Народна банка Србије

2026

новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

Народна банка Србије

2026 новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12
Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17
Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака
ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

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

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ДФО – друге финансијске организације
EMBI – 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
OPEC – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
ПДВ – порез на додату вредност
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FOMC – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

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

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији 7

III. Кретање инфлације 11

IV. Детерминанте инфлације 17

1. Кретања на финансијском тржишту 17
2. Новац и кредити 22
3. Агрегатна тражња 26

Осврт 1: Лична потрошња и њени најважнији извори у периоду 2022–2026. године 29

Осврт 2: Детаљнија анализа дешавања у индустријској производњи и робном извозу у 2026. години 33

4. Економска активност 36
5. Кретања на тржишту рада 37

Осврт 3: Утицај продуктивности рада на раст бруто додате вредности 39

V. Пројекција 43

Осврт 4: Појачани глобални инфлаторни притисци и корекције пројекција инфлације 50

Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције 77

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 80

Табела Б. Основни макроекономски показатељи 81

Списак графикона и табела 82

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 85

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 86

I. Резиме

Према оцени Међународног монетарног фонда, глобални привредни раст од почетка ове године био је снажнији од очекиваног, што је резултат убрзаног развоја нових технологија, примене заштитних механизама и прилагођавања земаља поремећајима на енергетским тржиштима.

Иако је светска привреда у протекле три године показала значајну отпорност на последице вишеструке кризе, маневарски простор се полако исцрпљује, док је глобални опоравак прилично неуједначен – повољнија кретања бележе земље које нису директно погођене сукобом на Блиском истоку, а истовремено су укључене у развој и примену вештачке интелигенције, док се земље увознице енергената суочавају с растом трошковних притисака и падом реалних доходака. У октобру је Међународни монетарни фонд пројектовао **раст светске привреде од 3,1% за 2026. годину, што је за 0,1 процентни поен изнад пројекције из јула, док је за 2027. пројекција задржана на 3,4%**. Оцењено је да су **ризици октобарске пројекције и даље асиметрични наниже** и првенствено се односе на неизвесност у погледу трајања и интензитета сукоба на Блиском истоку и нето ефеката улагања земаља у вештачку интелигенцију на продуктивност и привредни раст. Рестриктивнији глобални финансијски услови посебно повећавају ризик по одрживост јавних финансија, а обновљене су и трговинске тензије, што би додатно могло да успори глобални привредни раст.

Као последица поновне ескалације конфликта на Блиском истоку, глобални инфлаторни притисци појачани су од августа, услед раста цена енергије.

Октобарска пројекција Међународног монетарног фонда **просечне глобалне инфлације у 2026. години задржана је на 4,7%, колико је износила и у јулу, док је пројекција за 2027. ревидирана навише за 0,2 процентна поена, на 4,1%.** Базна инфлација је остала умерена, иако су цене појединих индустријских производа почеле да расту по основу снажног повећања трошкова у производњи чипова. Због више пројектоване инфлације и бољих од очекиваних кретања у реалном сектору, **централне банке водећих светских економија – Систем федералних резерви и Европска централна банка – у септембру су повећале своје основне каматне стопе**, док се већина централних банака у региону које примењују режим циљања инфлације одлучила за задржавање референтних каматних стопа на непромењеном нивоу, али уз истицање спремности да реагују уколико буде потребно. Приноси на дугорочне хартије од вредности развијених земаља бележе раст и близу су највиших нивоа у протеклој деценији.

Референтна каматна стопа задржана је на непромењеном нивоу од 5,75% на седницама у септембру и октобру, али је због продуженог трајања глобалног енергетског шока на седници у новембру повећана на 6,00%.

На седницама у септембру и октобру **Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе**. Ипак, оценио је да је неопходна опрезност монетарне политике, с обзиром на поновни раст светских цена енергената и других примарних производа и на повећан ризик да због продуженог трајања енергетског шока инфлација одступи навише од пројектоване у августу. Разматрајући нову пројекцију инфлације, која је била на вишем нивоу од пројектоване у августу, пре свега због виших цена енергената, Извршни одбор је на новембарској седници повећао референтну каматну стопу за 0,25 процентних поена, на 6,00%. Извршни одбор је закључио да је повећање референтне каматне стопе адекватна и правовремена мера ради спречавања знатнијих секундарних ефеката енергетског шока на остале цене и обезбеђења ценовне стабилности у средњем року.

Иако је наставио да успорава током трећег тромесечја под утицајем високе базе из претходне године, међугодишњи раст кредитне активности и даље је релативно висок и у септембру је износио 15,1%.

Каматне стопе на динарске и евроиндексиране кредите становништву остале су готово непромењене током трећег тромесечја, док су каматне стопе на кредите привреди порасле, уз **и даље снажну кредитну активност банака**. Међугодишњи раст кредита привреди у септембру износио је 10,1% и био је вођен кредитима за инвестиције, који су убрзали на 15,1%, као и кредитима за ликвидност. Истовремено, кредити становништву успорили су раст на 18,6%, при чему је њихов раст и даље био вођен растом готовинских и стамбених кредита. **Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима, које је у септембру било испод 2,0%**, указује на то да, упркос повећаном обиму кредитирања, привреда и становништво немају проблема у отплати кредита. Захваљујући израженијем задуживању у динарима, степен динаризације пласмана привреди и становништву у септембру је достигао највиши ниво од 41%.

Одузимање дозволе за рад Алта банци неће се одразити на стабилност и функционисање банкарског сектора.

Народна банка Србије је, ради заштите интереса депонената и поверилаца, крајем октобра донела одлуку о одузимању дозволе за рад Алта банци. Реч је о банци која није имала статус системски важне банке и чије учешће у активи банкарског сектора износи око 3%, тако да се одузимање дозволе за рад овој банци неће одразити на стабилност банкарског система у целини, који је добро капитализован и високо ликвидан. Народна банка Србије је управљање над Алта банком пренела на Агенцију за осигурање депозита, која има потребна средства да сви депозити обухваћени законским системом осигурања депозита буду у кратком року исплаћени у пуном осигураном износу.

Фискална политика у овој години има умерено експанзиван карактер, што је делом последица смањених акциза на гориво, а већим делом повећаних издатака за потрошњу и инвестиције. И поред тога, учешће јавног дуга је у одрживим оквирима и знатно испод границе од 60%.

У девет месеци **учешће фискалног дефицита у бруто домаћем производу износило је 2,6% (уз учешће примарног дефицита од око 1%)**, од чега је готово половина овог дефицита остварена у септембру, што је пре свега последица једнократних исплата пензионерима и пунолетним грађанима. Према нашој процени (мерено разликом циклично прилагођеног примарног биланса сектора државе у односу на 2025), фискална политика ће у овој години имати умерен експанзиван карактер. Ипак, не очекујемо њено веће инфлаторно дејство, имајући у виду да поменуте мере намењене потрошњи имају једнократан ефекат, док је умањење акциза на нафтне деривате предузето како би се спречили већи секундарни инфлаторни ефекти енергетског шока. Јавни приходи су у девет месеци 2026, у поређењу са истим периодом 2025, реално повећани за 8,7%, првенствено захваљујући расту прихода по основу зарада, као и непореских прихода, а затим и прихода од пореза на додату вредност, као резултат раста приватне потрошње. Јавни расходи забележили су раст од 13,3%, реално посматрано, првенствено услед раста издатака за пензије и социјалне трансфере, као и капиталних расхода и расхода за запослене услед повећања зарада у јавном сектору. На крају септембра, **учешће јавног дуга сектора државе у пројектованом бруто домаћем производу за ову годину износило је 43,6%** и било је испод границе критеријума из Мастрихта. Иако у овом тренутку није познат буџет за наредну годину, као и економски програм нове владе након ванредних парламентарних избора, очекујемо да ће бити очувана фискална дисциплина и да ће учешће фискалног дефицита у бруто домаћем производу бити снижено у наредним годинама, као што је било планирано претходном Фискалном стратегијом.

Учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу у девет месеци ове године износило је 3,6%, уз рекордну покривеност увоза робе и услуга извозом од 94%.

И поред повећаног увоза енергената, међугодишњи раст извоза робе и услуга (8,7%) био је виши од раста увоза (6,7%), чему је пре свега допринео извоз прерађивачке индустрије, а највише грана повезаних са аутомобилском индустријом, уз значајан допринос извоза услуга и руде бакра. У смеру нижег дефицита текућег рачуна делује и повећан суфицит на рачуну секундарног дохотка. Према нашој процени, **дефицит текућег рачуна на нивоу године биће на сличном нивоу као прошле године и износиће око 4,2% бруто домаћег производа, док се у наредној години очекује његово додатно смањење на око 3,6%**, као резултат повећаног извоза услуга услед одржавања изложбе „Експо". На финансијском рачуну у девет месеци ове године остварен је прилив капитала од 3,1 милијарде евра, што је првенствено резултат емитовања државних и корпоративних

хартија од вредности на међународном тржишту, при чему је један део средстава одмах искоришћен за превремени откуп раније емитованих еврообвезница, односно превремену отплату финансијских кредита. Прилив је остварен и по основу страних директних инвестиција у износу од 2,1 милијарде евра, док је нето прилив по овом основу износио 1,6 милијарди евра.

И у периоду од претходног извештаја динар је наставио релативно стабилно кретање према евру, чему су допринеле интервенције Народне банке Србије на међубанкарском девизном тржишту.

Током већег дела трећег тромесечја **на домаћем девизном тржишту преовладали су апрецијацијски притисци, да би од средине септембра, а потом и током октобра, били присутни депрецијацијски притисци**, који су интензивирани уочи и након парламентарних избора. Народна банка Србије је у периоду јул–октобар нето продала 585,0 милиона евра, чиме је износ нето продаје од почетка године износио 1.340,0 милиона евра. Девизне резерве, које су на крају октобра износиле 29,2 милијарде евра, биле су знатно изнад критеријума адекватности (покривају нешто мање од седам месеци увоза робе и услуга) и представљају важан стуб одбране од екстерних ризика.

Према првој процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у Србији у трећем тромесечју ове године додатно је убрзао на 4,0%, што је више од наше процене из августа.

Према нашој процени, **међугодишњи раст бруто домаћег производа од 4,0% у трећем тромесечју** био је вођен растом активности услужних сектора, а позитиван допринос потекао је и од пољопривреде и грађевинарства. Због сниженог водостаја, који је отежао производњу струје, транспорт, а делом и производни процес у прерађивачкој индустрији, индустријска производња је стагнирала. Унутар прерађивачке индустрије више од половине области забележило је раст током трећег тромесечја, а највише се истиче раст производње моторних возила, машина и опреме, као и прехрамбених и хемијских производа. Према нашој процени, реализација пројеката повезаних са одржавањем изложбе „Експо”, а пре свега изградња саобраћајне инфраструктуре, резултирала је позитивним доприносом грађевинарства. На основу објављених података Републичког завода за статистику о коначним приносима пшенице и производњи раног воћа, који су били бољи од првобитно процењених, као и о процењеним приносима јесењих култура, који су у већини области бољи од прошлогодишњих, пројектујемо да је позитиван допринос потекао и од пољопривреде. Ипак, највећи позитиван допринос, као резултат раста приватне потрошње и реалних доходака, дали су услужни сектори и нето порези.

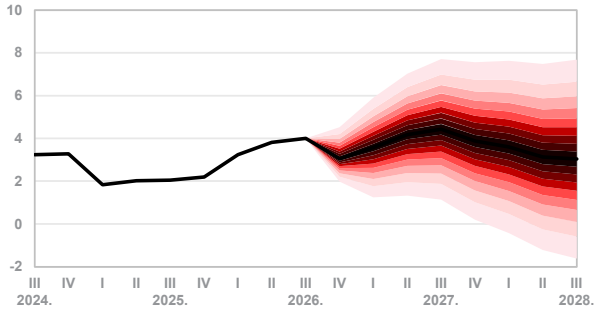
Пројекцију раста бруто домаћег производа за 2026. годину додатно смо повећали – са 3,2% у

Повољније остварење у досадашњем току године од наших очекивања из августа утицало је на **ревизију**

навише пројекције бруто домаћег производа за ову годину, на 3,5%, уз повећану вероватноћу да би раст могао бити и већи од пројектованог. Истовремено, због више овогодишње базе, као и даље присутних геополитичких тензија и наставка раста светских цена енергената, **пројекцију раста за 2027. годину кориговали смо наниже, на 4,0%**. У средњем року очекујемо ишчезавање утицаја привремених фактора и стабилнији темпо привредног раста – око 3,5% годишње, што одговара потенцијалном нивоу раста. Раст економске активности и у наредном периоду биће вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос потрошње и инвестиција у основна средства, које ће бити подржане растом расположивог дохотка и наставком реализације инфраструктурних пројеката. За 2027. годину очекујемо позитиван допринос расту бруто домаћег производа и од нето извоза, захваљујући расту извоза робе и услуга повезаних са изложбом „Експо", мада због наставка енергетског шока сада пројектујемо мањи позитиван допринос по овом основу. Уз претпоставку да ће раст плата у јавном сектору и пензија и у наредном периоду бити у складу с фискалним правилима, као и да ће буџет задржати развојну компоненту, благ позитиван допринос очекујемо и од државне потрошње и инвестиција.

августу на 3,5% у новој пројекцији, јер је привреда показала већу отпорност од очекиване на дешавања у међународном окружењу, а делом и због већег раста пољопривредне производње од процењеног. Због продуженог енергетског шока и веће овогодишње базе, пројекцију раста за 2027. годину кориговали смо наниже, на 4,0%.

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



Међугодишња инфлација је током трећег тромесечја наставила да се креће у границама дозвољеног одступања од циља, при чему су цене хране у просеку остале ниже него у истом периоду прошле године, захваљујући добром овогодишњем роду воћа и поврћа. У складу с нашим очекивањима, у септембру је међугодишња инфлација повећана на 4,1%, под утицајем ниске прошлогодишње базе код цена прехрамбених производа и производа кућне хемије на које се примењивала уредба о ограничењу маржи. На кретање инфлације, као и у другим земљама региона и зоне евра, утицало је поскупљење нафтних деривата због поновног пораста светске цене нафте услед наставка сукоба на Блиском истоку. Краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора наставила су да се крећу у границама циља, а средњорочна очекивања кретала су се око централне вредности циља од 3%, што указује на то да још увек нема већих секундарних ефеката раста светских цена примарних производа.

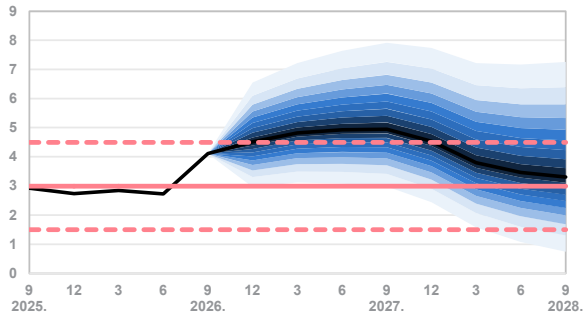
Међугодишња инфлација се током трећег тромесечја кретала у складу са очекивањима Извршног одбора – у јулу и августу испод централне вредности циља у условима одличног овогодишњег рода воћа и поврћа, док је ниска база из прошле године услед примене уредбе о ограничењу маржи утицала на то да међугодишња инфлација у септембру износи 4,1%.

Према нашој новој централној пројекцији, инфлација ће се до краја ове године кретати око горње границе циља. Због наставка раста светских цена нафте и других примарних производа и споријег од

Према нашој новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће се до краја ове године кретати око горње границе циља, док због материјализације ризика из претходне

пројекције и продуженог трајања енергетског шока сада очекујемо да ће инфлација током већег дела 2027. бити изнад горње границе циља. Повратак инфлације у границе циља очекује се крајем следеће године, а затим наставак њеног успоравања до краја периода пројекције и приближавање централној вредности циља.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



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

очекиваног пада тих цена у наредном периоду према фјучерсима, у комбинацији с вишом увозном инфлацијом и нешто бржим растом реалних зарада од претходно очекиваног, инфлација ће се током наредне године кретати на вишем нивоу него што смо пројектовали у августу и у просеку ће износити 4,9%. У смеру више инфлације деловаће и ниска овогодишња база код воћа и поврћа услед одличног рода, док би у супротном смеру требало да делује очекивано успоравање базне инфлације услед постепеног слабљења трошковних притисака из међународног окружења, као и предвиђеног успоравања раста реалних зарада у односу на ову годину. Због продуженог енергетског шока, сада очекујемо да ће инфлација током већег дела 2027. бити изнад горње границе циља. Након што достигне врхунац у трећем тромесечју наредне године због ниске базе код цена воћа и поврћа, повратак инфлације у границе циља очекује се крајем 2027. године, након чега би она до краја периода пројекције наставила да се приближава централној вредности од 3%.

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

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

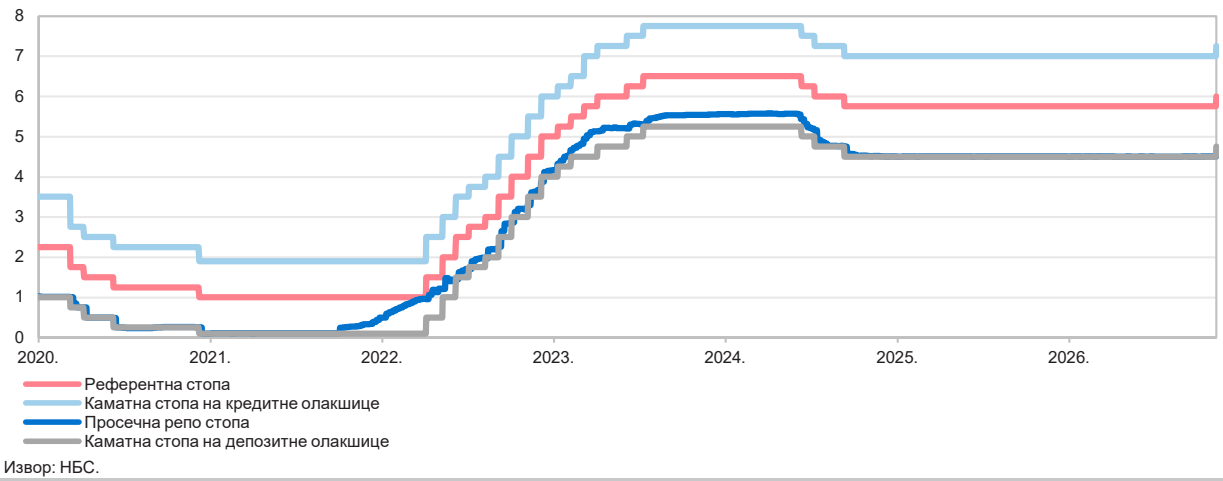
У периоду од претходног извештаја до сада, Извршни одбор Народне банке Србије повећао је референтну каматну стопу за 0,25 процентних поена, на 6,00%, на седници у новембру. На претходним седницама у септембру и октобру Извршни одбор је указивао на ризике од тога да сукоб на Блиском истоку и раст светских цена не само нафте већ и гаса и електричне енергије могу да се одразе на раст трошкова производње и транспорта на глобалном нивоу, поремећаје у ланцима снабдевања и токове капитала, а последично и на инфлацију.

Образложење одлука у септембру и октобру

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

Домаћа инфлација је наставила да се креће у границама циља (3 ± 1,5%), с тим да је у августу благо убрзала – на 2,2%, са 1,9% у јулу, првенствено услед наставка енергетског шока и повишених светских цена нафте. Раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту услед раста глобалне цене нафте био је ублажен мерама које је донела Влада Републике Србије – смањењем акциза на гориво и снабдевањем тржишта из сопствених резерви. Народна банка Србије наставила је да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса и истицање спремности да реагује свим расположивим инструментима ако буде било потребно. Све то заједно ограничило је секундарне ефекте преливања раста светских цена нафте и тиме спречило знатнији раст инфлације. Када су у питању остале цене, пре свега цене хране и безалкохолних пића, у августу су биле ниже за 6,3% у односу на исти месец претходне године. Према томе, ни месецима након истека уредбе о ограничењу трговачких маржи није било већих корекција цена производа који су били обухваћени уредбом. Базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) кретала се релативно стабилно око горње границе циља од 4,5% и доминантно је била вођена ценама услуга.

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



Извор: НБС.

Када је у питању **кретање укупне инфлације у наредном периоду**, Извршни одбор је наглашавао да очекује да ће ниска база из прошле године по основу примене уредбе о ограничењу трговачких маржи утицати на то да се инфлација од септембра ове године креће око 4%. Према последњој расположивој средњорочној пројекцији Народне банке Србије из августа, очекивало се да ће мг. инфлација до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, наставити да се креће у границама циља, под претпоставком да је енергетски шок привремен и да ће светска цена нафте крајем ове и током наредне године бити око 80 долара по барелу или нижа. **С обзиром на то да је сукоб на Блиском истоку настављен и да се очекује виши ниво светске цене нафте, као и других енергената, Извршни одбор је на седници у октобру указао на додатно повећање ризика од раста инфлације**. Наиме, иако су за сада изостали знатнији инфлаторни ефекти и код нас и на глобалном нивоу, изазови су од летос повећани, будући да је светска цена сирове нафте поново порасла и да је тај раст праћен и растом цена природног гаса и електричне енергије. Цена нафте на светском тржишту снажно је порасла у првој половини септембра, а затим се задржала на повишеном нивоу, уз повремене падове, што одражава осетљивост овог тржишта на геополитичка дешавања. Иако су дипломатски сигнали почетком октобра допринели извесном ублажавању цена, неизвесност у погледу будућег снабдевања и транспорта нафте кроз Ормуски мореуз представља највећи ризик за инфлаторне изгледе. Уколико сукоб на Блиском истоку потраје, не може се искључити могућност да се ефекти у знатнијој мери прелију на трошкове транспорта и производње на глобалном нивоу, ланце снабдевања, токове капитала, а тиме и на инфлацију. За земље нето увознице енергената, укључујући и Србију, **повећани су ризици навише по инфлацију и наниже по привредни раст**, што захтева опрезно вођење монетарне политике.

Кретања у реалном сектору од почетка године била су повољнија од очекиваних, при чему је **БДП у П1** ове године забележио мг. раст од 3,5%, чему је највише допринела домаћа тражња. Значајну подршку расту домаће тражње дала је и кредитна активност, која је према привреди и становништву бележила двоцифрене мг. стопе раста. Услужни сектори и даље дају највећи позитиван допринос расту БДП-а, захваљујући расту приватне потрошње, с тим да је раст активности забележен и у прерађивачкој индустрији, рударству, грађевинарству и пољопривреди. Месечни показатељи који су били доступни за јул и август указивали су на то да су услужни сектори и у Т3 пружали највећи допринос економској активности, док су се на индустријску производњу одражавали ефекти суше и смањеног водостаја. Према подацима Анкете о радној снази, на **тржишту рада** су смањене стопа активности и стопа партиципације радно способног становништва, док је стопа незапослености у Т2 2026. године забележила најнижу вредност од почетка праћења – 7,2%.

Извршни одбор је истакао да у овој години **очекује привредни раст** од најмање 3,2%, а у наредној години његово убрзање на око 4,5%. Главни покретач раста економске активности требало би да буде **домаћа тражња**, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција, које ће бити подржане растом расположивог дохотка и наставком реализације инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027". Упркос глобалној неизвесности и ниској екстерној тражњи, **извозни сектор** Србије показао је отпорност захваљујући производној и географској диверсификацији и претежно извозно оријентисаним СДИ, што је резултирало смањењем дефицита у трговини робом и услугама са иностранством на свега 3% БДП-а у П1 ове године.

Глобална економска активност остаје под утицајем глобалне неизвесности изазване геополитичким тензијама, као и волатилних цена енергената, што може негативно да се одрази на инвестиционо и потрошачко поверење и токове капитала. Иако сукоб на Блиском истоку и даље траје, светска привреда показује релативну отпорност, подржану континуираним инвестицијама повезаним с вештачком интелигенцијом и ублажавањем ограничења на страни понуде. Најновији показатељи за Т3 указују на **снажну глобалну трговину и наставак отпорног раста БДП-а** на глобалном нивоу. Међутим, **велики део тог раста подстакнут је наставком примене вештачке интелигенције**, тако да треба очекивати мање ефекте убрзања глобалног раста на извоз Србије.

Привреда нашег најважнијег трговинског партнера – зоне евра показала се отпорнијом на енергетски шок него што се раније очекивало. ЕЦБ је у септембру пројектовала нешто виши раст БДП-а него у јуну, и за ову и за наредну годину, а

подстицајан утицај требало би да имају опоравак реалних доходака, раст државне потрошње на инфраструктуру и одбрану, нарочито у Немачкој, постепен опоравак екстерне тражње, као и инвестиције повезане с вештачком интелигенцијом. Истовремено, снажнија економска активност у зони евра оставља **ЕЦБ**-у додатни простор за наставак рестриктивне монетарне политике. Након повећања у јуну, ЕЦБ је и у септембру повећала своје основне каматне стопе за 0,25 п.п., тако да каматне стопе на депозитне олакшице, на главне операције рефинансирања и на кредитне олакшице износе 2,50%, 2,65% и 2,90%, респективно. Одлука је донета у условима кретања **инфлације изнад циља** и очекиваног даљег раста инфлације. Према ЕЦБ-у, инфлација ће достићи врхунац од 3,6% у Т4 2026. године, услед раста цена енергената изазваног сукобом на Блиском истоку, а након тога ће се постепено смањивати и вратити на ниво близу циља крајем 2027. године.

Поред тога, у складу са очекивањима, и **ФЕД** је средином септембра повећао распон референтне каматне стопе на 3,75–4% ради враћања инфлације на циљани ниво од 2%, на коме се последњи пут налазила 2021. године. То је за последицу имало раст стопа приноса на ХоВ развијених земаља, што указује на то да ће глобални финансијски услови бити рестриктивнији у наредном периоду и да ће инвеститори захтевати више стопе приноса и за ХоВ земаља у успону.

Образложење одлуке у новембру

Разматрајући нову пројекцију инфлације, која је била на вишем нивоу од пројектоване у августу, пре свега због виших цена енергената, Извршни одбор је на новембарској седници повећао референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на 6,00%. Извршни одбор је закључио да је повећање референтне каматне стопе адекватна и правовремена мера ради спречавања знатнијих секундарних ефеката енергетског шока на остале цене и обезбеђења ценовне стабилности у средњем року.

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

III. Кретање инфлације

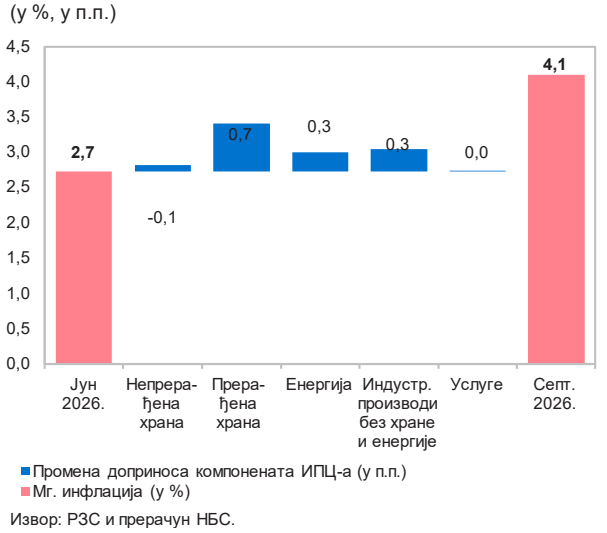
Мг. инфлација је током Т3 наставила да се креће у границама дозвољеног одступања од циља, при чему су цене хране у просеку остале ниже него у истом периоду прошле године, захваљујући добром овогодишњем роду воћа и поврћа. У складу с нашим очекивањима, у септембру је мг. инфлација повећана на 4,1%, под утицајем ниске прошлогодишње базе код цена прехрамбених производа и производа кућне хемије на које се примењивала уредба о ограничењу маржи. На кретање инфлације, као и у другим земљама региона и зоне евра, утицало је поскупљење нафтних деривата због поновног пораста светске цене нафте услед наставка сукоба на Блиском истоку.

Инфлациона очекивања финансијског сектора у кратком року наставила су да се крећу у границама циља, а средњорочна очекивања кретала су се око централне вредности циља од 3%.

Кретање инфлације у Т3

Након што је због снажног пада цена воћа и поврћа услед доброг рода **мг. инфлација** додатно успорена у јулу, на 1,9%, она је у наставку Т3 повећана и у септембру је износила 4,1%, задржавши се у границама дозвољеног одступања од циља (3 ± 1,5%). Такво кретање мг. инфлације, које је било у складу с нашим очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији, делом је последица ниске прошлогодишње базе код цена хране које су биле обухваћене уредбом о ограничењу маржи, а делом поновног раста светских цена енергената и других примарних производа због продужетка сукоба на Блиском истоку. У септембру је у односу на јун повећан допринос **цена хране** мг. инфлацији, доминантно због виших цена у категорији прерађене хране, али је и даље, укупно посматрано, био негативан (–0,4 п.п.), пре свега због овогодишњег одличног рода воћа и поврћа. У истом периоду повећан је и допринос **цена енергије** и **цена индустријских производа (без хране и енергије)**, на 1,8 п.п. и 1,1 п.п., због виших трошкова у производњи и транспорту енергената, што се одражава и на раст трошкова у осталим секторима индустрије. Конкретно, цене нафтних деривата у септембру су забележиле мг. раст од 17,3%, што је допринело укупној инфлацији са 1,0 п.п. **Цене услуга** су дале идентичан допринос мг. инфлацији у септембру као и у јуну (од 1,6 п.п.).

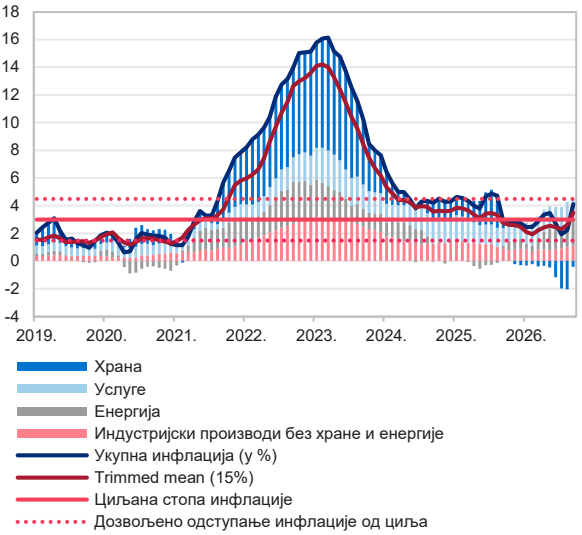
Графикон III.0.1. **Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а**



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Мг. базна инфлација, мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т3 2026.**

	Пондери	Тромесечно		Септ. мг.	
		Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	**100,0**	**0,6**	**0,6**	**4,1**	**4,1**
Непрерађена храна	10,8	-4,7	-0,5	-5,3	-0,6
Прерађена храна	20,9	0,9	0,2	0,8	0,2
Индустријски производи без хране и енергије	28,3	0,7	0,2	4,0	1,1
Енергија	15,5	2,7	0,4	11,6	1,8
Услуге	24,6	1,2	0,3	6,5	1,6
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	**45,8**	**0,8**	**0,4**	**4,9**	**2,3**
Регулисане цене	**18,2**	**0,6**	**0,1**	**7,7**	**1,4**

Извор: РЗС и прерачун НБС.

цигарета, убрзана је на 4,9% у септембру (са 4,6% у јуну). Иако у структури базне инфлације и даље доминирају цене услуга, њихов мг. раст је током Т3 био на сличном нивоу као и током Т2 (6,5–6,6%). С друге стране, цене производа унутар базне инфлације, због ниске прошлогодишње базе, пре свега код цена производа кућне хемије на које се односила уредба, као и због повећаних трошковних притисака, убрзале су мг. раст – у просеку са 2,1% у Т2 на 2,6% у Т3 – и тиме допринеле убрзању мг. базне инфлације. Изведена мера базне инфлације – ***trimmed mean*** (добијена искључењем 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера) – задржала се и током Т3 испод укупне инфлације и у септембру је износила 3,5%.

На нивоу тромесечја, **потрошачке цене су у Т3 порасле за 0,6%**, што је двоструко мање него у претходним тромесечјима и незнатно испод очекивања изнетих у августовском Извештају о инфлацији. На то је доминантно утицао знатно већи од очекиваног пад **цена хране и безалкохолних пића** у Т3, уз негативан допринос инфлацији од 0,3 п.п. Пад цена **непрерађене хране** у највећој мери се дугује појефтињењу свежег поврћа (за 14,3%), а у мањој мери и свежег воћа (за 10,7%), док је свеже месо поскупело (за 6,2%). На смањену понуду свежег меса утицала је и афричка свињска куга, која је регистрована у јулу у неколико округа Србије. На раст **цена прерађене хране** највише су утицале више цене безалкохолних пића и хлеба и житарица, док су цене осталих производа из ове категорије незнатно допринеле инфлацији у Т3.

Цене енергије су у Т3 порасле за 2,7% (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), што је готово у потпуности последица виших цена нафтних деривата (6,1%), у условима поновног пораста светских цена нафте. Већи раст цена деривата на домаћем тржишту избегнут је захваљујући наставку примене одлуке Владе о привременом смањењу акциза на дизел и безоловни бензин за 25%, као и ослобађању око 5 хиљада тона дизела из обавезних државних резерви. Раст цена чврстих горива од 2,0% у Т3 није се битније одразио на инфлацију, док су цене осталих енергената за домаћинства биле стабилне током Т3.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) повећане су првенствено због јулске

корекције цена цигарета (2,3%), а у мањој мери и виших цена алкохолних пића и производа кућне хемије. Насупрот томе, цене одеће и обуће у Т3 сезонски су снижене за 1,3%, док је допринос цена осталих индустријских производа инфлацији у Т3 био незнатан.

Раст **цена услуга** био је широко распрострањен по категоријама, при чему су највећи допринос расту цена на нивоу целе групе дала поскупљења станарина, радноинтензивних услуга и транспортних услуга. Више цене услуга готово су у целости определиле раст цена унутар **базне инфлације** од 0,8% у Т3 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), који је ипак био двоструко нижи него у претходном тромесечју.

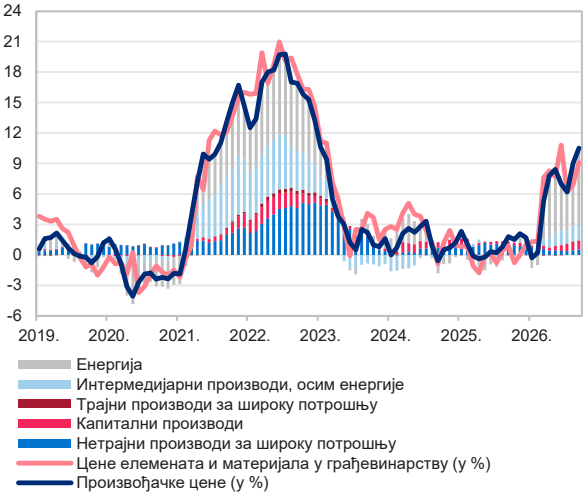
Раст **регулисаних цена** од 0,6% у Т3 (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.) био је приметно нижи од очекиваног у августовском Извештају о инфлацији, пре свега због изостанка израженијег поскупљења комуналних услуга. На мг. нивоу, ове цене су убрзале раст на 7,7% у септембру (са 7,3% у јуну).

Произвођачке и увозне цене у Т3

На нивоу тромесечја, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** повећане су за 3,3% у Т3, а на мг. нивоу убрзале су раст на 10,5% у септембру (са 7,0% у јуну), што је њихов највиши раст од јануара 2023. године. На то је у највећој мери, са 7,5 п.п., утицао пораст **цена у производњи енергије**, подстакнут поновним растом светских цена сирове нафте, а делимично и ниском прошлогодишњом базом код ових цена. И остале компоненте индекса произвођачких цена пружиле су позитиван допринос мг. расту цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште у септембру, што указује на то да су у већини сектора индустрије трошковни притисци интензивирани у Т3. С друге стране, **цене елемената и материјала за уградњу у грађевинарству** исказале су у Т3, на нивоу тромесечја, пад од 2,3%, док су на мг. нивоу успориле раст, на 9,1% у септембру (са 10,8% у јуну).

По основу раста увозне инфлације такође су се појачали ценовни притисци током Т3. У прилог томе говори раст **увозних цена изражених у динарима**[1] – на тромесечном нивоу од 2,5% у Т3,

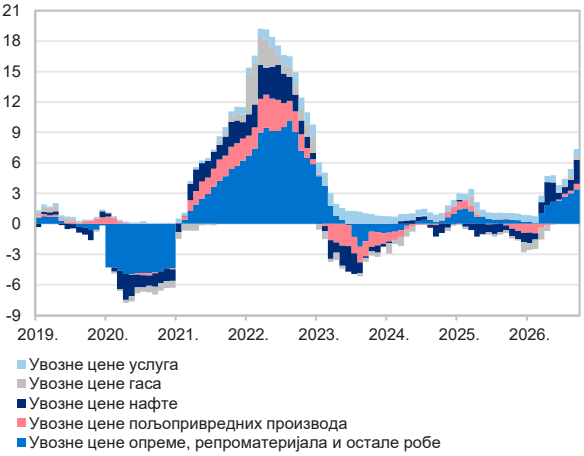
Графикон III.0.3. **Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена***
(крај периода, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.4. **Доприноси изабраних компонената мг. динамици увозних цена у динарима**
(крај периода, у п.п.)



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

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

а на мг. нивоу од 7,4% у септембру (наспрам 3,8% у јуну). Притом, око три четвртине остваренog мг. раста ових цена у септембру потекло је од пораста светских цена нафте исказаних у динарима, као и виших цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза, које су апроксимиране извозним ценама Немачке. И остале компоненте увозне инфлације пружиле су позитиван мг. допринос септембарском расту увозних цена изражених у динарима.

Инфлациона очекивања

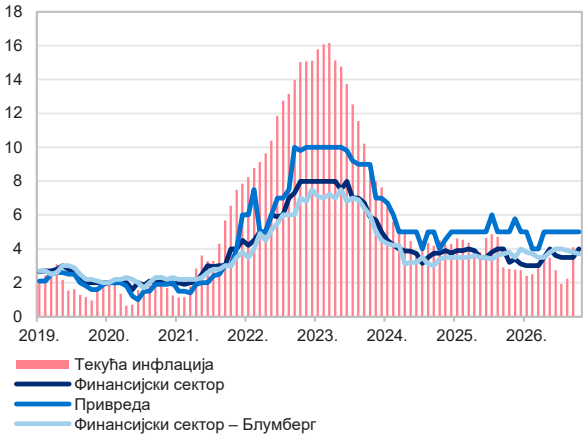
Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора наставила су у периоду од претходног извештаја да се крећу у границама циља, где се налазе од почетка 2024. године, што указује на то да за сада нема већих секундарних ефеката енергетског шока на остале цене.

Краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, према резултатима **анкете агенције Нинамедија**, од јула до септембра била су непромењена и износила су 3,5%, док су у октобру, пратећи кретање текуће инфлације, порасла на 4,0%. Појединачни одговори свих финансијских институција о очекиваној инфлацији за годину дана унапред налазе се унутар граница циља Народне банке Србије. Инфлациона очекивања овог сектора за годину дана унапред, према подацима анкете агенције **Блумберг**, смањена су са 4,0% у јулу на 3,7% у октобру.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред задржала су се на 5,0%, где се налазе од априла. Према октобарској анкети, већина предузећа сматра да ће цене инпута и готових производа и услуга у наредна три месеца (82,6% и 62,2% испитаника) остати непромењене. У наредној години дана већи део привредника не очекује промене цена инпута (65,5% испитаника), док раст цена готових производа и услуга очекује 53,3% испитаника.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва од јуна су на нивоу од 10,0%. 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 22,3 поена и био нижи од индекса перципиране инфлације (53,4 поена).

Графикон III.0.5. **Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред**
(мг. стопе, у %)



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

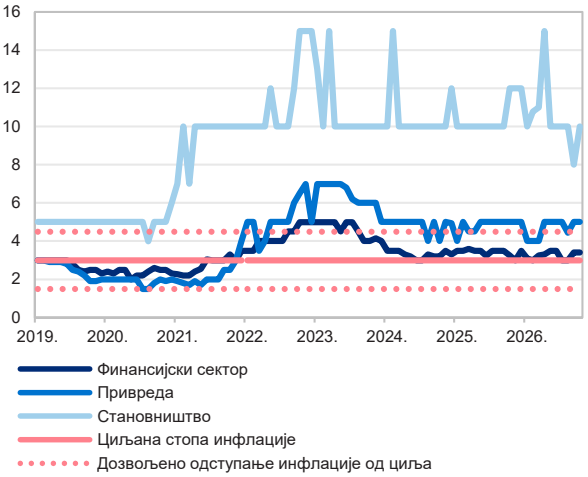
Графикон III.0.6. **Перципирана и очекивана инфлација становништва**
(у индексним поенима)



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред порасла су са 3,0% у јулу и августу на 3,4% у септембру и октобру, док су очекивања за три године унапред остала непромењена и износила су 3,0%. **Средњорочна очекивања сектора привреде за две и три године унапред** у октобру су износила 5,0% и 5,5%, респективно. **Инфлациона очекивања становништва за две године унапред** у септембру су снижена на 8,0%, што је **њихов најнижи ниво од марта 2021**. године. У октобру су се вратила на 10,0%, колико су износила и очекивања за три године унапред.

Графикон III.0.7. **Очекивана инфлација за две године унапред**
(мг. стопе, у %)



Финансијски сектор
Привреда
Становништво
Циљана стопа инфлације
Дозвољено одступање инфлације од циља

Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Током Т3 није било аукција на примарном тржишту динарских државних ХоВ, а од 1. септембра клиринг и салдирање дугорочних динарских хартија доступни су преко међународног централног депозитара Euroclear Bank. Приноси на секундарном тржишту ХоВ повећани су у складу с кретањима на међународном финансијском тржишту и у земљама региона, с обзиром на то да инвеститори, услед заоштравања монетарних политика водећих централних банака, захтевају нешто више приносе и од земаља у успону.

Каматне стопе на динарске и евроиндексиране кредите становништву остале су готово непромењене током Т3, док су каматне стопе на кредите привреди бележиле раст, уз и даље снажну кредитну активност банака. Упркос настављеном расту каматних стопа на тржишту новца у зони евра, просечна каматна стопа на евроиндексиране стамбене кредите становништву задржана је на нивоу од 4,5%.

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



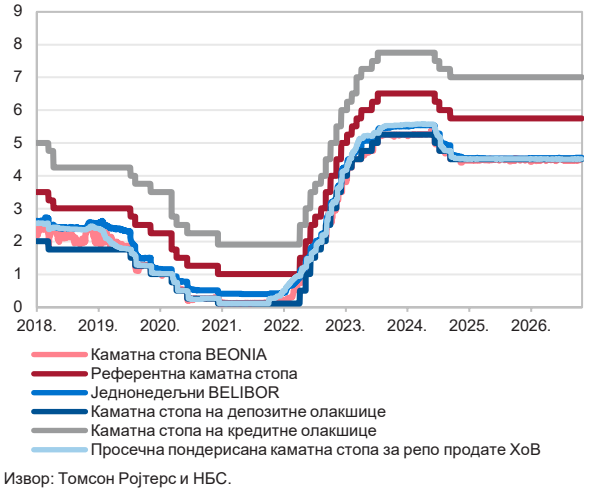
Извор: НБС.

Каматне стопе

На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током Т3 2026. **референтна каматна стопа и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице** задржане су на нивоима од 5,75%, 7,00% и 4,50%, респективно, што је допринело и томе да осцилације каматних стопа на међубанкарском тржишту новца буду минималне.

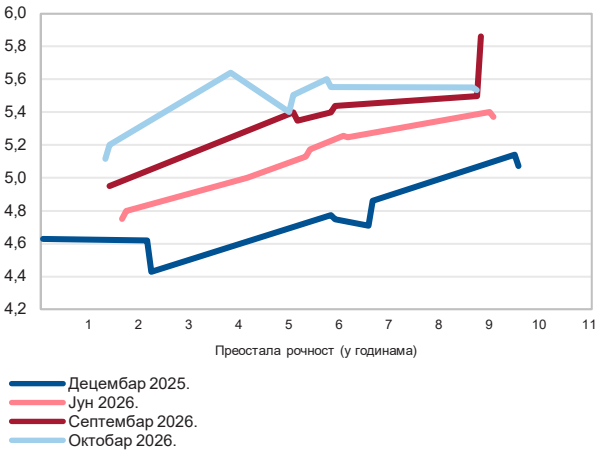
Каматна стопа на **преконоћном међубанкарском тржишту новца**, *BEONIA*, и током Т3 2026. кретала се око нивоа од 4,50% или благо испод, при чему током највећег дела посматраног периода на овом тржишту није било промета. Минималне осцилације бележиле су и каматне стопе *BELIBOR*, које су се кретале у распону од 4,51% за најкраћу рочност до 4,75% за рочност од шест месеци. Вишкови динарске ликвидности банака повећани су током Т3, о чему сведочи раст

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



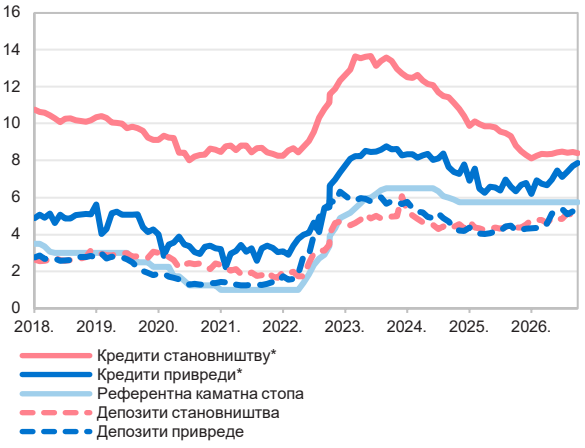
Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон IV.1.3. **Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ**
(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Графикон IV.1.4. **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.

просечног дневног стања депозитних вишкова за 47,4 млрд динара, на 190 млрд динара, као и раст репо продатих ХоВ за 34,7 млрд динара, на 287,5 млрд динара у септембру, на шта су се одразиле и исплате новчане помоћи пензионерима и исплате средстава из акционарског фонда.

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ и државних ХоВ у еврима** током Т3 нису одржане аукције, нити је било доспећа. Планираних аукција и доспећа нема ни до краја године.

Укупан промет на **секундарном тржишту динарских ХоВ** у Т3 износио је 27,5 млрд динара, што је за 62,2 млрд динара мање него у Т2, при чему је смањење промета у целости последица високог обима трговања на дан салдирања јунске аукције (63,8 млрд динара). Када се тај дан изузме, промет у Т3 био је приближно на нивоу претходног тромесечја. Након готово непромењених нивоа у јулу, приноси на секундарном тржишту повећани су у августу и септембру, у складу с кретањима на међународном финансијском тржишту и у земљама региона. Просечне пондерисане стопе приноса на обвезнице преостале рочности око пет и око шест година у септембру износиле су 5,39% и 5,43%, респективно, што је за 26 б.п. и 19 б.п. више него у јуну. Просечна пондерисана стопа приноса на обвезнице преостале рочности око девет година повећана је за 36 б.п. у односу на јун, на 5,73% у септембру, док је крајем месеца принос на ове обвезнице износио око 5,50%.

Од 1. септембра 2026. клиринг и салдирање дугорочних динарских државних ХоВ доступни су и преко међународног централног депозитара *Euroclear Bank*. Ова могућност тренутно обухвата пет динарских обвезница у оптицају, као и одређене будуће емисије. Тиме је међународним инвеститорима олакшан приступ домаћем тржишту државних ХоВ и створени су инфраструктурни предуслови за шире укључивање динарских обвезница у глобалне индексе. Очекује се да ће то допринети постепеном ширењу базе инвеститора и вишој ликвидности секундарног тржишта.

Каматна стопа на динарске кредите привреди повећана је током Т3 за 0,8 п.п., на 7,9% у септембру, вођена растом каматне стопе на кредите за обртна средства за 1,3 п.п., на 8,1%. Насупрот

томе, каматна стопа на инвестиционе кредите смањена је за 1,0 п.п., на 7,9%, уз знатан раст учешћа у динарском кредитирању привреде, са 9,0% у јуну на око 35% у септембру. Пад каматне стопе забележен је и код осталих некатегорисаних кредита, за 0,1 п.п., на 7,2%. **Каматна стопа на нове динарске кредите становништву** благо је смањена, за 0,1 п.п., на 8,4% у септембру, при чему је каматна стопа на најзаступљеније готовинске кредите остала непромењена, на том истом нивоу. Истовремено, пад су забележиле каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,3 п.п., на 9,4%, као и на мање заступљене стамбене и потрошачке кредите.

Током Т3 каматне стопе **на нове кредите привреди у еврима** повећане су за 0,4 п.п., на 5,5% у септембру, што се делом доводи у везу с растом стопа *EURIBOR* за око 30 б.п., услед настављеног заоштравања монетарне политике ЕЦБ-а. Унутар структуре кредитирања, раст је био вођен повећањем каматне стопе на инвестиционе кредите за 1,0 п.п., на 6,2%, а у нешто мањој мери и растом каматне стопе на кредите за обртна средства за 0,2 п.п., на 5,3%. Каматне стопе на кредите **становништву у евро знаку током Т3 остале су непромењене, на нивоу од 4,8%,** опредељене непромењеним нивоом каматне стопе на евроиндексиране стамбене кредите, на нивоу од 4,5%.

Каматна стопа по основу **прекорачења по текућем рачуну** остала је непромењена на нивоу од 17,0% у септембру, док је каматна стопа по основу **дуга по кредитним картицама**[2] смањена за 0,2 п.п., на 14,2%. У односу на крај 2024. године, каматне стопе на ове, уједно и најскупље видове задуживања знатно су смањене, за 10,8 п.п. и 8,1 п.п., респективно, услед примене ограничења каматних стопа у складу са Законом о заштити корисника финансијских услуга.

Каматна стопа на штедњу становништва у динарима повећана је током Т3 за 0,2 п.п., на 5,1% у септембру, док је **каматна стопа на штедњу у еврима** остала непромењена на нивоу од 3,4%.

Премија ризика

Након што је незнатно смањена у јулу и августу, **глобална премија ризика повећана је у већој мери током септембра**, пре свега услед заоштравања

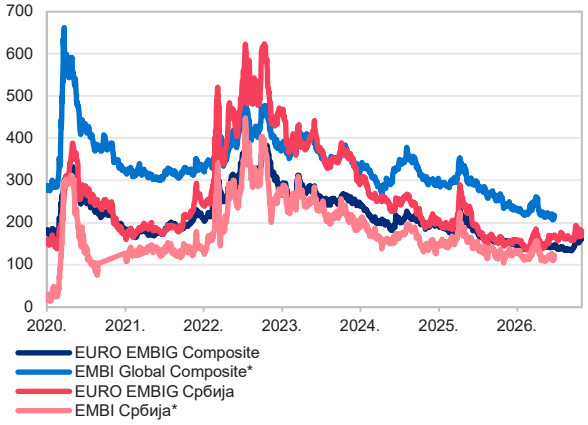
[2] Према методологији статистике каматних стопа, каматне стопе на револвинг кредите, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама нису укључене у обрачун просечне каматне стопе на кредите становништву.

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

	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2025.	2026.		2025.	2026.	
	Т4	Т2	Т3	Т4	Т2	Т3
Укупни кредити становништву*	8,1	8,5	8,4	4,6	4,8	4,8
Готовински кредити	8,2	8,4	8,4	3,4	3,5	3,4
Стамбени кредити	10,0	11,7	10,9	4,5	4,5	4,5
Потрошачки кредити	2,0	3,1	2,5	5,5	5,4	5,4
Остали кредити	8,7	9,7	9,4	5,7	6,4	6,5
Укупни кредити привреди*	6,2	7,1	7,9	4,8	5,1	5,5
Кред. за обртна сред.	6,1	6,8	8,1	4,5	5,1	5,3
Инвестициони кред.	7,2	8,9	7,9	5,1	5,2	6,2
Остали кредити	6,1	7,3	7,2	5,1	5,1	5,0
Кредити за увоз	-	-	-	3,9	4,3	3,9

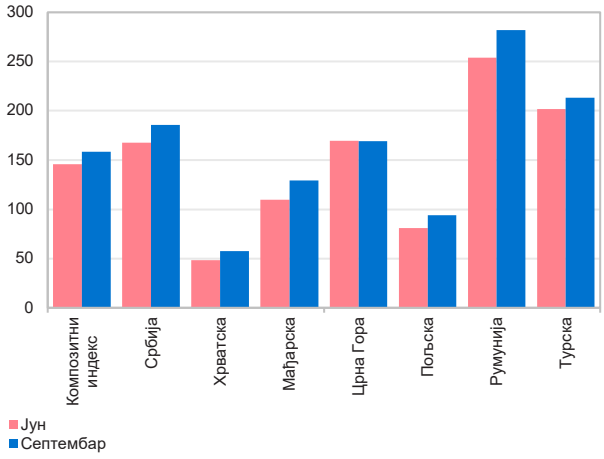
Извор: НБС.
Напомена: Подаци се односе на просечне вредности последњег месеца у тромесечју.
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Графикон IV.1.5. **Показатељи премије ризика**
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: *J.P. Morgan.*
* Последњи расположиви подаци доступни су закључно са 24. јуном 2026. године.

Графикон IV.1.6. **Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима**
(крај месеца, у б.п.)



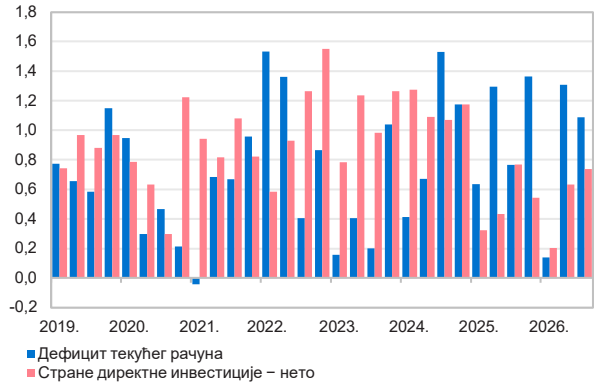
Извор: *J.P. Morgan*.

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

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

Извор: НБС.
[1] Фебруар, [2] Март, [3] Април, [4] Јун, [5] Август, [6] Октобар, [7] Децембар.
Напомена: У 2023. и 2025. није било промене рејтинга и изгледа.

Графикон IV.1.7. **Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ**
(у млрд EUR, тромесечни подаци)



Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци за Т3 2026.

геополитичких тензија и пооштравања монетарне политике водећих централних банака, што је допринело затезању глобалних финансијских услова и смањењу склоности инвеститора ка ризичнијој активи.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, изведена на бази *EURO EMBIG Composite*, повећана је у Т3 за 13 б.п., на 158 б.п. на крају септембра. Истовремено, **премија ризика Србије за дуг у еврима** повећана је за 18 б.п., на 185 б.п. крајем септембра. Током октобра композитна мера ризика земаља у успону додатно је повећана за 6 б.п., на 164 б.п. на крају месеца, док је премија ризика за Србију смањена за 5 б.п., на 180 б.п. Раст премије ризика током Т3 забележен је у готово свим посматраним земљама региона, а најизраженији је био у Румунији (за 28 б.п., на 282 б.п.) и Мађарској (за 19 б.п., на 129 б.п.), док је у Црној Гори премија ризика задржана на непромењеном нивоу од 169 б.п. на крају септембра.

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

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса у Т3 односио се на СДИ и продају државних ХоВ међународним инвеститорима. Прилив је остварен и по основу раста кредитног задужења предузећа и банака, као и смањења депозита резидената код банака у иностранству, док су одливи забележени по основу трговинских кредита.

Прилив СДИ у Србију у Т3 износио је 894,2 млн евра (3,7% БДП-а), што је за 8,9% више од прилива оствареног у истом периоду претходне године. Ако

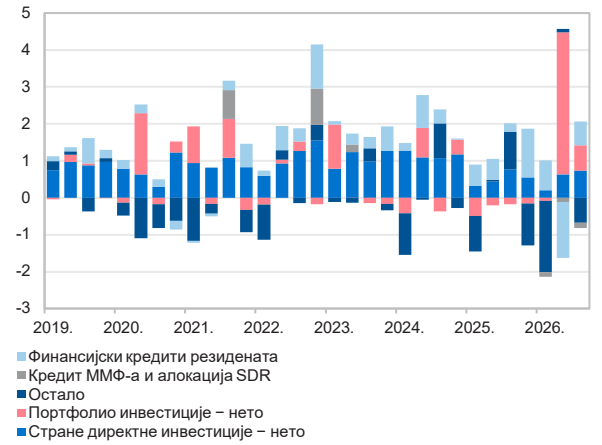
се узму у обзир улагања резидената у иностранство, нето прилив СДИ у Т3 износио је 735,5 млн евра. Посматрано од почетка године, закључно са септембром, прилив СДИ износио је 2,1 млрд евра и претежно се односио на реинвестирану добит и власнички капитал.

Република Србија је у јулу путем приватног пласмана продала професионалним међународним инвеститорима шестогодишње еврообвезнице номиналне вредности 500 млн евра. Поред тога, банке су смањиле пласмане у иностране ХоВ, што је утицало на то да по основу **портфолио инвестиција** у Т3 буде забележен нето прилив капитала од 680,8 млн евра.

По основу **финансијских кредита** у Т3 регистрован је нето прилив у износу од 499,7 млн евра, пре свега захваљујући повећању кредитних обавеза предузећа, а у истом смеру деловао је и раст задужења банака. С друге стране, држава је смањила кредитне обавезе према иностранству, чему је допринело и враћање главнице дуга у оквиру стендбај аранжмана с **ММФ-ом** (141,3 млн евра).

По основу **трговинских кредита и аванса** регистрован је нето одлив у износу од 1,0 млрд евра. Истовремено, по основу **готовог новца и депозита** забележен је прилив (357,1 млн евра), пошто су резиденти смањили износ средстава која су држали код иностраних банака.

Графикон IV.1.8. **Структура финансијског биланса**
(у млрд EUR, тромесечни подаци)



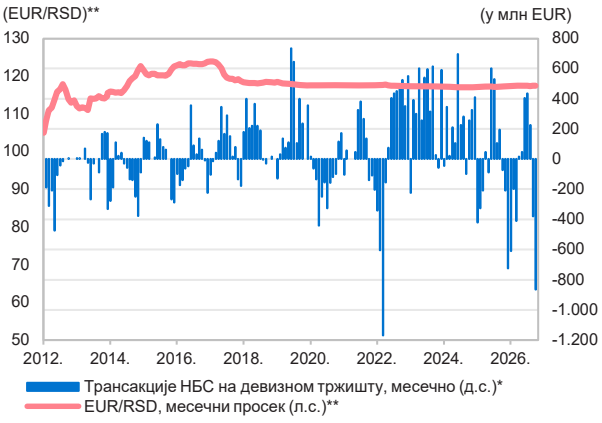
Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци за Т3 2026.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је током Т3 наставио релативно стабилно кретање према евру, чему су допринеле интервенције Народне банке Србије на МДТ-у. Посматрано крајем периода, динар је према евру у Т3 ослабио за 0,1%, док је, под утицајем слабљења евра према долару на међународном тржишту, у односу на долар ослабио за 0,6%.

Током већег дела Т3 понуда девиза на МДТ-у била је виша од тражње, тако да су преовладавали апрецијацијски притисци. Томе је највише допринела понуда девиза домаћих компанија, изузев увозника енергената, као и раст валутно индексиране имовине банака.[3] У истом смеру деловао је и нето откуп ефективног страног новца

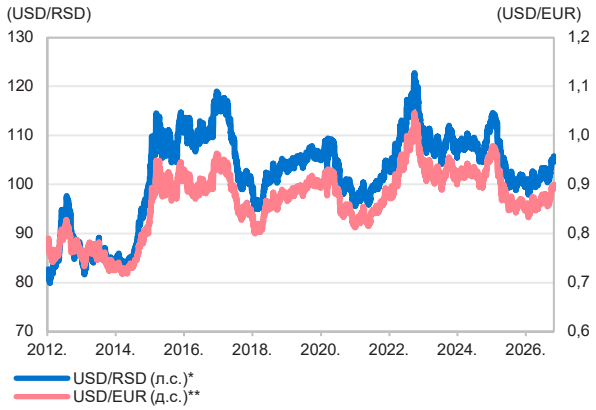
Графикон IV.1.9. **Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту**



Извор: НБС.
* + нето куповина; - нето продаја.
** 1 EUR у RSD.

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

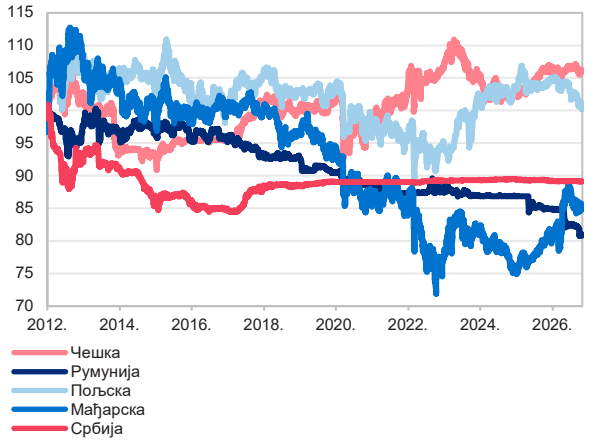
Графикон IV.1.10. **Кретање курса динара и евра према долару**



Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.
** 1 USD у EUR.

Графикон IV.1.11. **Кретање курсева одређених националних валута према евру***
(дневни подаци, 31. децембар 2011 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

од стране банака. У септембру, посебно у другој половини месеца, јачали су депрецијацијски притисци, пре свега под утицајем повећане тражње увозника енергената за девизама.

Ради одржавања релативне стабилности курса динара према евру, Народна банка Србије је на МДТ-у током Т3 укупно нето купила 280,0 млн евра. При томе, у јулу и августу је нето купила укупно 660,0 млн евра, док је у септембру била нето продавац девиза (380,0 млн евра).

Реагујући на снажне депрецијацијске притиске у периоду пре и након одржавања парламентарних избора, Народна банка Србије је у октобру нето продала 865,0 млн евра. Посматрано од почетка године, закључно са октобром, Народна банка Србије је на МДТ-у нето продала 1.340,0 млн евра.

Девизне резерве остале су на високом нивоу и крајем октобра износиле су 29,2 млрд евра. Такав ниво девизних резерви знатно је изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност – њима се покрива нешто мање од седам месеци увоза робе и услуга и 151% новчане масе М1.

Валуте земаља региона које примењују режим циљања инфлације ослабиле су према евру током Т3. Румунски леј и чешка круна ослабили су за по 0,7%, пољски злот за 1,6%, а мађарска форинта за 3,1%.

2. Новац и кредити

Раст најширег монетарног агрегата, М3, убрзан је у Т3, посматрано и тромесечно и мг., пре свега услед раста најликвиднијих компонената – динарских депозита по виђењу и готовог новца у оптицају. Томе су, поред уобичајених сезонских кретања, допринеле и једнократне исплате средстава становништву из буџета. Убрзан је и раст динарске штедње становништва, која је крајем септембра достигла рекордни ниво од 248,3 млрд динара (11,4% укупне штедње).

Иако је наставио да успорава током Т3, мг. раст кредитне активности и даље је релативно висок и у септембру је износио 15,1%. Истовремено, учешће NPL у укупним кредитима задржало се на минимуму од 2,0%, док је, захваљујући израженијем задуживању у динарима, степен динаризације пласмана привреди и становништву у септембру достигао 41,0%.

Новац

Најшири **монетарни агрегат, М3**, који, поред динарског новца, обухвата и девизне депозите немонетарних сектора, повећан је у Т3 за 4,8% (у Т2 за 2,2%). То је у највећој мери било вођено бржим растом депозита по виђењу сектора становништва и привреде, али и готовог новца у оптицају, што је делом било сезонског карактера, а делом у складу с једнократним исплатама новчане помоћи пензионерима и средстава из акционарског фонда.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски **депозити по виђењу** повећани су у Т3 за 152,7 млрд динара. Расту су готово подједнако допринели повећања стања на текућим рачунима становништва и депозити привреде, пре свега у сектору трговине, а затим у секторима услуга, енергетике и грађевинарства.

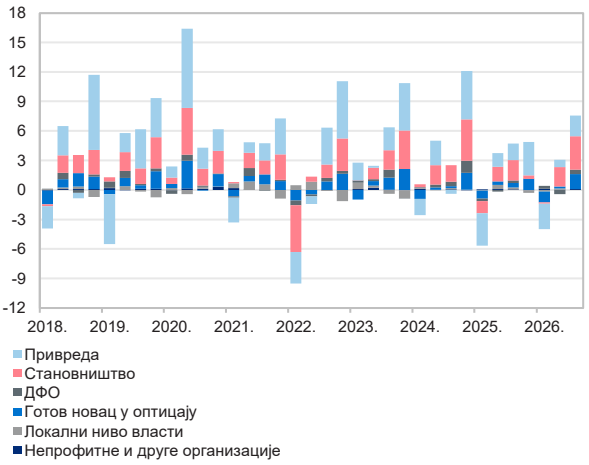
Динарски орочени и штедни депозити повећани су за 18,8 млрд динара. Највећи допринос дала је динарска штедња становништва, која је порасла за 20,9 млрд динара, на нови највиши ниво од 248,3 млрд динара[4]. Раст су забележили и депозити других финансијских организација (9,9 млрд динара). Насупрот томе, динарски орочени депозити привреде смањени су за 9,6 млрд динара, а депозити локалних нивоа власти за 2,1 млрд динара.

Девизни депозити немонетарних сектора у Т3 повећани су за 0,4 млрд евра, од чега око две трећине чини повећање девизне штедње становништва (резидената), на нови највиши ниво од 16,4 млрд евра, уз мањи допринос раста девизних депозита других финансијских организација и привреде.

Степен динаризације депозита привреде и становништва током Т3 повећан је за 1,3 п.п., на 46,9% у септембру, услед релативно бржег раста динарских депозита по виђењу привреде и становништва у односу на раст девизних депозита. У односу на септембар претходне године, степен динаризације виши је за 0,5 п.п.

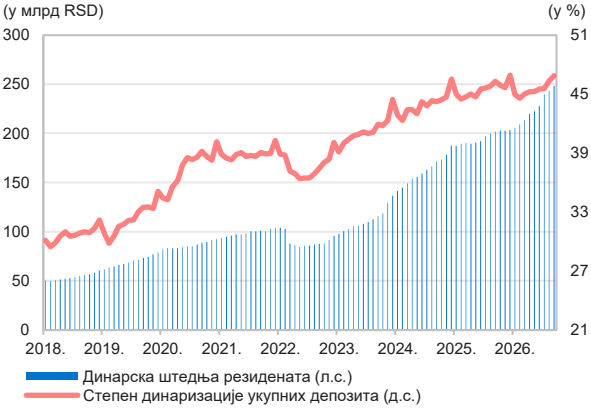
Мг. раст **М3** убрзан је у Т3, на 10,8% у септембру, са 9,0% у јуну (6,6% у децембру 2025), пре свега услед бржег раста динарских депозита по виђењу и готовог новца у оптицају.

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



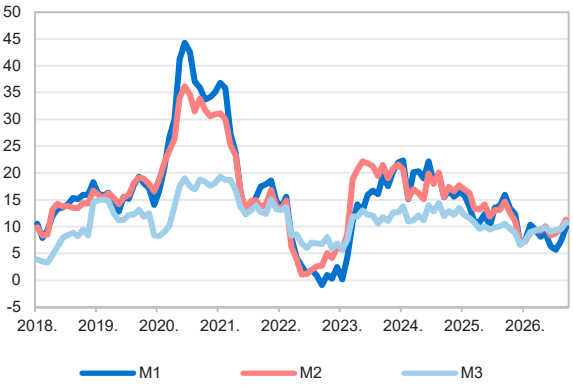
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

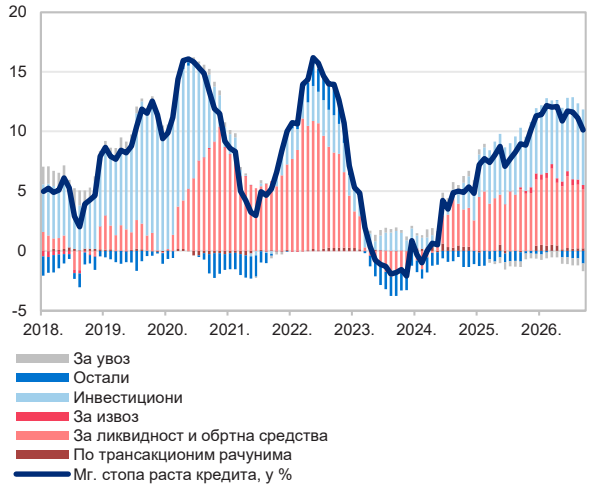
Графикон IV.2.3. **Кретање монетарних агрегата**
(номиналне мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

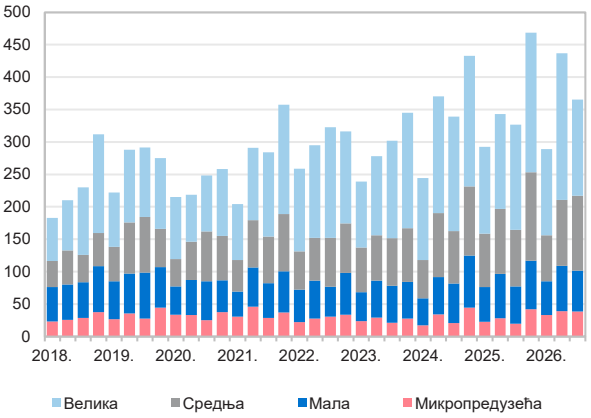
[4] Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају септембра износила 250,7 млрд динара, а девизна штедња 17,2 млрд евра.

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



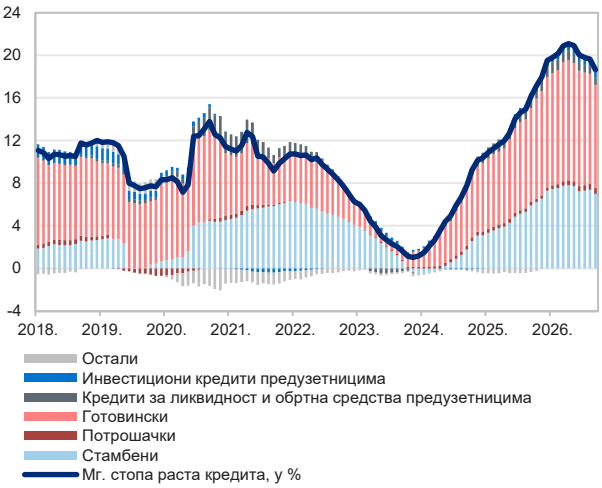
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору под утицајем високе базе из претходне године током Т3 успорили су мг. раст, који је, по искључењу ефекта промене девизног курса,[5] износио 15,1% у септембру. При томе, **кредитирање становништва** успорило је мг. раст на 18,6% у септембру, а **кредитирање привреде** на 10,1%.

Кредити привреди повећани су у Т3 за 44,6 млрд динара, претежно по основу раста задужења привредних друштава (44,0 млрд динара). Раст је био вођен одобравањем инвестиционих кредита (29,8 млрд динара) и кредита за ликвидност и обртна средства (28,5 млрд динара), а повећани су и кредити за извоз. С друге стране, смањене су обавезе предузећа по кредитима за увоз и осталим некатегорисаним кредитима. Таква кретања су утицала на то да учешће инвестиционих кредита у укупним кредитима привреди буде повећано током Т3 за 0,5 п.п., на 43,7% у септембру, а њихов мг. раст убрзан је на 15,1%. С друге стране, учешће кредита за ликвидност и обртна средства повећано је за 0,3 п.п., на 48,6%, уз успоравање мг. раста на 10,2%.

Током Т3 повећано је задуживање предузећа из скоро свих делатности, при чему су се највише задужила предузећа из области грађевинарства, а затим предузећа из прерађивачке индустрије и пољопривреде, док су своја задужења смањила једино предузећа из области саобраћаја. Скоро две трећине прираста у Т3 односило се на кредите микропредузећима, малим и средњим предузећима, што је утицало на то да учешће кредита одобрених овом сегменту у укупним кредитима привреди буде повећано на 60,8% у септембру, а њихов мг. раст убрзан на 13,5%. Динарски кредити чинили су две петине прираста кредита привреди, што је допринело томе да степен **динаризације пласмана привреди** достигне 24,9% у септембру (наспрам 24,2% у јуну).

Обим новоодобрених кредита привреди у Т3 износио је 365,2 млрд динара, што је за 11,7% више него у истом периоду 2025. Повећана је реализација свих кредита осим увозних, а најзаступљенији у новоодобреним кредитима били су кредити за ликвидност и обртна средства и инвестициони кредити, са учешћима од 60% и 28%, респективно. При томе, четири петине инвестиционих кредита

[5] Рачунато по новом програмском курсу на дан 30. септембра 2024.

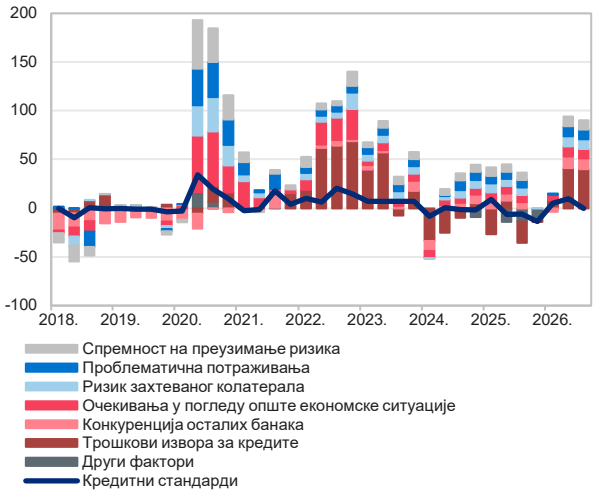
и 56% кредита за ликвидност и обртна средства било је усмерено на сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа.

Кредити становништву повећани су у Т3 за 81,2 млрд динара, а нешто више од половине прираста односило се на динарске кредите. Раст је био вођен одобравањем готовинских (37,1 млрд динара) и стамбених кредита (35,9 млрд динара), а повећано је и задуживање грађана по потрошачким кредитима и кредитним картицама. Високој реализацији кредита становништву доприносе ублажени кредитни стандарди, релативно повољне каматне стопе и мере које омогућавају повољније услове задуживања грађана с нижим примањима. Поред тога, раст стамбених кредита потпомогнут је одобравањем кредита из програма за младе, који су чинили 40% повећања стамбених кредита у Т3. То је утицало на повећање стамбених кредита у укупним кредитима становништву на 38,1% у септембру (са 37,8% у јуну), док је учешће најзаступљенијих, готовинских кредита, током Т3 смањено за 0,1 п.п., на 47,9%. Истовремено, под утицајем високе базе, готовински и стамбени кредити успорили су мг. раст, који је у септембру износио 20,4% и 18,3%, респективно. Висока реализација стамбених кредита, који су претежно евроиндексирани, утицала је на то да степен **динаризације пласмана становништву** у септембру (56,8%) буде нешто нижи у односу на рекордну вредност из јуна (56,9%).

Обим новоодобрених кредита становништву у Т3 износио је 293,3 млрд динара и био је за 2,3% виши него у истом периоду 2025, највише захваљујући већем износу новоодобрених стамбених кредита. С друге стране, износ готовинских кредита је први пут после дужег времена био нижи него у истом периоду претходне године. Ове две категорије кредита биле су најзаступљеније међу новоодобреним кредитима становништву, са учешћима од 21% и 65%, респективно.

Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да банке у Т3 нису мењале кредитне стандарде за привреду, и поред оцена да су трошкови извора финансирања повећани, да је спремност на преузимање ризика смањена и да су перцепција ризика и конкуренција деловали у смеру пооштравања стандарда. Истовремено, кредитни стандарди за становништво ублажени су услед

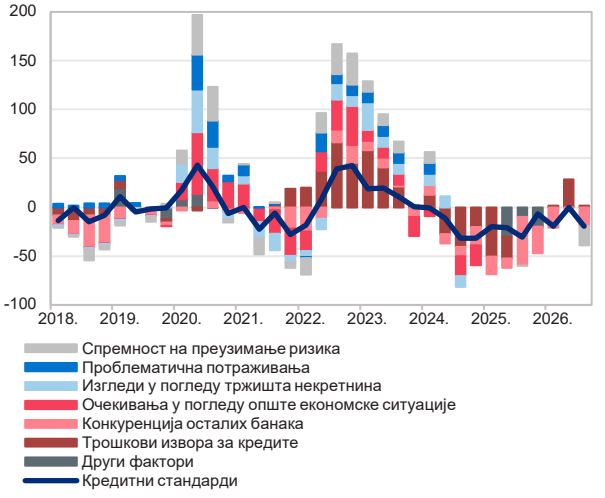
Графикон IV.2.7. **Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора**
(у нето %)



Извор: НБС.

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

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

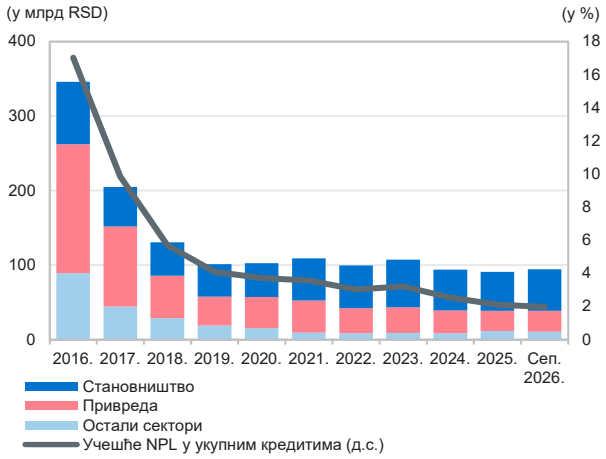


Извор: НБС.

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

ублажавања стандарда за динарске готовинске кредите, док стандарди за остале врсте кредита нису мењани. На ублажавање стандарда деловали су конкуренција међу банкама и већа спремност на преузимање ризика. Банке су оцениле да је укупна тражња привреде за кредитима у Т3 смањена, под утицајем ниже тражње за дугорочним кредитима, док је тражња предузећа за краткорочним кредитима повећана. Пад тражње пре свега се односио на велика предузећа, а допринеле су му мање потребе за финансирањем капиталних инвестиција и обртних средстава. Тражња становништва за кредитима није промењена у Т3, први пут након што је скоро три године бележила раст. Према оцени банака, рефинансирање постојећих кредита, куповина непокретности и набавка трајних потрошних добара наставили су да делују у смеру раста тражње.

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



Извор: НБС.

Бруто ***NPL* показатељ** током Т3 задржао се на минимуму од 2,0%. При томе, *NPL* показатељ за сектор становништва[6] смањен је у Т3 за 0,1 п.п., на 2,5% у септембру, док се за сектор привреде[7] вредност овог показатеља није променила (1,4%). Покривеност *NPL*-а и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у септембру износила је 110,0% *NPL*-а, док је исправка вредности *NPL*-а била на нивоу од 59,4% *NPL*-а.

Показатељ адекватности капитала на крају Т3 износио је 19,73%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Према процени РЗС-а, реални раст БДП-а у Т3 износио је 4,0% мг., а према нашој процени, био је вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и фиксних инвестиција. С друге стране, благо негативан допринос потекао је од нето извоза.

Домаћа тражња

Према нашој процени, **потрошња домаћинстава** је убрзала мг. раст у Т3 на 4,7%, чиме је њен допринос расту БДП-а износио 3,1 п.п. На наставак раста

[6] Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

[7] Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL*-а у укупним кредитима такође се није променило и износило је 1,5% у септембру.

приватне потрошње упућују кретања у трговини на мало, где је у Т3 забележен мг. раст промета од 7,8%, као и у угоститељству, у коме је промет у периоду јул–август повећан за 4,3% мг. Позитивна кретања потврђују и подаци из области туризма, према којима је у Т3 број долазака домаћих туриста повећан за 9,4% мг., а број њихових ноћења за 6,5% мг. На раст приватне потрошње указује и повећање увоза потрошне робе, који је у Т3 забележио мг. раст од 1,4%.

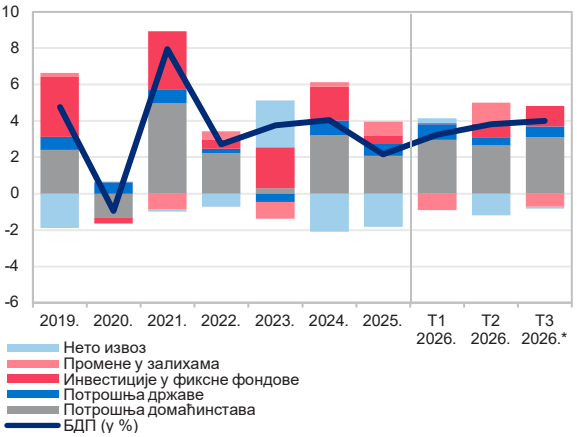
Када је реч о изворима личне потрошње, маса зарада, као њен најзначајнији извор, наставила је да бележи готово двоцифрени номинални мг. раст, који је у периоду јул–август износио 9,9%, док је у реалном изразу раст износио 7,5%. Истовремено, пензије су у Т3 забележиле номинални мг. раст од 12,1%, односно 9,1% у реалном изразу. Додатну подршку потрошњи домаћинстава пружили су и даље релативно повољни услови кредитирања, што се огледа у наставку двоцифреног мг. раста кредита намењених потрошњи. Поред тога, прилив дознака у Т3 износио је 1,6 млрд евра, што представља мг. повећање од 4,5%.

Према нашој процени, **државна потрошња** у Т3 порасла је за 3,5% мг. и наставила је позитивно да доприноси расту БДП-а са 0,6 п.п. Њен раст био је вођен повећањем издатака за запослене у јавном сектору, као и издатака за набавку робе и услуга. Наведена кретања утицала су на то да **укупна потрошња** оствари мг. раст од 4,5% у Т3.

Процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** у Т3 забележиле мг. раст од 4,5% и допринеле расту БДП-а са 1,1 п.п. На наставак раста инвестиционе активности указују пре свега показатељи из области производње и увоза капиталних добара, при чему је производња капиталних производа повећана за 9,1% мг., производња машина и опреме за 18,5%, а увоз опреме за 1,8% мг. Позитивна кретања забележена су и у грађевинарству, што потврђују повећање вредности изведених радова у Т3 од 12,6% мг., раст броја издатих грађевинских дозвола у периоду јул–август од 2,4% мг., као и повећање производње и увоза грађевинског материјала од 3,6% и 3,5% мг., респективно.

Када је реч о изворима финансирања инвестиција, процењујемо да су приватне инвестиције

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

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

	2025.	2026.		
	Т4	Т1	Т2	Т3
Потрошња домаћинстава	**3,7**	**4,9**	**4,0**	**4,7***
Показатељи				
Промет у трговини на мало	8,0	9,0	5,5	7,8
Промет у угоститељству	2,5	11,5	8,5	4,3**
Број домаћих туриста	-0,2	8,2	7,9	9,4
Број ноћења домаћих туриста	-4,5	6,3	3,3	6,5
Увоз потрошне робе (*BEC* класификација), номинално	2,2	-1,6	6,9	1,4
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	12,0	11,0	10,2	9,9**
Прилив дознака, номинално	26,2	22,4	13,9	4,5
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	21,0	22,5	22,8	20,8

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

Табела IV.3.2. **Показатељи кретања инвестиција**

	2025.	2026.		
	T4	T1	T2	T3
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Бруто инвестиције у основне фондове (нац. рачуни)	8,9	0,3	3,3	4,5*
Грађевинарство (нац. рачуни)	10,6	-9,7	9,1	9,0*
Капитални расходи државе, номинално	-0,5	68,7	-17,9	79,8
Број издатих грађевинских дозвола	1,0	8,9	6,8	2,4**
Производња грађевинског материјала	-3,1	-5,8	2,8	3,6
Вредност изведених радова	6,6	-9,9	9,0	12,6
Увоз опреме, номинално	15,6	2,0	-2,3	1,8
Производња домаћих машина и опреме	0,7	5,1	13,6	18,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јул–август.

највећим делом финансиране из сопствених средстава предузећа, чему је допринела њихова висока профитабилност остварена у претходним годинама. Инвестициону активност подржали су и прилив СДИ, који је у Т3 износио 894,2 млн евра, и раст инвестиционих кредита од 16,0% мг. Додатни подстицај инвестицијама пружили су капитални расходи државе, који су у Т3 повећани за 79,8% мг.

Према нашој процени, **смањење залиха** индустријских производа, пре свега енергената, негативно је допринело расту БДП-а у Т3 са –0,7 п.п.

Осврт 1: Лична потрошња и њени најважнији извори у периоду 2022–2026. године

У Србији је у периоду 2022–2025. године учешће личне потрошње (која обухвата издатке домаћинстава за добра и услуге) у БДП-у у просеку износило 63%, због чега су њена кретања у великој мери опредељивала динамику укупне економске активности. Имајући у виду значај личне потрошње, у овом осврту анализирамо њено кретање и структуру њених најважнијих извора финансирања од 2022. до краја П1 2026. године. Посматрани период обухвата различите макроекономске услове, од снажних глобалних инфлаторних притисака и заоштравања монетарних услова у 2022. до успоравања инфлације, раста реалних примања и постепеног ублажавања монетарних услова у наредним годинама.

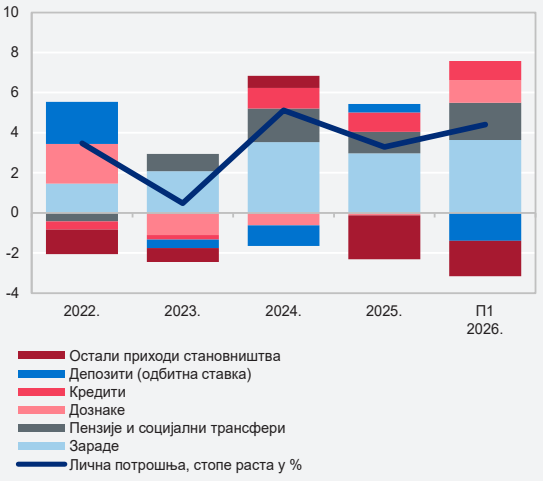
Графикон О.1.1. **Допринос личне потрошње расту БДП-а Србије, 2022 – П1 2026.**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Лична потрошња је током посматраног периода бележила континуиран реални раст и пружала значајан позитиван допринос расту БДП-а Србије. Након раста од 3,5% у 2022. години, њена динамика је успорена на 0,5% у 2023, пре свега у условима повишене инфлације. Са успоравањем инфлације и опоравком реалних примања, раст личне потрошње, реално посматрано, убрзан је на 5,1% у 2024. години, док је у 2025. износио 3,3%.

Графикон О.1.2. **Доприноси раста различитих извора потрошње расту приватне потрошње**
(у п.п.)



Извор: процена НБС.

За потребе анализе, изворе финансирања личне потрошње разложили смо на масу зарада, масу пензија и социјалних трансфера, дознаке из иностранства и прираст кредита становништву намењених потрошњи, док остатак чине остали приходи, попут дивиденди, камата и ренти. С друге стране, повећање орочених депозита становништва код банака представља одбитну ставку, јер се део расположивих средстава усмерава у штедњу уместо у текућу потрошњу.

Зараде су у посматраном периоду представљале најзначајнији извор финансирања личне потрошње, с просечним учешћем од 45% у укупним изворима. Током 2022. године висока инфлација ограничавала је њихов реални раст и допринос расту потрошње, док је од 2023. године уследио постепен опоравак куповне моћи запослених, који је био резултат већег номиналног раста зарада. Реални раст зарада био је израженији током 2024. године, подржан повећањем зарада у приватном и јавном сектору, као и повећањем минималне цене рада. Позитивна кретања настављена су и током 2025. и у П1 2026. године, мада уз умереniју динамику реалног раста. На тај начин, раст зарада, подржан и мерама економске политике, остао је основни ослонац потрошње домаћинстава, доприносећи њеном расту с више од 50%.

Пензије и други социјални трансфери представљали су други по значају извор финансирања потрошње, с просечним учешћем од 18%. Након што су високи инфлаторни притисци током 2022. године ограничавали куповну моћ пензионера, повећања пензија у наредном периоду (за 8,4% у 2023, 15% у 2024. и 6,8% у 2025. години, реално посматрано), уз успоравање инфлације, допринела су њиховом реалном расту. Посебно је током 2023. године ојачао њихов допринос потрошњи, док је у 2024. и 2025. години био нешто мањи, у складу с динамиком усклађивања пензија и ефектима базе. Раст реалних пензија настављен је и у П1 2026. године, чиме су пензије и социјални трансфери, као извори који у значајној мери зависе од мера економске и социјалне политике, наставили да пружају релативно стабилну подршку потрошњи.

Дознаке из иностранства представљале су значајан додатни извор финансирања потрошње, с просечним учешћем од 9,3%. Након израженијег позитивног доприноса током 2022. године, њихов допринос расту потрошње био је у 2023. и 2024. негативан, док је у П2 2025. поново постао позитиван. Оваква кретања могу се делом довести у везу с динамиком економске активности у европским земљама из којих потиче највећи део дознака, пре свега у Немачкој, Швајцарској и Аустрији. У П1 2026. године дознаке су наставиле позитивно да доприносе расту потрошње.

И кредити становништву, пре свега готовински кредити, били су додатни извор финансирања личне потрошње, чији је значај повећаван током посматраног периода, иако је учешће кредита у укупним изворима потрошње и даље ниско и у просеку износи мање од 2%. Након умереног раста у 2023. години, кредити су током 2024, а нарочито 2025. године, имали израженији раст и пружали су подршку расту потрошње домаћинстава. На то указује и дванаестомесечни кредитни импулс,[1] који је од почетка 2024. позитиван, а додатно се убрзао крајем 2025. и почетком 2026. године. Расту кредитне активности допринели су повећање реалних примања и кредитне способности становништва, ублажени кредитни стандарди, као и повољнији услови задуживања услед ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, започетог у јуну 2024. године. Додатни подстицај представљале су мере из септембра 2025. године, којима су омогућени повољнији услови кредитирања запослених и пензионера с месечним примањима до 100.000 динара, као и примена Закона о заштити корисника финансијских услуга. У таквим условима, просечна каматна стопа на новоодобрене готовинске кредите смањена је са 10,2% у децембру 2024. на 8,4% у августу 2026. године. У П1 2026. кредитна активност наставила је да подржава потрошњу, али је, након јачања у Т1, дванаестомесечни кредитни импулс ослабио у Т2, што указује на умеренији интензитет додатне кредитне подршке. Допринос кредита намењених потрошњи мг. расту личне потрошње у 2025. износио је 1,0 п.п., а у П1 ове године 0,9 п.п., што је мање од доприноса плата и пензија.

Графикон О.1.3. **Кредитни импулс – кредити намењени потрошњи**
(у млн RSD)



Извор: НБС.

Депозити становништва представљају фактор који ограничава текућу потрошњу. Након успоравања прираста у 2025. у односу на претходну годину, од почетка 2026. године прираст је убрзан, нарочито у Т2, што је негативно утицало на текућу потрошњу.

[1] Кредитни импулс који је коришћен у овој анализи израчунат је као разлика између кумулираних финансијских токова у последњих 12 месеци и претходних 12 месеци, при чему финансијски ток представља разлику између новоодобрених и отплаћених кредита. Овако израчунат кредитни импулс показује да ли се кредитна подршка потрошњи убрзава или успорава.

Повезаност расположивог дохотка (апроксимираног идентификованим изворима финансирања потрошње, који обухватају зараде, пензије, дознаке и кредите намењене потрошњи) и личне потрошње потврђују и резултати економетријске анализе добијени моделом ауторегресионих распоређених доцњи (енгл. *ARDL*), који указују на постојање статистички значајне дугорочне везе ових категорија. Према добијеним оценама, раст реалног расположивог дохотка од 1% у дугом року повезан је с растом реалне личне потрошње од око 0,6%. Резултати такође показују да се лична потрошња релативно брзо прилагођава променама расположивог дохотка, при чему се готово половина одступања од дугорочног тренда отклања већ у наредном тромесечју.

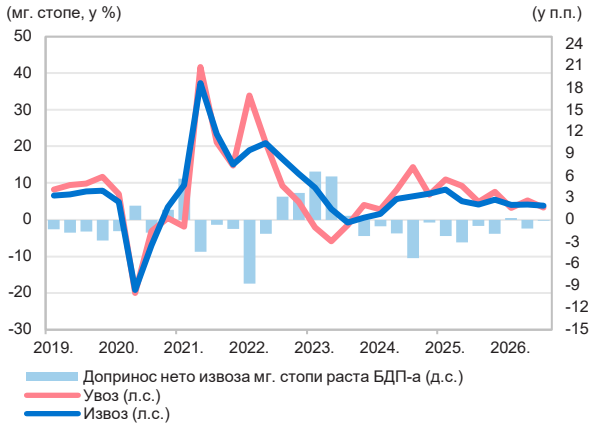
Табела О.1.1. **Ефекти расположивог дохотка на личну потрошњу**

Дуги рок	
Зависна променљива: реална потрошња домаћинстава	
Реални расположиви доходак за потрошњу (идентификовани извори)	**0,62*** **
C	5,51***
F-Bounds тест	32,00***
Кратак рок	
Брзина прилагођавања (*CointEq* $_{t-1}$)	**-0,47*** **
Δ Реална потрошња домаћинстава $_{t-1}$	-0,17***
Δ Реална потрошња домаћинстава $_{t-2}$	0,18***
Δ Реална потрошња домаћинстава $_{t-3}$	0,24***
Вештачка променљива 2020:Т2	0,97***
Анализиран период:	Т1 2005 –Т2 2026.

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

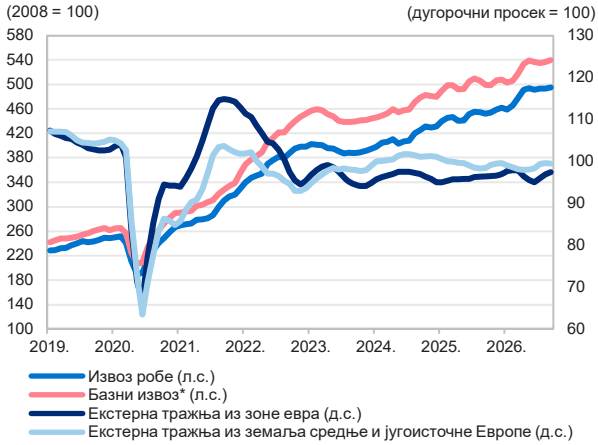
Посматрано у целини, анализа показује да је раст личне потрошње у Србији првенствено био заснован на расту редовних примања становништва – зарада и пензија, док су дознаке и кредитна активност представљале додатне изворе финансирања. Јачање кредитне активности током 2025. године повећало је њен значај за потрошњу домаћинстава, док је у П1 2026. године раст кредитне активности успорен, уз истовремено повећано усмеравање дела расположивог дохотка у штедњу.

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



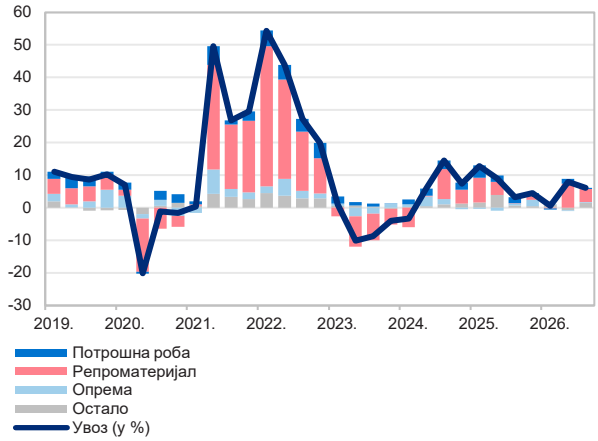
Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т3 2026.

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



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

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Нето екстерна тражња

Према нашој **процени, реални раст извоза робе и услуга** у Т3 износио је 3,8% мг., чиме је настављена позитивна динамика извоза, упркос и даље слабој екстерној тражњи. Истовремено, **реални раст увоза робе и услуга** износио је 3,4% мг. Иако је извоз растао брже од увоза, због већег учешћа увоза у БДП-у, допринос **нето извоза** расту БДП-а остао је благо негативан и износио је –0,1 п.п.

Робни извоз, изражен у еврима, у Т3 повећан је за 10,1% мг., чему је највише допринео раст извоза **прерађивачке индустрије**, који је такође износио 10,1% мг., забележен у 15 од 23 гране. Највећи позитиван допринос потекао је од повећања извоза моторних возила, захваљујући инвестицијама у ову област и убрзању серијске производње електричних аутомобила. Повећан је и извоз металних и хемијских производа, као и производа прехрамбене индустрије. Истовремено, извоз **рударства** порастао је за 13,0% мг., чему је у великој мери допринела виша светска цена бакра, док је повољнија овогодишња пољопривредна сезона у односу на претходну утицала на раст извоза **пољопривреде** од 13,7% мг. С друге стране, извоз **електричне енергије** смањен је за 36,0% мг., делом услед прилагођавања примени механизма за прекогранично прилагођавање цене угљеника (*CBAM*).

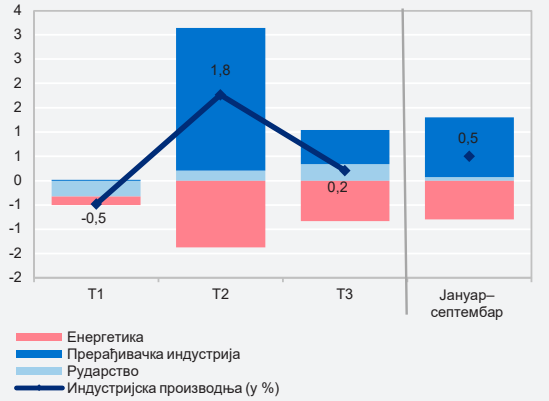
Робни увоз, изражен у еврима, у Т3 повећан је за 7,3% мг., што указује на спорији раст у односу на извоз. Раст увоза био је највећим делом вођен повећаном тражњом за средствима за репродукцију, пре свега енергентима, уз истовремено повећање увоза потрошне робе. Поред тога, током Т3 забележен је и раст увоза опреме.

Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у Т3, уз остварени суфицит од 207 млн евра, који је био нижи него у претходна два тромесечја, пре свега услед снажног раста увоза туристичких услуга. На мг. нивоу, настављен је раст и извоза и увоза услуга. Извоз услуга повећан је за 11,3% мг., уз раст у свим категоријама, при чему су највећи допринос пружиле ИКТ и пословне услуге. Истовремено, увоз услуга порастао је за 14,6% мг., највећим делом услед повећаног увоза туристичких и транспортних услуга.

Осврт 2: Детаљнија анализа дешавања у индустријској производњи и робном извозу у 2026. години

Индустријска производња у Србији суочила се од почетка 2026. године с низом негативних дешавања, због чега је у периоду јануар–септембар забележила благи раст од 0,5% мг. Посматрано по гранама, повећана је производња у рударству и прерађивачкој индустрији, док је у сектору енергетике смањена (Графикон О.2.1).

Графикон О.2.1. **Доприноси мг. стопи раста индустрије у 2026.**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Кретања у рударству у 2026. години била су опредељена повољним глобалним условима за производњу бакра, с једне стране, и неповољним домаћим околностима за експлоатацију сирове нафте и угља, с друге стране. Услед тога, у периоду јануар–септембар забележен је мг. раст производње у овом сектору од 0,8%. При томе, раст је забележен једино у експлоатацији руда метала од 3,0% мг., док су експлоатација угља и сирове нафте смањене за 1,4% мг. и 0,7% мг., респективно. Пад је забележен и у оквиру осталог рударства (2,2% мг.), које у највећој мери обухвата експлоатацију грађевинског материјала (песак, шљунак, камен и др.).

Смањена експлоатација угља повезана је и с падом производње у сектору енергетике. У периоду јануар–септембар 2026. производња у овом сектору била је мања за 4,6% мг., што је у највећој мери последица смањене конкурентности извоза у ЕУ због ступања на снагу *CBAM* механизма, који посебно погађа производњу струје коришћењем фосилних горива. На производњу у енергетици утицали су и неповољни хидрометеоролошки услови и низак хидропотенцијал током летњих месеци, што је ограничило и производњу из обновљивих извора енергије.

У оквиру прерађивачке индустрије кретања су се разликовала међу областима, па је у посматраном периоду забележен мг. раст производње од 1,5%, који је остварен у 14 од 24 области. Позитивна кретања настављена су у производњи моторних возила, која од средине прошле године појединачно највише доприноси расту активности укупне индустрије, захваљујући интензивирању серијске производње нових модела аутомобила у фабрици „Стелантис" у Крагујевцу. У девет месеци ове године производња моторних возила бележи мг. раст од 40%, уз допринос од 1,4 п.п. расту укупне индустрије. У оквиру ауто-кластера, настављен је раст производње гума и других компонената за аутомобиле, што се одразило и на позитиван допринос производње гуме и пластике и производње електричне опреме кретањима у прерађивачкој индустрији. Мањи позитиван допринос потекао је и од производње машина и опреме и хемијских производа, а захваљујући опоравку у Т3 након боље овогодишње пољопривредне сезоне, раст од 1,3% мг. забележен је и у производњи хране (која има појединачно највеће учешће у прерађивачкој индустрији).

С друге стране, бројне негативне околности утицале су на смањење производње у појединим областима које имају знатно учешће у прерађивачкој индустрији. Производња нафтних деривата била је у периоду јануар–септембар 2026. мања за 0,6% мг. услед отежаног пословања компаније НИС, чије је рад у јануару био обустављен због санкција *OFAC*-а и која се и даље налази под надзором те институције, при чему се привремене дозволе за рад периодично обнављају. На отежану производњу нафтних деривата током лета утицала је и неповољна хидролошка ситуација, која је ограничила транспорт сирове нафте Дунавом.

Пад производње у области основних метала износио је 14,3% мг. и био је последица прилагођавања производње челика новим квотама за бесцарински извоз у ЕУ, које су од јула ове године смањене за око 50% у односу на претходни период. Смањена производња основних метала делимично се одразила и на пад производње металних производа (9,9% мг.). Поред тога, нижи ниво производње забележен је и у делу радно интензивних области – производњи текстила, одеће и коже и обуће, у којима је мг. пад износио 5,5%, 12,3% и 8,7%, респективно. Оваква кретања делимично би се могла објаснити смањеном трошковном конкурентношћу домаћих произвођача у односу на произвођаче из земаља северне Африке и југоисточне Азије, у које велике међународне компаније постепено премештају производњу због нижих трошкова рада. На смањење обима производње у појединим компанијама које производе аутомобилске компоненте у Србији свакако су утицали и криза у аутомобилској индустрији у Европи и с тим повезана слабија екстерна тражња. Ипак, захваљујући поменутом расту производње моторних возила, на нивоу целе области остварен је снажан раст.

И поред бројних изазова, индустријска производња представља главни ослонац раста робног извоза, који је у периоду јануар–септембар забележио номинални раст од 9,5% мг., што је допринело наставку смањења трговинског дефицита и у овој години (за 555 млн евра). Расту извоза највише доприноси прерађивачка индустрија (9,4% мг.), при чему је раст забележен у 16 од 23 области. Значајан допринос расту укупног извоза дала је и висока светска цена бакра, која је подстакла раст вредности извоза рударства за 31,3% мг. Раст извоза прерађивачке индустрије и рударства резултат је не само раста цена већ и повећања његовог обима[1], који је у случају прерађивачке индустрије износио 4,5% мг., док је у рударству реална стопа раста извоза износила 2,4% мг. (Графикон О.2.2).

Графикон О.2.2. **Највећи позитивни и негативни доприноси реалном расту прерађивачкој индустрији**
(у п.п.)



Извор: подаци РЗС-а и прерачун НБС.
* Обухвата збирни допринос по основу извоза текстила, одевних предмета и коже.

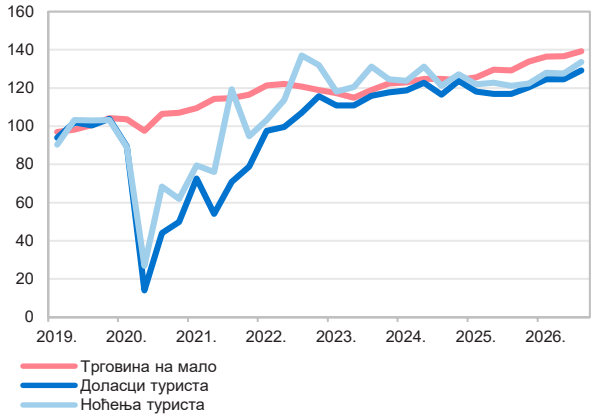
У оквиру прерађивачке индустрије, највећи позитиван допринос реалном расту извоза потекао је од извоза моторних возила (5,1 п.п., уз мг. раст од 41,7%), захваљујући снажном повећању извозних капацитета фабрике „Стелантис" у Крагујевцу. Вредност извоза аутомобила у девет месеци ове године износила је 1,7 млрд евра, наспрам 470 млн евра у истом периоду 2025. године, па је њихово учешће у укупном робном извозу достигло 6%. Од осталих области, значајан позитиван допринос потекао је од извоза металних производа (1,3 п.п.) и рачунара и електронске опреме (0,6 п.п.), упркос смањеном обиму њихове производње, као и од извоза производа од гуме и пластике (0,4 п.п.), који је наставио да расте и након прошлогодишњих високих резултата. Позитиван допринос расту дао је и извоз електричне опреме (0,3 п.п.), захваљујући опоравку производње батерија и електромотора. Највећи негативан допринос реалном расту извоза прерађивачке индустрије потекао је од извоза осталих саобраћајних средстава (–0,9 п.п.), услед базног ефекта у производњи трамваја у фабрици „Сименс", затим од извоза основних метала (–0,6 п.п.), а сличан негативан допринос потекао је и од извоза кокса и деривата нафте због мера за ограничавање извоза деривата. Нижи ниво производње у радно интензивним областима (текстил, одећа, кожа и обућа) одразио се и на њихове извозне резултате, мада је релативно посматрано утицај на извоз био мањи него на производњу, уз збирни негативан допринос реалном расту од –0,3 п.п. Смањена конкурентност извоза у ЕУ због ступања на снагу *CBAM* механизма определила је и нижи извоз електричне енергије за око

[1] За потребе израде процене кретања реалног (количинског) раста извоза користили смо податке РЗС-а о месечним индексима произвођачких извозних цена по областима прерађивачке индустрије.

273 млн евра (–43,9% мг.). С друге стране, забележен је мањи увоз електричне енергије, као и угља за потребе њене производње, па је нето негативни ефекат на рачуну робне размене у овој области био мањи и износио је 177 млн евра.

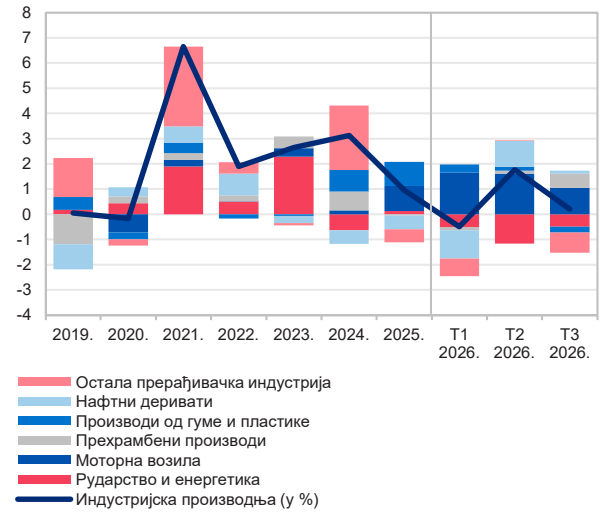
У Т4 очекујемо опоравак индустријске производње, чему ће допринети ниска база из истог периода прошле године, када је рад рафинерије у Панчеву био обустављен због санкција уведених компанији НИС, као и наставак раста производње у областима које су и током ове године позитивно доприносиле расту индустрије (аутомобилска индустрија и експлоатација руде метала). Очекујемо да у наредној години буде настављен раст производње и извоза прерађивачке индустрије, чему ће доприносити инвестиције из претходног периода, као и даљи прилив капитала у постојеће и нове пројекте. Србија је у претходном периоду потврдила статус повољне и сигурне инвестиционе дестинације и успешно се интегрисала у глобалне ланце производње. Такође, очекујемо да убрзање привредног раста у зони евра у наредним годинама подстакне тражњу за нашим извозом, док би споразуми о слободној трговини које имамо с бројним земљама требало да допринесу ширењу извозних тржишта. Наравно, за даљи развој индустрије неопходно је и прилагођавање њене структуре и система образовања новим технологијама, као и улагање у обновљиве изворе енергије. Остваривању тих циљева доприноси и закључивање стратешких споразума с најразвијенијим светским економијама, као што су САД и Кина. Позитивни примери, попут покретања производње робота и серијске производње новог модела електричног аутомобила, за којим влада велика тражња, показују да је трансформација наше индустрије у току и да ће индустрија и у наредном периоду остати један од покретача привредног раста.

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



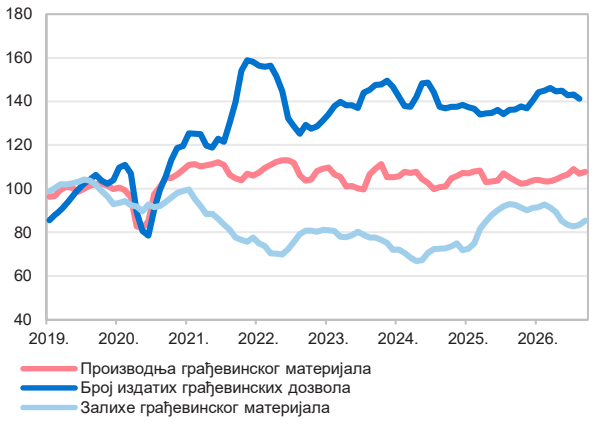
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

4. Економска активност

Према нашој оцени, убрзању мг. раста БДП-а на 4,0% у Т3 највише су допринели услужни сектори, који су забележили бржи раст. Позитиван допринос потекао је и од грађевинске активности и пољопривредне производње, док је допринос индустријске производње био готово неутралан.

Према нашој процени, **услужни сектори** су, збирно посматрано, у Т3 остварили раст активности од 4,0% мг., чиме су допринели расту БДП-а са 2,3 п.п. На позитивна кретања у услужним секторима указују пре свега подаци из области трговине и угоститељства, на шта упућује остварени мг. раст реалног промета. Раст активности забележен је и у туризму, о чему сведочи повећање броја долазака и ноћења туриста током Т3. Истовремено, раст активности настављен је и у ИКТ сектору, на шта указује даљи раст извоза ове групе услуга, упркос високој бази из претходне године.

Према нашој процени, **индустријска производња** је у Т3 забележила раст од 0,2% мг., уз готово неутралан допринос расту БДП-а. Раст индустријске активности највећим делом био је резултат прерађивачке индустрије, чији је обим производње повећан за 0,8% мг. Производња је порасла у 13 од укупно 24 гране прерађивачке индустрије, при чему је нарочито снажан раст забележен у производњи моторних возила (28,1% мг.), као резултат раста серијске производње електричних возила у Крагујевцу. Раст је остварен и у производњи машина и опреме, као и прехрамбених и хемијских производа. Након пада у Т1, опоравак активности у рударству, започет у Т2, настављен је и током Т3, уз повећање обима производње од 3,5% мг., пре свега захваљујући већој експлоатацији угља и металних руда. С друге стране, производња електричне енергије смањена је за 5,2% мг., делом услед прилагођавања механизму за прекогранично прилагођавање цене угљеника (*CBAM*), а делом због смањеног хидропотенцијала.

Према нашој процени, **грађевинарство** је у Т3 забележило раст активности од 9,0% мг., чиме је позитивно допринело расту БДП-а са 0,4 п.п. На раст активности у овом сектору указују пре свега раст вредности изведених радова од 12,6% мг. у Т3, повећање броја издатих грађевинских дозвола у периоду јул–август за 2,4% мг., као и раст производње грађевинског материјала од 3,6% и његовог увоза од 3,5% мг. Поред тога, током

Т3 повећана је и експлоатација шљунка, песка и камена за 1,1% мг.

Нето порези су у Т3, према нашој процени, повећани за 4,3% мг., што је допринело расту БДП-а са 0,7 п.п. и било резултат раста потрошње и боље наплате пореских прихода.

Раст **пољопривредне производње** у Т3 проценили смо на око 10% мг., што је допринело расту БДП-а са 0,5 п.п. Таква процена заснива се на подацима РЗС-а о производњи пшенице и очекиваним приносима осталих ратарских култура и воћа, као и очекиваном роду у виноградарству, који указују на повољније резултате код пшенице, јабука и шљива, али и слабије приносе појединих индустријских култура у односу на наша ранија очекивања. Ипак, одређена неизвесност у погледу коначне оцене пољопривредне производње остаје, пре свега због могућих одступања у производњи у сточарству, за коју још нису доступни званични подаци.

Табела IV.4.1. **Доприноси мг. расту БДП-а**
(у п.п.)

	2025.		2026.		
	Т3	Т4	Т1	Т2	Т3*
БДП (у %, мг.)	**2,0**	**2,2**	**3,2**	**3,8**	**4,0**
Пољопривреда	0,0	0,0	0,4	0,4	0,5
Индустрија	0,5	-0,6	-0,1	0,3	0,0
Грађевинарство	-0,6	0,5	-0,4	0,4	0,4
Услуге	1,7	1,6	2,5	2,1	2,3
Нето порези	0,5	0,6	0,8	0,6	0,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

5. Кретања на тржишту рада

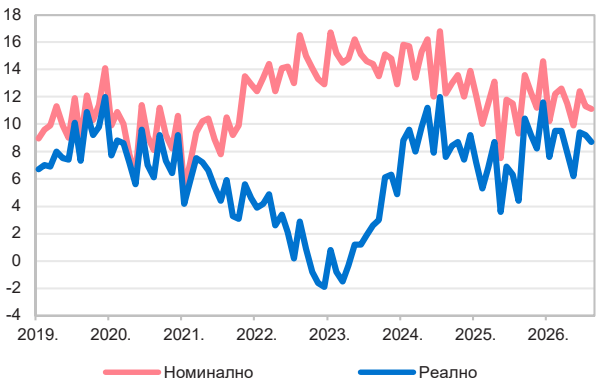
Током Т3, мг. посматрано, бележи се наставак смањења броја формално запослених лица, које траје годину дана, као и даљи пад незапослености на нови најнижи ниво, уз наставак релативно високог реалног раста зарада.

Зараде

Просечна номинална нето зарада у јулу и августу износила је 119.314 динара (1.017 евра), што је за 11,2% више него у истом периоду претходне године. Остварен је и реалан мг. раст просечне нето зараде од 8,8% (након 7,8% у Т2). У периоду јул–август медијална нето зарада износила је 94.181 динар, што је за 11,8% више него у истом периоду претходне године. Покривеност просечне потрошачке корпе просечном зарадом у периоду јануар–јул достигла је 108,7%, а покривеност минималне корпе минималном зарадом 113,5%.

Раст просечних номиналних нето зарада био је нешто израженији у **приватном сектору** (11,3%) него у **јавном сектору** (10,8%), при чему је у већини **привредних делатности** забележен двоцифрен раст. Највећи мг. раст остварен је у угоститељству, водоснабдевању, прерађивачкој индустрији, здравству и образовању и кретао се у распону од 13,3% до 14,9%.

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



Извор: РЗС.

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

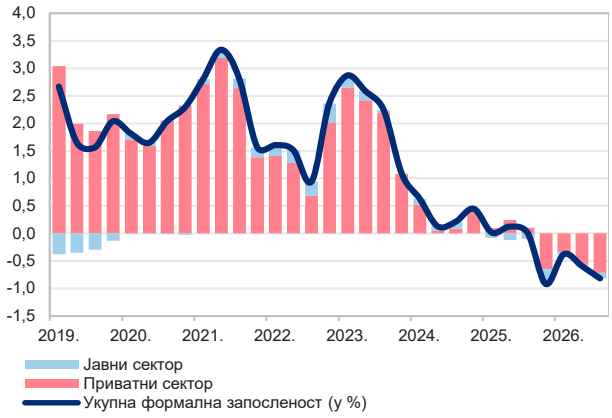


Извор: РЗС.

У периоду јул–август **номинална нето маса зарада**, као главни извор потрошачке тражње, повећана је за 9,9% мг., што је у потпуности резултат раста зарада.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т3 повећана је за 4,9% мг., вођена растом економске активности у условима нешто ниже запослености.

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



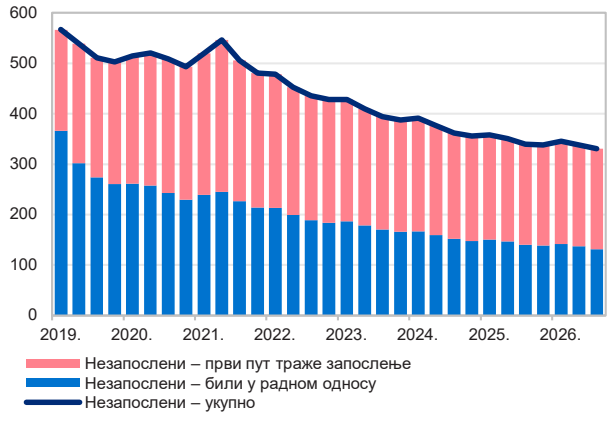
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Запосленост

Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** у Т3 у просеку је износио 2,35 млн лица, што је за око 19 хиљада запослених мање него пре годину дана, при чему је мг. пад благо убрзао на 0,8% (са 0,6% у Т2). Током Т3 повећан је број запослених код предузетника, док је број регистрованих пољопривредника и запослених код правних лица смањен.

У Т3 формална запосленост смањена је и у **приватном и јавном сектору**. У приватном сектору број запослених у просеку је износио 1,74 млн, што је за 1,0% мање него годину дана раније (након пада од 0,8% у Т2), док је у јавном сектору забележен мг. пад од 0,4% (након 0,1% у Т2). Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у Т3 највише је повећана у административним и помоћним услугама, као и у стручним, научним, иновационим и техничким услугама, док је највише смањена у прерађивачкој индустрији, трговини и рударству.

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



Извор: Национална служба за запошљавање.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** у септембру износила је 329.412 лица, што је за око 10 хиљада незапослених мање него у истом периоду претходне године и уједно најнижи ниво до сада.

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 72,1%, а стопа активности (старији од 15 година) 54,9%, што је, мг. посматрано, ниже за 1,1 п.п. и 1,3 п.п., респективно. Истовремено, стопа незапослености смањена је за 1,3 п.п., на 7,2%, што је њен најнижи ниво од када постоје упоредиви подаци. Стопа запослености у Т2 износила је 50,9% и била је, мг. посматрано, нижа за 0,6 п.п. Оваква дешавања делом су последица деловања демографских фактора и миграција радне снаге, тј. преласка лица у контингент становништва ван радне снаге.

Осврт 3: Утицај продуктивности рада на раст бруто додате вредности

У условима негативних демографских трендова, који се у већини високо и средње развијених земаља света пре свега огледају у депопулацији и старењу становништва, могућности за повећање запослености домаћих радника као извора раста економске активности постепено се сужавају, због чега повећање продуктивности рада постаје један од кључних фактора одрживог привредног раста. Полазећи од теоријског становишта да се значај продуктивности рада за раст економске активности може сагледати кроз њен допринос расту бруто додате вредности (БДВ), као и од резултата сличних истраживања на ову тему,[1] у осврту смо динамику БДВ-а привреде Србије рашчланили на три компоненте: (1) **ефекат промене запослености** (уз непромењену продуктивност), (2) **ефекат промене продуктивности унутар делатности** и (3) **ефекат промене продуктивности по основу миграције запослених између делатности**, што је приказано следећом једначином:

$$\dot{Y}_t = \underbrace{\Sigma_i \omega_{t-1}^i \dot{L}_t^i}_{(1)} + \underbrace{\Sigma_i \alpha_{t-1}^i \dot{A}_t^i}_{(2)} + \underbrace{\Sigma_i \left(\alpha_{t-1}^i - \omega_{t-1}^i\right)\left(\dot{L}_t^i - \dot{L}_t\right)}_{(3)} + Residual_t$$

где је:

– $\dot{Y}_t$ стопа раста БДВ-а на нивоу целе привреде,

– $\dot{L}_t^i$ стопа раста запослености унутар сваке делатности,

– ω_t^i учешће запослених у свакој делатности у укупном броју запослених,

– α_t^i учешће БДВ-а сваке делатности у БДВ-у целе привреде и

– $\dot{A}_t^i$ стопа раста продуктивности рада у свакој делатности.

Табела О.3.1. **Допринос компонената расту БДВ-а на нивоу целе привреде, укупно и по потпериодима**
(просек, у п.п.)

	2015–2019.	2020–2022.	2023–2025.	2015–2025.
БДВ (у %)	**3,7**	**3,3**	**3,4**	**3,5**
Ефекат промене запослености (уз непромењену продуктивност)	2,6	2,4	1,0	2,0
Ефекат промене продуктивности унутар делатности	1,0	0,5	2,0	1,1
Ефекат промене продуктивности између делатности	0,2	0,6	0,5	0,4
Резидуал	-0,1	-0,1	0,0	-0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Дакле, раст БДВ-а може бити вођен растом запослености, растом продуктивности унутар сваког сектора привреде и растом продуктивности по основу преласка запослених из мање продуктивних у продуктивније секторе привреде. **У целом посматраном периоду (2015–2025),[2] просечна стопа раста БДВ-а износила је 3,5% и у највећој мери била је резултат раста укупне запослености, при чему је позитиван допринос потицао и од раста укупне продуктивности рада – унутарсекторске и међусекторске.**

Графикон О.3.1. **Доприноси компонената годишњој стопи раста БДВ-а**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: Подаци за П1 2026. нису коначни.

Међутим, значај појединих извора раста БДВ-а није био исти током целог посматраног периода, већ се структура тог раста постепено мењала, због чега смо издвојили три потпериода, као што је приказано у Табели О.3.1. **У преткризном**

[1] Видети анализу Банке Бразила у Извештају о инфлацији из 2023. и анализу *OECD*-а у Извештају о показатељима продуктивности из 2025. године.

[2] У анализи је 2015. година узета за базну годину.

периоду (2015–2019) просечан раст БДВ-а износио је 3,7% и у највећој мери потекао је од раста запослености (2,6 п.п.), као резултат високих прилива СДИ и повећане тражње за радном снагом по том основу, док је допринос укупне продуктивности рада, унутар и између сектора, збирно посматрано, износио 1,2 п.п. Иако је у годинама обележеним пандемијом вируса корона и избијањем сукоба у Украјини (2020–2022) раст БДВ-а био нешто нижи, структура доприноса том расту остала је готово иста као у преткризном периоду. Упркос и даље повишеној глобалној неизвесности, **раст БДВ-а у 2023. и 2024. години, који је износио 4,2%, био је виши него у преткризном периоду**, након чега је у 2025. години знатно успорио (на 1,7%), под утицајем пада глобалног инвестиционог и потрошачког поверења, као и протеста и блокада у земљи (Графикон О.3.1). **Структура раста БДВ-а у овим годинама се променила – смањен је допринос запослености, а повећан допринос продуктивности унутар сектора**, док је међусекторска продуктивност задржала сличан допринос као у ранијим периодима.

На оваква кретања од 2023. до 2025. године утицало је постепено приближавање српске привреде пуној запослености, услед чега се простор за даље запошљавање постепено сужавао, док је раст укупне продуктивности рада постајао све важнији извор раста економске активности. Поред налаза на нивоу целе привреде, у наставку су дати резултати декомпозиције динамике БДВ-а по групама делатности (Графикон О.3.2) ради утврђивања њиховог доприноса укупном расту БДВ-а. **У периоду 2015–2019. године највећи позитиван допринос расту БДВ-а, од 1,3 п.п., дале су остале услуге** (сектори J–T),[3] при чему је највећи део тог доприноса потекао од повећања запослености (0,9 п.п.), а у мањој мери и од раста међусекторске продуктивности (0,4 п.п.). Следе трговина, саобраћај и угоститељство, који су расту БДВ-а допринели са 1,2 п.п., од чега је допринос унутарсекторске продуктивности износио 0,9 п.п., а допринос запослености 0,6 п.п. Позитиван допринос расту БДВ-а у овом периоду потекао је и од делатности грађевинарства и индустрије, мада у мањој мери (0,6 п.п. и 0,3 п.п., респективно).

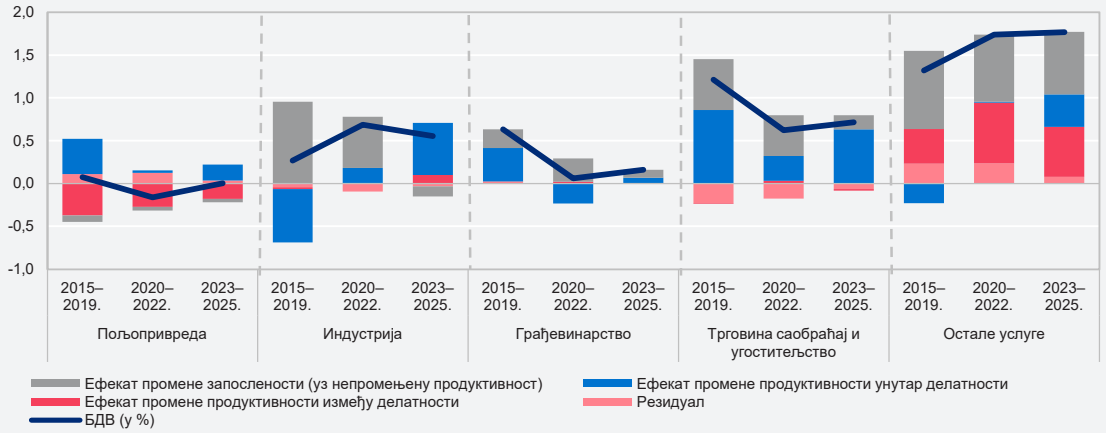
У периоду 2020–2022. године структура доприноса расту БДВ-а по делатностима није се битније променила. Остале услуге су додатно повећале свој допринос расту БДВ-а, на 1,7 п.п., уз сличан допринос по основу повећања запослености (0,8 п.п.) и међусекторске продуктивности (0,7 п.п.). Индустрија је такође повећала допринос, на 0,7 п.п., уз и даље значајан допринос запослености (0,6 п.п.), при чему је допринос унутарсекторске продуктивности прешао из негативне у позитивну зону (0,2 п.п.). Допринос трговине, саобраћаја и угоститељства смањен је на 0,6 п.п. (с обзиром на то да су ови сектори били најизложенији негативним ефектима пандемије), док је пољопривреда, насупрот осталим делатностима, имала негативан допринос (–0,2 п.п.), пре свега због пада међусекторске продуктивности. Поред тога што је раст запослености и у овом периоду био снажан извор раста БДВ-а у већини делатности, допринос укупне продуктивности рада био је приметно већи, нарочито у делатностима индустрије и услуга.

У периоду 2023–2025. године уочава се јаснија промена структуре раста БДВ-а по појединим делатностима. Услуге су остале доминантан покретач раста БДВ-а, с доприносом од 1,8 п.п., при чему је унутар њих знатно повећан допринос укупне продуктивности рада – унутарсекторске на 0,4 п.п., а међусекторске на 0,6 п.п., уз и даље значајан допринос запослености (0,7 п.п.). Трговина, саобраћај и угоститељство допринели су са 0,7 п.п., од чега се на унутарсекторску продуктивност односило 0,6 п.п., а на запосленост 0,2 п.п., што је приметно ниже него у претходним периодима. Слична промена десила се и у делатностима индустрије, где је унутарсекторска продуктивност допринела са 0,6 п.п., док је допринос запослености постао благо негативан (–0,1 п.п.). Дакле, готово цео раст БДВ-а у индустрији у овом периоду, као и значајан део раста БДВ-а у трговини, саобраћају и угоститељству, није проистекао из повећања броја запослених, већ из повећања продуктивности.

[3] Група услуге обухвата делатности информисања и комуникација, финансијске делатности и делатност осигурања, пословање некретнинама, стручне, научне и техничке делатности, административне и помоћне услужне делатности, уметност, забаву и рекреацију, као и остале услужне делатности.

Доступни подаци указују на наставак сличних кретања и у досадашњем току 2026. године (Графикон О.3.1). Конкретно, **у П1 раст БДВ-а износио је 3,4%, при чему је, као и у претходне две године, био готово у потпуности подстакнут растом продуктивности унутар појединачних сектора** (уз допринос од 3,4 п.п.). Позитиван, али мањи допринос потекао је и од међусекторске продуктивности (0,5 п.п.), док је допринос запослености био негативан (–0,3 п.п.). То је додатна потврда да простор за раст економске активности по основу даљег повећања запослености наставља да се сужава и да раст продуктивности добија све више на значају као детерминанта одрживог раста привреде Србије.

Графикон О.3.2. **Доприноси компонената годишњој стопи раста БДВ-а по групама делатности**
(просек, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

V. Пројекција

Повољнија остварења домаће економске активности у досадашњем делу године у односу на наша очекивања из августа утицала су на ревизију пројекције раста БДП-а за 2026. годину навише, са 3,2% на 3,5%. С друге стране, због више овогодишње базе, уз и даље присутне геополитичке тензије, неизвесност у погледу кретања светских цена енергената и брзине опоравка екстерне тражње, пројекција раста за 2027. годину коригована је наниже, са 4,5% на 4,0%. У средњем року очекујемо постепено ишчезавање утицаја привремених фактора и стабилизацију привредног раста на нивоу од око 3,5% годишње, што је у складу с процењеним потенцијалним растом. Главни покретач економске активности и у наредном периоду биће домаћа тражња, уз позитиван допринос потрошње и инвестиција у основна средства, подржаних даљим растом расположивог дохотка и наставком реализације инфраструктурних пројеката. Када је реч о спољнотрговинским кретањима, за 2026. годину сада пројектујемо незнатно већи негативан допринос нето извоза расту БДП-а, док у 2027. години и даље очекујемо његов позитиван допринос, пре свега захваљујући расту извоза услуга повезаних са изложбом „Експо", али у мањој мери него у претходној пројекцији.

Према нашој новој централној пројекцији, мг. инфлација ће се до краја ове године кретати око горње границе циља. Током наредне године, због наставка раста светских цена нафте и других примарних производа и очекиваног спорије пада тих цена у наредном периоду према кретању фјучерса, у комбинацији с вишом увозном инфлацијом и нешто бржим растом реалних зарада од претходно очекиваног, инфлација ће бити на вишем нивоу него што смо пројектовали у августу и у просеку ће износити 4,9%. У смеру више инфлације деловаће и ниска овогодишња база код воћа и поврћа услед одличног рода, док би у супротном смеру требало да делује очекивано успоравање базне инфлације због постепеног слабљења трошковних притисака из међународног окружења, као и предвиђеног успоравања раста реалних зарада у односу на ову годину. Због продуженог енергетског шока, сада очекујемо да ће инфлација током већег дела 2027. бити изнад горње границе циља. Након што достигне врхунац у Т3 наредне године због ниске базе код цена воћа и поврћа, повратак инфлације у границе циља очекује се крајем 2027. године, да би потом до краја периода пројекције наставила да се приближава централној вредности од 3%.

Као и у претходним пројекцијама, највећи ризик наше пројекције инфлације и БДП-а представљају изражене геополитичке тензије, као и њихови ефекти на глобални привредни раст и инфлацију. Значајан ризик пројекције представљају и нова пољопривредна сезона, и глобално посматрано и домаћа, брзина раста домаће тражње и ефекат специјализоване изложбе „Експо".

Екстерне претпоставке

Економска активност

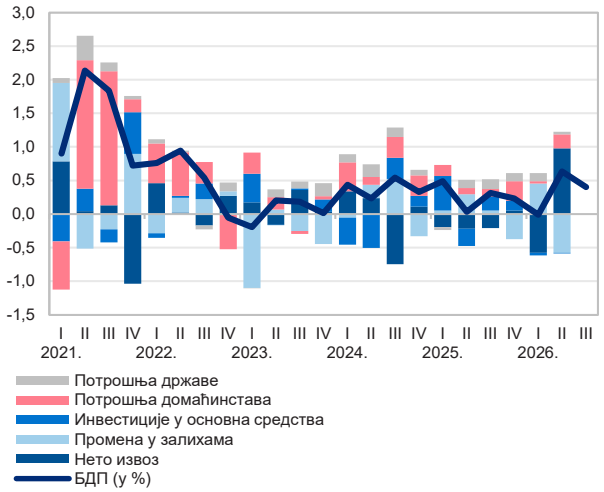
Захваљујући убрзаном развоју нових технологија, примени заштитних механизама и прилагођавању земаља поремећајима на енергетским тржиштима, **глобална економска активност је у П1 била већа од очекиване**. Тиме је светска привреда, као и у протекле три године, показала значајну отпорност на последице вишеструке кризе. **У октобру је ММФ пројектовао раст светске привреде од 3,1% за 2026. годину**, што је за 0,1 п.п. изнад пројекције у јулу, док је за 2027. пројекција задржана на 3,4%. Ипак, економски изгледи по земљама остали су дивергентни, у

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

	2026.		2027.	
	Октобар	Одступање у односу на јул	Октобар	Одступање у односу на јул
Свет	3,1	0,1	3,4	0,0
Развијене земље	2,1	0,4	1,8	0,0
Зона евра	1,1	0,2	1,2	0,0
САД	2,3	0,0	2,3	0,1
Земље у успону и	3,7	-0,1	4,4	-0,1
Русија	0,9	-0,2	0,9	-0,2
Кина	4,5	-0,1	4,0	-0,1

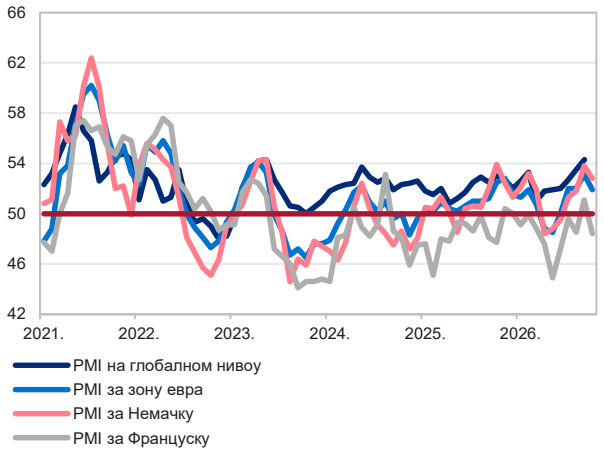
Извор: ММФ *WEO* (октобар 2026).

Графикон V.0.1. **Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра**
(дсз., тромесечно, у п.п.)



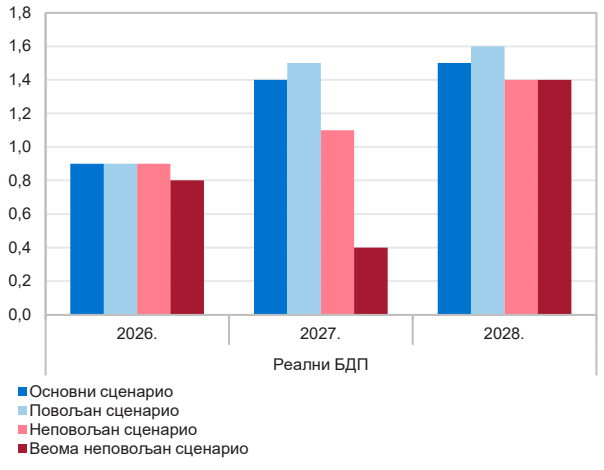
Извор: *Eurostat*.

Графикон V.0.2. **Динамика композитних *PMI* индекса**
(просек, у %)



Извор: *S&P Global*.
* Вредности *PMI* индекса изнад 50 сугеришу експанзију, а испод 50 контракцију.

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



Извор: ЕЦБ (септембар 2026).

зависности од укључености земаља у технолошке ланце вредности и степена отпорности њихових енергетских система. Октобарска пројекција привредног раста за 2026. годину у групи развијених земаља коригована је навише у односу на јулску – за 0,4 п.п., на 2,1%, док је у групи земаља у успону и развоју ревидирана наниже – за 0,1 п.п., на 3,7%. У истој групи земаља за толико је снижена и пројекција за 2027. годину, на 4,4%, док је пројекција за групу развијених земаља задржана на 1,8%. **Ризици у погледу остварења октобарске пројекције остали су асиметрични наниже** и првенствено се односе на неизвесност у погледу трајања и интензитета сукоба на Блиском истоку и нето ефеката улагања земаља у вештачку интелигенцију на продуктивност и привредни раст.

Привреда зоне евра у Т2 остварила је раст од 0,6% дсз. (тј. 1,2% на мг. нивоу), који је претежно био резултат раста нето извоза, а у мањој мери и раста укупне потрошње, док су једино залихе робе биле у паду. Када се искључе подаци за Ирску, остварени раст БДП-а на нивоу зоне евра износио је 0,3% дсз. У **Немачкој** и **Италији**, које су наши главни спољнотрговински партнери унутар зоне евра, у Т2 забележен је раст БДП-а од 0,3% и 0,2%, респективно, дсз. посматрано. Упркос неизвесности у погледу развоја ситуације на Блиском истоку, ЕЦБ је у септембру оценила да је солидна економска активност у зони евра у претходном делу године настављена и у Т3, у прилог чему говори и раст индекса *PMI* у области која указује на привредну експанзију. Активност у прерађивачкој индустрији требало би и даље да буде вођена улагањима земаља у одбрану и инфраструктуру, док би опоравак активности у услугама требало да буде подстакнут снажном тражњом за дигиталним услугама повезаним с вештачком интелигенцијом. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, дсз. раст БДП-а у зони евра у Т3 износио је 0,4%, у Немачкој 0,2%, док је у Италији стагнирао.

Имајући у виду да је привреда зоне евра показала већу отпорност на последице енергетског шока од очекиване, **ЕЦБ је у септембру подигла јунске пројекције раста БДП-а зоне евра за ову и наредну годину** – за 0,1 п.п., на 0,9% у 2026, и за 0,2 п.п., на 1,4% у 2027, док је пројекција за 2028. годину задржана на 1,5%. Ризици у погледу остварења септембарске пројекције и даље су асиметрични наниже, пре свега због продужетка сукоба на Блиском истоку. Полазећи од истих претпоставки

као у јуну, а то су интензитет и трајање енергетског шока, секундарни ефекти шока и с тим повезана неизвесност, **ЕЦБ је и у септембру објавила три алтернативна сценарија** – *повољни*, *неповољни* и *веома неповољни*. У односу на основни сценарио, пројектовани раст БДП-а зоне евра за 2027. и 2028. годину нижи је у неповољном и веома неповољном сценарију, посебно за 2027. годину (0,4% и 1,1%, респективно), док је у повољном сценарију благо виши (1,5% у 2027. и 1,6% у 2028. години). Стопа незапослености у зони евра и у септембру је задржана на нивоу од 6,5%, на којем се налази од јула ове године.

Узимајући у обзир наставак опоравка индустријске активности у Немачкој и повећану активност у секторима услуга Шпаније и Италије, као и повољну динамику *PMI* индекса за зону евра током Т3, **аналитичари *Consensus Economics*-а пројектовали су у октобру раст БДП-а зоне евра од 1,0% у 2026.** и 1,3% у 2027. години, што је за 0,3 п.п. и 0,1 п.п. изнад пројекција из августа. Међутим, аналитичари су посебно истакли лоше економске изгледе за Француску, због пораста јавног дуга, политичке неизвесности и слабог привредног раста. То се одразило на знатан пад вредности француских обвезница и с тим повезано слабљење евра према долару, што може да проузрокује кризу јавног дуга у зони евра, сличну оној из периода 2009–2012. године. У нашој новембарској пројекцији претпоставили смо да ће раст зоне евра ове године износити 1,0% и да ће затим постепено убрзавати на 1,3% у 2027. и 1,5% у 2028. години, што је за 0,2 п.п. више од наших августовских процена за ову годину, а за 0,1 п.п. више за наредну годину.

Економска активност на нивоу региона **средње и југоисточне Европе повећана је за 0,6% дсз. у Т2** (2,1% мг.), у највећој мери због раста инвестиција у основна средства, а у мањој мери и раста нето извоза и потрошње домаћинстава. Насупрот томе, залихе робе су, услед ослобађања претходно акумулираних залиха, смањене у Т2. Дсз. посматрано, раст БДП-а у Т2 био је широко распрострањен по земљама региона, при чему је највећа стопа регистрована у Словенији (1,9%) и Пољској (1,0%). После три узастопна тромесечја пада, привреда Румуније је у Т2 стагнирала, јер је снажан раст инвестиција у основна средства надоместио пад осталих компонената БДП-а. Међутим, због повећања трошкова енергената и сервисирања дугова, који се негативно одражавају на куповну моћ домаћинстава и приватне

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



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

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

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

Извор: *Consensus Economics* (октобар и јул 2026).

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



Извор: *U.S. BEA* и прерачун НБС.

инвестиције, аналитичари *Consensus Economics*-а снизили су у октобру јулску пројекцију раста БДП-а у групи земаља југоисточне Европе за 2026. годину за 0,2 п.п., на 1,0%, а за 2027. годину за 0,1 п.п., на 2,5%. Октобарске пројекције раста БДП-а у групи земаља средње Европе за ову и наредну годину нису мењане у односу на јулске (по 2,7% у обе године).

Оценивши да се економска активност на нивоу **региона Западног Балкана** показала отпорном упркос повишеној глобалној неизвесности, **Светска банка** је у октобру пројектовала њен раст од 3,1% у 2026. и 3,4% у 2027. години, који ће и даље бити вођен растом домаће тражње. На остварења по земљама утицаће успешност туристичке сезоне, динамика извоза, дознака и инвестиција у инфраструктуру, као и мере економске политике. Ризици пројекције су остали асиметрични наниже, услед пролонгираног енергетског шока, слабије тражње из ЕУ и наставка трговинске фрагментације, негативних ефеката Ел Ниња на цене хране, као и строжих глобалних финансијских услова.

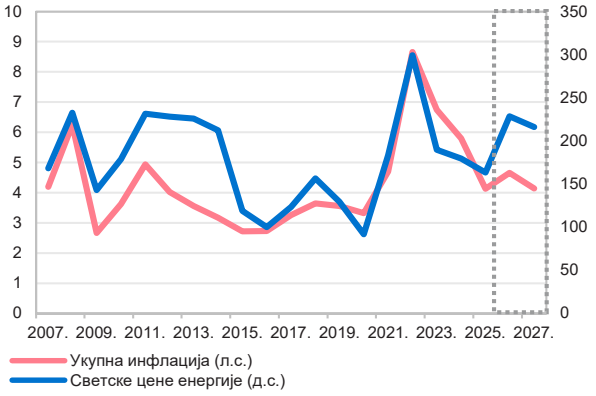
Привреда САД је у Т2 остварила раст од 0,5% дсз. (2,2% прерачунато на годишњи ниво), захваљујући расту потрошње домаћинстава и инвестиција у основна средства, док је пад нето извоза и залиха робе деловао у супротном смеру. Имајући у виду солидан раст БДП-а у П1, **ФЕД** је у септембру проценио да ће сличан темпо раста бити остварен и у П2, по основу снажних приватних инвестиција, посебно у развој вештачке интелигенције, солидне личне потрошње и подстицајних финансијских услова. Према процени америчке агенције за економске анализе, БДП САД је у Т3 убрзао раст на 0,8% дсз. (3,4% прерачунато на годишњи ниво), вођен растом домаће тражње. ФЕД је у септембру повећао јунске пројекције привредног раста САД за 2026. и 2027. годину, за по 0,1 п.п., на 2,3% и 2,4%, респективно, док је пројекција за 2028. годину задржана на 2,2%. Иако је ризике септембарске пројекције оценио приближно симетричним, ФЕД је истакао да пројекцију прати значајан ниво неизвесности у погледу нето ефеката улагања у вештачку интелигенцију и геополитичких дешавања, као и постојано повишене инфлације. Услови на тржишту рада САД и даље су оцењени као стабилни, уз сигнале постепеног затезања, при чему је ФЕД у септембру снизио јунске пројекције стопе незапослености у 2026. и 2027. години, за по 0,2 п.п., на по 4,1%, колико се прогнозира и за 2028. годину.

Привреда Кине је у Т3 забележила раст од 1,2% дсз. (4,5% мг.), захваљујући повећаном извозу робе, пре свега компонената везаних за производе вештачке интелигенције, високотехнолошких индустријских производа и електричних аутомобила. При томе, подстицајна фискална политика је, због перзистентно слабе домаће тражње, наставила да пружа подршку привредном расту Кине, који је ММФ у октобру пројектовао на 4,5% у 2026. и 4,0% у 2027. години. То је ипак за по 0,1 п.п. испод јулских пројекција, с обзиром на волатилност светских цена енергената и структурне проблеме на тржишту некретнина.

Инфлација

Вођена поновним растом светских цена енергије, након краткотрајног примирја на Блиском истоку, **глобална инфлација** је повећана од августа, док је базна инфлација била стабилна. Због пролонгираних последица енергетског шока, које ће највише погодити земље које увозе енергенте и нису укључене у глобалне технолошке ланце вредности, ММФ је у октобру **пројектовао убрзање глобалне инфлације** са 4,1% у 2025. **на 4,7% у 2026**, пре повратка на ниво од 4,1% у 2027. години. Октобарска пројекција глобалне инфлације за ову годину није мењана у односу на јулску, док је пројекција за наредну годину ревидирана навише за 0,2 п.п. Оцењено је да ће динамика инфлације остати неуједначена по земљама, у зависности од утицаја девизног курса, постојаности ценовних притисака у сектору услуга, кретања регулисаних цена и услова на тржишту рада, као и кредибилитета економских политика.

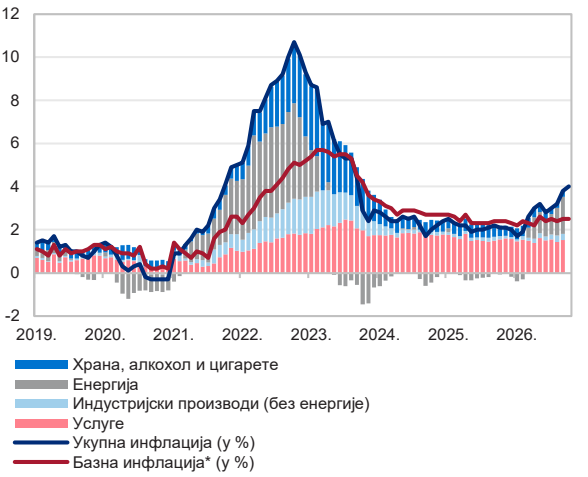
Графикон V.0.6. **Кретање глобалне инфлације***
(у %)



Извор: ММФ *WEO* (октобар 2026).
*Подаци за 2026. и 2027. су пројекције.

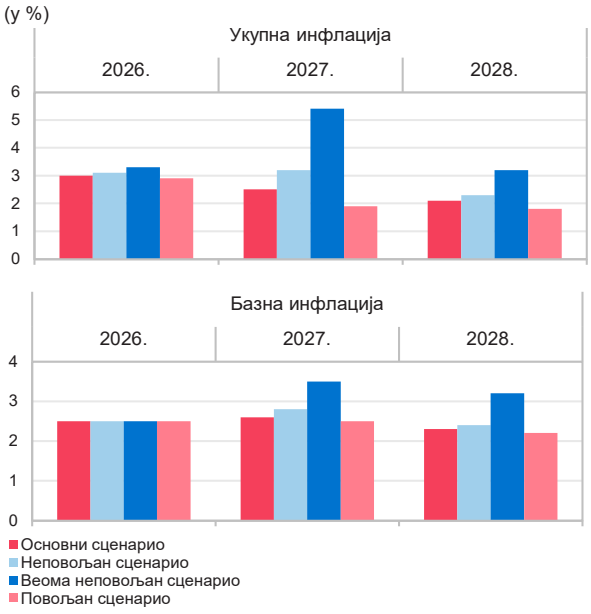
Под утицајем знатног раста цена енергије, који је у септембру износио 18,9% мг., **укупна инфлација у зони евра** убрзавала је током Т3, достигавши 3,8% мг. у септембру, што је њен највиши ниво у протекле три године. Мг. посматрано, прехрамбена инфлација је у септембру била благо нижа него у јуну (1,3% наспрам 1,5%). Раст цена услуга у септембру био је исти као у јуну, док је раст цена индустријских производа био виши и определио је нешто вишу **базну инфлацију у зони евра**, од 2,5% мг. у септембру (шта је на нивоу просека у периоду од ескалације сукоба на Блиском истоку). Мерена као промена хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** повећана је на 3,3% мг. у септембру, а **инфлација у Италији** на 4,2% мг., услед знатног поскупљења енергената због продужетка сукоба на Блиском истоку. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, мг. инфлација у зони евра

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



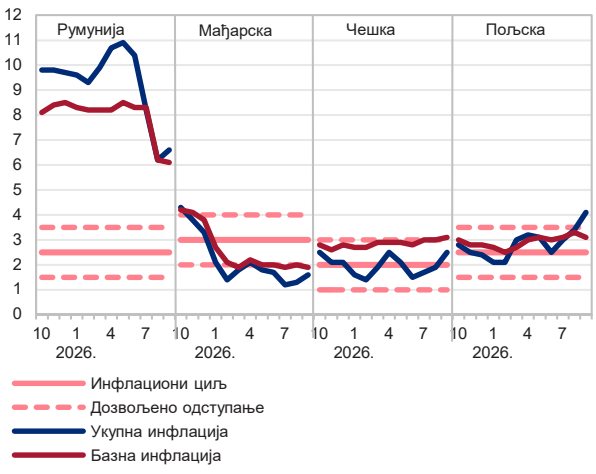
Извор: *Eurostat* и прерачун НБС.
* Хармонизовани ИПЦ по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета.

Графикон V.0.8. **Пројекције инфлације у зони евра у три сценарија**



Извор: ЕЦБ (септембар 2026).

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



Извор: централне банке изабраних земаља.

у октобру је износила 4,0%, што је њен највиши ниво од септембра 2023. године, док је у Немачкој износила 2,8%, а у Италији 5,6%.

ЕЦБ је у септембру задржала јунску пројекцију просечне годишње инфлације у зони евра од 3,0% у 2026, док је пројекције за 2027. и 2028. годину ревидирала навише за 0,2 п.п. и 0,1 п.п., на 2,5% и 2,1%, респективно, уз оцену да преовладавају ризици асиметрични навише. Базна инфлација у зони евра пројектована је на нивоу од 2,5% у 2026. (исто као у јуну), 2,6% у 2027. и 2,3% у 2028. години (за по 0,1 п.п. изнад нивоа у јуну). Као и у случају БДП-а, ЕЦБ је у септембру објавила и **три алтернативна сценарија**. У односу на основни сценарио, у *неповољном* и *веома неповољном сценарију* претпостављене су знатније и трајније последице енергетског шока него у основном сценарију, тако да је у неповољном сценарију инфлација пројектована на 3,1% у 2026, 3,2% у 2027. и 2,3% у 2028. години, а у веома неповољном сценарију на 3,3% у 2026, 5,4% у 2027. и 3,2% у 2028. години. С друге стране, у *повољном сценарију* претпостављен је бржи пад светских цена нафте и гаса с постојећих нивоа, услед чега би инфлација износила 2,9% у 2026, 1,9% у 2027. и 1,8% у 2028. години. Аналитичари *Consensus Economics*-а у октобру су пројектовали просечну годишњу инфлацију у зони евра од 3,0% у 2026. и 2,7% у 2027. години, што је за 0,2 п.п. и 0,4 п.п., респективно, изнад пројекције из августа. Ове пројекције смо користили као претпоставке за израду наше нове пројекције инфлације, док је за 2028. годину коришћена пројекција ЕЦБ-а (2,1%).

Током Т3 инфлација у земљама **региона средње и југоисточне Европе** доминантно се кретала узлазном путањом. Мг. инфлација у **Пољској** и **Чешкој**, вођена вишим ценама нафтних деривата, убрзана је током Т3, достигавши у септембру 4,1% и 2,5%, респективно. Притом, инфлација у Пољској се у септембру, први пут од јуна прошле године, нашла изван граница дозвољеног одступања од циља (2,5 ± 1%). Мг. инфлација у **Мађарској** у септембру је била благо нижа него у јуну (1,6% наспрам 1,7%), пре свега због смањеног мг. доприноса цена хране. У односу на јун, мг. инфлација у **Румунији** је успорена у септембру, на 6,6%, услед изласка из мг. обрачуна ефеката раста цена електричне енергије и повећања ПДВ-а и акциза. Аналитичари *Consensus Economics*-а задржали су у октобру јулске пројекције инфлације у групи земаља југоисточне Европе и средње Европе за 2026. годину на 6,4% и 2,8%,

респективно, док су пројекције за 2027. годину кориговали навише, за 0,4 п.п. и 0,2 п.п., на нивое од 3,1% и 4,1%, респективно.

У земљама **региона Западног Балкана**, инфлација је током Т3 бележила дивергентна кретања. Мг. инфлација у **Црној Гори** и **Босни и Херцеговини** у септембру је износила 5,2% и 6,0%, респективно, и била је виша него у јуну. Насупрот томе, мг. инфлација у **Албанији**, после пораста у јулу, кретала се силазном путањом до краја Т3, спустивши се на 2,9% у септембру, што је испод њеног јунског нивоа. И у **Северној Македонији** мг. инфлација у септембру, од 2,7%, била је нижа него у јуну. Светска банка је у октобру оценила да је укупна инфлација остала повишена на нивоу региона Западног Балкана због перзистентне базне инфлације и пораста цена енергије, иако је прехрамбена инфлација ублажена.

Мерена променом ИПЦ-а, **укупна инфлација у САД**, после благог успоравања у јулу и августу, убрзана је у септембру на 3,7% мг., првенствено због виших цена гаса и нафтних деривата. Базна инфлација је у септембру била иста као у јуну (2,6% мг.), уз скоро непромењену мг. динамику цена индустријских производа и услуга. Прехрамбена инфлација у САД успорена је током Т3, на 2,5% у септембру, што је њен најнижи ниво од јануара 2025. године. Мг. раст индекса издатака за личну потрошњу у септембру износио је 3,6%, а по искључењу хране и енергије 3,1%. **ФЕД** је у септембру пројектовао ове мере инфлације на нивоу од 3,7% и 3,4% у 2026. години, што је за по 0,1 п.п. изнад јунских пројекција, док пројекције за 2027. годину нису мењане (2,3% и 2,5%, респективно). Ризици септембарске пројекције ових инфлаторних мера остали су асиметрични навише, јер се ценовни притисци могу показати постојанијим него што се очекује.

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

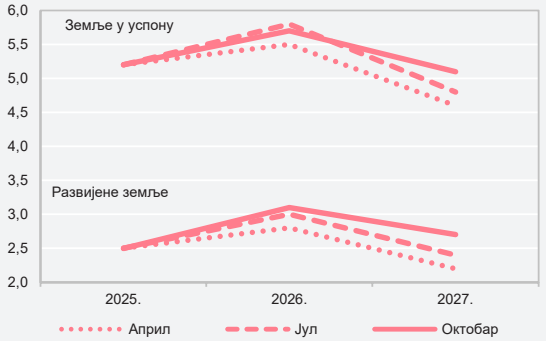
	2026.		2027.	
	Октобар	Одступање у односу на јул	Октобар	Одступање у односу на јул
Пољска	3,1	0,1	3,3	0,4
Чешка	2,1	0,0	2,8	0,3
Мађарска	1,9	-0,5	2,8	-0,4
Румунија	8,3	0,2	4,7	0,6
Албанија	3,0	0,1	3,0	0,1
Босна и Херцеговина	4,8	-0,5	3,1	-0,1
Северна Македонија	4,2	-0,4	3,4	-0,5
Црна Гора	3,9	0,2	3,7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

Извор: *Consensus Economics* (октобар и јул 2026).

Осврт 4: Појачани глобални инфлаторни притисци и корекције пројекција инфлације

У периоду од наше последње пројекције у августу инфлација се у многим земљама кретала изнад циља централних банака, уз раст цена енергената као важан фактор погоршања њених изгледа за наредни период. **Иако се очекивало смиривање геополитичких тензија и отварања Ормуског мореуза, што би, у складу са основним сценаријем пројекција централних банака и ММФ-а, као и с кретањима на тржишту фјучерса, довело до пада светских цена нафте и других примарних производа, оне су наставиле да расту**. Резерве нафте, које су коришћене ради ублажавања раста цена током првих неколико месеци сукоба, у међувремену су смањене, што додатно врши притисак на раст цене нафте. Поред тога, услед уништења рафинеријских капацитета на Блиском истоку и у Русији, повећане су **рафинеријске марже**, нарочито код дизела. Тако су те марже у Европи, односно разлика између цена дизела и цена сирове нафте (енгл. *crack spreads*), премашиле 70 долара по барелу, што је више него троструко у односу на вредност забележену пре избијања сукоба на Блиском истоку. Продужено трајање енергетског шока и изразите геополитичке тензије условиле су не само раст цена сирове нафте и нафтних деривата већ и **појачане притиске на тржиштима природног гаса и електричне енергије**, што повећава ризик од дуготрајнијег задржавања енергетских трошкова на повишеном нивоу. Цене природног гаса значајно су порасле, а посебну забринутост изазива низак ниво попуњености складишта, нарочито у Европи. То би могло да изврши притисак на цене током предстојеће зиме, посебно у случају неуобичајено хладног времена. С обзиром на значај природног гаса у производњи електричне енергије, и цене електричне енергије би по том основу могле да бележе већи раст, што би се затим могло пренети и на друге потрошачке цене.

Графикон О.4.1. **Пројекција инфлације у земљама у успону и земљама у развоју**
(у %)



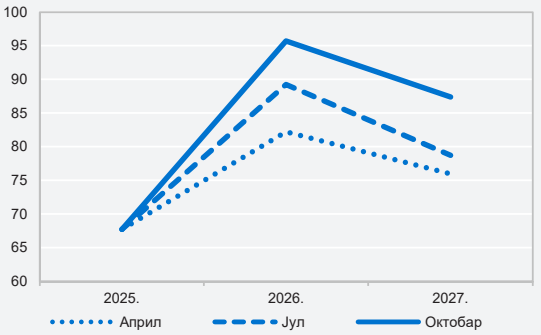
Извор: *WEO*, април, јул и октобар 2026, ММФ.

Утицај енергетског шока на инфлацију не исцрпљује се непосредним ефектима, већ се **с временским помаком, може пренети и на цене других производа и услуга** преко трошкова производње, транспорта и дистрибуције. Више цене ђубрива, изазване енергетским шоком, заједно са утицајем једног од најинтензивнијих забележених феномена „Ел Ниньо", могле би да изврше **додатни притисак на раст цена прехрамбених сировина**. Централне банке су посебно забринуте за **секундарне ефекте**, односно да преко раста инфлационих очекивања и зарада не дође до преноса енергетског шока на раст осталих цена. **Што цене енергената дуже остану високе и нестабилне, то је већи ризик да ће се њихов раст у широј мери пренети на инфлациона очекивања, зараде и цене осталих добара и услуга**. Поред тога, што је енергетски шок већи и дуготрајнији, **то пренос може бити несразмерно израженији**, јер предузећа имају све мање могућности да апсорбују раст трошкова на терет својих профита.

Због изостанка очекиване нормализације услова на енергетским тржиштима, бројне централне банке и релевантне међународне институције **кориговале су своје пројекције инфлације навише**, указујући на израженије и дуготрајније инфлаторне притиске него што се очекивало у претходном циклусу пројекција. **Претпоставке које су раније биле карактеристичне за песимистични сценарио сада су укључене у основни сценарио пројекције**. Разлике које постоје у динамици инфлације међу земљама указују на специфичности у преносу заједничког спољног енергетског шока, као и на различит обухват и трајање државних мера за његово ублажавање, динамику прилагођавања регулисаних цена, базне ефекте, кретање цена хране и сл.

Од априла ове године **ММФ** је у својим пројекцијама сукцесивно повећавао претпостављени ниво светске цене сирове нафте, што се одразило и на повећање пројекција глобалне инфлације. Према најновијој, октобарској пројекцији ове институције, очекује се да ће глобална инфлација порасти на 4,7% у овој години, пре свега услед виших цена енергената и хране. У наредној години очекује се успоравање инфлације на 4,1%, што је за 0,2 п.п. више у односу на јулску пројекцију и за 0,4 п.п. више у односу на априлску пројекцију. Очекује се да ће се динамика инфлације и у наредном периоду разликовати међу земљама, што ће одражавати разлике у степену преноса промена девизног курса на цене, постојаности инфлације у сектору услуга, условима на тржишту рада, кредибилитету економске политике и системима регулисаних цена.

Графикон О.4.2. **Претпоставка ММФ-а о кретању светске цене сирове нафте**
(у USD)

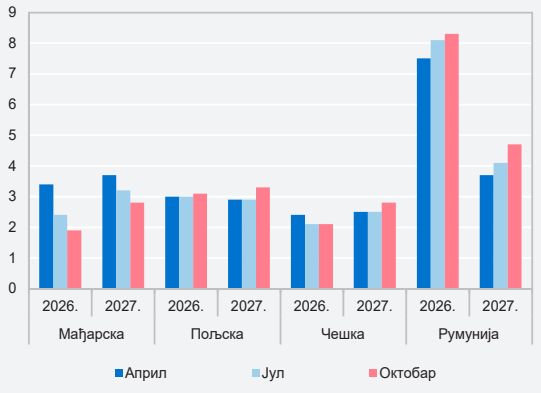


Извор: *WEO*, април, јул и октобар 2026, ММФ.
Напомена: Просек *UK Brent*, *Dubai Fateh* и *West Texas Intermediate*.

Када је реч о зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, према септембарским пројекцијама **ЕЦБ**-а, дуготрајнији енергетски шок одржаће инфлацију изнад циљаног нивоа дуже него што се раније очекивало. Нагли раст цена нафте, рафинисаних нафтних деривата и природног гаса, праћен померањем кривих фјучерса навише, указивао је на то да би инфлаторни притисци могли бити трајнији. Иако је неизвесност у погледу ширег утицаја енергетског шока на инфлацију и даље велика, основна пројекција инфлације за 2026. годину остала је непромењена у односу на јун, док су пројекције за 2027. и 2028. годину повећане. Према основном сценарију, просечна инфлација требало би да износи 3,0% у 2026, 2,5% у 2027. и 2,1% у 2028. години. У поређењу с јунским пројекцијама, пројекција инфлације за 2027. годину повећана је за 0,2 п.п., а за 2028. годину за 0,1 п.п. Без утицаја система ЕУ за трговину емисијама угљеника (*EU ETS 2*), пројектована инфлација за 2028. годину износила би 1,9%. Очекује се да ће се више цене енергената постепено преносити на базну инфлацију и цене хране. Побољшани економски изгледи требало би да допринесу и нешто вишој базној инфлацији, за коју се очекује да ће наставити да расте до почетка 2027. године и да ће остати повишена током остатка године, док се постепено успоравање очекује у 2028. години.

У **земљама региона** очекивана динамика инфлације одражава заједнички утицај раста цена енергената, али и специфичности домаћих економских услова, што се огледа у различитим изменама пројекција инфлације. Према најновијој, септембарској пројекцији централне банке **Мађарске**, очекује се да просечна инфлација у текућој години износи 1,8%, што је непромењено у односу на претходну пројекцију. Током периода од маја до августа 2026. године, инфлација у Мађарској кретала се силазном путањом. Међутим, утицај јачања девизног курса биће вероватно неутралисан у преосталом делу године због раста цена енергената. Имајући у виду индиректне ефекте раста цена сирове нафте и природног гаса, али и раст акциза на дуванске производе, централна банка Мађарске повећала је у септембру пројекцију просечне инфлације за 2027.

Графикон О.4.3. **Пројекције *Consensus Forecasts*-а о мг. инфлацији у земљама региона**
(у %)



Извор: *Consensus Forecasts*.

годину са 2,3%, колико је износила у јунском извештају, на 3,1%. Очекује се да се мг. инфлација нађе око новог циља, од 2,5%, средином 2028. године. С друге стране, према октобарској анкети *Consensus Forecasts*-а, очекује се да просечна инфлација у Мађарској износи 1,9% у 2026. години, што је за 0,5 п.п. ниже него у јулској анкети. Очекивања за 2027. годину такође су коригована наниже у односу на јулску анкету, и то за 0,4 п.п., те износе 2,8% у просеку, што је ниже од званичне пројекције централне банке Мађарске.

Мг. инфлација у **Пољској** током 2026. године кретала се у границама циљаног распона централне банке Пољске све до септембра, када се, услед раста цена горива за приватна превозна средства, нашла изнад горње границе циља. У јулском извештају централне банке Пољске истакнут је ризик од раста цена енергената за остварење пројекције инфлације, која је износила 2,9% за 2026, 2,7% за 2027. и 2,2% за 2028. годину. Ове пројекције кориговане су навише у односу на претходни, мартовски извештај, према којем се очекивало да инфлација у просеку износи 2,3%, 2,4% и 2,3% за 2026, 2027. и 2028. годину, респективно. Корекција навише у јулској пројекцији у највећој мери је последица директног и индиректног утицаја раста цена енергената у 2026. години. У 2027. и 2028. години очекује се постепено ишчезавање енергетског шока, уз базну инфлацију која остаје на нивоу од око 3%. Аналитичари који су учествовали у октобарској анкети *Consensus Forecasts*-а очекују да се мг. инфлација у Пољској задржи изнад горње границе циљаног распона све до августа 2027. године. Према истом извору, просечна инфлација у 2026. години износила би 3,1%, што је за 0,1 п.п. кориговано навише у односу на јулску анкету, док би у 2027. години износила 3,3%, што је за 0,4 п.п. више него у јулу.

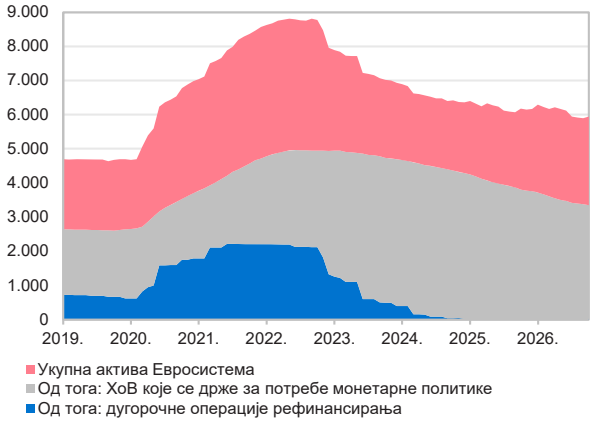
Мг. инфлација у **Чешкој** кретала се око циљане вредности од 2,0% током досадашњег дела године, с тим што се у претходна три месеца, услед раста цена горива, налазила на узлазној путањи. Према августовском извештају о монетарној политици централне банке Чешке, који не узима у обзир наведена остварења, очекује се благо убрзавање инфлације у наредном периоду. Пројектовано је да просечна инфлација у 2026. години износи 2,0%, што је за 0,2 п.п. ниже у односу на претходну пројекцију, док је пројекција за 2027. годину коригована благо навише, за 0,1 п.п., на ниво од 2,5% у просеку. Према истом извору, просечна инфлација у 2028. години требало би да износи 2,4%. Највећи допринос инфлацији у јулској пројекцији приписује се очекиваном ишчезавању дезинфлаторног доприноса цена хране, алкохолних пића и цигарета укупној инфлацији, почев од Т4 2026. године, као и двоцифреном расту цена горива и перзистентно повишеној базној инфлацији. У супротном смеру делује пад регулисаних цена. Према пројекцијама *Consensus Economics*-а из октобра, очекује се да инфлација у Чешкој у наредним месецима буде на узлазној путањи. Просечна инфлација у 2026. години износила би 2,1%, што је непромењено у односу на очекивања из јулске анкете. С друге стране, за 2027. годину очекује се нешто виша инфлација, од 2,8% у просеку, у односу на 2,5%, колико су износила очекивања аналитичара *Consensus Economics*-а у јулу.

Мг. инфлација у **Румунији** током 2026. године и даље је највиша у ЕУ, али се у Т3 нашла на нижим нивоима, превасходно услед ишчезавања директних ефеката укидања ограничења цена електричне енергије, као и повећања стопа ПДВ-а и акциза, до којих је дошло у истом периоду претходне године. Након пада у јулу и у августу, у септембру је поново забележен раст мг. инфлације условљен растом цена бензина и дизела, као и растом цена прехрамбених и непрехрамбених производа. Према августовском извештају о инфлацији централне банке Румуније, пројекција инфлације на крају 2026. године коригована је навише за 0,6 п.п., на 6,1%, у односу на мајску пројекцију, услед неповољних базних ефеката по основу пада цена горива и електричне енергије из Т4 2025. године. За крај 2027. пројекција износи 3,4%, што представља корекцију навише од 0,5 п.п. у односу на претходни извештај. Централна банка очекује да се инфлација врати у границе циљаног распона (2,5% ± 1 п.п.) у Т4 2027. године. Према октобарском извештају *Consensus Forecasts*-а, очекује се да просечна инфлација у Румунији у 2026. години износи 8,3%, што је благо повећање у односу на јулска очекивања од 8,1%. У истом смеру коригована су и

очекивања за наредну годину, када се очекује да инфлација износи 4,7%, што представља корекцију навише од 0,6 п.п. у односу на јул.

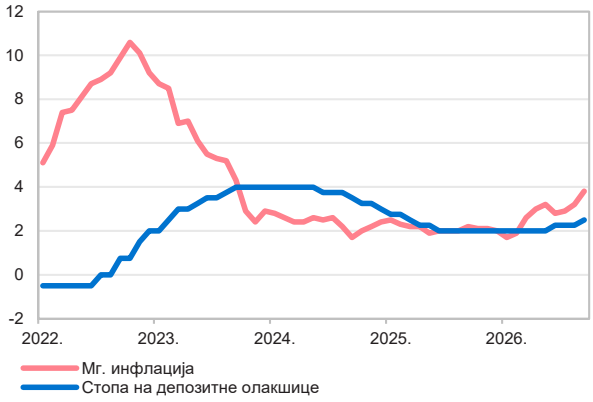
На крају треба истаћи да **инфлаторни изгледи остају изразито неизвесни и у новим пројекцијама централних банака и релевантних међународних институција**, пре свега због могућег продуженог трајања енергетског шока и његовог снажнијег преноса на остале цене, али и, супротно томе, могућег решавања актуелног геополитичког сукоба и смањења светске цене нафте и инфлаторних притисака. У таквим условима **алтернативни сценарији** представљају важан допунски инструмент за сагледавање распона могућих исхода у погледу инфлације. Такође, за вођење монетарне политике у неизвесним временима посебно је важно и континуирано праћење кретања светских цена енергената, инфлационих очекивања и зарада, као и показатеља који указују на пренос трошковних притисака на цене осталих производа и услуга, уз прилагођавање процене у складу с пристизањем нових информација.

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



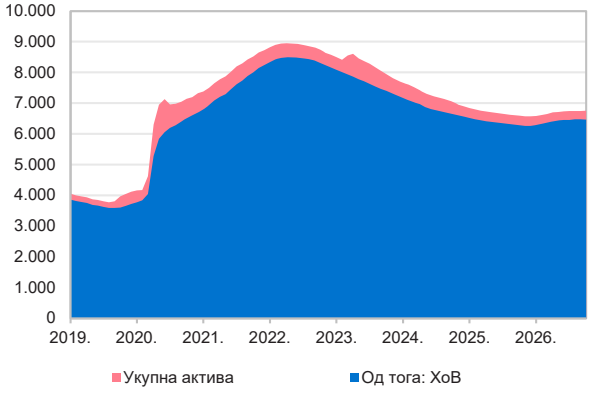
Извор: ЕЦБ.

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



Извор: ЕЦБ и *Eurostat*.

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



Извор: ФЕД.

Монетарна политика

У настојању да инфлацију врати на средњорочни циљ од 2%, **ЕЦБ** је, након повећања у јуну, у септембру поново подигла своје три основне каматне стопе за 25 б.п. Каматне стопе на депозитне олакшице, главне операције рефинансирања и кредитне олакшице сада износе 2,50%, 2,65% и 2,90%, респективно. Одлука о повећању каматних стопа донета је у условима инфлације која и даље премашује циљани ниво, уз пројекцију њеног даљег раста, с врхунцем од 3,6% у просеку у Т4 ове године (просечна инфлација у Т3 у зони евра износила је 3,3%). Након тога инфлација би требало постепено да се смањује и врати на ниво близу циља од 2% крајем 2027. године. ЕЦБ је истакла да се показатељи базне инфлације за сада нису знатније мењали, јер се пуни инфлаторни ефекти енергетског шока још нису испољили. Ипак, очекује се да ће се више цене енергената постепено преносити на базну инфлацију и цене хране. ЕЦБ је објавила и нове пројекције које указују на снажнију економску активност у зони евра него што се очекивало у јуну, што би, према оцени аналитичара, могло да остави додатни простор за наставак рестриктивне монетарне политике.

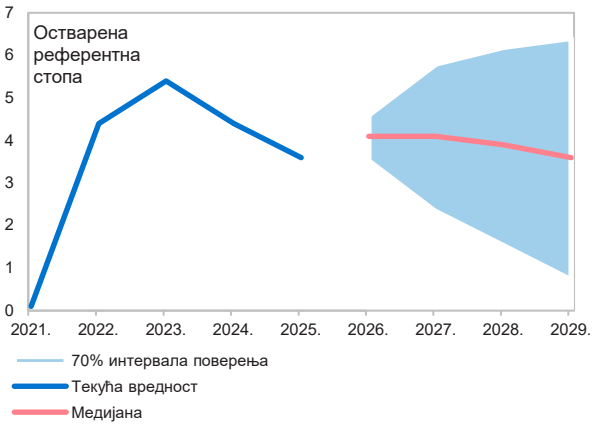
Инфлациона очекивања за краће временске хоризонте остала су повишена, док се већина показатеља дугорочних инфлационих очекивања кретала око 2%. Очекивања у погледу инфлације и даље су првенствено била условљена кретањем цена енергената, а обновљен сукоб између САД и Ирана све више је почео да се посматра као трајнији извор поремећаја и, у складу с тим, процењивало се да ће се повишени инфлаторни притисци задржати дуже него што се првобитно претпостављало. Забринутост због упорно високих цена енергената, додатно појачана растом цена хране, довела је до повећања инфлационих очекивања и очекивања даљег раста каматних стопа у зони евра. Уочи септембарског састанка ЕЦБ-а, тржишни учесници су предвиђали повећање каматне стопе на том састанку, а до краја 2027. године очекивали су додатна повећања од укупно 84 б.п., у поређењу са 64 б.п. у време јулског састанка. Тиме је очекивана максимална каматна стопа ЕЦБ-а на депозитне олакшице у текућем циклусу заоштравања монетарне политике први пут премашила 3%. Насупрот томе, учесници Анкете монетарних аналитичара имали су нижа очекивања – медијана одговора указивала је на могућност још само једног, последњег повећања каматне стопе на септембарском састанку.

Имајући у виду нестабилно глобално окружење и повишену неизвесност, због којих би се ситуација могла брзо променити, ЕЦБ је навела да ће будуће одлуке о каматним стопама и даље бити засноване на процени изгледа за инфлацију и пратећих ризика, при чему ће узимати у обзир новопристигле економске и финансијске податке, као и динамику базне инфлације и трансмисију монетарне политике.

У складу са очекивањима, и **ФЕД** је средином септембра повећао распон референтне каматне стопе за 25 б.п., на 3,75–4,00%, ради враћања инфлације на циљани ниво од 2%, на коме је последњи пут била 2021. године. У саопштењу са састанка истакнуто је да су и укупна и базна инфлација биле више него годину дана раније, као последица виших царина, виших цена енергената и других трошкова проистеклих из геополитичких дешавања, као и раста цена потрошних производа услед убрзаног развоја вештачке интелигенције. ФЕД је објавио и нове пројекције привредног раста и инфлације, које су више него у јуну. Када је реч о инфлацији, ФЕД процењује да ће она опадати до краја године, с обзиром на то да се очекује пад малопродајних цена бензина и благо успоравање базне инфлације. Смањење инфлације наставиће се и у наредне две године, како буде ишчезавао утицај поменутих фактора који су је повећали, тако да ће се циљ од 2% достићи 2029. године. При томе, економска активност наставља да се развија солидним темпом. Иако је неизвесност и даље висока, домаћа потрошња показује отпорност, раст продуктивности остаје снажан, док су капиталне инвестиције на високом нивоу, што све доприноси повољнијим изгледима за економску активност и тржиште рада у односу на претходну пројекцију.

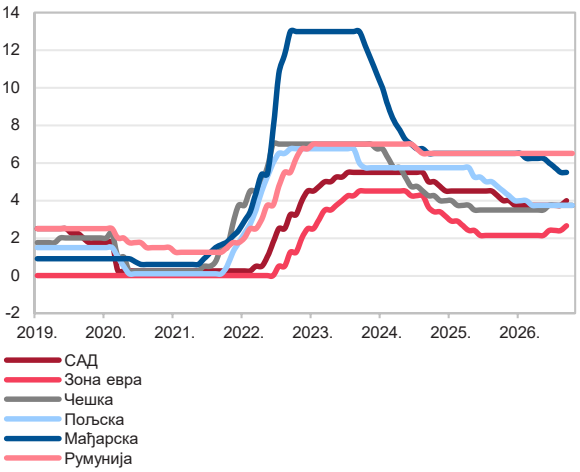
Очекивања су виша него у јуну и када је у питању распон референтне каматне стопе – медијана пројекција чланова *FOMC*-а износи 4,1% за крај ове и наредне године и 3,9% за крај 2028. године. Председник ФЕД-а Кевин Ворш истакао је своју забринутост због упорне инфлације, али није желео да изнесе личну прогнозу о кретању референтне каматне стопе нити да тржишту пружи јасне смернице о наредним одлукама. Чланови ФЕД-а су једногласно заузели рестриктивнији став у погледу даљег вођења монетарне политике. То је за последицу имало раст стопа приноса на ХоВ САД и других развијених земаља, што указује на то да ће глобални финансијски услови бити рестриктивнији у наредном периоду и да ће инвеститори захтевати више стопе приноса и за ХоВ земаља у успону.

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



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

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

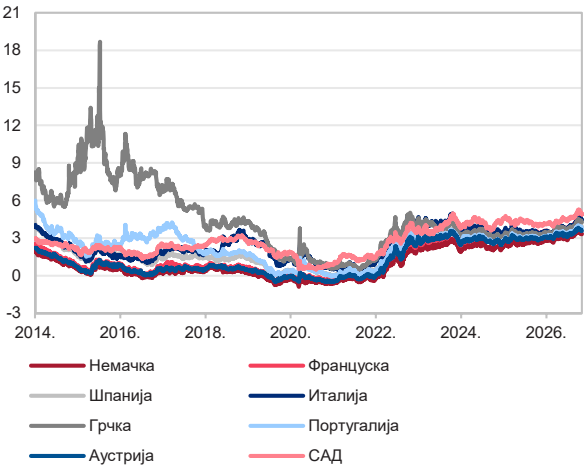


Извор: централне банке изабраних земаља.

Када су у питању **централне банке региона које циљају инфлацију**, већина се определила за задржавање референтних каматних стопа на непромењеном нивоу током Т3. Тако су централне банке **Чешке, Пољске и Румуније** истакле ризик знатнијих инфлаторних притисака, пре свега услед продуженог енергетског шока, као и своју спремност да реагују уколико то буде потребно. Једино је **централна банка Мађарске**, по четврти пут ове године, у августу смањила каматну стопу за 25 б.п., на 5,5%, док ју је у септембру задржала непромењеном. Такође, централна банка Мађарске донела је одлуку о смањењу средњорочне циљане стопе инфлације са 3,0% на 2,5%, почев од 1. јануара 2028. године. Дозвољено одступање од ±1 п.п. око циља биће задржано. У саопштењу је наведено да је приликом преиспитивања циља за инфлацију централна банка спровела детаљну процену међународне праксе и одговарајућег нивоа инфлационог циља за домаћу економију. Овај потез се сматра првим кораком ка увођењу евра, које се планира за почетак следеће деценије. Гувернер Варга истакао је да ће извршни одбор одлучивати о каматним стопама на осам састанака годишње, усклађујући се с праксом ЕЦБ-а.

Финансијска и робна тржишта

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

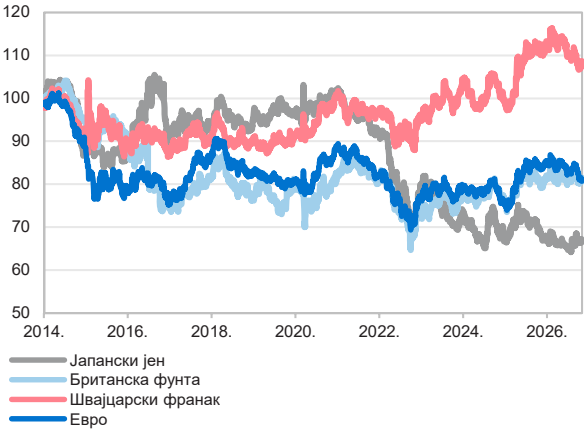


Извор: Блумберг.

Приноси на десетогодишње државне ХоВ земаља зоне евра и САД знатно су порасли током Т3 2026, при чему је раст био најизраженији у јулу и септембру. На крају Т3 приноси посматраних земаља зоне евра били су у просеку за око 90 б.п. виши него на крају Т2, а приноси на десетогодишње обвезнице САД за 82 б.п. Раст приноса у великој мери одражавао је очекивања тржишних учесника да ће ЕЦБ и ФЕД додатно заоштрити монетарну политику. Таква очекивања подстакнута су повишеним инфлаторним притисцима и ризицима услед високих цена енергената и настављених тензија на Блиском истоку, а у случају САД и бољим од очекиваних макроекономским подацима у септембру. ЕЦБ је у септембру повећала основне каматне стопе за 25 б.п., а ФЕД је истог месеца повећао циљни распон референтне каматне стопе за 25 б.п., на 3,75–4,00%, што је његово прво повећање од јула 2023. На раст приноса утицала је и забринутост због фискалних ризика и повећаних потреба држава за задуживањем, како у зони евра тако и у САД. Међу земљама зоне евра, то је посебно дошло до изражаја код Француске, чији се распон приноса у односу на немачке обвезнице проширио за готово 50 б.п. Током октобра приноси на десетогодишње државне ХоВ

смањени су код већине посматраних земаља зоне евра, у просеку за 19 б.п., а код САД за 36 б.п. Пад приноса одвијао се у условима повећане тражње за сигурном активом, подстакнуте забринутошћу тржишних учесника у погледу исплативости улагања у вештачку интелигенцију и тензијама на Блиском истоку. У Немачкој је пад приноса био додатно подржан преласком инвеститора у сигурније немачке обвезнице услед повећане фискалне и политичке неизвесности у Француској, чији су приноси, супротно кретањима у већини земаља зоне евра, повећани за 11 б.п. У САД су пад приноса подржала и очекивања да ће ФЕД наредно повећање референтне стопе одложити за децембар, док су и даље изражени инфлаторни притисци ограничили већи пад приноса.

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



Извор: ММФ.

* Раст представља апрецијацију.

Након кретања у уском распону током јула, **евро је од краја јула до друге половине августа јачао према долару**. Томе су допринели неповољнији подаци с тржишта рада и потрошње у САД, неизвесност у погледу деловања ФЕД-а након јулског задржавања референтне стопе и периодични оптимизам у вези с преговорима САД и Ирана. Од краја августа, а посебно у септембру, долар је ојачао, пре свега услед очекивања рестриктивније монетарне политике ФЕД-а и бољих од очекиваних макроекономских података за САД. Томе је допринело и поновно интензивирање сукоба на Блиском истоку, које је подстакло тражњу за доларом као сигурном активом. Слабљење евра је било условљено и факторима специфичним за зону евра – повећаном фискалном и политичком неизвесношћу у Француској и слабијим од очекиваних показатељима економске активности. Евро је у октобру ослабио и према осталим водећим валутама.

У условима повећане тражње због раста глобалне неизвесности, **светска цена злата** кретала се доминантно узлазном путањом до краја августа, након чега је у наставку Т3 и октобру опадала под утицајем повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, раста приноса на америчке државне обвезнице и јачања долара. Посматрано на нивоу тромесечја, цена злата је у Т3 у просеку износила око 4.260 долара по финој унци, што је за 5,4% ниже него у Т2, али и даље за 23,3% више него у истом периоду претходне године.

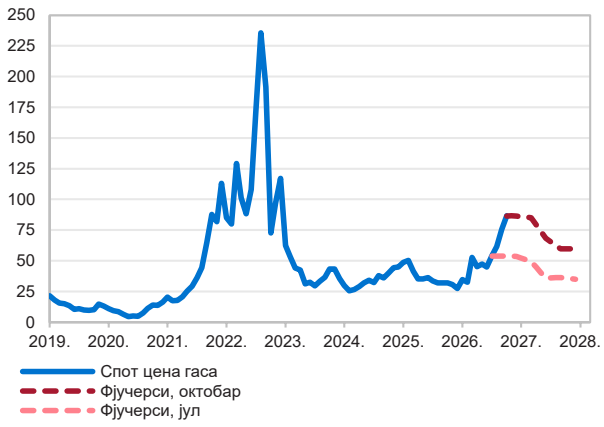
Након што је, услед постизања привременог примирја између САД и Ирана, почетком јула спуштена на око 70 долара по барелу, **светска цена нафте типа брент претежно се кретала узлазном**

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



Извор: Рефинитив.

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



Извор: Рефинитив.

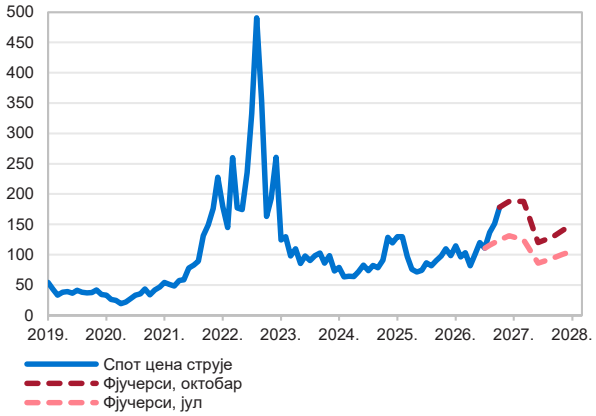
путањом до краја Т3 и током октобра. Раст цене нафте био је вођен поновном ескалацијом сукоба на Блиском истоку, при чему је додатни притисак на цене настао након избијања сукоба између јеменских Хута и Саудијске Арабије, што је угрозило транспорт кроз Црвено море. И поред тога, посматрано на нивоу тромесечја, цена нафте је у Т3 била нижа за 5,6% у односу на Т2 и у просеку је износила око 91 долара по барелу, али је, мг. посматрано, била виша за 33,9%. Према оценама релевантних институција, цена нафте ће се кретати силазном путањом у наредном периоду, уз претпоставку о деескалацији геополитичких тензија и постепеној нормализацији глобалне понуде нафте. Ипак, због смањења глобалних залиха нафте, као и рестриктивних услова на тржишту дизела, могући су притисци на раст цена нафте како би се задовољила тражња за дизел горивом. *Consensus Economics* очекује да ће се цена нафте спустити на око 98 долара по барелу до краја 2026, а затим на око 75 долара по барелу до краја 2027. године. Према процени Америчке енергетске информативне агенције (*EIA*), цена нафте би крајем 2026. и 2027. године требало да износи око 99 и 72 долара по барелу, респективно. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цена нафте ће крајем 2026. износити око 104 долара по барелу, а затим ће се до краја 2027. спустити на око 84 долара по барелу.

Референтна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту *TTF* кретала се узлазном путањом у Т3 и октобру, чему су допринели смањена глобална доступност течног природног гаса, раст трошкова транспорта и осигурања услед повећаних геополитичких ризика, висока тражња током летњих месеци због снажног топлотног таласа у Европи, као и ниска попуњеност складишта пред почетак нове грејне сезоне. Цена гаса је у октобру порасла на око 87 евра по мегават-сату, што је за чак 152,2% више него у истом периоду претходне године, а уједно представља и највиши ниво од децембра 2022. године. Према тржишним фјучерсима, цена гаса ће остати на сличном нивоу до краја Т1 2027, након чега ће се до краја те године спустити на око 60 евра по мегават-сату. *Consensus Economics* очекује да ће цена природног гаса крајем 2026. износити око 78 евра по мегават-сату, а затим да ће се крајем 2027. спустити на око 44 евра по мегават-сату.

Раст тражње због високих температура у летњим месецима, високе цене природног гаса, као и смањена производња из обновљивих извора,

одразили су се на **раст реперне цене електричне енергије у Европи** (на немачкој берзи) током Т3 и у октобру. Посматрано на нивоу тромесечја, цена електричне енергије на немачкој берзи у Т3 у просеку је износила око 130 евра по мегават-сату, што је за 30,5% више него у Т2, док је, мг. посматрано, била виша за 53,5%. Сличну динамику имала је и **цена електричне енергије на мађарској берзи**, али је била на вишем нивоу, тако да је у Т3 у просеку износила око 160 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије на немачкој берзи кретаће се узлазном путањом до краја Т1 2027, када ће достићи ниво од око 188 евра по мегават-сату, након чега ће се до краја године смањити на око 145 евра по мегават-сату.

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



Извор: Рефинитив.

Након што је у јулу смањена услед ниже тражње у Кини и Индији, **цена термалног угља у наредним месецима кретала се узлазном путањом**, под утицајем високих цена алтернативних енергената у производњи електричне енергије, као и неизвесности у погледу понуде из Индонезије. У октобру је цена угља у просеку износила око 150 долара по тони, што је за 41,7% више него у истом периоду претходне године. Према пројекцијама *Consensus Economics*-а, очекује се благи пад цене угља у наредном периоду, тако да би крајем 2027. године требало да буде за око 15% нижа него крајем 2026. године.

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



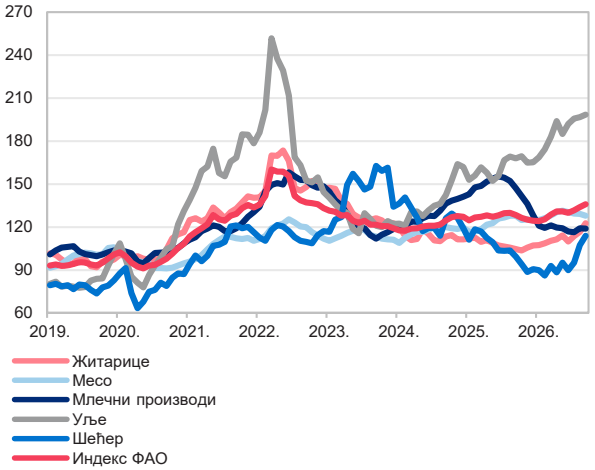
Извор: *Commodity Prices*, Светска банка.

Упркос вишим ценама природног гаса, који представља важан инпут у производњи, **цене минералних ђубрива смањене су** током Т3 под утицајем одлуке Кине да ублажи ограничења извоза уреје, као и сезонски уобичајеног смањења тражње на северној хемисфери. Као и у претходном периоду, кретање цена минералних ђубрива највећим делом било је одређено кретањем цене уреје, која је у септембру у просеку износила око 410 долара по тони, што представља мг. пад од 11,6%.

Цене метала и минерала забележиле су дивергентна кретања током Т3 – након пада у јулу, порасле су у августу и септембру. Пад цена почетком тромесечја био је опредељен нижим ценама алуминијума, због повећане понуде из Уједињених Арапских Емирата, и нижим ценама руде гвожђа, под утицајем смањене тражње у Кини. Насупрот томе, цена бакра је наставила да се креће узлазном путањом, чему су допринели снажна тражња повезана с развојем и применом вештачке интелигенције, као и ограничена

глобална понуда. Притом, у септембру је **цена бакра** у просеку износила око 14.475 долара по тони, што је за 45,0% више него у истом периоду претходне године и уједно представља нови највиши ниво. *Consensus Economics* очекује благи пад цена метала у наредном периоду, али ће индекс светских цена основних метала,[8] и поред тога, на крају 2026. бити виши за 10,3% него на крају 2025. године, док ће крајем 2027. бити за 3,3% нижи него крајем 2026. године.

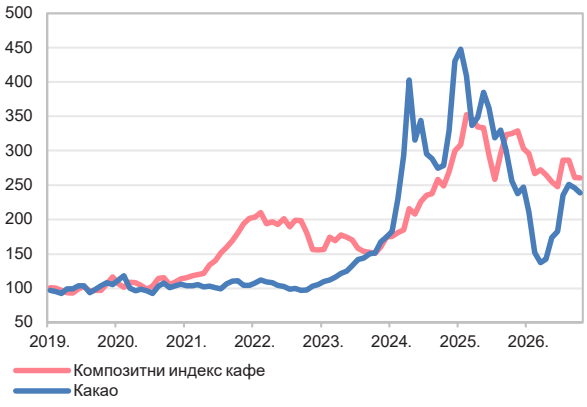
Графикон V.0.21. **Индекс светских цена хране**
(номинално, 2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Током Т3 **светске цене хране, мерене индексом ФАО**, кретале су се узлазном путањом и у септембру су биле за 4,5% више него у јуну, док су, мг. посматрано, биле више за 5,8%. Раст цена у односу на јун био је подстакнут вишим ценама шећера, житарица, биљних уља и млечних производа, док су у супротном смеру деловале ниже цене меса. Под утицајем неповољних климатских услова у значајним производним регионима, **светске цене какаоа и кафе** повећане су током јула и августа. Насупрот томе, цена какаоа падала је у септембру и октобру услед смањене глобалне тражње, изазване претходно достигнутим високим нивоом цена. У октобру је цена какаоа у просеку износила око 5.730 долара по тони, што је за 6,6% ниже него у истом периоду претходне године. Истовремено, смањена је и цена кафе, чему су допринели високи приноси у Бразилу, тако да је у октобру била за 19,9% нижа него у истом периоду претходне године.

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



Извор: Рефинитив.

Светске цене примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје) кретале су се узлазном путањом током Т3 и у октобру, на шта су утицали заоштравање геополитичких тензија, јачање америчког долара и топлотни талас у западној Европи. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа наставиће да се крећу узлазном путањом у наредном периоду, тако да би крајем 2026. требало да буду више за 30,0% него на крају 2025, а затим да се током 2027. смање за 7,0%.

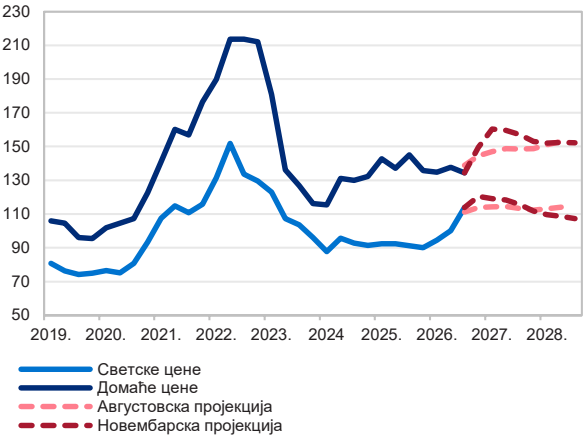
Интерне претпоставке

За разлику од **цена примарних пољопривредних производа** на међународном тржишту, које су током 2026. бележиле раст, цене ових производа **на домаћем тржишту** стагнирале су, па по том основу

[8] Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на основу 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%).

нисмо имали инфлаторне притиске. Посматрано по тромесечјима, композитни индекс домаћих цена пољопривредних производа забележио је чак благи пад у Т3 у односу на Т2. С обзиром на повећање трошкова енергената, минералних ђубрива, транспорта и осталих инпута који се користе у пољопривредној производњи, очекује се даљи раст светских цена примарних пољопривредних производа, као и преношење ефеката повећаних трошкова производње и светских цена на домаће цене. У складу с тим, очекује се да ће цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту почети да расту од Т4 ове године, при чему ће се растући тренд задржати и у 2027. години. Током 2028. године, услед постепеног ублажавања трошковних притисака и нормализације услова на међународним тржиштима, очекује се стабилизација, па и благи пад цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту.

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



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

Када је реч о **домаћој пољопривредној сезони**, на основу досадашњих остварења, претпоставку о расту пољопривредне производње у текућој години ревидирали смо навише, с претходних 7% на 10%. Ипак, коначни исход сезоне зависиће од процене остварене производње у сточарству, за коју сада немамо расположиве податке. За наредну годину претпостављамо да ће пољопривредна производња бити на нивоу вишегодишњег просека. Иако ће климатски фактори и у наредном периоду представљати један од кључних изазова за пољопривредну производњу, очекује се да ће спровођење дугорочне стратегије прилагођавања климатским променама постепено ублажавати њихове негативне ефекте и подржавати раст производње.

Након 7,0% у 2025. години, претпостављамо да ће раст **регулисаних цена** у текућој години успорити на 3,1%, што је ниже од наше пројекције из августа (5,7%). У наредне две године очекујемо стабилан раст регулисаних цена од око 5%. Претпостављамо да ће динамика раста регулисаних цена пре свега бити опредељена растом цена комуналних услуга и цигарета.

Када је реч о факторима који утичу на **домаћу потрошњу**, очекујемо да ће **зараде** и даље представљати кључан извор потрошачке тражње. Ипак, очекујемо да ће током хоризонта пројекције притисци с тржишта рада слабити и да ће реални

раст зарада успорити и у већој мери кретати се у складу с растом продуктивности. Конкретно, претпостављамо да ће просечан реални раст зарада у приватном сектору у овој години износити око 7,5%, а у наредној години око 4%. Подршку расту потрошачке тражње пружиће и раст **пензија** у наредном периоду, чије би учешће у БДП-у требало да настави да се креће у складу с фискалним правилима, као и **дознаке из иностранства**, чији прилив за ову и наредну годину пројектујемо на преко 5 млрд евра. У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу деловаће и очекивани наставак **раста кредитне активности према сектору становништва**, као резултат још увек релативно повољних услова задуживања.

Као и у претходној пројекцији, претпоставили смо да ће **НИС** наставити да послује и снабдева тржиште нафтним дериватима без значајнијих поремећаја у процесу производње. Такву претпоставку подржава одлука америчке Канцеларије за контролу стране имовине (*OFAC*) да до 11. децембра продужи оперативну лиценцу НИС-у за наставак пословања, као и рок који је дат мађарској компанији МОЛ за вођење преговора о преузимању руског удела у НИС-у.

Производња основних метала могла би се додатно прилагодити **новом регулаторном оквиру ЕУ за увоз челика**, који је ступио на снагу 1. јула 2026. године. Новим мерама знатно су смањене бесцаринске увозне квоте, док је царина на увоз изнад квоте повећана на 50% (што је двоструко више него у претходном режиму), уз пооштравање правила о праћењу порекла челика дуж производног ланца. Циљ ових мера јесте заштита европске индустрије челика од последица глобалног вишка производних капацитета у сектору челика.

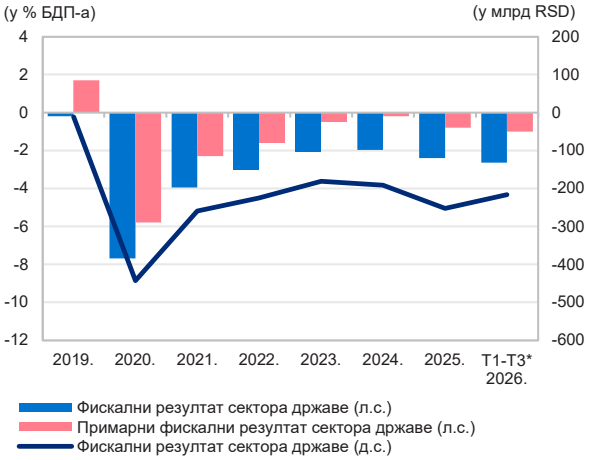
Од почетка текуће године на снагу је ступио **механизам за прекогранично прилагођавање цене угљеника (*CBAM*)**, чија би примена могла да утиче на раст трошкова производње и извоза у појединим секторима индустрије који су обухваћени овом регулативом (гвожђе и челик, алуминијум, цемент, ђубриво, водоник и електрична енергија). Учешће ових индустријских производа у укупном извозу робе у ЕУ у 2025. години износило је 11,3%, при чему највеће учешће у извозу имају гвожђе и челик (око 5%), а затим електрична енергија и алуминијум (по око 3%). Због тога би у тим секторима од следеће године у одређеној мери могла

да се смањи ценовна конкурентност. Производња струје већ се прилагођава увођењу овог пореза, што за последицу има пад извоза електричне енергије. Као одговор на увођење пореза *CBAM*, Република Србија усвојила је Закон о порезу на емисије гасова са ефектом стаклене баште, којим се опорезују емисије угљен-диоксида у поменутим секторима индустрије, чиме се стварају предуслови за смањење трошкова ових домаћих произвођача по основу умањења царина, а тиме и ублажавају негативни ефекти на извоз. Поред тога, порези прикупљени по том основу остају у буџету Србије, што омогућава већу подршку домаћој тражњи.

У периоду јануар–септембар 2026. године забележен је фискални дефицит сектора државе од 216,6 млрд динара (2,6% БДП-а), при чему је готово половина дефицита остварена у септембру, што је пре свега последица једнократних исплата пензионерима и пунолетним грађанима. Примарни биланс државе забележио је дефицит у износу од 92,2 млрд динара (око 1% БДП-а).

Јавни приходи у првих девет месеци 2026, реално посматрано, повећани су за 8,7% мг., првенствено захваљујући расту прихода по основу зарада (пореза на доходак и доприноса за социјално осигурање), услед настављеног реалног раста зарада, чему је допринело повећање зарада у јавном сектору и минималне зараде. Значајан допринос расту јавних прихода дали су и непорески приходи, као и приходи од ПДВ-а услед настављеног раста приватне потрошње, подржане растом зарада, исплатом новчане помоћи пензионерима и, у одређеној мери, кредитирањем становништва. Нешто мањи допринос расту имали су повећани приливи од пореза на добит, по основу веће профитабилности привреде у 2025. години (за 11% у поређењу са 2024). Насупрот томе, очекивано, као резултат предузетих мера ради ублажавања глобалног енергетског шока, смањени су приходи од акциза на нафтне деривате. **Јавни расходи** повећани су за 13,3% мг., реално посматрано, првенствено услед раста издатака за пензије и социјалне трансфере, као и капиталних расхода и расхода за запослене, због повећања зарада у јавном сектору.

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



Извор: Министарство финансија и НБС.

* Удео у пројектованом номиналном БДП-у за период Т1–Т3.

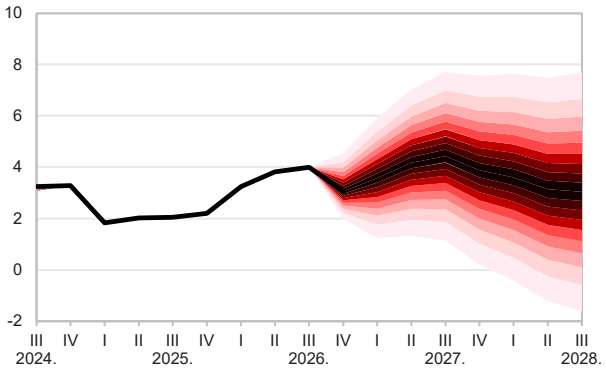
Учешће **јавног дуга сектора државе** у БДП-у износило је 43,6% у септембру 2026, што представља повећање од 0,7 п.п. у односу на јун.

Будући да буџет за 2027. годину, као и економски програм нове владе, у овом тренутку нису

познати, пројекција полази од претпоставке да ће фискална политика и даље бити вођена у складу с важећим фискалним правилима и оквиром Фискалне стратегије за 2027. годину, уз смањење учешћа фискалног дефицита у БДП-у у наредним годинама. Претпоставља се и наставак реализације капиталних расхода у вези са инфраструктурним пројектима. Након што је фискални импулс у овој години умерено експанзиван, уз наведене претпоставке, очекујемо да ће у 2027. години бити благо рестриктиван.

Пројекција БДП-а

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



Извор: НБС.

Повољнија остварења економске активности у досадашњем току године у односу на очекивања из августа утицала су на ревизију пројекције раста БДП-а за 2026. годину навише, са 3,2% на 3,5%, док је пројекција за 2027. годину коригована наниже, са 4,5% на 4,0%, услед више базе из ове године и даље присутних геополитичких тензија, као и даљег раста светских цена енергената. У средњем року очекујемо стабилан раст привреде од око 3,5% годишње, у складу с њеним потенцијалним нивоом.

Домаћа тражња остаће кључни покретач раста економске активности у наредном периоду, уз позитиван допринос потрошње, подржане растом расположивог дохотка, као и инвестиција у основна средства. Расту инвестиција допринеће наставак реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. У 2027. години очекује се и позитиван допринос нето извоза расту БДП-а, пре свега захваљујући расту извоза робе и услуга повезаних с одржавањем специјализоване изложбе „Експо”.

Графикон V.0.26. **Стопа раста приватне потрошње и њених извора**
(номиналне мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Посматрано по појединачним компонентама, **приватна потрошња**, као највећа компонента БДП-а, остаће, према новембарској пројекцији, и даље најзначајнији покретач привредног раста, са очекиваним доприносом од 2,8 п.п. у 2026. и 2027. години и 2,3 п.п. у 2028. години. У односу на претходну пројекцију, њен допринос за 2026. годину благо је ревидиран навише, у складу с повољнијим кретањима у досадашњем току године, док је за 2027. годину коригован наниже, пре свега због више базе из текуће године. Раст приватне потрошње и у наредном периоду биће подржан наставком повећања расположивог дохотка становништва, пре свега по основу раста зарада и пензија, а делом и по основу

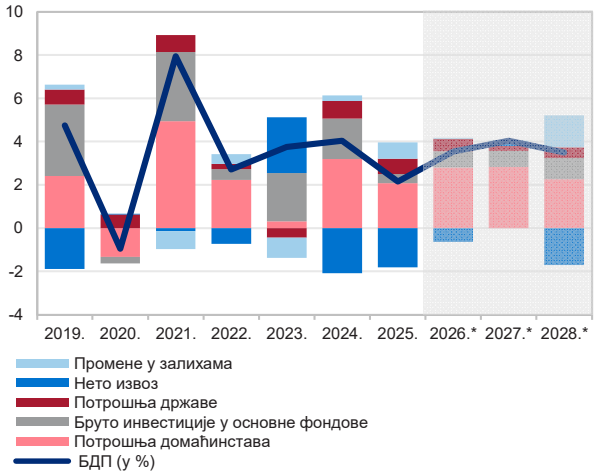
кредитне активности банака. Ипак, очекује се да ће динамика приватне потрошње бити донекле умеренија услед појачаних инфлаторних притисака из међународног окружења, пре свега услед раста цена енергената, који би могли да ограниче раст реалне куповне моћи становништва.

Државна потрошња наставиће да позитивно доприноси расту БДП-а и, према новембарској пројекцији, њен допринос износиће 0,6 п.п. у 2026. години, што је за 0,2 п.п. више него у претходној пројекцији. Иако у овом тренутку није познат буџет за наредну годину, очекујемо да ће бити настављен благ позитиван допринос потрошње државе, од 0,2 п.п. у 2027. и 0,5 п.п. у 2028, уз претпоставку да ће плате у јавном сектору бити повећаване у складу с фискалним правилима, као и да ће трошење средстава за набавку робе и услуга бити рационално.

Према новембарској пројекцији, очекује се да **фиксне инвестиције** у 2026. години, након успоравања у претходној години, остваре раст од око 3% и доприносу расту БДП-а са 0,8 п.п., што је готово непромењено у односу на августовску пројекцију. У просеку, сличан допринос очекујемо и за 2027. и 2028. годину. Таква динамика инвестиционе активности узима у обзир наставак реализације инфраструктурних пројеката, као и најаве да ће економски програм будуће владе бити усмерен на подстицај домаћих приватних инвестиција. Када је реч о изворима раста инвестиција, очекује се да ће томе доприносити раст профитабилности домаће привреде и наставак прилива СДИ. Поред тога, иако је започето заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а, по ком основу би и цена евроиндексираних инвестиционих и стамбених кредита могла да буде у одређеној мери повећана, очекујемо да ће позитиван допринос и у наредном периоду потицати од кредитних извора. Уз претпоставку да ће нови буџет имати и развојну компоненту, неутралан или благо позитиван допринос требало би да дође и од државних инвестиција. С друге стране, изражена глобална неизвесност, геополитичке тензије, кретање цена енергената и слабија екстерна тражња и даље представљају ризике за остварење пројекције.

Новембарска пројекција претпоставља готово неутралан допринос промене **залиха** расту БДП-а у 2026. и 2027. години, док се у 2028. години очекује опоравак залиха и њихов позитиван допринос привредном расту.

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



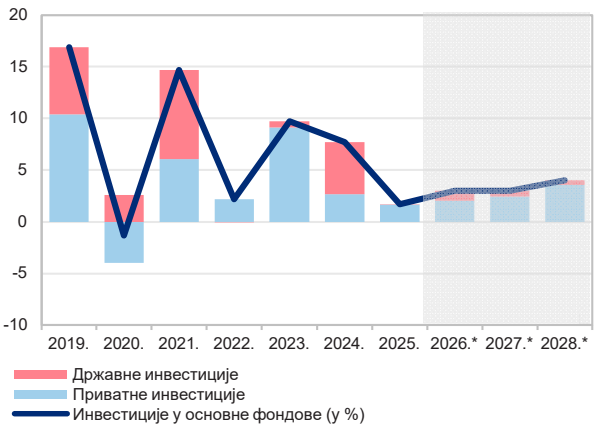
Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.28. **Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна**
(у %)



Извор: РЗС и НБС.
* Процена и пројекције НБС.

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



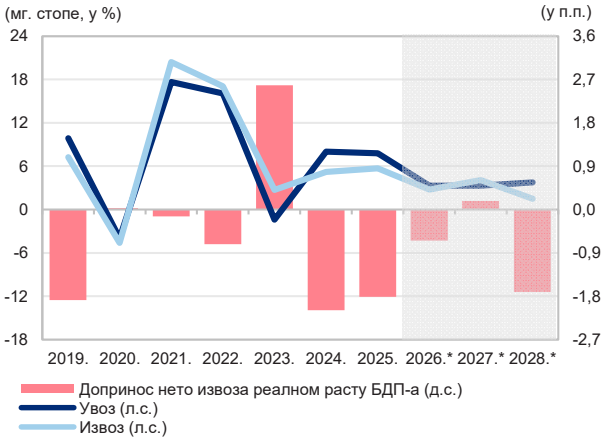
Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

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

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

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

Графикон V.0.30. **Реални раст извоза и увоза**



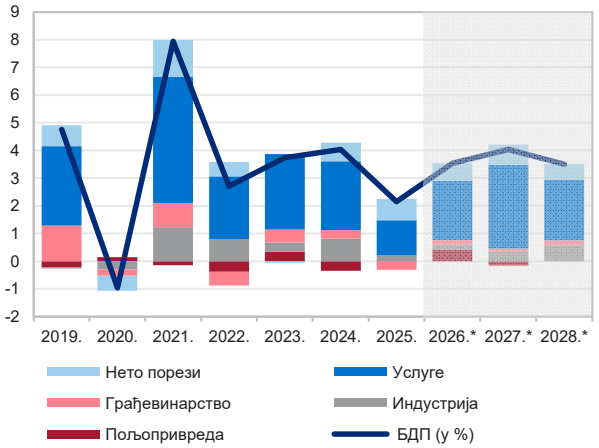
Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

Нова пројекција претпоставља наставак раста **извоза робе и услуга** у 2026. години, упркос и даље израженој глобалној неизвесности, геополитичким тензијама и могућим негативним ефектима сукоба на Блиском истоку на цене енергената, токове међународне трговине и привредни раст наших најважнијих трговинских партнера. Пројекција реалног раста извоза благо је коригована наниже у односу на претходну пројекцију, при чему се и даље очекује да ће његовом расту доприносити повећани производни и извозни капацитети у аутомобилској индустрији и повезаним гранама, раст извоза рударства, као и наставак раста извоза услуга, пре свега пословних и ИКТ услуга. С друге стране, пројекција реалног раста увоза благо је ревидирана навише, у складу с кретањима у досадашњем делу године и очекиваним растом домаће тражње. Истовремено, више цене енергената и даље представљају ризик за спољнотрговинска кретања. У таквим условима очекујемо да ће допринос нето извоза расту БДП-а у 2026. години бити негативан и износити –0,6 п.п. У 2027. години очекујемо позитиван допринос нето извоза од 0,2 п.п., пре свега захваљујући очекиваном убрзању раста извоза услуга, нарочито туристичких и пословних, на шта ће утицати долазак страних посетилаца на специјализовану међународну изложбу „Експо”. Такође, на позитиван допринос нето извоза утицаће и раст робног извоза с обзиром на то да се очекује опоравак екстерне тражње. Ипак, ови ефекти могу бити умањени због продужетка енергетског шока, који се делом одражава на већи увоз енергената, а могао би да утиче и на то да број посетилаца изложбе „Експо” буде мањи од очекиваног.

Посматрано с производне стране, очекујемо да ће **услужни сектори** остати главни покретач раста БДП-а у текућој и током наредне две године, при чему је пројекција њиховог доприноса готово непромењена у односу на август. Допринос услужних делатности процењује се на 2,1 п.п. у 2026. години, уз повећање на 3,0 п.п. у 2027. години, делимично захваљујући ефектима одржавања изложбе „Експо", након чега се у 2028. очекује његово успоравање на 2,2 п.п. Истовремено, раст потрошње и активности у услужним делатностима позитивно ће се одразити на наплату пореских прихода, па се и даље очекује позитиван допринос **нето пореза** расту БДП-а од просечно 0,6 п.п. годишње.

И новембарска пројекција предвиђа раст активности **производних сектора**, чији се збирни допринос расту БДП-а процењује на 0,8 п.п. у 2026, 0,3 п.п. у 2027. и 0,8 п.п. у 2028. години. Пројекција раста укупне **индустријске производње** за 2026. годину остала је непромењена у односу на август, уз одређене измене по појединачним секторима. У **рударству** се, на основу досадашњих остварења, сада очекује благ раст активности, уместо претходно пројектованог благог пада. С друге стране, у сектору **енергетике** предвиђа се нешто израженији пад активности него у августовској пројекцији, пре свега услед прилагођавања производње након почетка примене механизма *CBAM*, као и неповољне хидролошке ситуације, што потврђују и досадашња остварења. Истовремено, пројекција раста активности **прерађивачке индустрије** благо је коригована наниже, у складу с кретањима у досадашњем делу године. Ипак, и даље се очекује позитиван допринос прерађивачке индустрије, а посебно аутомобилске индустрије, захваљујући даљем повећању производње електричних возила у Крагујевцу, као и позитивни ефекти нормализације производње нафтних деривата и хемијских производа. Стога се највећи позитиван допринос расту БДП-а у оквиру производних сектора и даље очекује од прерађивачке индустрије, и то 0,2 п.п. у 2026, 0,3 п.п. у 2027. и 0,4 п.п. у 2028. години, чему ће у значајној мери допринети инвестиције реализоване у претходном периоду, али и очекивани опоравак екстерне тражње. У наредним годинама очекује се и постепени опоравак активности у секторима енергетике и рударства, подржан спровођењем планираних структурних реформи у складу са аранжманом с ММФ-ом, као и даљим проширењем капацитета за производњу електричне енергије из обновљивих извора.

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



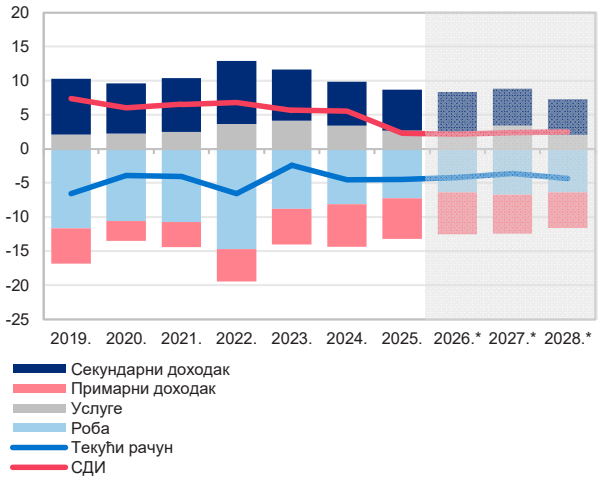
Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

Табела V.0.5. **Раст производње појединих пољопривредних култура, 2025–2026.**
(у %)

	2025.	2026.*
Пшеница	26,9	7,7
Кукуруз	-16,8	12,0
Шећерна репа	-6,1	-21,7
Сунцокрет	-3,5	1,8
Соја	-4,7	-9,5
Вишње	-42,3	96,3
Јабуке	-13,5	43,1
Шљиве	-15,8	109,2
Малине	-21,8	14,6
Грожђе	8,5	6,3

Извор: РЗС.
* Процена.

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



Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

Након пада активности у сектору **грађевинарства у претходној години**, у овој и наредним годинама очекујемо благо позитиван допринос расту БДП-а (у просеку око 0,2 п.п. годишње). Опоравак грађевинске активности биће подржан наставком стамбене изградње, као и реализацијом планираних инфраструктурних пројеката у области саобраћаја, енергетике, комуналне и информационе инфраструктуре.

Када је реч о **пољопривреди**, на основу досадашњих остварења и најновијих података РЗС-а о очекиваној производњи ратарских култура и воћа, процену раста пољопривредне производње у 2026. години ревидирали смо навише, са 7% у августу на око 10% у новембарској пројекцији. Према подацима РЗС-а на дан 5. септембра, очекује се изражен раст производње појединих воћарских култура, пре свега јабука и шљива, као и раст производње кукуруза, пшенице и сунцокрета, док се код соје и шећерне репе очекује пад. Ипак, одређена неизвесност у погледу коначних резултата овогодишње пољопривредне сезоне и даље је присутна, с обзиром на могућа одступања од претпостављеног обима производње у појединим областима, нарочито у сточарству, које чини значајан део укупне пољопривредне производње, а за које још увек нису објављене процене. У наредним годинама додатну подршку пољопривредној активности требало би да пружи и спровођење дугорочне стратегије прилагођавања климатским променама.

Пројекција екстерне позиције Србије

Узимајући у обзир остварења у досадашњем делу године, очекивана кретања у спољнотрговинској размени и више цене енергената од претходно очекиваних, новембарска пројекција указује на благо виши ниво дефицита текућег рачуна у апсолутном износу у односу на претходну пројекцију, при чему би дефицит у 2026. години износио 4,2% БДП-а. За 2027. годину очекује се смањење дефицита на око 3,6% БДП-а, чему би, поред опоравка екстерне тражње и наставка раста робног извоза по основу повећаних извозних капацитета, требало да допринесе и раст извоза услуга повезаних са одржавањем изложбе „Експо”. Ипак, важно је истаћи да продужено трајање енергетског шока представља ризик за остварење очекиваних ефеката. У 2028. години дефицит би требало да се креће око процењеног равнотежног нивоа, тј. на нивоу од око 4,5% БДП-а. Пројекција

подразумева наставак раста извоза робе и услуга, подржаног повећањем производних и извозних капацитета у аутомобилској индустрији, растом извоза рударства, пословних и ИКТ услуга, као и постепеним опоравком екстерне тражње.

Када је реч о осталим компонентама текућег рачуна платног биланса, пројекција претпоставља да ће суфицит секундарног дохотка износити нешто испод 6% БДП-а и да ће готово у потпуности неутралисати дефицит примарног дохотка, пре свега по основу дохотка од СДИ и рада.

Код прилива по основу СДИ очекујемо да ће се задржати висока географска и пројектна распрострањеност, као и да ће највећи део прилива и даље бити усмерен у извозно оријентисане секторе. Процена нето прилива СДИ нешто је конзервативнија него у претходној пројекцији и износи у просеку 2,3% БДП-а годишње у наредном периоду, с обзиром на повећану глобалну неизвесност и промене у европским и глобалним ланцима вредности, које могу утицати на обим и динамику реализације инвестиционих пројеката.

Пројекција инфлације

Према нашој новој централној пројекцији, очекујемо да ће се **мг. инфлација до краја ове године кретати око горње границе циља. Након тога, због материјализације ризика из претходне пројекције и продуженог трајања енергетског шока, инфлација ће се током већег дела наредне године кретати изнад горње границе циља.** Врхунац инфлације очекујемо у Т3 2027. године, након чега ће се постепено смањивати, при чему **очекујемо повратак инфлације у границе циља крајем 2027. године**, а затим њено даље успоравање и приближавање централној вредности циља од 3% до краја периода пројекције.

Наша нова пројекција инфлације је виша од претходне из августа, с обзиром на то да је настављен раст светских цена нафте и других примарних производа, као и да се сада, према кретању фјучерса, очекује њихов спорији пад у наредном периоду. Нова пројекција инфлације виша је и због више увозне инфлације, као и нешто бржег раста реалних зарада од претходно очекиваног. У смеру више инфлације наредне године деловаће и ниска овогодишња база код воћа и поврћа услед одличног рода. У супротном смеру требало би да делује успоравање базне инфлације, које очекујемо услед постепеног

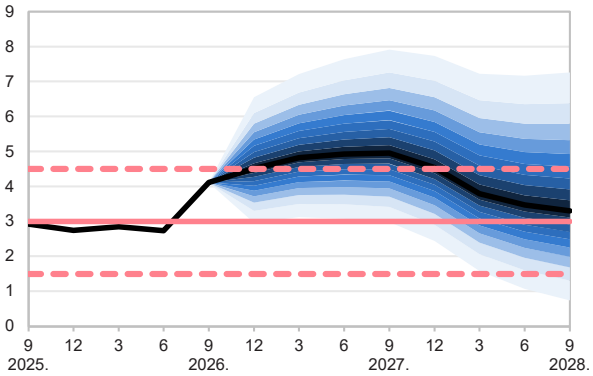
Табела V.0.6. **Најважније претпоставке пројекције**

	2026.		2027.		2028.	
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	Авг.	Нов.	Авг	Нов.	Авг.	Нов.
Раст БДП-а у зони евра	0,8%	1,0%	1,2%	1,3%	1,5%	1,5%
Инфлација у зони евра (просек)	2,9%	3,0%	2,3%	2,7%	1,9%	2,1%
Тромесечни *EURIBOR* (дец.)	2,8%	2,9%	2,9%	3,4%	2,9%	3,0%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	26,3%	30,0%	-1,3%	-7,0%	-0,1%	-4,6%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	83	104	75	84	72	77
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,7%	3,1%	5,1%	4,9%	5,0%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

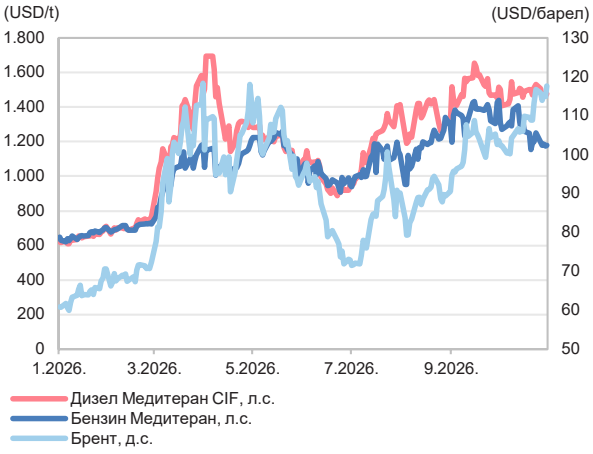
Графикон V.0.33. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

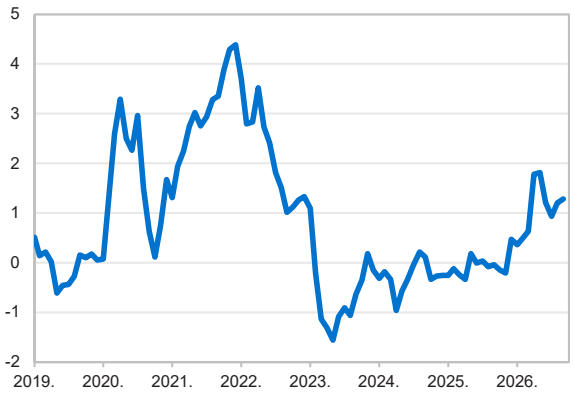
Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90%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

Графикон V.0.34. **Поређење котацијских цена на Медитерану и светске цене нафте**



Извор: Рефинитив.

Графикон V.0.35. **Притисци у глобалним ланцима снабдевања**
(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: *Federal Reserve Bank of New York.*

слабљења трошковних притисака из међународног окружења, као и предвиђеног успоравања раста реалних зарада у односу на ову годину. Под утицајем наведених фактора, **укупна инфлација би у просеку требало да износи 3,2% у овој и 4,9% у наредној години**.

Као и у претходној пројекцији, међу кључним факторима који ће обликовати пројектовану путању инфлације налази се **светска цена нафте**, с тим да се, с обзиром на фјучерсе, полази од виших цена током целог хоризонта пројекције. Рат на Блиском истоку довео је до знатног раста светске цене нафте, али и цена других енергената, док је неизвесност у погледу његовог даљег тока и даље велика. Иако су се недавно испоруке сирове нафте с Блиског истока знатно опоравиле (и достигле просечан ниво из 2025. године), светска цена нафте наставила је да расте. Део раста цена деривата, посебно дизела, одражава и структурне проблеме у снабдевању који су постојали пре избијања сукоба услед недовољних инвестиција у рафинеријске капацитете, као и смањења производње дизела у руским рафинеријама након напада украјинских дронова.

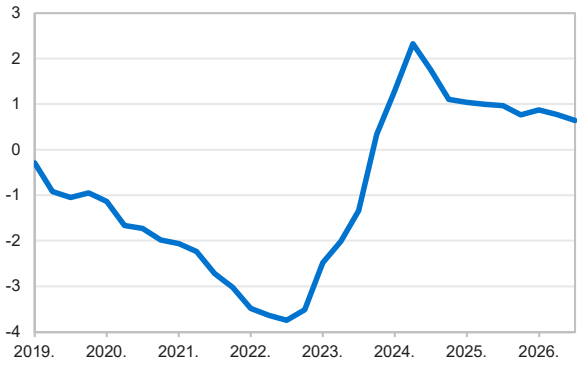
За Србију, као малу и отворену економију која у значајној мери зависи од увоза енергената, виша светска цена нафте директно утиче на **цене нафтних деривата на домаћем тржишту**, док се **индиректни ефекти** преносе путем виших трошкова транспорта, производње и цена других производа и услуга. Због повећаних трошкова инпута могу се очекивати и већи трошковни притисци по основу светских цена примарних пољопривредних производа, на шта указују и фјучерси. Такође, показатељи који сигнализирају будућа кретања, укључујући индекс **притиска у глобалним ланцима снабдевања**, који се налази на највишем нивоу од 2022. године, упућују на могућност постепеног повећања трошковних притисака у наредном периоду, што се може одразити на **увозне цене и трошковне притиске у домаћој економији**. Постоји ризик да енергетски шок изазове трајнију инфлацију путем **секундарних ефеката** ако се већа инфлациона очекивања прелију на одлуке предузећа о вишим ценама или притиске у правцу повећања зарада. Иако се извесни секундарни ефекти могу очекивати, током хоризонта пројекције претпостављамо да ће се трошковни притисци по основу енергетског шока полако смиривати. То ће постепено ограничити инфлаторне притиске из међународног окружења и омогућити враћање домаће инфлације ка циљу.

Једнонедељни *BELIBOR*, реално посматрано (рачунато на бази инфлационих очекивања финансијског сектора за годину дана унапред), у Т3 2026. износио је 0,6%, што је благо ниже него у претходном тромесечју.

Очекујемо да домаћи фактори, пре свега **раст зарада**, **фискална политика** и **регулисане цене**, неће генерисати знатније инфлаторне притиске. Када је у питању **агрегатна тражња**, процењујемо да је **производни јаз на неутралном нивоу** и да ће до краја хоризонта пројекције бити благо позитиван, што указује на то да агрегатна тражња не би требало да представља значајнији извор инфлаторних притисака. Притом, позитиван допринос оцени производног јаза долази од раста реалних зарада током целог периода пројекције, пре свега преко расположивог дохотка и потрошње домаћинстава, док у супротном смеру делује ниска екстерна тражња. У овој години позитиван допринос оцени производног јаза потиче и од фискалног импулса. Иако ће јаз у зарадама остати позитиван до краја периода пројекције (по основу оцењеног бржег раста реалних зарада од њиховог дугорочног тренда), по овом основу очекује се слабљење инфлаторних притисака, јер би **раст реалних зарада током хоризонта пројекције требало да успори и приближи се расту продуктивности**. Када је реч о **екстерној тражњи**, сукоб на Блиском истоку и неизвесност у погледу његовог даљег развоја успоравају раст светске привреде. Зато очекујемо да ће екстерна тражња у кратком року бити слаба, под притиском енергетског шока и глобалне нестабилности, а да ће значајнији опоравак уследити у средњем року.

Посматрано по појединачним компонентама, очекујемо да ће допринос **цена хране (без воћа и поврћа)** мг. инфлацији бити под утицајем раста светских цена примарних пољопривредних производа, индиректних ефеката раста цена нафтних деривата и ефекта ниске базе из ове године. Допринос цена хране мг. инфлацији повећава се због деловања поменутих фактора и током Т4 ове године биће позитиван. Након тога ће наставити постепен раст на 1,4 п.п. у Т3 наредне године, да би се потом смањивао на 0,9 п.п. до краја периода пројекције. Конкретно, на основу фјучерса за примарне пољопривредне производе, процењујемо да ће се трошкови сировина у производњи хране (без воћа и поврћа) налазити изнад свог неутралног нивоа, па по том основу очекујемо инфлаторно дејство на цене хране. Такође, раст цена хране биће под утицајем

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



Извор: НБС.

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

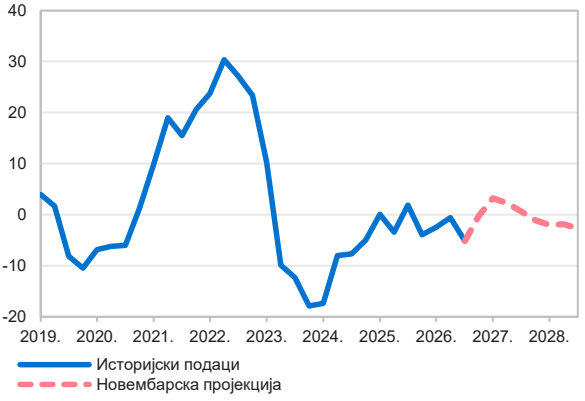
Графикон V.0.37. **Пројектовано кретање производног јаза***
(у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

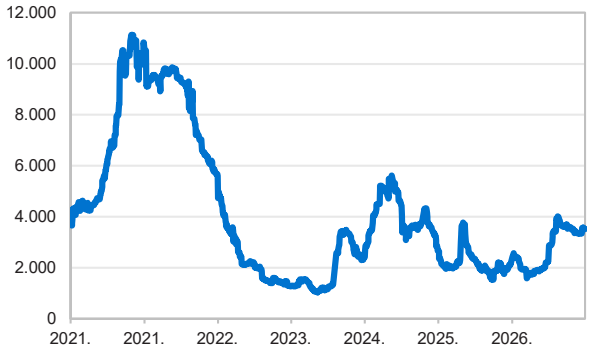
* Производни јаз је процењен на бази БДП-а.

Графикон V.0.38. **Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране**
(одступање у % од тренда)



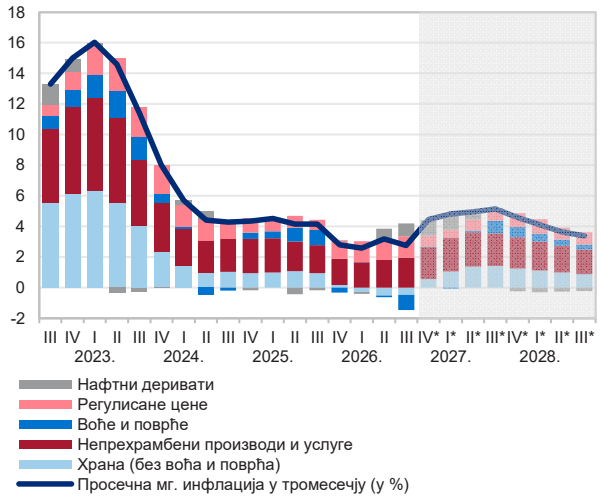
Извор: НБС.

Графикон V.0.39. **Цена контејнерског транспорта**
(у USD)



Извор: Рефинитив.

Графикон V.0.40. **Доприноси мг. инфлацији по компонентама**
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

индиректних ефеката раста цена нафтних деривата, а у извесној мери и повећања трошкова рада.

Претпостављамо да ће се цене **воћа и поврћа**, након знатног пада у Т3 2026, постепено вратити свом дугорочном тренду. У складу с тим, допринос воћа и поврћа мг. инфлацији требало би да буде око нуле у наредна два тромесечја, а да од Т2 2027. буде благо позитиван.

Очекујемо да се допринос цена **непрехрамбених производа и услуга** мг. инфлацији креће око 2 п.п. све до краја наредне године, а да се након тога постепено смањи на 1,6 п.п. крајем хоризонта пројекције. Кретање цена непрехрамбених производа и услуга у великој мери зависи од цена бројних увозних производа, тако да ће на повећање доприноса ове групе производа утицати пре свега раст увозне инфлације, као и индиректни ефекти раста цена нафтних деривата. Позитиван допринос непрехрамбеној компоненти инфлације долазиће и од виших трошкова рада, који се у одређеној мери одражавају на раст трошкова услужних сектора, као и на повећање расположивог дохотка за потрошњу, али се по овим основима не очекује значајније инфлаторно дејство, јер би реални раст зарада током хоризонта пројекције требало да успори и да се у већој мери креће у складу с растом продуктивности.

Услед продуженог трајања глобалног енергетског шока, очекујемо да ће се допринос **цена нафтних деривата мг. инфлацији** додатно повећати у Т4 ове године на 1,0 п.п. и да ће на том нивоу остати и у Т1 наредне године. Уз претпоставку о паду светске цене нафте у складу с фјучерсима, очекујемо да ће се након тога овај допринос инфлацији смањивати, да би у Т4 наредне године прешао у негативну зону, где ће остати до краја периода пројекције (на нивоу од –0,2 п.п. до –0,3 п.п.). Претпостављамо, такође, да ће се обезбедити пуна производња НИС-а и уредно снабдевање домаћег тржишта нафтним дериватима.

У новој пројекцији очекујемо мањи раст **регулисаних цена** него у претходној пројекцији – у овој години 3,1% (уместо 5,7%), док пројектовани раст ових цена у 2027. години износи 4,9% (уместо 5,1%). Таква путања регулисаних цена требало би да резултира мањим доприносом мг. инфлацији до средине наредне године него у претходној години. Тај допринос ће се кретати у распону 0,5–0,7 п.п., а након тога, па до краја хоризонта пројекције биће у распону 0,8–0,9 п.п.

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

ММФ је, у оквиру октобарског издања *WEO*, **ревидирао навише своју јунску пројекцију реалног раста БДП-а Србије за 2026. годину за 0,5 п.п., на 3,3%**, што је једнако **пројекцији *Consensus Economics***-а, а што је благо испод наше пројекције. **Светска банка** очекује нешто нижи раст у овој години – 3,1%, при чему оцењује да ће економску активност подржати опоравак индустрије, снажне извозне перформансе и фискална подршка. **За наредну годину све институције очекују убрзање реалног раста БДП-а Србије**, у распону од 3,5% до 4,0%, чему ће допринети наставак раста расположивог дохотка становништва услед раста зарада, као и реализација специјализоване изложбе „Експо". За 2028. годину ММФ и Светска банка пројектују раст економске активности од 3,5%, што је у складу с нашом пројекцијом.

ММФ је у октобру смањио своју јунску пројекцију дефицита текућег рачуна платног биланса Србије за 2026. годину за 1,4 п.п., на 4,6% БДП-а, док **Светска банка** очекује дефицит од 4,0% БДП-а, што је слично нашој пројекцији. Смањене пројекције дефицита у највећој мери одражавају боља остварења у досадашњем делу године, захваљујући повећаним извозним капацитетима привреде. Обе институције очекују привремено смањење дефицита у наредној години, на око 3,5% БДП-а, чему ће допринети повећани приливи по основу туризма у вези са изложбом „Експо". Након тога, у 2028. години очекују његово повећање на 4,3–4,4% БДП-а, што је у складу с нашом пројекцијом.

Табела V.0.7. **Пројекције макроекономских показатеља Србије** (у %, просек године)

		Датум објављивања	БДП	Текући рачун платног биланса (учешће у БДП-у)	Инфлација
Народна банка Србије	2026.	Нов. 2026.	3,5	-4,2	3,2
	2027.		4,0	-3,6	4,9
	2028.		3,5	-4,3	3,6
ММФ	2026.	Окт. 2026.	3,3	-4,6	3,1
	2027.		4,0	-3,5	4,2
	2028.		3,5	-4,4	3,1
Consensus Forecasts	2026.	Окт. 2026.	3,3		3,5
	2027.		3,5		3,8
	2028.				
Светска банка	2026.	Окт. 2026.	3,1	-4,0	3,2
	2027.		3,7	-3,7	4,3
	2028.		3,5	-4,3	3,1

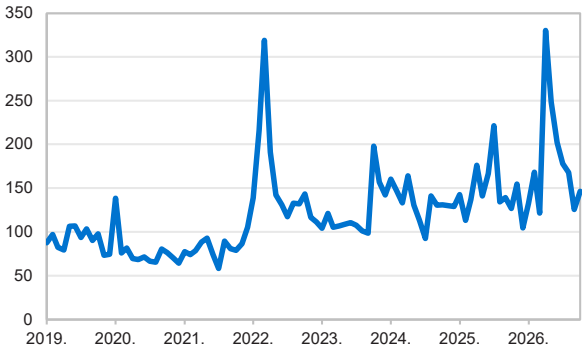
Извор: ММФ, *Consensus Economics* и Светска банка.

Ризици пројекције

Највећи ризици за остварење наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље потичу из међународног окружења и односе се пре свега на **кретање цена енергената услед сукоба на Блиском истоку**. На висок ниво геополитичког ризика указује још увек релативно висока вредност индекса којим се он мери (*GPR*), иако је знатно нижи у односу на врхунац из марта 2026. године.

Раст цена енергената на глобалном нивоу представља **негативан шок на страни понуде**, са израженим и вишеструким макроекономским

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



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

Табела V.0.8. **Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације**

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

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

последицама које је тешко предвидети с обзиром на то да се шок прелива на међународну трговину, глобалне ланце снабдевања, робна и финансијска тржишта. Као и у већини других земаља, изгледи за инфлацију у Србији и даље зависе од величине и трајања шока изазваног растом цена енергената, као и од начина на који се више цене енергије преносе кроз економију. Продужено трајање конфликта повећава неравнотежу између глобалне понуде и тражње за енергентима и чини последице озбиљнијим. До сада су секундарни ефекти били ограничени, али што је енергетски шок већи и дуготрајнији, то је израженији ризик од испољавања секундарних ефеката.

У условима продужених поремећаја, механизам прилагођавања се у већој мери помера с цена на количине, односно укључује већу рационализацију потрошње, што би могло имати знатније економске последице. Више цене делују инфлаторно, а рационализација потрошње има директан негативан ефекат на привредни раст. Изненадне политичке одлуке одражавају се не само на светска тржишта примарних производа већ и на финансијска тржишта, уз посебну осетљивост девизних курсева. Монетарној политици је увек теже да постигне ценовну стабилност у случају шокова на страни понуде, који истовремено узрокују раст цена и смањење БДП-а, па је стога потребна појачана опрезност. С друге стране, фундаменти светске привреде остају релативно отпорни, подржани фискалним стимулансима. Ако се конфликт ускоро разреши, могло би доћи до брже нормализације на енергетским тржиштима и мањих негативних економских последица од очекиваних. Такође, светска економска активност могла би бити снажније подстакнута применом вештачке интелигенције и растом продуктивности и пословне активности који из тога проистичу. У сваком случају, ситуација је неизвесна, с ризицима који су по овом основу асиметрични – навише када је реч о инфлацији, а наниже када је реч о привредном расту.

Продужетак оперативне лиценце НИС-у требало би да обезбеди **несметан наставак производње и снабдевања тржишта нафтним дериватима**. Имајући то у виду, ценимо да је ризик од престанка рада рафинерије на БДП и инфлацију знатно нижи него што је био у пројекцији из новембра 2025. године, када су санкције америчког *OFAC*-а ступиле на снагу.

Иако је ризик смањен захваљујући споразумима склопљеним међу водећим светским економијама,

повећан протекционизам и неизвесност у погледу трговинске политике на глобалном нивоу и даље представљају ризик за остварење пројекције. Фрагментација трговине могла би да се интензивира, што би угрозило производњу и довело до раста цена. Евентуалне додатне царине оптеретиле би глобални привредни раст, а ако би биле секторски усмерене, могле би изазвати уска грла и имати несразмерно велики утицај на цене и економску активност. У наредним годинама ризик представља и нова регулатива ЕУ (*EES*, *CBAM*, *PPWR*, *EUDR*, *IAA*), која би могла повећати трошкове пословања и смањити конкурентност нашег извоза, а индиректно и отежати укључивање компанија с територије Србије у производне ланце ЕУ. То захтева правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике. С друге стране, напредак у трговинским односима и закључивање нових регионалних трговинских споразума могли би допринети смањењу трошкова дистрибуције и интензивирању трговинских токова. То би повећало предвидивост економских политика, омогућило боље планирање инвестиција и позитивно се одразило на привредни раст. Имајући то у виду, ценимо да су ризици по основу протекционистичких мера на глобалном нивоу симетрични.

У зависности од исхода глобалне пољопривредне сезоне, а с обзиром на и даље присутне геополитичке и трговинске тензије, с једне стране, и ризике по глобални привредни раст, с друге стране, **светске цене примарних пољопривредних производа** могу да одступе од нивоа претпостављених у основном сценарију у оба смера.

Ризик за пројекцију инфлације и БДП-а представља и **домаћа пољопривредна производња**, коју смо за ову годину ревидирали навише у односу на августовску пројекцију (на 10%, са 7%), али су одступања и даље могућа у појединим областима, нарочито у сточарству. За наредну годину претпостављамо да ће приноси у пољопривреди бити на нивоу вишегодишњег просека, а одступања од пројектованог основног сценарија могућа су у оба смера.

Ризици остварења пројекција БДП-а и инфлације односе се и на будуће **кретање домаће тражње**, с обзиром на то да у овом тренутку још увек нису познати буџет за наредну годину и економски програм нове владе након ванредних парламентарних избора. Бржи раст домаће тражње 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. Очекујемо да ће и у наредном периоду бити очувана фискална дисциплина, уз постепено смањење учешћа фискалног дефицита у БДП-у, као и да ће се наставити реализација инфраструктурних пројеката и подстицање приватне инвестиционе активности. При томе, нови економски програм могао би да пружи и додатни импулс домаћој тражњи или да у првој фази буде више оријентисан на штедњу него на потрошњу и државне инвестиције. Такође, ризик пројекције представља и број посетилаца изложбе „Експо", услед продуженог трајања енергетског шока и његових ефеката на глобалну економску активност, због чега би ефекат на БДП и инфлацију могао бити мањи од очекиваног. У одређеној мери, тај ефекат могао би да зависи и од тога колико ће промоција саме изложбе бити у фокусу нове владе.

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

Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције

Као и у претходном периоду, највећи ризик остварења пројекције потиче од даљег развоја глобалних геополитичких односа, с обзиром на то да очекивано ублажавање тензија у протеклом периоду није уследило, већ су се оне додатно појачале. С тим у вези, поремећаји у снабдевању енергентима, као и виши трошкови контејнерског транспорта и осигурања, наставили су да стварају додатне трошковне притиске на глобалном нивоу. Конкретно, цена нафте типа брент достигла је крајем октобра ниво од око 117 долара по барелу, док је истовремено глобални индекс контејнерског транспорта био за 82,1% виши него крајем фебруара, непосредно пре избијања сукоба на Блиском истоку. У таквим околностима наша нова пројекција инфлације виша је у односу на августовску, при чему су пројекције инфлације навише кориговане и у већини других земаља, као и у проценама међународних финансијских институција (видети Осврт 4). Имајући у виду и даље присутну неизвесност у погледу развоја геополитичких односа, у **овом осврту анализирали смо потенцијалне ефекте њиховог додатног заоштравања у песимистичном алтернативном сценарију, односно постепеног смиривања у оптимистичном алтернативном сценарију**.

У песимистичном алтернативном сценарију претпоставили смо да би због пролонгираног сукоба на Блиском истоку **цене нафте и других примарних производа дуже остале на повишеном нивоу него што се претпоставља у основном сценарију**. У прилог могућности таквог развоја догађаја говори и интензивирање напада јеменских Хута у региону Црвеног мора, укључујући и нападе на енергетску инфраструктуру у Саудијској Арабији, чиме се угрожавају алтернативни транспортни правци за снабдевање енергентима с Блиског истока. Поред тога, неизвесност у погледу исхода преговора САД и Ирана, као и могућност нових америчких војних удара након избора, представљају додатни ризик од продубљивања сукоба и изазивања нових поремећаја на глобалним тржиштима енергената.

С друге стране, **у оптимистичном алтернативном сценарију полазимо од претпоставке да ће постепено смиривање геополитичких тензија омогућити бржи и израженији пад цена нафте и других енергената него у основном сценарију**. На могућност постепеног смиривања геополитичких тензија указују преговори САД и Ирана, који су почетком новембра интензивирани у Катару, као и

Табела О.5.1. **Екстерне претпоставке основног и алтернативних сценарија**

	2026.	2027.	2028.
Инфлација у зони евра, мг. просек, у % (основни сценарио)	**3,0**	**2,7**	**2,1**
Оптимистичан сценарио		2,6	2,0
Песимистичан сценарио		3,3	2,6
БДП раст зоне евра, просек, у % (основни сценарио)	**1,0**	**1,3**	**1,5**
Оптимистичан сценарио		1,4	1,6
Песимистичан сценарио		0,7	1,4
Цена нафте, просек, у USD/барел (основни сценарио)	**93**	**91**	**79**
Оптимистичан сценарио		78	67
Песимистичан сценарио		126	110
Цена гаса, просек, у EUR / 1000 m^3 (основни сценарио)	**593**	**634**	**450**
Оптимистичан сценарио		513	351
Песимистичан сценарио		1.060	761
Композитни индекс пољ. производа T4/T4, у % (основни сценарио)	**30,0**	**-7,0**	**-4,6**
Оптимистичан сценарио		-8,3	-5,5
Песимистичан сценарио		3,0	-16,7
Пројекција инфлације, мг. просек, у % (основни сценарио)	**3,2**	**4,9**	**3,6**
Оптимистичан сценарио		4,5	3,6
Песимистичан сценарио		5,5	3,8
Пројекција БДП-а, просек, у % (основни сценарио)	**3,5**	**4,0**	**3,5**
Оптимистичан сценарио		**4,2**	**3,5**
Песимистичан сценарио		**3,6**	**3,5**

Извор: прерачун НБС.

ублажавање америчких санкција на извоз руског дизела, што би могло да допринесе повећању понуде на светском тржишту. Поред тога, све чешће се разматра могућност поновног покретања преговора о окончању сукоба у Украјини. Истовремено, према оцени *Consensus Economics*-а, очекује се да ће понуда нафте на светском тржишту у 2027. години расти брже од тражње, пре свега због повећања производње земаља чланица *OPEC*-а и САД. У случају остварења оваквог сценарија, очекујемо бржи пад цена нафте и других енергената, што би допринело ублажавању трошковних притисака и смањењу глобалне инфлације.

Песимистичан сценарио

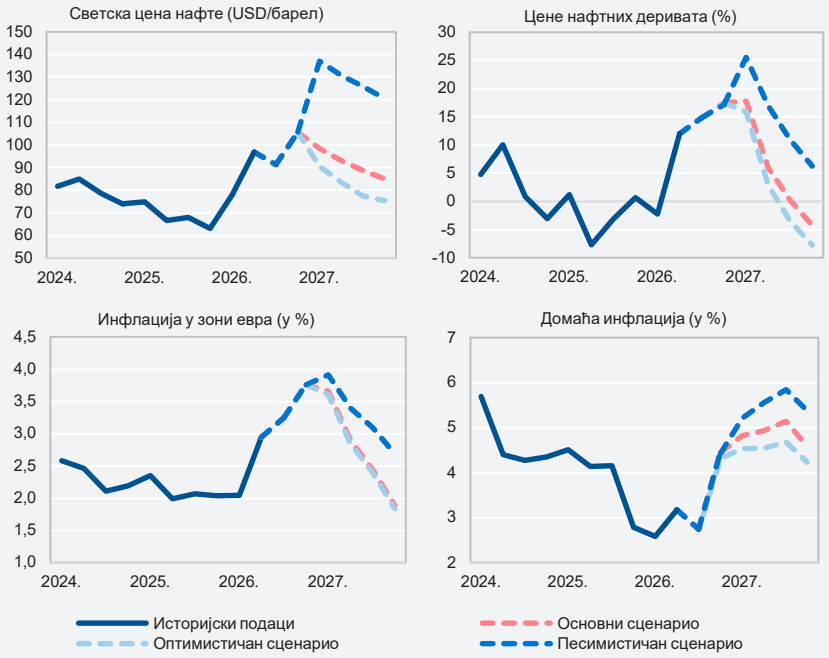
У песимистичном сценарију претпоставља се да ће сукоб на Блиском истоку трајати дуже него у основном сценарију и да ће Ормуски мореуз бити блокиран. Конкретно, имајући у виду значај ових транспортних праваца за глобално снабдевање енергентима, претпоставили смо да би дошло до раста цена енергената, тако да би просечна светска цена нафте у наредној години износила око 126 долара по барелу, уз очекивани врхунац у Т1 2027. године, након чега би постепено опадала, достижући просечан ниво од око 110 долара по барелу у 2028. години. Раст цена енергената одразио би се на јачање глобалних инфлаторних притисака и смањење инвестиционог поверења, што би условило пад економске активности и погоршање услова финансирања на глобалном нивоу. У складу с тим, у овом сценарију просечна инфлација у зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, износила би 3,3% у 2027. и 2,6% у 2028. години, док би реалан раст БДП-а био нижи него у основном сценарију и износио 0,7% у 2027. и 1,4% у 2028. години.

Према нашој процени, последице песимистичног сценарија на Србију биле би **виша просечна инфлација него у основном сценарију за 0,6 п.п. у 2027. и за 0,2 п.п. у 2028. години**. Директан ефекат потицао би од виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту, а индиректан од повећаних трошкова у производњи осталих индустријских производа и хране, као и од више инфлације у зони евра, преко виших увозних цена. Када је реч о ефектима овог сценарија на **домаћи БДП, према нашој процени, реални раст био би нижи него у основном сценарију за 0,4 п.п. у 2027. години, док би у 2028. био на истом нивоу као у основном сценарију**. Таква кретања била би пре свега последица ниже домаће тражње, односно споријег раста личне потрошње услед нижег расположивог дохотка изазваног растом цена, као и мањег раста инвестиција услед веће аверзије инвеститора према ризику. Истовремено, услед појачаних инфлаторних притисака, очекује се да ће водеће централне банке заоштравати монетарне услове, што би, заједно с повишеним трошковним притисцима, поремећајима у ланцима снабдевања и растом премије ризика, утицало на успоравање глобалне економске активности, а тиме и на слабљење екстерне тражње за нашим извозом.

Оптимистичан сценарио

У оптимистичном сценарију претпостављамо да би се геополитичке тензије разрешиле брже него што се претпоставља у основном сценарију, што би резултирало бржим и израженијим падом цена енергената у наредном периоду. У овом случају очекујемо да би се цена нафте спустила на око 78 долара по барелу у просеку у 2027, а да би се у 2028. години додатно спустила на ниво од око 67 долара по барелу. Таква кретања утицала би на смањење трошкова транспорта и производње, што би, у комбинацији са опадањем глобалне неизвесности и мањом аверзијом инвеститора према ризику, допринело расту глобалне трговине и економске активности. Поред тога, нижи инфлаторни притисци ублажили би тржишна очекивања у вези с даљим пооштравањем монетарне политике водећих централних банака. У овом сценарију инфлација у зони евра била би нешто нижа него у основном сценарију – за по 0,1 п.п. у 2027. и у 2028. години, односно износила би 2,6% и 2,0%, респективно. Такође, раст БДП-а зоне евра био би нешто виши него у основном сценарију и износио би 1,4% у 2027. години и 1,6% у 2028. години, што је за по 0,1 п.п. више него према претпоставкама основног сценарија.

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



Извор: НБС.

У том случају, **просечна инфлација у Србији у 2027. години била би за 0,4 п.п. нижа него у основном сценарију и износила би 4,5%** услед нижих светских цена примарних производа и ниже инфлације у зони евра, **док би у 2028. години била иста као у основном сценарију (3,6%)**. Притом, нижа инфлација у зони евра учврстила би очекивања да у наредном периоду неће бити додатног заоштравања монетарних услова, што би подржало раст економске активности у зони евра и опоравак екстерне тражње. Наведена кретања, заједно с јачањем домаће тражње услед већег расположивог дохотка и веће личне потрошње у условима ниже инфлације, као и већих инвестиција услед побољшаног инвестиционог амбијента, резултирала би **растом домаћег БДП-а који би био за око 0,2 п.п. виши у наредној години него у основном сценарију**.

Табела А. **Показатељи екстерне позиције Србије**

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	I 2026.	II 2026.	III 2026.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)														
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	6,7	7,3	6,7	6,6	6,7	6,6
Девизне резерве / краткорочни дуг	256,4	234,3	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	248,9	320,8	415,3	334,7	336,4	348,4	
Девизне резерве / БДП	27,9	26,7	24,4	25,2	27,8	27,5	29,4	30,6	33,1	35,1	32,2	31,6	32,2	31,9
Отплата дуга / БДП	10,6	11,8	10,5	10,8	9,5	5,5	8,7	9,1	9,0	10,8	8,8	8,4	20,4	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	16,4	20,4	16,5	15,0	37,2	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)														
Спољни дуг / БДП	70,4	69,4	62,4	59,5	58,4	62,4	64,8	65,4	58,6	58,4	56,7	57,6	59,3	
Краткорочни дуг / БДП	10,9	11,4	12,1	11,9	10,1	12,1	11,8	12,3	10,3	8,5	9,6	9,4	9,2	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	166,7	152,3	132,0	125,6	120,4	137,4	125,8	109,2	107,5	109,8	106,8	107,3	109,9	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)														
Девизне резерве / М1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	166,6	168,2	156,1	161,7	165,2	152,5
Девизне резерве / примарни новац	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	201,0	199,6	199,9	200,4	207,9	198,4
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП	92,3	96,9	102,0	103,8	106,7	99,2	111,3	130,8	113,8	111,0	110,7	114,1	113,9	113,7
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)														
БДП[1)]	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.513	75.212	83.382	90.087	21.850	23.826	24.063
Спољни дуг	26.220	26.469	25.490	26.594	28.117	30.600	36.266	41.506	44.090	48.673	51.044	51.953	54.525	
Сервисирање спољног дуга	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	6.735	9.032	7.900	1.834	4.856	
Девизне резерве НБС	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	29.008	28.486	29.609	29.859
Краткорочни дуг[2)]	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.273	626	954	1.080	1.127	1.442	
Биланс текућих трансакција	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-4.058	-139	-1.306	-1.087
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)	2015. Дец.	2016. Јан./Март/ Јун/Дец.	2017. Март/Дец.	2018. Дец.	2019. Септ./Дец.	2020. Мај	2021. Март/Дец.	2022. Јун	2024. Авг./Окт.	2026. Феб.				
S&P		BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BBB- /стабилан					
Fitch	B+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан		BB+ /стабилан				BB+ /позитиван					
Moody's		B1 /позитиван	Ba3 /стабилан		Ba3 /позитиван		Ba2 стабилан		Ba2 /позитиван	Ba2 /стабилан				

Методолошка објашњења:

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

[1)] Према методологији *ESA* 2010. Податак за Т3 2026.представља процену 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 (*BPM6*). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
4. Од 2007. извоз и увоз робе регистрован је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.
5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.
6. РЗС је 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**

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	I 2026.	II 2026.	III 2026.
Реални раст БДП-а (у %)[1]	1,3	3,0	2,4	4,6	4,8	-1,0	7,9	2,7	3,7	4,0	2,1	3,2	3,8	4,0
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	7,6	4,3	2,7	2,8	2,7	4,1
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	29.008	28.486	29.609	29.859
Извоз робе и услуга (у млн евра)[3]	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	41.018	44.317	47.780	12.229	13.070	13.115
– стопа раста у % у односу на претходну годину	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	7,9	8,0	7,8	5,7	10,0	10,5
Увоз робе и услуга (у млн евра)[3]	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	44.543	48.267	51.907	12.699	14.069	14.242
– стопа раста у % у односу на претходну годину	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	-1,1	8,4	7,5	1,6	8,6	9,3
Текући рачун платног биланса[3]														
(у млн евра)	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-4.058	-139	-1.306	-1.087
у % БДП-а	-3,3	-2,8	-5,0	-4,6	-6,6	-3,9	-4,1	-6,6	-2,4	-4,5	-4,5	-0,6	-5,5	-4,5
Незапосленост по Анкети (у %)[6]	18,9	16,4	14,5	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	8,6	8,7	8,9	7,2	
Зараде (просечне за период, у еврима)[7]	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	838,2	934,0	1011,4	1023,9	1016,5
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)[4]	-2,6	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,0	-4,4	-3,2	-2,0	-2,2	-2,6	-3,8	1,7	-5,4
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)[4]	-3,3	-1,1	1,1	0,6	-0,2	-7,7	-3,9	-3,0	-2,1	-2,0	-2,4	-4,4	2,0	-5,7
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)[8]	67,2	65,2	55,5	51,4	49,7	54,4	53,9	52,4	48,0	46,6	43,7	40,6	42,6	43,3
Курс динара према долару (просек у периоду)	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	108,41	108,20	103,79	100,34	101,01	102,01
Курс динара према долару (крај периода)	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	105,87	112,44	99,92	102,36	103,04	103,67
Курс динара према евру (просек у периоду)	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,25	117,09	117,20	117,39	117,39	117,38
Курс динара према евру (крај периода)	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,17	117,01	117,28	117,42	117,37	117,52
МЕМОРАНДУМ:														
БДП (у млн евра)[5]	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.513	75.212	83.382	90.087	21.850	23.826	24.063

[1] У сталним ценама претходне године. Податак за Т3 2026. је флеш процена РЗС.

[2] Цене на мало до 2006. године.

[3] Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у*Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (BPM6).* Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

[5] Према методологији *ESA* 2010. Податак за Т3 2026. представља процену 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 Т3 2026. представља просек два месеца.

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

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. Податак о стопи незапослености преузета је из *Анкета о радној снази* РЗС-а.
4. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.
5. РЗС је извршио ревизију података о извозу робе за 2024. и Т1 2025.

Списак графикона и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	7
III.0.1.	Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	11
III.0.2.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	12
III.0.3.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	13
III.0.4.	Доприноси изабраних компонената мг. динамици увозних цена у динарима	13
III.0.5.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	14
III.0.6.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	14
III.0.7.	Очекивана инфлација за две године унапред	15
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	17
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	17
IV.1.3.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	18
IV.1.4.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	18
IV.1.5.	Показатељ премије ризика	19
IV.1.6.	Премија ризика земаља у окружењу на дуг у еврима	20
IV.1.7.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	20
IV.1.8.	Структура финансијског биланса	21
IV.1.9.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	21
IV.1.10.	Кретање курса динара и евра према долару	22
IV.1.11.	Кретање курсева одређених националних валута према евру	22
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	23
IV.2.2.	Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита	23
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	23
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	24
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	24
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	24
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	25
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	25
IV.2.9.	Ниво *NPL* и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	26
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	27
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	32
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	32
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	32
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	36
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	36
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	36
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	37
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	37
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	38
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	38
V.0.1.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	44
V.0.2.	Динамика композитних *PMI* индекса	44
V.0.3.	Пројекције БДП-а у зони евра у основном и три алтернативна сценарија	44
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	45
V.0.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	46

V.0.6.	Кретање глобалне инфлације	47
V.0.7.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	47
V.0.8.	Пројекције инфлације у зони евра у три сценарија	48
V.0.9.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	48
V.0.10.	Консолидовани биланс Евросистема	54
V.0.11.	Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра	54
V.0.12.	Укупна актива ФЕД-а	54
V.0.13.	Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а	55
V.0.14.	Кретање референтних стопа по земљама	55
V.0.15.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД	56
V.0.16.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	57
V.0.17.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	58
V.0.18.	Европска цена природног гаса	58
V.0.19.	Европска цена струје	59
V.0.20.	Цене изабраних производа на светском тржишту	59
V.0.21.	Индекс светских цена хране	60
V.0.22.	Цене кафе и какаоа на светском тржишту	60
V.0.23.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	61
V.0.24.	Фискални и примарни резултат буџета сектора државе	63
V.0.25.	Пројекција раста БДП-а	64
V.0.26.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	64
V.0.27.	Доприноси реалном расту БДП-а	65
V.0.28.	Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна	65
V.0.29.	Кретање инвестиција у основне фондове	65
V.0.30.	Реални раст извоза и увоза	66
V.0.31.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	67
V.0.32.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	68
V.0.33.	Пројекција инфлације	70
V.0.34.	Поређење котацијских цена на Медитерану и светске цене нафте	70
V.0.35.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	70
V.0.36.	Реална каматна стопа	71
V.0.37.	Пројектовано кретање производног јаза	71
V.0.38.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	71
V.0.39.	Цена контејнерског транспорта	72
V.0.40.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	72
V.0.41.	Индекс глобалног геополитичког ризика	74

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т1 2026.	12
IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	19
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	20
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава	27
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	28
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	37
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а	43
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона средње и југоисточне Европе	45
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе	49
V.0.4.	Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	66
V.0.5.	Раст производње појединих пољопривредних култура, 2025-2026.	68
V.0.6.	Најважније претпоставке пројекције	69
V.0.7.	Пројекције макроекономских показатеља Србије	73

V.0.8. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације 74

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 80
Табела Б. Основни макроекономски показатељи 81

Графикони у осврtима

О.1.1. Допринос личне потрошње расту БДП-а Србије, 2022-П1 2026. 29
О.1.2. Доприноси раста различитих извора потрошње расту приватне потрошње 29
О.1.3. Кредитни импулс – кредити намењени потрошњи 30

О.2.1. Доприноси мг. стопи раста индустрије у 2026. 33
О.2.2. Највећи позитивни и негативни доприноси реалном расту прерађивачкој индустрији 34

О.3.1. Доприноси компонената годишњој стопи раста БДВ-а 39
О.3.2. Доприноси компонената годишњој стопи раста БДВ-а по групама делатности 41

О.4.1. Пројекција инфлације у земљама у успону и земљама у развоју 50
О.4.2. Претпоставка ММФ-а о кретању светске цене сирове нафте 51
О.4.3. Пројекције *Consensus Forecasts*-а о мг. инфлацији у земљама региона 51

О.5.1. Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију 79

Табеле у осврtима

О.1.1. Ефекти расположивог дохотка на личну потрошњу 31

О.3.1. Допринос компонената расту БДВ-а на нивоу целе привреде, укупно и по потпериодима 39

О.5.1. Екстерне претпоставке основног и алтернативних сценарија 77

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2025. година

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

2026. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 9. 2026.

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

Приликом доношења наведене одлуке, Извршни одбор имао је пре свега у виду остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, као и ризике из међународног окружења који могу утицати на њено кретање.

Међугодишња инфлација је наставила да се креће у границама циља (3±1,5%), при чему се од јуна поново налази испод централне вредности циља. У јулу је износила 1,9%, пре свега захваљујући нижим ценама хране, посебно воћа и поврћа, чије су цене, услед изузетно доброг новог рода, биле ниже за 18% у поређењу с ценама из јула прошле године. Полазећи од наведеног, као и чињенице да за сада нису испољени значајнији секундарни ефекти и да је наша економија показала већу отпорност на енергетски шок од првобитно очекиване, августовска пројекција Народне банке Србије предвиђа да ће инфлација у овој години бити нижа него што је пројектовано три месеца раније, као и да ће се у целом хоризонту пројекције, тј. у наредне две године, задржати у границама циља. При томе, имајући у виду ниску базу из прошле године по основу примене уредбе о ограничењу трговачких маржи, као и ефекте раста светских цена енергената и других примарних производа, очекујемо да ће се инфлација од септембра ове године кретати око нивоа од 4%, где ће се задржати и током 2027, а затим ће крајем периода пројекције бити постепено снижена. Када је у питању међугодишња базна инфлација (мерена променом индекса потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), њен интензитет и структура нису се битније мењали од септембра прошле године и она се креће око горње границе циља од 4,5%, колико је износила и у јулу ове године.

Боља су и очекивања када је у питању економска активност, јер је, према подацима Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у другом тромесечју 2026. убрзан на 3,8% међугодишње, што је више од прве процене (3,6%). Према оцени Извршног одбора, највећи позитиван допринос дали су услужни сектори, као резултат раста приватне потрошње, при чему је убрзању привредног раста допринео и опоравак активности у прерађивачкој индустрији, рударству, грађевинарству и пољопривреди. На нивоу прве половине године, реални раст бруто домаћег производа износио је 3,5% међугодишње. Боља остварења економске активности од почетка године у односу на очекивања определила су Народну банку Србије да у августу повећа пројекцију привредног раста за ову годину на 3,2%, док је пројекцију раста за 2027. годину задржала на 4,5%. Главни покретач раста економске активности требало би да буде домаћа тражња, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција, које ће бити подржане растом расположивог дохотка и наставком реализације инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027". На тржишту рада, према Анкети о радној снази, стопа незапослености у другом тромесечју 2026. износила је 7,2%, што је њен најнижи ниво до сада.

Иако су досадашњи ефекти ескалације сукоба на Блиском истоку и раста светске цене нафте на глобалну инфлацију и економску активност били мањи него што се првобитно очекивало, неизвесност у погледу даљег развоја ситуације и даље је изражена, посебно ако се има у виду да је светска цена нафте и даље на повишеном нивоу у поређењу с ценом из периода пре избијања сукоба. Досадашњем ублажавању ефеката на цене нафтних деривата на домаћем тржишту допринели су коришћење расположивих залиха енергената и смањење акциза на нафтне деривате. Ипак, уколико сукоб на Блиском истоку потраје или се геополитичке тензије додатно заоштре, не може

се искључити могућност да се ефекти прелију на трошкове производње и транспорта на глобалном нивоу, ланце снабдевања, токове капитала, а тиме и на инфлацију. За Србију, као малу и отворену економију која у значајној мери зависи од увоза енергената, неопходно је наставити пажљиво праћење ових ризика, истакао је Извршни одбор.

Народна банка Србије наставља да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса. Извршни одбор ће доносити одлуке на основу пристиглих података и њиховог утицаја на кретање инфлације. Уколико процени да остварени раст светске цене нафте има израженије секундарне ефекте на остале цене преко инфлационих очекивања, Народна банка Србије реаговаће свим расположивим инструментима.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и изгледи и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. октобра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 10. 2026.

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

Приликом доношења наведене одлуке, Извршни одбор је пре свега имао у виду остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, као и ризике из међународног окружења који могу утицати на њено кретање.

Иако су првобитно изостали знатнији инфлаторни ефекти на глобалном нивоу по основу ескалације сукоба на Блиском истоку, изазови су од летос додатно повећани, будући да је цена сирове нафте поново порасла, што прати и раст цена природног гаса и електричне енергије. Досадашњем ублажавању знатнијих ефеката на цене нафтних деривата на домаћем тржишту допринели су смањење акциза на нафтне деривате и коришћење расположивих залиха енергената. Ипак, ако сукоб на Блиском истоку потраје или се геополитичке тензије додатно заоштре, не може се искључити могућност да се ефекти прелију на трошкове производње и транспорта на глобалном нивоу, ланце снабдевања, токове капитала, а тиме и на инфлацију. За Србију, као малу и отворену економију која у знатној мери зависи од увоза енергената, неопходно је наставити пажљиво праћење ових ризика, истакао је Извршни одбор.

Међугодишња инфлација је у августу благо убрзала – на 2,2%, са 1,9% у јулу, првенствено услед наставка енергетског шока и повишених светских цена нафте, при чему Извршни одбор очекује да ће ниска база из прошле године по основу примене уредбе о ограничењу трговачких маржи утицати да се инфлација од септембра ове године креће око 4%. Извршни одбор је истакао да се према последњој расположивој средњорочној пројекцији Народне банке Србије из августа очекивало да ће међугодишња инфлација до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, наставити да се креће у границама циља, с тим да су сада повећани ризици навише због продуженог трајања енергетског шока и већег од очекиваног раста светских цена осталих примарних производа.

Економска активност је у првој половини ове године виша за 3,5% у поређењу са истим периодом претходне године, при чему највећи позитиван допринос и даље дају услужни сектори, као резултат раста приватне потрошње, с тим да је раст активности забележен и у прерађивачкој индустрији, рударству, грађевинарству и пољопривреди. Месечни показатељи доступни за јул и август указују на то да су услужни сектори и у трећем тромесечју пружали највећи допринос економској активности, док се на индустријску производњу одражавају ефекти суше и смањеног водостаја. Извршни одбор очекује да ће привредни раст ове године износити најмање 3,2% и да ће наредне године бити убрзан на око 4,5%. Главни покретач раста економске активности требало би да буде домаћа тражња, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција, које ће бити подржане растом расположивог дохотка и наставком реализације инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027".

Народна банка Србије наставља да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса. Извршни одбор ће доносити одлуке на основу пристиглих података и њиховог утицаја на кретање инфлације. Ако процени да остварени раст светских цена енергената има израженије секундарне ефекте на остале цене преко инфлационих очекивања, Народна банка Србије ће реаговати свим расположивим инструментима.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 11. 2026.

На данашњој седници Извршни одбор одлучио је да заоштри монетарне услове, повећавајући референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 6%. Повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 4,75%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,25%.

Имајући у виду остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, као и ризике из међународног и домаћег окружења који могу утицати на њено кретање, Извршни одбор је закључио да је повећање референтне каматне стопе адекватна и правовремена мера ради спречавања знатнијих секундарних ефеката енергетског шока на остале цене и обезбеђења ценовне стабилности у средњем року.

Продужена неизвесност у међународном окружењу услед сукоба на Блиском истоку наставила је да се одражава на кретања на глобалном енергетском тржишту, опредељујући раст не само цена нафте већ и цена природног гаса и електричне енергије. Истовремено, залихе нафте, које су током првих месеци сукоба коришћене ради ублажавања ценовних притисака, постепено су исцрпљене, што је додатно појачало притиске на глобалном тржишту енергената. Повећане су и рафинеријске марже, нарочито код дизела, услед оштећења и уништења рафинеријских капацитета на Блиском истоку и у Русији. Иако су се ефекти енергетског шока на глобалну инфлацију и економску активност до сада испољили у релативно ограниченој мери, ризици од његовог ширег преношења повећавају се с обзиром на то да се цене енергената дуже налазе на високом нивоу. У том случају, раст трошкова енергената могао би се у већој мери прелити на трошкове производње и транспорта, ланце снабдевања, инфлациона очекивања, зараде и цене осталих производа и услуга.

Међугодишња инфлација је у септембру, у складу са очекивањима Извршног одбора, повећана на 4,1%, пре свега под утицајем ниске базе из прошле године код цена прехрамбених производа и производа кућне хемије на које се примењивала уредба о ограничењу маржи. На кретање инфлације утицало је и поскупљење нафтних деривата од преко 17% међугодишње због пораста цене нафте на светском тржишту, које би било и веће да држава није смањила акцизе на гориво. Према оцени Извршног одбора, дуготрајније задржавање цена енергената на високом нивоу, уз више светске цене и осталих примарних производа и повећану увозну инфлацију, као и ниску базу из ове године код цена хране, одразиће се на даљи постепени раст инфлације, за коју се очекује да наредне године буде изнад горње границе циља од 3 ± 1,5%. Ипак, крајем 2027. инфлација би требало да се врати у границе циља и затим до краја периода пројекције да настави да се приближава централној вредности циља.

Према првој процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа убрзан је више него што се очекивало, на 4,0% у трећем тромесечју ове године. Раст је био вођен повећаном активношћу услужних сектора, а позитиван допринос потекао је и од пољопривреде и грађевинарства. Због сниженог водостаја, који је отежао производњу струје, транспорт, а делом и производни процес у прерађивачкој индустрији, индустријска производња је стагнирала. Извршни одбор очекује да ће привредни раст ове године бити већи него што се очекивало у августу и да ће износити најмање 3,5%, јер је привреда Србије показала већу отпорност од очекиване на дешавања у међународном окружењу, а делом и због већег раста пољопривредне производње од процењеног. Истовремено, због више овогодишње базе, као и даље присутних геополитичких тензија и наставка

раста светских цена енергената, пројекцију раста за 2027. годину кориговали смо наниже, на 4,0%. Главни покретач раста економске активности требало би да буде домаћа тражња, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција, које ће бити подржане растом расположивог дохотка и реализацијом инфраструктурних пројеката.

Народна банка Србије наставиће да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и доносиће одлуке о будућој монетарној политици од састанка до састанка, у зависности од пристиглих података. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности, уз подршку даљем расту економске активности и запослености.

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

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