у претходним пројекцијама, једна од претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији и даље је смањење **увозне инфлације**. При томе, смањење глобалне инфлације, као и инфлације у зони евра, која је за Србију посебно важна с обзиром на обим спољнотрговинске размене, биће вођено смањењем базне инфлације (у складу са успоравањем раста потрошачке тражње услед очекиваног успоравања раста зарада), с тим да ће она у већини земаља остати изнад укупне инфлације.

Када је у питању **агрегатна тражња**, процењујемо да ће **производни јаз** у Т3 и Т4 2025. бити негативан, али да ће се током П1 наредне године смањити на неутралан ниво и након тога бити благо позитиван до

краја периода пројекције. Позитиван допринос оцени производног јаза долази од раста реалних зарада током целог периода пројекције, као и од фискалног импулса, док у супротном смеру делују индекс монетарних услова и нижа екстерна тражња. На раст расположивог дохотка за потрошњу највише ће утицати очекивани реални раст зарада услед раста минималне зараде. Повећање минималне цене рада у Т4 ове и Т1 наредне године деловаће на бржи раст реалних зарада од њиховог дугорочног тренда, што ће утицати на повећање позитивног јаза. Ипак, како буду постепено слабили притисци на даљи раст зарада, раст **реалних зарада током хоризонта пројекције требало би да успори на ниво раста продуктивности**. Такође, услови кредитирања су повољнији него у прошлој години, што би требало да резултира даљим растом кредитне активности. Расту кредитне активности допринеће и донете мере за подршку задуживању по нижим каматним стопама грађана с нижим примањима и пензионерима, као и омогућавање повољнијег задуживања младих за куповину прве непокретности. Када је реч о **екстерној тражњи**, пројекције раста светске привреде нешто су повољније него пре три месеца, али и даље представљају смањење у односу на пројекције пре промене трговинских политика. Очекујемо да ће екстерна тражња у кратком року остати прилично слаба, како се светска привреда буде прилагођавала новом систему царина. Међутим, фискални подстицаји, као и ефекти претходног ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, дају основ за очекивање да би економска активност у зони евра ипак могла да убрза у наредном периоду.

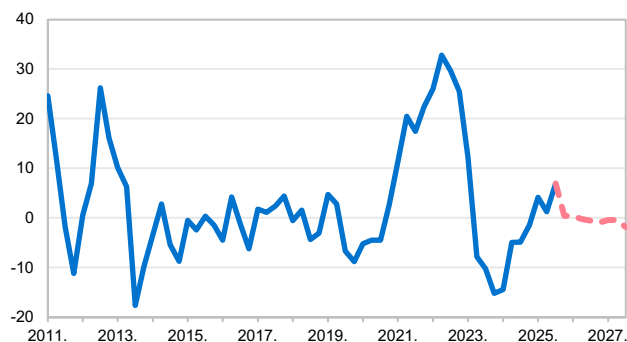
Посматрано по појединачним компонентама, очекујемо да ће се допринос **цена хране (без воћа и поврћа)** м.г. инфлацији, који је у септембру знатно снижен услед примене Уредбе, постепено повећати током хоризонта пројекције, са 0,4 п.п., колико ће износити крајем ове године, на 1,0 п.п. на крају периода пројекције, због деловања ефекта ниске базе код цена хране током примене Уредбе. Претпоставка пројекције је да се, по престанку важења Уредбе, марже неће вратити на ниво пре њеног доношења. Томе би требало да допринесе доношење системских закона којима ће се унапредити регулација тржишта и спречити појава непоштених трговачких пракси, с циљем очувања стабилности цена и заштите потрошача. С друге стране, процењујемо да по основу трошкова произвођача хране не постоје изражени притисци на малопродајне цене хране. На основу фјучерса за примарне пољопривредне производе очекујемо да ће трошкови сировина у производњи

Графикон V.0.39. Доприноси м.г. инфлацији по компонентама (просечне м.г. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон V.0.40. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране (одступање у % од тренда)

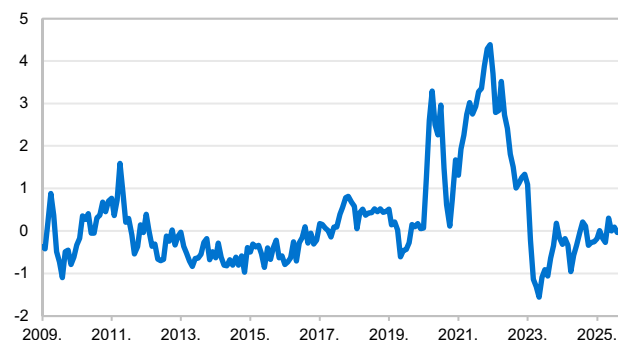


Извор: НБС.

хране (без воћа и поврћа) од Т4 ове године бити близу свог неутралног нивоа, а од П1 наредне године и благо испод њега, тако да по том основу очекујемо дезинфлаторно дејство на малопродајне цене хране.

Претпостављамо да ће се цене **воћа и поврћа**, које су у претходном периоду због неповољних временских прилика забележиле знатан раст, вратити свом дугорочном тренду већ у Т4 ове године. Због високе базе из већег дела ове године и под претпоставком да ће у 2026. години пољопривредна сезона бити боља од овогодишње, њихов допринос м.г. инфлацији требало би да буде благо негативан током већег дела 2026. године, а затим око неутралног нивоа.

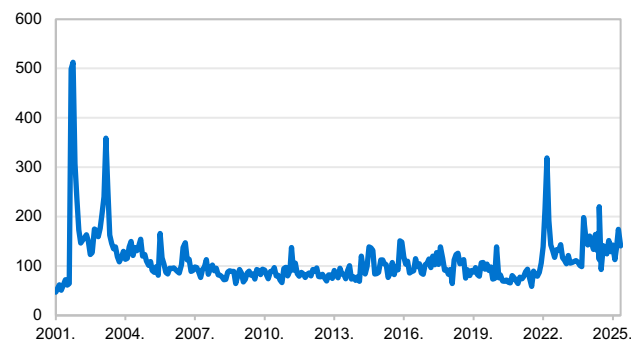
Графикон V.0.41. Притисци у глобалним ланцима снабдевања (индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

Допринос цена **непрехрамбених производа и услуга** инфлацији требало би да остане релативно стабилан током хоризонта пројекције, на нивоу око 1,7 п.п. С једне стране, повећање минималне зараде у одређеној мери ће се одразити на раст трошкова услужних сектора, као и на повећање расположивог дохотка за потрошњу, али се по овим основама не очекује значајније инфлаторно дејство. Поред тога, кретање цена непрехрамбених производа и услуга у великој мери зависи од цена бројних увозних производа. Такође, смањене су трговинске тензије и бојазан да би могло доћи до застоја у глобалним ланцима снабдевања, па се и индекс притисака у глобалним ланцима снабдевања креће око нуле, а и показатељи трошкова међународног контејнерског транспорта налазе на ниском нивоу. Уз то, пројектује се да ће инфлација у зони евра у хоризонту пројекције бити благо испод циља од 2%.

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>.

У новој пројекцији очекујемо да ће допринос **цена нафтних деривата м.г. инфлацији** у наредној години дана варирати око нуле (од -0,1 п.п. до 0,2 п.п.), што је нешто ниже него у претходној пројекцији, да би се потом стабилизовао на 0,2 п.п. до краја хоризонта пројекције. Разлог за то је претпостављена нешто нижа светска цена нафте према фјучерсима са светских берзи. Претпостављамо, такође, да ће се у наредном периоду постићи решење које ће обезбедити наставак производње и уредно снабдевање домаћег тржишта нафтним дериватима.

У новој пројекцији очекујемо раст **регулисаних цена** у овој години од 6,3% (5,8% у претходној пројекцији), док пројектовани раст ових цена у 2026. и 2027. години готово да није мењан (5,4% и 5,0%). То ће резултирати доприносом регулисаних цена м.г. инфлацији крајем ове године од око 1,1 п.п., а на сличном нивоу биће и допринос крајем 2026. године.

Ризици пројекције

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се односе на раст протекционизма, више царине и неизвесну трговинску политику на глобалном нивоу, иако су донекле смањени споразумима склопљеним међу водећим светским економијама. Још увек су изражене и геополитичке тензије, од чијег развоја у великој мери зависи кретање светских цена енергената. Геополитичке тензије и раст протекционизма могу се негативно одразити на производњу и извоз домаће прерађивачке индустрије, посебно на производњу нафте и основних метала. Светске цене примарних пољопривредних производа и других сировина у производњи хране зависе и од карактера глобалне пољопривредне сезоне. **Од ризика из домаћег окружења**, важни су брзина раста домаће тражње и карактер наредне пољопривредне сезоне.

Трговинске тензије на глобалном нивоу и даље представљају један од ризика наше пројекције инфлације и БДП-а. Постоји могућност да у кратком року више тарифе донесу теже последице по светску привреду од очекиваних и проузрокују застоје у глобалним ланцима снабдевања. Такође, у средњем року ефекти неизвесних будућих трговинских политика водећих економија на инвестиционо и потрошачко поверење могли би бити израженији од очекиваних. Иако се чини да се укупна ефективна царинска стопа стабилизovala на 16–18%, према процени *Fitch Ratings*-а, поставља се питање у којој мери би се поменути ризици могли одразити на раст наших цена и слабљење економске активности. С друге стране, светска привреда је до сада показала приличну отпорност на шокове којима је била изложена, па многи аналитичари закључују да је постала флексибилнија и отпорнија него раније. Прилагођавања у ланцима снабдевања, за сада, одвијају се прилично глатко, без ометања глобалног привредног раста. Преовлађује став да ће повећање царина деловати инфлаторно у земљама које их уводе, пре свега у САД, док ће се земље према којима се царине промењују суочавати с негативним шоком на страни тражње, што ће деловати дезинфлаторно. Повећане царине утичу на преусмеравање трговинских токова по регионима, земљама и секторима, а пре свега на преусмеравање кинеске робе, која би сада могла бити јефтинија у Европи.

Један од важних ризика наше пројекције инфлације и БДП-а и даље је **геополитички ризик**, пре свега сукоб на Блиском истоку и Украјини, као и затегнута

Табела V.0.6. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације

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

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

ситуација у Карипском мору између САД и Венецуеле, што доприноси повећаној волатилности цена примарних производа на глобалном нивоу и ограничава трговину и инвестиције међу земљама. У ЕУ се очекује забрана увоза руског гаса за земље чланице од 1. јануара 2026, уколико не постоје склопљени краткорочни и дугорочни уговори, а уколико они постоје, крајњи рок је 1. јануар 2028. године, од када се очекује да више неће бити руског гаса у ЕУ. Изненадне политичке одлуке одражавају се не само на светска тржишта примарних производа већ и на финансијска тржишта, уз посебну осетљивост девизних курсева, што уноси додатни слој неизвесности. Монетарној политици је увек теже да постигне ценовну стабилност у случају шокова на страни понуде, који истовремено доводе до раста цена и смањења БДП-а, па је стога потребна појачана опрезност. С друге стране, мировни предлози и могућност преговора на Блиском истоку и између Русије и Украјине дају наду да би се геополитичка ситуација могла поправити чак и у кратком року.

Геополитичке тензије за последицу су имале и увођење **санкција америчке администрације домаћој нафтној индустрији** од 8. октобра ове године због већинског руског власништва. Имајући у виду да се траже модалитети како да се превазиђе настала криза и умање последице које санкције доносе, у основном сценарију наше пројекције претпоставили смо да ће се постићи коначан договор без значајнијих проблема у процесу производње и уредног снабдевања тржишта нафтним дериватима. Ипак, по овом основу могућа су одређена ограничења у производњи и извозу уколико се у кратком року не нађе коначно решење. Са изазовима се суочава и производња основних метала због најаве Европске комисије да ће преполовити квоте за увоз челика без царине из земаља ван ЕУ, као и да ће повећати царине са 25% на 50% за увоз челика који превазилази те квоте како би се заштитила индустрија челика у ЕУ.

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.

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, актуелне **друштвено-политичке тензије у нашој земљи** могу негативно утицати на економска очекивања и ниво поверења, а тиме и на мањи раст инвестиција и личне потрошње од очекиваног. С друге стране, њихово смиривање допринело би побољшању укупног економског амбијента и бржем расту економске активности.

Као и у претходним пројекцијама, ризик пројекције БДП-а, нарочито за наредну годину, потиче и од тога **колико ће бити произведено електричних возила 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, зависно од тражње за овим возилима, првенствено у европским земљама.

Ризик пројекције инфлације и БДП-а представља и домаћа пољопривредна сезона, за коју смо у новој пројекцији претпоставили да ће наредне године бити боља од овогодишње, с обзиром на то да је две године заредом била исподпросечна. Ипак, због неизвесних временских прилика одступања су могућа у оба смера. За инфлацију је важна производња и понуда воћа и поврћа, а за БДП пре свега род житарица.

Народна банка Србије наставиће да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да **одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од кретања инфлације**. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

Осврт 4: Алтернативни сценарио – нижи привредни раст у 2026. као последица пролонгиране глобалне неизвесности и ограничења у индустријској производњи

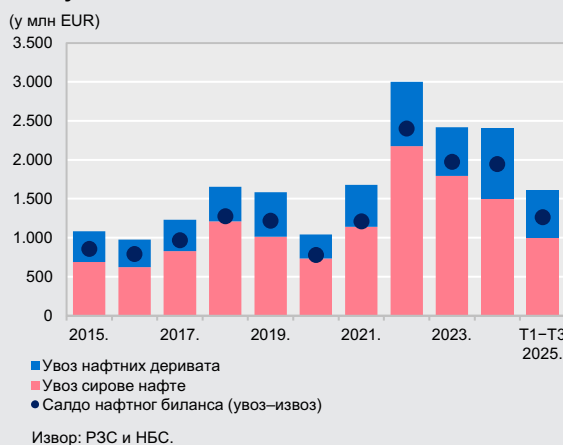
Продужена глобална неизвесност, раст протекционизма и изражене геополитичке тензије, уз друштвено-политичка дешавања у земљи, утицали су на то да наша пројекција раста БДП-а за 2026. сада износи 3,5%. Притом, због могућих ограничења у производњи и извозу прерађивачке индустрије због ступања на снагу санкција Канцеларије за контролу стране имовине Министарства финансија САД (енгл. *Office of foreign assets control – OFAC*) Нафтної индустрији Србије почетком октобра, као и због чињенице да би ЕУ могла да смањи квоте за увоз челика из Србије, постоји ризик да би привредни раст у 2026. могао бити и нижи од пројектованог. Тај ризик би могла да појача и продужена глобална неизвесност изазвана растом протекционизма и геополитичким тензијама, што би за последицу могло да има мањи раст потрошње и инвестиција у основна средства од очекиваног. Због тога смо у овом осврту анализирали канале кроз које би се материјализација ових ризика могла одразити на привредни раст, инфлацију и дефицит текућег рачуна платног биланса.

Ступањем на снагу санкција онемогућен је увоз сирове нафте путем нафтовода ЈАНАФ, којим је домаћа нафтна рафинерија до сада набављала највећи део ове сировине. Међутим, процењује се да за сада има довољно резерви сирове нафте за прераду и задовољавање потреба на домаћем тржишту за нафтним дериватима. У основном сценарију наше пројекције претпоставили смо да ће се у кратком року наћи решење које ће омогућити наставак несметане производње и извоза нафтних деривата. Ипак, уколико се у кратком року не би нашло адекватно решење и дође до привременог прекида или смањења прераде нафте, то би се одразило на активност у прерађивачкој индустрији, с обзиром на то нафтна индустрија чини значајан део прерађивачке индустрије (око 7%). Поред директног ефекта, у случају материјализације овог сценарија јавили би се и одређени индиректни ефекти. Један од негативних индиректних ефеката материјализовао би се преко нешто нижег промета у трговини на мало (будући да део трговине на мало обухвата и продају нафтних деривата), а вероватно би дошло и до одређеног пада промета у саобраћају услед већих трошкова пословања компанија, јер би недостатак домаће производње нафтних деривата делом могао бити надомештен увозом, али вероватно по вишој цени због повећаних логистичких трошкова. Поред саобраћаја, виши трошкови енергената погодили би и друге производне области привреде (пољопривреду, грађевинарство, рударство, енергетику), али је ове ефекте тешко прецизно квантификовати.

Посматрано с расходне стране, негативан ефекат на БДП имао би мањи извоз нафтних деривата и истовремено већи увоз, али би то делимично било компензовано нижим увозом сирове нафте. Очекујемо да би у том случају били присутни и индиректни негативни ефекти на БДП преко нешто ниже личне потрошње због мањег расположивог дохотка, као и нижих инвестиција.

У истом смеру, на активност у прерађивачкој индустрији и на извоз Србије деловало би и увођење рестриктивних мера Европске комисије у вези са увозом производа од челика у ЕУ. Према садашњим најавама, те мере обухватају повећавање царинске стопе са 25% на 50% и смањивање количинских квота за увоз који не подлеже царини за 50%. Ове мере су уведене као одговор на повећане протекционистичке мере у САД, као и ради заштите индустрије челика унутар саме ЕУ, где се процењује да је у просеку само две трећине укупних капацитета искоришћено. Сличне мере су већ биле донете 2019. године из истих разлога, када су имале утицај на

Графикон О.4.1. Увоз нафте, нафтних деривата и нето увоз



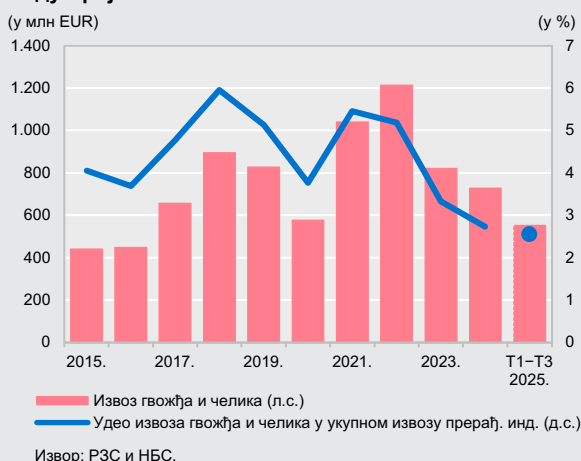
домаћу производњу челика, која је у међувремену смањена. Уколико би се следеће године мера применила на Србију онако како је опште прописано, то би имало негативни утицај на економску активност, по основу извоза, с обзиром на то да је српски извоз челика (који се у претходне две године кретао око милион тона) тренутно доминантно усмерен ка тржишту ЕУ и износи око 80%, док се скоро сав преостали извоз пласира у суседне државе (Босну и Херцеговину, Црну Гору и Северну Македонију). Ипак, треба имати у виду да је, захваљујући повећању и диверсификацији извозних капацитета као резултат вишегодишњих високих прилива СДИ, удео ове гране у извозу прерађивачкој индустрији почео да се смањује од 2022. године (Графикон О.4.2) и да је у прошлој години чинио испод 3% укупног робног извоза. Поред тога, мере ступају на снагу у јулу следеће године, а пошто су административне и распоређене по врстама производима и земљама, постоји одређени маневарски простор за другачије дефинисање појединачних количинских квота за Србију од опште донесених, па чак и могућност изузећа с обзиром на то да је Србија кандидат за улазак у ЕУ. Коначно, у случају смањених квота, утицај на извоз зависиће и од еластичности извозне понуде, односно способности проналажења других дестинација.

Важно је истаћи да није целокупна производња у овом сектору оријентисана само на извоз већ и на домаће тржиште, које учествује с једном трећином. Стога израчунавање укупног утицаја на економску активност зависи и од способности супституције челика који се увози за потребе домаће индустрије челиком који се производи на домаћем тржишту.

Ако би због ограничења у производњи и извозу прерађивачке индустрије по основу смањене производње нафте и основних метала раст БДП-а у 2026. години био нижи него у основном сценарију и износио 3%, то би се одразило и на дефицит текућег рачуна платног биланса, који би, због смањеног извоза нафтних деривата и челика, а истовремено повећаног увоза нафтних деривата, у том случају износио преко 6% БДП-а.

Када је реч о утицају на инфлацију, повећан увоз нафтних деривата, уз раст произвођачке цене по основу већих логистичких трошкова, вероватно би се одразио на нешто вишу инфлацију него у основном сценарију преко више малопродајне цене нафтних деривата. Присутни би били и одређени индиректни ефекти у областима производње с већим учешћем трошкова горива. Тако, на пример, ако би се цена горива повећала за 10%, то би за последицу имало директан ефекат на вишу инфлацију за око 0,6 п.п. него у основном сценарију. Ипак, нижи расположиви доходак делом би компензовао те ефекте кроз смањење тражње, тако да процењујемо да би ефекат износио око 0,5 п.п., а могуће је и ублажавање ових ефеката, с обзиром на то да држава може привремено да смањи акцизе на гориво или да их не усклађује с растом инфлације, што је у периодима највећих трошковних притисака већ примењивано.

Графикон О.4.2. Извоз производа од гвожђа и челика и њихов удео у укупном извозу прерађивачке индустрије



Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	I 2025.	II 2025.	III 2025.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	6,7	7,3	6,9	6,5	6,8
Девизне резерве / краткорочни дуг	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,3	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	244,7	319,3	433,9	415,3	398,4	
Девизне резерве / БДП	32,7	31,1	29,5	26,8	27,9	26,7	24,4	25,2	27,8	27,5	29,4	30,6	33,1	35,6	34,1	32,3	33,7
Отплата дуга / БДП	11,3	11,8	12,1	12,8	10,6	11,8	10,5	10,8	9,5	5,5	8,7	9,1	9,0	10,8	7,6	10,4	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	16,4	20,4	13,3	19,0	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																	
Спољни дуг / БДП	65,4	73,1	67,5	69,4	70,4	69,4	62,4	59,5	58,4	62,4	64,8	65,5	58,7	58,6	58,7	57,3	
Краткорочни дуг / БДП	10,9	13,1	11,0	9,1	10,9	11,4	12,1	11,9	10,1	12,1	11,8	12,5	10,4	8,1	8,2	8,1	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	216,4	223,5	183,9	177,6	166,7	152,3	132,0	125,6	120,4	137,4	125,8	109,5	107,7	110,1	107,7	104,8	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																	
Девизне резерве / М1	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	166,6	168,2	176,8	162,3	162,7
Девизне резерве / примарни новац	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	201,0	199,6	218,7	211,0	212,0
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП	75,0	81,1	83,5	87,9	92,3	96,9	102,0	103,8	106,7	99,2	111,3	130,8	113,8	111,2	119,8	114,4	113,7
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																	
БДП ¹⁾	36.865	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.513	75.205	83.258	20.185	21.797	21.929
Спољни дуг	24.120	25.638	25.636	25.666	26.220	26.469	25.490	26.594	28.117	30.600	36.266	41.621	44.173	48.771	49.084	48.644	
Сервисирање спољног дуга	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	6.735	9.032	1.542	2.271	
Девизне резерве НБС	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	28.527	27.404	29.052
Краткорочни дуг ²⁾	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	662	974	1.172	1.631	
Биланс текућих трансакција	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-575	-1.234	-943
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																	
	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.				
	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/ Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ/Дец.	Мај	Март/Дец.	Јун	Авг/Окт				
S&P	BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BBB-				
	/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан				
Fitch		BB-		B+	B+	BB-	BB		BB+				BB+				
		/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/стабилан				/позитиван				
Moody's			B1			B1	Ba3		Ba3		Ba2		Ba2				
			/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван		стабилан		позитиван				

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци

Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода

Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП

Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода

Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода

Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а

Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а

Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга

Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода

(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾ Према методологији ЕСА 2010. Подаци за Т3 2025. су процена НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. РЗС је извршио ревизију података 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 извршио ревизију података о извозу робе за 2024. и Т1 2025.

7. НБС је извршила ревизију података о стању спољног дуга за период од краја 2007. до Т1 2025.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	I 2025.	II 2025.	III 2025.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	0,1	-0,4	0,5	-1,8	1,3	3,0	2,4	4,6	4,8	-1,0	7,9	2,7	3,7	3,9	1,9	2,1	2,0
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	7,6	4,3	4,4	4,6	2,9
Девизне резерве НБС (у млн евра)	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	28.527	27.404	29.052
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	41.018	44.317	11.620	11.923	11.861
– стопа раста у % у односу на претходну годину	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	7,9	8,0	12,2	7,4	6,3
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	44.543	48.267	12.553	13.006	13.074
– стопа раста у % у односу на претходну годину	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	-1,1	8,4	12,8	9,4	4,1
Текући рачун платног биланса³)																	
(у млн евра)	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-575	-1.234	-943
у % БДП-а	-9,9	-10,5	-5,5	-5,4	-3,3	-2,8	-5,0	-4,6	-6,6	-3,9	-4,1	-6,6	-2,4	-4,5	-2,8	-5,7	-4,3
Незапосленост по Анкети (у %)⁴)	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	8,6	9,1	8,5	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁵)	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	838,2	907,7	921,5	916,0
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴)	-3,6	-5,4	-4,7	-5,7	-2,6	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,0	-4,4	-3,2	-2,0	-2,2	-1,2	-0,3	-1,5
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	-4,3	-6,2	-4,9	-5,9	-3,3	-1,1	1,1	0,6	-0,2	-7,7	-3,9	-3,0	-2,1	-2,0	-1,2	0,3	-1,6
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁶)	41,2	50,8	53,7	63,4	67,2	65,2	55,5	51,4	49,7	54,4	53,9	52,4	48,0	46,7	44,0	43,5	43,0
Курс динара према долару (просек у периоду)	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	108,41	108,20	111,35	103,44	100,26
Курс динара према долару (крај периода)	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	105,87	112,44	108,18	99,88	99,92
Курс динара према евра (просек у периоду)	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,25	117,09	117,14	117,21	117,18
Курс динара према евра (крај периода)	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,17	117,01	117,21	117,17	117,20
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра)⁵)	36.865	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.513	75.205	83.258	20.185	21.797	21.929

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за ТЗ 2025. је флеш процена РЗС-а.

²) Цена на мало до 2006.

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

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010. Подаци за ТЗ 2025. су процена 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 ТЗ 2025. је просек два месеца.

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

Напомене:

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	8
III.0.1.	Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	11
III.0.2.	Доприноси компонената мг. базној инфлацији	11
III.0.3.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	12
III.0.4.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	16
III.0.5.	Доприноси изабраних компонената мг. динамици увозних цена у динарима	16
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	20
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	20
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	20
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	21
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	21
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	22
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	22
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	22
IV.1.6.	Показатељи премије ризика	23
IV.1.7.	Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима	24
IV.1.8.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	24
IV.1.9.	Структура финансијског биланса	24
IV.1.10.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	25
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	25
IV.1.12.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	25
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	26
IV.2.2.	Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита	26
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	27
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	27
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	27
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	28
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	28
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	29
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	29
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	32
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	33
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	33
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	34
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	34
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	35
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	35
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	36
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	36
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	36
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	37
V.0.1.	Кретања показатеља поверења потрошача и привредника	40
V.0.2.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	40
V.0.3.	Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2025. и 2026.	41
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	41

V.0.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	42
V.0.6.	Динамика инфлације по земљама	42
V.0.7.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	42
V.0.8.	Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра	43
V.0.9.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	43
V.0.10.	Консолидовани биланс Евросистема	44
V.0.11.	Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра	44
V.0.12.	Укупна актива ФЕД-а	44
V.0.13.	Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а	45
V.0.14.	Кретање референтних стопа по земљама	45
V.0.15.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	45
V.0.16.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	46
V.0.17.	Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту	46
V.0.18.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	46
V.0.19.	Европска цена природног гаса	47
V.0.20.	Европска цена струје	47
V.0.21.	Цене изабраних производа на светском тржишту	48
V.0.22.	Индекс светских цена хране	48
V.0.23.	Цене кафе и какаоа на светском тржишту	49
V.0.24.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	49
V.0.25.	Фискални резултат и јавни дуг сектора државе	51
V.0.26.	Пројекција раста БДП-а	52
V.0.27.	Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна	52
V.0.28.	Доприноси реалном расту БДП-а	52
V.0.29.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	53
V.0.30.	Кретање инвестиција у основне фондове	53
V.0.31.	Реални раст извоза и увоза	53
V.0.32.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	54
V.0.33.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	56
V.0.34.	Пројекција инфлације	57
V.0.35.	Реална каматна стопа	57
V.0.36.	Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2025.	58
V.0.37.	Пројекција раста потрошачких цена	58
V.0.38.	Пројектовано кретање производног јаза	58
V.0.39.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	59
V.0.40.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	60
V.0.41.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	60
V.0.42.	Индекс глобалног геополитичког ризика	60

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т3 2025.	12
IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	23
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	23
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава	32
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	32
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	34
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а	39
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона од стране <i>Consensus Economics</i> -а	41
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе	43
V.0.4.	Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	55
V.0.5.	Најважније претпоставке пројекције	57
V.0.6.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	61

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	66
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	67

Графикони у освртима

О.2.1. Динамика цена у домаћем ланцу индустријско-прехрамбених производа	17
О.3.1. Месечни прираст готовинских и стамбених кредита	30
О.3.2. Кретање каматних стопа на нове готовинске и стамбене кредите	31
О.4.1. Увоз нафте, нафтних деривата и нето увоз	64
О.4.2. Извоз производа од гвожђа и челика и њихов удео у укупном извозу прерађивачке индустрије	65

Табеле у освртима

О.1.1. Промене цена производа обухваћених уредбом о маржама у септембру	14
О.2.1. Ефекти промене берзанских цена примарних пољопривредних производа на цене произвођача у прехрамбеној индустрији – дуги рок	18
О.2.2. Ефекти промене цена произвођача у прехрамбеној индустрији на потрошачке цене индустријско-прехрамбених производа – дуги рок	18

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2024. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
11. јануар	6,50	0
8. фебруар	6,50	0
7. март	6,50	0
11. април	6,50	0
10. мај	6,50	0
13. јун	6,25	-25
11. јул	6,00	-25
8. август	6,00	0
12. септембар	5,75	-25
10. октобар	5,75	0
7. новембар	5,75	0
12. децембар	5,75	0

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		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 9. 2025.

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

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварену и очекивану инфлацију и факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на њено кретање. Укупна међугодишња инфлација у Србији је, након успоравања на 3,8% у мају, убрзала на 4,6% у јуну и 4,9% у јулу, највише због утицаја неповољних временских прилика на раст цена хране (посебно непрерађене хране), који је био изражен почетком овогодишње пољопривредне сезоне. Тако је међугодишњи раст цена хране и безалкохолних пића у јулу од 8,1% определио нешто више од половине укупне инфлације. Ако се посматра базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета из индекса потрошачких цена), она је у јулу остала непромењена у односу на јун и износила је 4,7% међугодишње, чиме се први пут након априла 2024. године нашла на нижем нивоу у односу на укупну инфлацију.

Када је реч о кретању инфлације у наредном периоду, Извршни одбор очекује да Уредба о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије, којом су на шест месеци ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%, утиче на ниже потрошачке цене, нарочито хране. У складу с тим, Извршни одбор очекује знатније успоравање међугодишње инфлације у септембру, а након тога њено релативно стабилно кретање у границама циља до краја године. Током наредне године очекује се даље попуштање инфлаторних притисака по основу нижих трошковних притисака из међународног окружења и ефекта слабљења долара према евр, као и још увек рестриктивног карактера монетарне политике Народне банке Србије. На слабљење инфлаторних притисака у наредној години требало би да утиче и долазак нове пољопривредне сезоне, док ће у супротном смеру деловати ниска база из септембра ове године услед доношења поменуте уредбе.

Образлажући одлуку, Извршни одбор је истакао да је неопходна опрезност у вођењу монетарне политике, јер је неизвесност у међународном окружењу, иако нешто мања него пре неколико месеци, и даље изражена, пре свега због и даље неизвесних будућих трговинских политика водећих светских економија, као и геополитичких тензија. Споразум о царинама који су Сједињене Америчке Државе постигле са Европском унијом уклања део ризика, док је рок за преговоре с Кином продужен за додатних 90 дана. Поред тога, геополитичке тензије и даље представљају знатан ризик за раст светске цене нафте и природног гаса, иако су оне смањене након проглашења примирја на Блиском истоку и почетка преговора Русије и Украјине. Када су у питању одлуке о монетарној политици водећих централних банака, тржишни учесници оцењују да се процес ублажавања монетарне политике Европске централне банке приближио крају, док се за Систем федералних резерви (ФЕД) после дуже паузе очекује наставак циклуса смањења каматних стопа.

Према подацима Републичког завода за статистику, потврђено је да је међугодишњи раст бруто домаћег производа у првој половини године у просеку износио 2%. Према истом извору, индустријска производња у јулу убрзала је међугодишњи раст на 5,5%, а од почетка године на 3,0%, вођена растом сектора прерађивачке индустрије и рударства, док је у сектору енергетике пад успорен. То је у складу са очекивањима Извршног одбора да ће економска активност убрзати у другој половини године и да ће томе пре свега допринети претходне инвестиције у аутомобилску индустрију. Уз очекивано убрзање реализације државних инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, Извршни одбор очекује раст бруто домаћег производа на нивоу ове године од 2,75%, а затим његово убрзање на распон 4–5% у наредне две године. Поред тога, Извршни одбор оцењује да се мерама монетарне политике – одржаном релативном стабилношћу девизног курса и обезбеђеним повољнијим условима кредитног финансирања, што је резултирало двоцифреним међугодишњим растом кредитне активности према сектору привреде и становништва и њеним убрзањем у јулу на 11,4%, подржава убрзање привредног раста. Додатна подршка кредитној, а тиме и економској активности, требало би да дође и од омогућавања повољнијег задуживања младих за куповину прве непокретности, као и грађана с нижим примањима и пензионера.

Извршни одбор ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне

политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 10. 2025.

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

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварену и очекивану инфлацију и факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на њено кретање. Укупна међугодишња инфлација у Србији претходних месеци била је под утицајем раста цена хране због неповољних временских прилика и у августу је износила 4,7%, док је базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета из индекса потрошачких цена), након нешто виших вредности почетком ове године, у августу снижена на 4,5%, чему је допринело успоравање раста цена услуга.

Извршни одбор процењује да је као резултат Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије, којом су на шест месеци ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%, међугодишња инфлација у септембру знатно успорила, на нивоу око централне вредности циља, као и да ће наставити релативно стабилно кретање на сличном нивоу до краја године. Током наредне године очекује се даље попуштање инфлаторних притисака из међународног окружења по основу нижих трошковних притисака и ефекта слабљења долара према евра. Такође, требало би да долазак нове пољопривредне сезоне повољно утиче на кретање инфлације, под условом да буде боља од овогодишње. У супротном смеру ће деловати раст расположивог дохотка за потрошњу и ниска база из септембра ове године, али ће, према оцени Извршног одбора, укупна инфлација у наредној години наставити да се креће у границама циља од $3 \pm 1,5\%$.

Образлажући одлуку, Извршни одбор је истакао да је и даље неопходна опрезност у вођењу монетарне политике, јер је неизвесност у међународном окружењу, иако мања него у првој половини године, и даље изражена. Геополитичке тензије и даље представљају ризик за раст цена енергената. Иако се очекује побољшање глобалне пословне климе у наредном периоду јер се режим царина стабилизовао, остаје да се види какве ће бити конкретне последице виших царина, имајући у виду да је ове године повећана трговина у оквиру припрема за њихово ступање на снагу. Када су у питању одлуке о монетарној политици водећих централних банака, Систем федералних резерви је у септембру снижио своје основне каматне стопе за 25 базних поена, а наставак циклуса смањења каматних стопа очекује се и у наредном периоду како би се подстакло убрзање раста економске активности. Европска централна банка је и у септембру задржала своје стопе на непромењеном нивоу и чини се да се процес ублажавања монетарне политике ближи крају.

Према подацима Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у првој половини године износио је у просеку 2%, уз благо вишу динамику у другом у односу на прво тромесечје. У другој половини године Извршни одбор очекује убрзање привредног раста, чему треба да допринесу даљи раст производње и извоза аутомобилске индустрије, као и реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Извршни одбор истиче да се подршка очекиваном убрзању привредног раста пружа одржаном релативном стабилношћу девизног курса и обезбеђеним повољнијим условима кредитног финансирања, захваљујући ефектима претходног ублажавања монетарне политике и изменама Закона о заштити корисника финансијских услуга, што је резултирало двоцифреним међугодишњим растом кредитне активности према сектору привреде и становништва. Додатна подршка кредитној, а тиме и економској активности требало би да дође и од омогућавања повољнијег задуживања младих за куповину прве непокретности, као и грађана с нижим примањима и пензионера.

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

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 11. 2025.

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

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварену и очекивану инфлацију и факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на њено кретање. Укупна међугодишња инфлација у Србији је у септембру знатно успорила, на 2,9%, а затим у октобру на 2,8%, у великој мери као резултат деловања Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије, којом су, почев од септембра, у периоду од шест месеци ограничене трговинске марже на прехрамбене производе и поједине производе кућне хемије на 20%. Извршни одбор очекује да ће инфлација наставити да се креће око централне вредности циља током периода важења Уредбе, као и да ће и у средњем року остати у границама циља $3 \pm 1,5\%$. Томе треба да допринесу најављено доношење системских закона којима ће се спречити непоштене трговачке праксе, попуштање трошковних притисака из међународног окружења, ефекти досадашњег слабљења долара према евра, као и долазак нове пољопривредне сезоне, под условом да буде боља од овогодишње, док ће у супротном смеру деловати раст расположивог дохотка за потрошњу и ниска база из септембра ове године.

Извршни одбор истиче да Народна банка Србије подршку привредном расту пружа одржаном релативном стабилношћу девизног курса и обезбеђеним повољнијим условима кредитног финансирања, захваљујући ефектима претходног ублажавања монетарне политике, изменама Закона о заштити корисника финансијских услуга, мерама за повољније задуживање грађана с нижим примањима, као и младих за куповину прве непокретности. Све то је резултирало двоцифреним међугодишњим растом кредитне активности према сектору привреде и становништва, који је у септембру достигао 12,8%.

Извршни одбор у образложењу своје одлуке истиче да је и даље потребан опрез у вођењу монетарне политике, јер је ситуација у међународном окружењу и даље комплексна и нестабилна. Више царине, раст протекционизма и још увек неизвесне трговинске политике на глобалном нивоу, као и изражене геополитичке тензије, настављају да детерминишу кретања на светском робном и финансијском тржишту, која су по том основу волатилна. Поред тога, геополитичке тензије и раст протекционизма могу имати и директне ефекте на производњу и извоз домаће прерађивачке индустрије, посебно на производњу нафте и основних метала. Када су у питању одлуке о монетарној политици водећих централних банака, Систем федералних резерви (ФЕД), након септембра, снизио је своје основне каматне стопе за 25 базних поена и у октобру, а наставак смањења каматних стопа очекује се и у наредном периоду, пре свега како би се дала подршка тржишту рада. Европска централна банка је и у октобру задржала своје стопе на непромењеном нивоу и чини се да је процес ублажавања монетарне политике готово завршен.

Према првој процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју износио је 2,0%. Тај раст је био вођен наставком повећања производње и извоза аутомобилске индустрије, као и секторима услуга, али у мањој мери него што се очекивало. На спорији раст одражава се смањено инвестиционо и потрошачко поверење услед пролонгиране глобалне неизвесности и друштвено-политичких дешавања у земљи, док у супротном смеру делује раст расположивог дохотка.

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

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

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. децембра 2025.

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