

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2025

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије, најкасније до 30. септембра текуће године, подноси Народној скупштини *Полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.¹

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике, и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Годишњи извештај о монетарној политици у 2025. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. јуна 2026. године.

Извештаји о монетарној политици доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

Мср Никола Драгашевић, вицегувернер

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС”, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 – одлука УС, 44/2018 и 19/2025.

² „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015, 72/2015 и 50/2018.

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике.....	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика у 2025.	7
2. Инструменти монетарне политике	9
Депозитне и кредитне олакшице	10
Обавезна резерва	10
Каматне стопе	10
Операције на девизном тржишту	10
Девизни своп	11
3. Остварење циљане инфлације у 2025. години.....	12
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	14
1. Међународно окружење.....	14
Економска активност	14
Монетарна политика	17
Финансијска и робна тржишта	18
2. Међународне трансакције	20
Платнобилансна кретања и девизне резерве.....	20
Међународна инвестициона позиција земље	23
3. Кретања на финансијском тржишту	23
Каматне стопе	23
Премија ризика земље и кредитни рејтинг.....	25
4. Новац и кредити	26
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	26
Кредити банака.....	27
5. Показатељи степена динаризације.....	29
6. Тржиште непокретности	32
7. Инфлациона очекивања	32
8. Фискална кретања.....	33
9. Агрегатна тражња	34
10. Економска активност	36
11. Зараде и запосленост.....	37
Списак графикана и табела	39

Резиме

Током 2025. године **светска привреда је показала висок степен отпорности на појачану глобалну неизвесност**, коју су пре свега креирали изражене геополитичке тензије, ескалација трговинских баријера између водећих светских економија и увођење виших царина од стране Сједињених Америчких Држава, што је повећало забринутост због могућег истовременог повећања инфлације и успоравања раста економске активности на глобалном нивоу. Трговинске тензије су посебно повећале ризик од застоја у глобалним ланцима снабдевања и знатног раста цена оних производа који су директно погођени царинама. Ипак, у очекивању виших царина интензивирана је светска трговина и акумулиране су залихе, што је подстакло раст светске привреде. Испоставило се да су нове ефективне царинске стопе ипак биле ниже у односу на оне које су првобитно помињане, што је донело олакшање и позитивно утицало на изгледе глобалног раста. У другој половини године уследило је прилагођавање новом систему царина, а кључни фактори раста били су повећане инвестиције у дигиталне технологије, снажнији фискални подстицаји у појединим економијама, као и повољнији услови финансирања. Глобална неизвесност је била мања, али и даље изражена услед настављених трговинских и геополитичких тензија, о чему најбоље говори светска цена злата, која је расла готово континуирано и постављала нове рекорде. Према извештају Међународног монетарног фонда из априла ове године, **глобални привредни раст у 2025. години износио је 3,4%**, што је на нивоу из 2024. године, али и даље испод дугорочног просека од 3,7%. Може се рећи да је **екстерна тражња за извозом Србије и даље била релативно слаба**, одређена у великој мери привредним растом најважнијег трговинског партнера – зоне евра, чији је раст у 2025. години убрзао на 1,4% (са 0,9% у 2024), с тим да је раст Немачке и Италије, појединачно најважнијих партнера у зони евра, био релативно скроман (0,2% и 0,5%, респективно).

Глобална инфлација је у 2025. години наставила да се креће силазном путањом, под утицајем нижих светских цена енергената. **Светска цена нафте** смањена је у 2025, трећу годину заредом, за скоро 20%, што представља највећи пад од 2020. године. Иако споријим темпом, снижавана је и глобална базна инфлација услед мање затегнутих услова на тржиштима рада, као и још увек рестриктивног карактера монетарних политика већине централних банака. Према подацима Међународног монетарног

фонда, **глобална инфлација у 2025. години успорена је на 4,1%** (са 5,8% у 2024), али је и даље била изнад претпандемијског просека.

Оцењујући да се процес дезинфлације у зони евра одвија у складу са очекивањима, **Европска централна банка наставила је да ублажава монетарну политику током прве половине године**, смањујући основне каматне стопе за 100 базних поена, док их **током друге половине године није мењала**. Преовладавале су оцене да се, након смањења у јуну, ове каматне стопе вероватно налазе у неутралној зони или близу ње, а износиле су 2,00% на депозитне олакшице, 2,15% на главне операције рефинансирања и 2,40% на кредитне олакшице. За разлику од Европске централне банке, **Систем федералних резерви није мењао висину распона своје референтне каматне стопе све до септембра 2025. године због неизвесности у погледу ефеката повећања америчких царина**. **На ублажавање монетарне политике од по 25 базних поена Систем федералних резерви одлучио се у септембру, а затим и у октобру и децембру**, спуштајући основне стопе на распон од 3,50% до 3,75%. Ове одлуке о монетарном ублажавању донете су услед забринутости због спорог раста запослености, иако је инфлација била донекле повишена. Како је година одмицала, растао је оптимизам у погледу привредног раста, пре свега због мањег од очекиваног краткорочног ефекта повећаних царина, па се, према пројекцијама објављеним након састанка Система федералних резерви у децембру, очекивало још само једно смањење распона референтне каматне стопе у 2026. години. **Централне банке региона средње и југоисточне Европе** које спроводе режим циљања инфлације налазиле су се током 2025. године у циклусу ублажавања монетарне политике, али се темпо ублажавања разликовао. Тако су централне банке Пољске и Чешке смањиле своје референтне каматне стопе, док их централне банке Мађарске и Румуније нису мењале.

Референтну каматну стопу у 2025. години није мењала ни Народна банка Србије и она се од септембра 2024. налази на нивоу од 5,75%. Од тада се и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице налазе на нивоу од 4,50% и 7,00%, респективно. У складу с непромењеним основним каматним стопама, **просечна пондерисана репо стопа на једнонедељним реверзним репо аукцијама** кретала се током 2025. године у веома уском распону (4,50–4,51%). **Одлуке да током**

2025. године не мења висину референтне каматне стопе Извршни одбор је доносио узимајући у обзир средњорочне пројекције инфлације, а пре свега чињеницу да су и даље **изражене геополитичке тензије, да се повећава протекционизам у светској трговини, као и да је раст цена хране током лета** био већи него што се очекивало. Наиме, међугодишња **инфлација** је постепено успоравала од почетка године и спустила се на 3,8% у мају, чему су у највећој мери допринели ниже цене енергената и успоравање базне инфлације (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета из индекса потрошачких цена). Међутим, због раста цена непрерађене хране услед неповољних временских прилика и раста светских цена нафте након ескалације сукоба на Блиском истоку између Ирана и Израела, међугодишња инфлација је у периоду јун–август убрзала на 4,6–4,9%, при чему је више од половине инфлације било условљено растом цена хране и безалкохолних пића. Ступањем на снагу **Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе Владе Републике Србије**, којом су од септембра на шест месеци ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%, **међугодишња инфлација је у септембру знатно успорила, на 2,9%, а затим и додатно до краја године, на 2,7% у децембру**. Цене хране и безалкохолних пића у децембру забележиле су чак и пад од 0,9% међугодишње. Ако се посматра **базна инфлација**, она се у последњим месецима 2025. године кретала око нивоа од 4% међугодишње, при чему се највећи део односио на раст цена услуга.

Одлучујући о монетарној политици током 2025, Извршни одбор је узео у обзир то да су краткорочна и средњорочна **инфлациона очекивања** финансијског сектора наставила да се крећу у границама циља (где су се налазила од почетка 2024), с тим да су и даље била изнад централне вредности циља. Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред налазила су се највећим делом године на нивоу од 5%, што је био случај и са очекивањима овог сектора за две и за три године унапред.

Иако се референтна каматна стопа Народне банке Србије није мењала, током 2025. године забележено је **даље смањење каматних стопа на динарске кредите** под утицајем повољних извора финансирања банака, деловања конкуренције између банака, као и примене супервизорских очекивања Народне банке Србије из септембра 2025. године, усмерених на омогућавање приступа повољнијим кредитима за грађане с редовним месечним примањима до 100.000 динара. Тако су **каматне стопе на динарске кредите становништву** смањене за 1,8

процентних поена, на 8,1% у децембру. Највећи део смањења реализован је у последњем тромесечју, пре свега услед пада каматне стопе на готовинске кредите на историјски минимум од 8,2% у децембру. Треба истаћи и **знатан пад каматних стопа на дуг по кредитним картицама и за прекорачења по текућем рачуну**, за 7,6 процентних поена и 10,8 процентних поена у децембру 2025. у односу на годину дана раније, захваљујући ограничењима које је увела Народна банка Србије. **Каматна стопа на динарске кредите привреди** смањена је за 0,7 процентних поена, на 6,2% у децембру, у највећој мери услед смањења каматне стопе на кредите за обртна средства и остале некатегорисане кредите. **Појефтинили су и кредити у еврима за становништво**, за 0,9 процентних поена, на 4,6% у децембру, на шта је пре свега утицала реализација програма субвенционисаних кредита по повољнијим условима у оквиру државног програма „Стамбени кредити за младе”. **Каматна стопа на евроиндексиране кредите привреди** смањена је током 2025. године за 0,8 процентних поена, на 4,8% у децембру, при чему је пад каматних стопа био широко распрострањен по категоријама кредитирања, али је највећи допринос дало појефтинјење кредита за обртна средства и инвестиционих кредита. Повољнији услови задуживања и даље ублажавање кредитних стандарда допринели су даљем расту **кредитне активности**. По искључењу ефекта промене девизног курса, кредитна активност према немонетарном сектору убрзала је раст на **15,4% у 2025. години**. Притом су **кредити привреди убрзали раст на 11,3%**, а водили су га готово подједнако кредити за ликвидност и обртна средства и инвестициони кредити, док је **раст кредита становништву убрзан на 19,5%**, чему је допринео бржи раст готовинских и стамбених кредита.

Раст кредитне активности, уз очување квалитета активе банака, допринео је томе да **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у децембру 2025. године буде на најнижем нивоу откако се прати, на 2,1%**, што је за 0,4 процентна поена ниже него на крају 2024. године. **Показатељ адекватности капитала** у децембру је износио 20,2%, што указује на висок ниво капитализованости (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

Годину иза нас обележио је и **континуирани раст штедње грађана и достизање рекордних нивоа** – динарска штедња је у децембру повећана на 206,2 милијарде динара, а девизна на 16,2 милијарде евра, што указује на поверење у домаћи

финансијски сектор и на здраве изворе раста кредитне активности и у будућности.

Народна банка Србије је и током 2025. године очувала релативну стабилност курса динара према еврџ, пажљиво пратећи факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на кретања на девизном тржишту и реагујући правовремено и одмерено. Посматрано на крају периода, динар је према еврџ номинално ослабио за 0,2% у 2025. Истовремено, због знатног јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је према долару знатно ојачао, за 12,5%. Притом, депрецијацијски притисци на динар били су доминантни током првих пет месеци 2025, али су постепено слабили, да би од јуна до краја септембра преовладавали снажни апрецијацијски притисци. У последњем тромесечју поново су били изражени депрецијацијски притисци, пре свега у децембру, на шта се, поред уобичајених фактора који сезонски утичу на девизно тржиште у Србији, одразила и неизвесност у вези с пословањем Нафтне индустрије Србије због ступања на снагу америчких санкција. Народна банка Србије је и у тим условима одржала релативну стабилност курса динара према еврџ, реагујући интервенцијама на међубанкарском девизном тржишту, на ком је у 2025. години нето продала 580,0 милиона евра, што је прва нето продаја посматрано на годишњем нивоу након 2020. године.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2025. години износио је 4,3 милијарде евра (4,9% бруто домаћег производа) и повећан је у поређењу са 2024. за 13,6%. Посматрано по компонентама текућег рачуна, на повећање дефицита утицали су смањење суфицита у размени услуга са иностранством и раст дефицита на рачуну примарног дохотка. Насупрот томе, дефицит је ублажен смањењем дефицита робне размене и растом суфицита на рачуну секундарног дохотка.

Дефицит у робној размени смањен је за 4,2%, на 6,5 милијарди евра, захваљујући бржем расту извоза у односу на увоз. Робни извоз је повећан за 8,7%, на 32,5 милијарди евра, а робни увоз за 6,3%, на 38,9 милијарди евра. Расту извоза највише је допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз повећан за 8,7%, упркос ниској екстерној тражњи и неизвесности у погледу трговинске политике водећих светских економија. Повећање увоза углавном је било последица већег увоза репроматеријала и потрошне робе (за 5,2% и 9,1%, респективно), док је увоз средстава за рад порастао за 2,6%.

На финансијском рачуну платног биланса током 2025. године остварен је нето прилив капитала од 3,1 милијарде евра. Највећи део прилива капитала односио се на финансијске кредите (који су повећани за 2,6 милијарди евра), као и на стране директне инвестиције. Прилив страних директних инвестиција у Србију износио је 3,5 милијарди евра, што је за трећину мањи прилив у односу на рекордни из 2024. године, као последица неповољнијег инвестиционог сентимента узрокованог глобалним трговинским и геополитичким тензијама, као и друштвено-политичким дешавањима у земљи. Под утицајем повећаних улагања резидената у иностранство (1,2 милијарде евра) у односу на 2024. годину, нето прилив страних директних инвестиција износио је 2,3 милијарде евра. Структура страних директних инвестиција остала је повољна, пошто је највећи део улагања био усмерен у разменљиве секторе.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на смањење девизних резерви Србије у 2025. за 1,5 милијарди евра (према платнобилансној методологији, тј. без валутних промена, промена тржишне вредности хартија од вредности и цене злата). На крају 2025. године, бруто девизне резерве Народне банке Србије износиле су 29,0 милијарди евра (286,2 милиона евра мање у односу на крај 2024), што је и даље знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност. Ниво девизних резерви обезбедио је покривеност новчане масе М1 од 156,1%, као и 6,7 месеци увоза робе и услуга, што је више него двоструко изнад стандарда. У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне хартије од вредности чији су издаваоци најразвијеније земље света и међународне финансијске институције, као и код првокласних субјеката (централних банака, међународних институција и иностраних банака). У складу с тим, у структури девизних резерви на крају 2025. године највеће учешће имале су иностране хартије од вредности (54,7%), затим злато (21,4%), девизна средства на рачунима у иностранству (18,6%), ефективни страни новац (5,1%) и специјална права вучења код Међународног монетарног фонда (0,2%).

На консолидованом нивоу, током 2025. остварен је дефицит државе од 2,4% бруто домаћег производа (који је нижи од планираних 3,0%), док је дефицит примарног биланса износио 0,8%. Јавни дуг централног нивоа власти на крају 2025. достигао је 44,4% бруто домаћег производа, што представља смањење за 2,3 процентна поена у односу на крај 2024. године. Ово смањење је највећим делом резултат привредног раста, као и смањења дела дуга у америчким доларима услед слабења долара.

Наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу пројектује се и у средњем року, и поред реализације програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

Економска активност у 2025. години била је изложена бројним изазовима. Они су се пре свега огледали у израженим глобалним трговинским и геополитичким тензијама, као и у протестима и блокадама у земљи. Поред тога, смањен обим производње у Нафтној индустрији Србије након уведених санкција онемогућио је знатније убрзање динамике привредног раста у последњем тромесечју, тако да је, према процени Републичког завода за статистику, **на нивоу 2025. године раст бруто домаћег производа износио 2,0%.** Према процени Народне банке Србије, **привредни раст је био вођен домаћом тражњом,** уз позитиван допринос свих њених компонената. С друге стране, нето извоз негативно је допринео расту економске активности у 2025. услед бржег реалног раста увоза робе и услуга од извоза. То је у великој мери последица инвестиција у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, као и раста расположивог дохотка. Посматрано с производне стране, процењујемо да је раст бруто домаћег производа био **вођен услужним секторима, при чему је позитиван допринос обезбедила и индустрија.** Пољопривреда је имала готово неутралан утицај на економску активност, док је грађевинарство забележило пад активности. Народна банка Србије очекује убрзање привредног раста у овој и наредној години, уз позитиван допринос потрошње и инвестиција у основна средства, чему треба да допринесе реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, при чему ће у 2027. позитиван допринос имати и нето извоз услед одржавања специјализоване изложбе „Експо”.

Кретања на тржишту рада током 2025. године била су релативно стабилна. Остварено је даље

повећање просечне и минималне зараде, као и смањење регистрованог броја незапослених, док је запосленост благо смањена. **Просечна номинална нето зарада у 2025. години** износила је 109.462 динара, што је за 11,5% више него у 2024. години. Укупан **број формално запослених у 2025. у просеку** је смањен за око 5 хиљада лица, при чему је смањење забележено и у приватном и у јавном сектору. Број запослених у приватном сектору у просеку је износио око 1,75 млн лица, а у јавном сектору око 611 хиљада лица. **Регистрована незапосленост у просеку** је износила 346.459 лица у 2025, што је за око 25 хиљада лица мање него пре годину дана и уједно представља њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци. Према резултатима Анкете о радној снази, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, забележена је **стопа незапослености** од 8,9% у последњем тромесечју 2025, што је за 0,3 процентна поена више него годину дана раније, док је **стопа запослености** смањена за 0,9 процентних поена, на ниво од 50,5%.

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 података који буду пристизали, кретања инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике.** Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку наставку раста домаће привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и очувању повољног инвестиционог амбијента у земљи.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Народна банка Србије усвојила је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе 19. децембра 2008, у којем је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила монетарне политике – у основи је нумерички циљ за инфлацију на средњи рок, у оквиру кога се задржава дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на кратак рок.

Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, одлука о циљаној инфлацији доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред. Будући да процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према ЕУ још траје, циљана инфлација је благо изнад квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Тако је крајем 2025. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2028. године на нивоу од 3,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.**¹

Задржавањем средње вредности циља за инфлацију на 3,0% Народна банка Србије потврђује **своју одлучност да инфлацију у средњем року одржи на ниском нивоу, што је један од кључних елемената очувања пословног и потрошачког поверења.** Тиме се уважавају повољни макроекономски резултати, који су сачувани и у време пандемије, енергетске кризе, раста протекционизма и геополитичких тензија, а остварени су захваљујући пуној координацији монетарне и фискалне политике. Поред тога, у условима променљивих изгледа глобалног привредног раста и волатилних токова на међународном робном и финансијском тржишту, задржавањем циља монетарна политика доприноси даљем повећању отпорности наше привреде на потенцијално негативне екстерне утицаје, а тиме и очувању добрих изгледа њеног раста.

Ширина дозвољеног одступања од циља задржана је на нивоу од $\pm 1,5$ п.п., што умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике и доприноси већој предвидивости монетарних услова. Као мала и отворена привреда, Србија је изложена дешавањима на међународном робном и финансијском тржишту, која **привремено** могу да узрокују волатилност укупне инфлације. Распон дозвољеног одступања од циља оставља Народној банци Србије већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе, која подстиче одрживи привредни раст.

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

¹ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2028. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 11. децембра 2025.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне **променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијског тржишта, без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије спроводи **режим руковођено пливајућег девизног курса**. Интервенције на девизном тржишту спроводи

како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувала стабилност цена и финансијског система и одржала адекватан ниво девизних резерви.

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор доноси одлуке о монетарној политици према утврђеном распореду седница и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања. Такође, приликом представљања Извештаја о инфлацији детаљно се образлажу макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у 2025. години

Извршни одбор Народне банке Србије водио је монетарну политику током 2025. године у складу с Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2025. години,² што је допринело очувању макроекономске и финансијске стабилности у условима знатних изазова из међународног окружења. Програм је предвиђао да ће при доношењу одлука Народна банка Србије процењивати природу и јачину инфлаторних притисака и да ће, у складу с тим, задржати потребну флексибилност монетарне политике у погледу степена реакције и коришћења инструмената како би обезбедила ценовну и финансијску стабилност у средњем року, али и наставила да пружа подршку одрживом привредном расту. Такође, Програм је предвиђао да ће мере макропруденцијалне и микропруденцијалне политике бити коришћене комплементарно, на начин да не наруше ефикасност монетарне политике.

Услови у домаћем и међународном окружењу захтевали су да се настави опрезан приступ у доношењу одлука о монетарној политици. Зато **Извршни одбор Народне банке Србије током 2025. године није мењао висину референтне каматне стопе**, која се на нивоу од 5,75% налази од септембра 2024. године. Од тада се и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице налазе на нивоу од 4,50%, односно 7,00%. Одлуке да се не мења висина референтне каматне стопе Извршни одбор је доносио узимајући у обзир средњорочне пројекције инфлације, а пре свега чињеницу да су и даље изражене геополитичке тензије, да се повећава протекционизам у светској трговини, као и да је раст цена хране током лета био већи него што се очекивало.

Наиме, подаци о остварењу **инфлацији** били су у складу са очекивањима Извршног одбора до маја – укупна мг. инфлација постепено је успоравала од почетка године и спустила се на 3,8% у мају, чему су у највећој мери допринели ниже цене енергената, пре свега нафтних деривата, и успоравање базне инфлације (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета из ИПЦ-а). Међутим, због раста цена непрерађене хране услед неповољних временских прилика (прво мраза током пролећа, а затим изузетно топлог и сушног лета) и раста светских цена нафте након избијања сукоба између Израела и Ирана, мг.

инфлација је у периоду јун–август убрзала на 4,6–4,9%, при чему је више од половине инфлације било одређено растом цена хране и безалкохолних пића. Ступањем на снагу Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, којом су од септембра на шест месеци ограничене марже у трговини на велико и мало на 20%, инфлација је у септембру знатно успорила, на 2,9% мг., а затим се додатно смањила до краја године, на 2,7% мг. у децембру. Цене хране и безалкохолних пића у децембру су забележиле чак и пад од 0,9% мг. Задржавајући референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, Извршни одбор је имао у виду да ће бити донети системски закони који имају за циљ спречавање непоштених трговачких пракси и тиме допринети да се трговачке марже не врате на ниво пре доношења Уредбе. Ипак, због ефекта ниске базе из прошле године по основу примене Уредбе, очекивало се да од септембра 2026. године инфлација буде око нивоа од 4%. Ако се посматра базна инфлација, она се у последњим месецима 2025. године кретала око нивоа од 4% мг., колико је износила и у децембру. При томе, око три четвртине остварене базне инфлације потицало је од цена услуга, које су убрзале мг. раст услед повећања реалног расположивог дохотка, док су цене производа унутар базне инфлације благо успориле мг. раст.

Одлучујући о монетарној политици у посматраном периоду, Извршни одбор је узео у обзир то да су краткорочна и средњорочна **инфлациона очекивања** финансијског сектора током 2025. године наставила да се крећу у границама циља (где се налазе од почетка 2024), с тим да се и даље налазе изнад централне вредности циља. Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред била су највећим делом године на нивоу од 5%, што је исти ниво и код очекивања овог сектора за две и три године унапред.

Разматрајући кретања у **реалном сектору**, Извршни одбор је имао у виду да се глобална неизвесност и геополитичке тензије, као и друштвено-политичка дешавања у земљи, одражавају на успоравање привредног раста Србије. То је за последицу имало нижи раст инвестиција и потрошње него што се очекивало почетком године, и поред тога што су извори финансирања били високи и повољни. Расту расположивог дохотка становништва

² „Службени гласник РС”, бр. 99/2024.

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

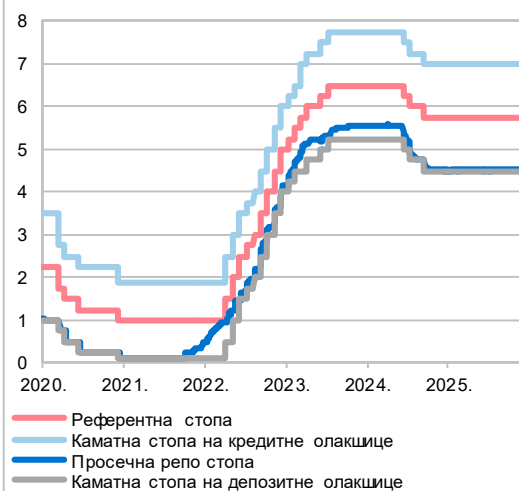
Приликом доношења одлука о монетарној политици током 2025. године, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио **факторе из међународног окружења** и наглашавао да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, јер је неизвесност на глобалном нивоу, иако мања током П2 него у П1, била изражена током целе године. О томе најбоље говори раст тражње за златом као активом сигурног уточишта и њена цена, која је током целе 2025. године расла готово континуирано и постављала нове рекорде. У току П1 посебно је била **изражена неизвесност у погледу протекционистичких мера и фрагментације светског тржишта**, што је повећавало забринутост да би могло доћи до истовременог повећања инфлације и успоравања раста економске активности на глобалном нивоу. Трговинске тензије повећавале су ризик од застоја у глобалним ланцима снабдевања и знатног раста цена оних производа који су директно погођени царинама. Од средине године режим царина се у одређеној мери стабилизовао, али је и даље било неизвесно какве ће бити конкретне последице виших царина, с обзиром на то да је у П1 повећана трговина у оквиру припрема за њихово ступање на снагу. Забринутост је и даље посебно била изражена када су у питању трговинске тензије између САД и Кине. Неизвесне процене глобалне понуде и тражње, уз **геополитичке тензије и сукобе на Блиском истоку и у Украјини**,

уносиле су нестабилност на глобално тржиште **сирове нафте, али и других енергената и примарних производа**, због чега је постојала неизвесност у вези с кретањем њихових цена. Када је реч о домаћем тржишту нафте и нафтних деривата, обезбеђена је његова стабилност, али су били потребни опрезност и проактивно деловање Народне банке Србије на девизном тржишту, укључујући мењачке послове, с обзиром на привремени, али снажан скок тражње за евром због забринутости привреде и грађана да америчке санкције Нафтној индустрији Србије, услед већинског руског власништва, могу изазвати поремећаје на тржишту и кризу ширег размера.

Упркос израженој неравнотежи између понуде девиза и тражње за девизама у појединим месецима, **динар је током 2025. наставио релативно стабилно кретање према еuru**, чему су допринеле интервенције Народне банке Србије на МДТ-у. Посматрано на крају периода, динар је у 2025. номинално ослабио према еuru за 0,2%, док је, под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту, номинално ојачао према долару за 12,5%.

Опрезност монетарне политике била је потребна и када су у питању **светске цене хране**. Извршни одбор је имао у виду да су присутни ефекти ранијих поскупљења појединих прехранбених сировина на светским берзама (какаоа и кафе), као и да би протекционистичке мере и трговинске рестрикције могле да подстакну раст цена хране. Поред тога, изразито неповољне временске прилике током пролећа и лета у земљи и региону

Графикон II.1.1. Кретање референтне и просечне репо стопе (у %)



Извор: НБС.

одразиле су се на нижи род воћа и поврћа, као и на њихове цене.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација се током 2025. године стабиљовала око циља од 2%, а инфлациона очекивања била су усидрена, захваљујући пре свега смањењу цена енергената, али и благом успоравању раста цена услуга и индустријских производа. У исто време, економска активност зоне евра показала је већу отпорност него што се првобитно процењивало. Домаћа тражња и даље је била главни покретач раста привреде зоне евра, уз раст реалних зарада и повећање запослености, у условима стабилног тржишта рада с рекордно ниском стопом незапослености. Поред тога, очекивао се снажан фискални импулс услед новог пакета инфраструктурних и одбрамбених државних инвестиција у Немачкој, што је побољшало економске изгледе ЕУ, а требало би позитивно да се одрази и на наш привредни раст.

У складу са очекивањима, **ЕЦБ** је наставила да ублажава монетарну политику, смањујући своје основне каматне стопе током П1, док их током П2 није мењала, процењујући да се налазе близу неутралног нивоа. Истовремено, наставила је да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком. ЕЦБ је истицала да ће и у наредном периоду одлуке о монетарној политици доносити без обавезивања унапред на одређену путању референтне каматне стопе.

Промене у спољнотрговинској политици САД налагале су већу опрезност у вођењу монетарне политике **ФЕД-а**, који није мењао висину распона референтне каматне стопе све до септембра 2025. (4,25–4,50%). Из ФЕД-а су стизале оцене да ће економски ефекти царина укључивати вишу инфлацију и спорији раст. Иако је инфлација била донекле повишена, ФЕД је у септембру, узимајући у обзир кретања у реалном сектору, смањио распон своје референтне каматне стопе за 25 б.п., а затим поново у октобру и децембру, на 3,50–3,75%, што представља најнижи ниво у последње три године. Притом, смањење активе у оквиру биланса стања ФЕД-а одвијало се према раније утврђеном темпу.

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 брзине успоравања инфлације**. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде,

расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте **референтна каматна стопа**, тј. **каматна стопа која се примењује при спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Улога референтне каматне стопе подржана је **коридором каматних стоп на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту**. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања, пре свега **обавезну резерву и операције на девизном тржишту**.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током 2025. године биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије спроводила је својим ХоВ. Као и претходних година, за потребе репо продаје у 2025. години емитована је једна серија благајничких записа укупне номиналне вредности од 1.000,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа у већем обиму резултат је потребе да се обезбеди довољан обим тржишног материјала за несметано обављање репо трансакција, у амбијенту високих

Графикон II.2.1. **Стање репо продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије**
(у млрд RSD)



Извор: НБС.

вишкова динарске ликвидности у банкарском систему.

Током 2025. године организоване су 52 аукције репо продаје ХоВ. Аукције су одржаване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Остварени обим продаје ХоВ у 2025. години (21.410,0 млрд динара) био је мањи него у 2024. години (24.047,8 млрд динара), услед смањења вишкова динарске ликвидности, оствареног пре свега по основу активности државе и интервенција Народне банке Србије нето продајом девиза на МДТ-у, услед преовлађујућих депрецијацијских притисака на динар.

Просечно стање благајничких записа Народне банке Србије у портфолију банака током 2025. године износило је 413,3 млрд динара, што представља смањење у поређењу са 2024. годином (454,5 млрд динара). Посматрано у односу на крај 2024. године, стање репо продатих ХоВ смањено је за 100,0 млрд динара и крајем 2025. године износило је 290,0 млрд динара.

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у 2025. години наставиле да преконоћно депонују средства код Народне банке Србије (депозитне олакшице). Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2025. години износило је 138,9 млрд динара, што је за 0,9 млрд динара ниже него у 2024. години. Највише просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јануару (230,3 млрд динара), а најниже у мају (89,1 млрд динара).

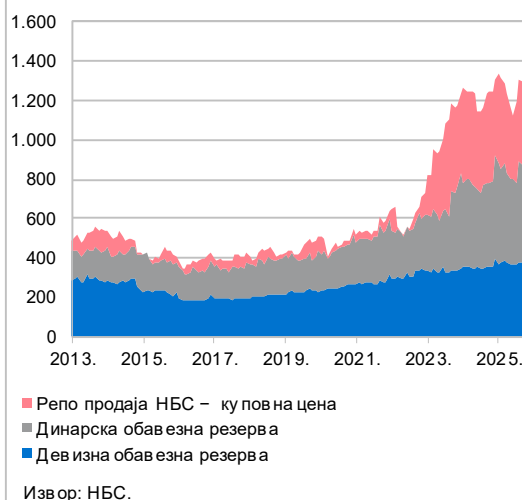
Банке су у 2025. години користиле кредите за одржавање дневне ликвидности на основу залог ХоВ (кредитне олакшице) као дневни кредит у укупном износу од 0,8 млрд динара (две банке), док преконоћни кредит није користила ниједна банка.

Обавезна резерва

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама током 2025. године повећана је за 185,8 млн евра (6,1%) и износила је 3,2 млрд евра. Такво кретање резултат је повећања свих категорија обавеза које чине девизну основицу, а највише услед раста девизне штедње и девизних депозита привреде, с рочношћу до две године.

У истом периоду, обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 38,1 млрд динара (8,4%) и крајем године износила је 489,7 млрд динара. Наведено повећање у већој мери је резултат

Графикон II.2.2. Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике (у млрд RSD)



поменутог раста девизних обавеза (с обзиром на то да се део девизне обавезне резерве издваја у динарима), а у мањој мери и повећања чисто динарске обавезне резерве, по основу раста динарских депозита становништва и привреде.

Каматне стопе

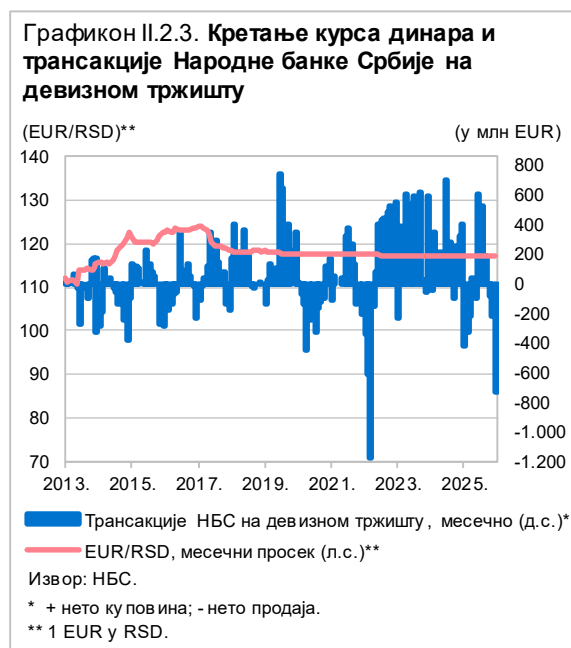
Референтна каматна стопа Народне банке Србије током 2025. године била је непромењена на нивоу од 5,75% (непромењена од септембра 2024. године), чиме је Извршни одбор показао опрезност у амбијенту глобалних геополитичких неизвесности, иако се у Т4 стопа инфлације стабиловала благо испод централне вредности циља ($3 \pm 1,5\%$). Стопе на депозитне и кредитне олакшице остале су непромењене, на нивоу од 4,50% и 7,00%, респективно.

У складу с непромењеним основним каматним стопама, просечна пондерисана репо стопа на једнонедељним реверзним репо аукцијама током 2025. године кретала се у веома уском распону (4,50–4,51%) и у просеку је износила 4,51%. Крајем 2025. године просечна пондерисана репо стопа износила је 4,50%, што је непромењено у поређењу с крајем 2024. године.

Каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату банкама на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве у 2025. години остала је непромењена, на нивоу од 0,75%.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2025. годину, Народна банка Србије наставила је



да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност интервенција на девизном тржишту ради ублажавања осцилација курса динара према евр, очувања стабилности цена и финансијског система, као и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

Динар је током 2025. године номинално ослабио према евр за 0,2%, а Народна банка Србије је на МДТ-у нето продала 580,0 млн евра.

У периоду од јануара до краја маја 2025. преовладавали су депрецијацијски притисци, који су почетком године били изазвани пре свега сезонски појачаном тражњом за девизама увозника енергената. Тражња је додатно појачана након вести о увођењу санкција Нафтної индустрији Србије и потребе за попуњавањем залиха енергената. У овом периоду бележи се и појачана тражња грађана за страном валутом, док је понуда девиза осталих домаћих компанија, које се обично јављају као продавци девиза, била смањена, делимично и због мањег прилива СДИ. Народна банка Србије је у активностима на МДТ-у у првих пет месеци нето продала 1,0 млрд евра.

У периоду од јуна до краја септембра 2025. године преовладавали су притисци ка јачању динара према евр, пре свега као резултат појачаног одобравања девизно индексираних кредита привреди и физичким лицима, чему је допринело и одобравање субвенционисаних стамбених кредита за младе. Такође, у овом периоду била је повећана понуда девиза од стране домаћих компанија, чему је допринело и смањење тражње увозника енергената за девизама. На страни понуде деловао је и нето откуп ефективних страног новца банака од овлашћених мењача и

физичких лица. Народна банка Србије је током ова четири месеца у активностима на МДТ-у нето купила 1,43 млрд евра, што је више него надокнадило нето продају девиза у првих пет месеци.

Од октобра до краја децембра преовладавали су депрецијацијски притисци, који су делимично били последица сезонских фактора у виду појачане тражње за девизама увозника енергената, као и тражње за девизама у вези са исплатом дивиденди страним власницима. Од краја новембра појачана је тражња физичких лица за страном валутом под утицајем психолошког фактора услед раста неизвесности у вези с Нафтном индустријом Србије након ступања на снагу санкција према овој компанији. Народна банка Србије је у овом периоду, како би омогућила несметано функционисање девизног тржишта, интервенисала продајом девиза. Поред тога, реаговала је и изменама прописа из области мењачког пословања, којима је олакшано снабдевање овлашћених мењача ефективом од стране банака, уз укидање провизије за мењачке послове. Од средине децембра до краја године, услед предузетих мера, тражња становништва за страном валутом знатно је смањена, уз постепени повратак у нормалне токове. Народна банка Србије је од октобра до краја децембра у активностима на МДТ-у нето продала 1,01 млрд евра.

Девизни своп

Народна банка Србије је током 2025. године наставила да омогућава банкама закључивање билатералних своп трансакција куповине и продаје евра за динаре. Циљ ових трансакција био је не само пружање подршке банкама у управљању ликвидношћу, у смислу превазилажења ограничења за међубанкарске трансакције, већ и обезбеђивање флексибилности у погледу тренутка закључивања трансакција и њихове рочности. Током 2025. године у билатералним своп трансакцијама Народне банке Србије реализовано је укупно 3.814,0 млн евра, при чему је Народна банка Србије своп купила и своп продала по 1.907,0 млн евра.

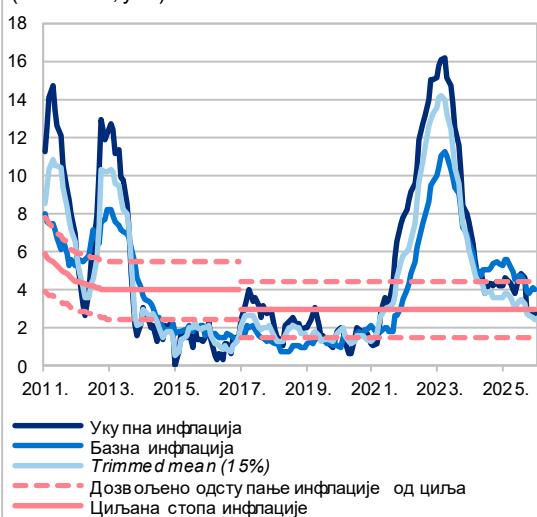
3. Остварење циљане инфлације у 2025. години

Према подацима РЗС-а, просечна инфлација у 2025. години износила је 3,8% (наспрам 4,6% у 2024), док је просечна базна инфлација износила 4,5% (наспрам 5,2% у 2024).

У складу са очекивањима Народне банке Србије, **мг. инфлација** је од почетка 2025. успоравала, спутивши се на 3,8% у мају, углавном под утицајем нижих цена нафтних деривата и споријег раста цена услуга. Након што се од јуна до августа налазила нешто изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, **мг. инфлација се од септембра вратила унутар распона од $3 \pm 1,5\%$** , највише као резултат примене Уредбе Владе.³ До краја 2025. инфлација се кретала благо испод централне вредности циља, на нивоу од 2,7% мг. у децембру. **Базна инфлација**, мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, с просечног нивоа од 5,0% мг. од јануара до августа, спустила се на 4,0% мг. од септембра до децембра. Њена изведена мера – **trimmed mean** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу 15% производа и услуга чије цене бележе највеће промене у оба смера) – током целе године кретала се испод укупне инфлације и у просеку износила 3,0% мг.

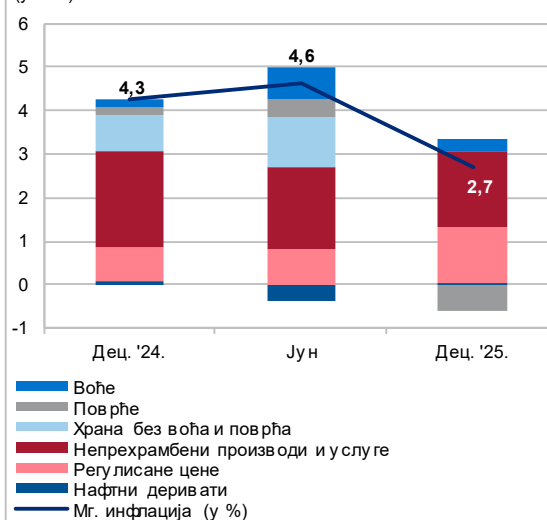
Посматрано по основним компонентама ИПЦ-а, **цене хране и безалкохолних пића**

Графикон II.3.1. Динамика инфлације – укупне, базне и *trimmed mean* (мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

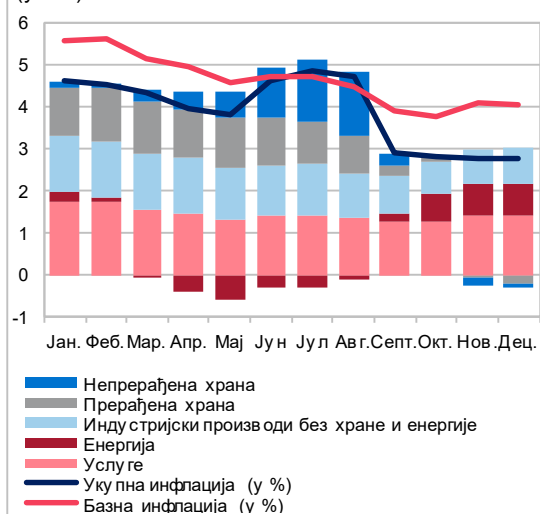
Графикон II.3.2. Доприноси компонента ИПЦ-а мг. инфлацији (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

убрзавале су мг. раст од јануара до јула, услед неповољних временских прилика које су смањиле понуду воћа и поврћа на домаћем тржишту, као и рекордног раста светских цена кафе и какаоа, што је подигло цене кондиторских производа. Након доношења Уредбе, која се доминантно односи на прехранбене производе, цене воћа успориле су мг. раст до краја године, на 11,7% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), док су цене поврћа смањене за 13,6% (уз негативан допринос инфлацији од 0,6 п.п.). На крају 2025, **цене хране, и непрерађене и прерађене**, смањене су за по

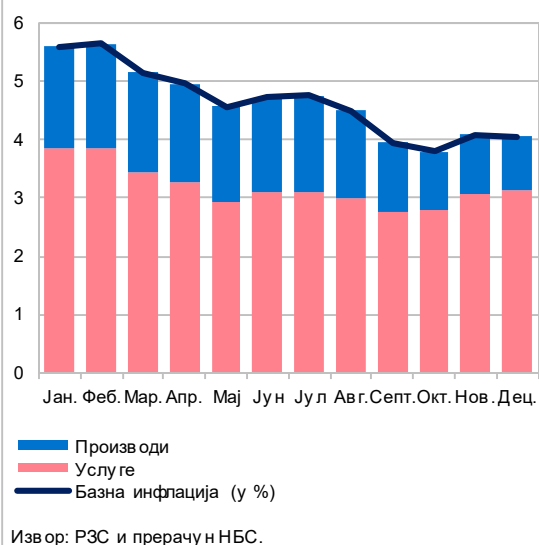
Графикон II.3.3. Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији током 2025. (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

³ Уредбом о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе су на шест месеци, почев од 1. септембра, ограничене трговинске марже на 20% за 23 категорије производа у оквиру хране и кућне хемије, које у збиру чине око 35% ИПЦ-а.

Графикон II.3.4. Доприноси компонената м.г. базној инфлацији током 2025. (у п.п.)



0,9% м.г., уз збирни негативан допринос м.г. инфлацији од 0,3 п.п., што је за 1,5 п.п. ниже него на крају 2024. године.

Цене на нивоу групе енергије у децембру су оствариле раст од 4,6% м.г. (уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.), пре свега због октобарске корекције цена електричне енергије, док цене гаса за домаћинства нису мењане. Цене нафтних деривата на домаћем тржишту пратиле су кретање цене нафте на светском тржишту и у децембру имале неутралан допринос инфлацији. Цене чврстих горива у децембру су повећане за 4,4% м.г. (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), као последица сезонског поскупљења дрва за огрев.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) доминантно су успоравале м.г. раст током 2025. године, који је од септембра до краја године износио у просеку 3,0%, делом као резултат спровођења Уредбе, којом су обухваћени поједини производи кућне хемије. Раст цена на нивоу групе у децембру износио је 3,1%, уз допринос инфлацији од 0,9 п.п., при чему је око три четвртине оствареног раста потекло од децембарске корекције цена цигарета (7,5%) и поскупљења лекова (6,0%) и алкохолних пића (4,7%).

Цене услуга током већег дела 2025. године успоравале су м.г. раст, који је у децембру износио 5,8% (уз допринос инфлацији од 1,4 п.п.). На м.г. раст цена услуга у децембру највише су утицале више цене комуналних, угоститељских, транспортних и финансијских услуга, као и услуга рекреације. Као и у већини земаља региона и зоне евра, цене услуга су доминантно одредиле м.г. динамику базне инфлације током 2025, која је

у децембру износила 4,0% (уз допринос укупној инфлацији од 1,9 п.п.).

Регулисане цене, о којима одлучује Влада, на крају 2025. биле су за 7,0% више него годину дана раније (уз допринос инфлацији од 1,3 п.п.), што је последица корекција цена електричне енергије и цигарета, као и поскупљења комуналних услуга.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Економска активност

Светска привреда је у 2025. години показала значајан ниво отпорности на негативне ефекте знатно повишене глобалне неизвесности услед ескалације трговинских и геополитичких тензија. Током П1 расту глобалне економске активности допринели су убрзање трговинске активности и формирање залиха пре увођења виших царинских стопа, а током П2 повећање инвестиција у дигиталне технологије, обимнији фискални подстицаји у појединим земљама и блажи финансијски услови. Према извештају ММФ-а из априла ове године, **светска привреда је у 2025. остварила раст од 3,4%** (колико је износио и у 2024. години), али је и даље испод вишегодишњег просека од 3,7%. При томе, глобални привредни раст је и у 2025. години остао неуједначен по групама земаља: у **развијеним земљама** процењен је на 1,9%, док је у **земљама у успону и развоју** достигао 4,4%, што је изнад првобитних пројекција.

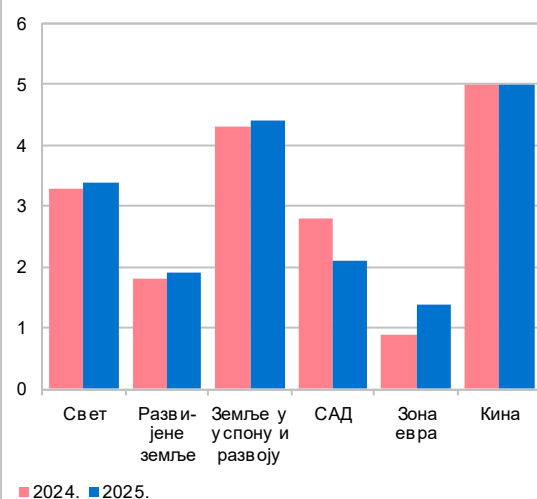
Привреда зоне евра у 2025. години остварила је раст од 1,4% (наспрам 0,9% у 2024), првенствено захваљујући повећању потрошње домаћинства и инвестиција у основна средства (уз збирни допринос расту БДП-а од 1,4 п.п.), а у мањој мери и расту потрошње државе и залиха робе (уз допринос расту БДП-а од по 0,3 п.п.). У супротном смеру деловао је пад нето извоза (уз негативан допринос расту БДП-а од 0,7 п.п.), због

бржег раста увоза од извоза. Услужни сектор је и у 2025. години био главни покретач економске активности у зони евра, а све привредне делатности дале су позитиван допринос расту БДП-а. Активност у прерађивачкој индустрији опоравила се у 2025. години (после пада две године узастопно), док је грађевинарство стагнирало (после пада у 2024). Стопа незапослености у зони евра у децембру 2025. остала је рекордно ниска, на 6,2% (колико је износила и годину дана раније), док је формална запосленост у 2025. успорила раст на 0,8% (са 1,0% у 2024), упоредо са смањењем тражње за радном снагом.

У Немачкој и Италији, нашим најважнијим спољнотрговинским партнерима унутар зоне евра, економска активност је благо порасла у 2025. години. **Привреда Немачке** је забележила благи раст од 0,2% (после пада од 0,5% у 2024), што се највише дугује расту потрошње домаћинства и залиха робе, а у мањој мери и већој потрошњи државе (уз збирни допринос расту БДП-а од 2,0 п.п.). Услед смањене екстерне тражње, нето извоз је смањен у 2025. (уз негативан допринос расту БДП-а од 1,8 п.п.). **Привреда Италије** је у 2025. години повећана за 0,5% (наспрам 0,8% у 2024), по основу већих инвестиција у основна средства и раста финалне потрошње (уз збирни допринос расту БДП-а од 1,5 п.п.), док су нето извоз и залихе робе смањени (уз збирни негативан допринос расту БДП-а од 1,0 п.п.).

Графикон III.1.1 Реални раст БДП-а по земљама и групама земаља

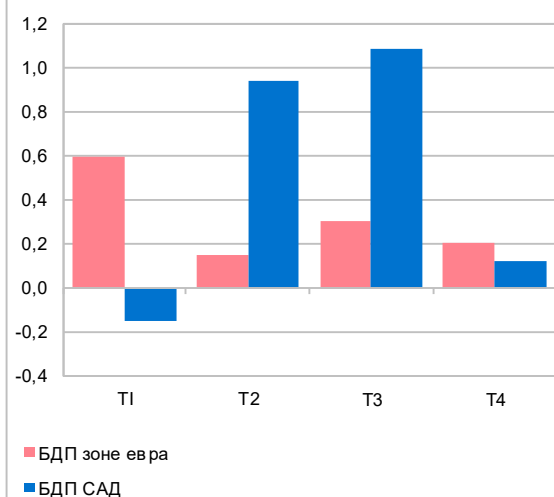
(дсз., у %)



Извор: ММФ WEO (април 2026).

Графикон III.1.2. Реални раст БДП-а у зони евра и САД током 2025.

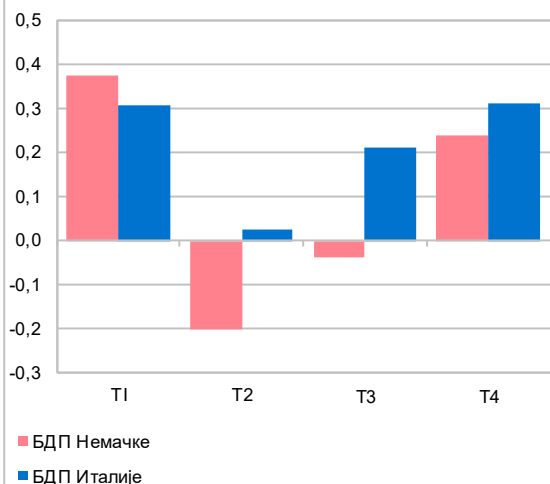
(дсз., у %)



Извор: Eurostat, U.S. BEA и прерачуни НБС.

Графикон III.1.3. Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији током 2025.

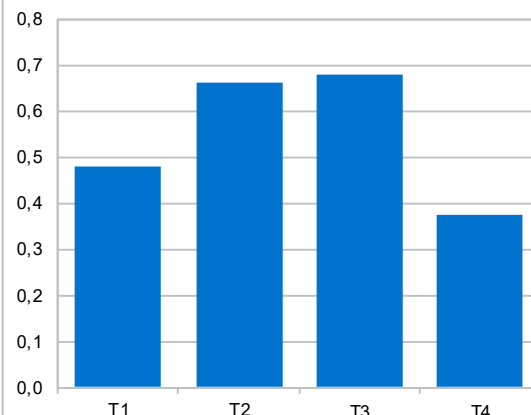
(дсз., у %)



Извор: Eurostat.

Графикон III.1.4. Реални раст БДП-а на нивоу региона средње и југоисточне Европе* током 2025.

(дсз., у %)



* Регион чине Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.

Извор: Eurostat и прерачун НБС.

На нивоу **региона средње и југоисточне Европе**⁴ остварен је привредни раст од 2,4% у 2025. години (након 2,2% у 2024), који је у највећој мери потекао од раста потрошње домаћинстава (уз допринос од 1,6 п.п.), док је збирни допринос осталих компонената домаће тражње износио 1,7 п.п. Негативан допринос расту БДП-а у 2025. (од 1,0 п.п.) потекао је од смањеног нето извоза, услед слабије екстерне тражње, пре свега из земаља зоне евра. Према процени *Consensus Economics*-а из априла ове године, у групи земаља средње Европе у 2025. остварен је раст БДП-а од 2,6%, а у групи земаља југоисточне Европе раст од 1,8%. Највише стопе раста БДП-а у 2025. регистроване су у Пољској (3,6%), Хрватској (3,2%) и Бугарској (3,1%), а најнижа стопа у Мађарској (0,4%). У скоро свим земљама региона (изузев Чешке) економска активност у 2025. успорила је раст у односу на 2024. годину. Према процени Светске банке из јануара 2026. године, привредни раст на нивоу **региона Западног Балкана** успорио је на 2,7% у 2025. години (са 3,6% у 2024), услед повишене глобалне неизвесности, ограниченог приступа фондовима ЕУ, као и слабије увозне тражње из зоне евра, која је најважнији трговински и финансијски партнер земаља унутар оба региона.

Привреда САД у 2025. години остварила је раст од 2,1%, који је потекао од веће потрошње домаћинстава и државе, као и раста инвестиција у основна средства (уз збирни допринос од 2,4 п.п.), док је у супротном смеру деловао пад нето извоза и залихе робе (уз збирни негативан допринос од 0,3 п.п.). Међутим, раст БДП-а у 2025. приметно је успорио у односу на 2024. годину (2,8%), пре

свега због повећаног увоза сировина и робе током П1 како би се избегле најављене више царинске стопе, као и пада државне потрошње у Т4, услед делимичне обуставе рада федералне владе, чији је процењени негативан ефекат на привредни раст износио цео процентни поен. Тржиште рада САД карактерише мања тражња за радном снагом и пораст стопе незапослености, која је у децембру 2025. године износила 4,4%, што је изнад нивоа регистрованог на крају претходне четири године.

Подржана обимним финансијским и фискалним подстицајима, **привреда Кине** је у 2025. години остварила раст од 5,0% (колико је износио и у 2024), највише као резултат повећања финалне потрошње (уз допринос од 2,6 п.п.), нето извоза (1,6 п.п.) и бруто инвестиција (0,8 п.п.). Активност у сектору услуга задржала је сличан темпо раста и у 2025, док је активност у прерађивачкој индустрији убрзана у односу на 2024. годину.

Инфлација

Иако је задржана изнад претпандемијског просека, **глобална инфлација је додатно успорена у 2025. години на 4,1%** (са 5,8% у 2024). У већем броју земаља инфлација се приближила циљаним вредностима, при чему је њена динамика остала дивергентна по групама земаља. У развијеним земљама инфлација је у 2025. износила 2,5% (наспрам 2,6% у 2024), док је у земљама у успону и развоју успорена на 5,2% (са 7,9% у 2024). То је у складу са оценама ММФ-а да променљиве трговинске политике водећих економија изазивају шок на страни тражње у

⁴ У регион средње и југоисточне Европе сврстане су: Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.

земљама које су суочене с повећаним царинама, а у којима делује дезинфлаторно, односно шок на страни понуде у земљама које повећавају царине, а у којима делује инфлаторно. Према оцини Светске банке, утицај новоуведених царина на инфлацију ипак је био ограниченог дмета, посебно у САД, јер су америчке компаније претходно акумулирале залихе робе. Ниже цене производа унутар базне инфлације, заједно са споријим растом цена услуга током 2025. због споријег раста зарада, определиле су постепено успоравање глобалне базне инфлације.

Инфлација у зони евра у 2025. години износила је 2,1% у просеку (наспрам 2,4% у 2024). Мг. посматрано, инфлација се доминантно кретала силазном путањом, спутивши се најпре на 2,2% у марту и додатно на 2,0% у јуну, првенствено због пада цена енергије. Тај пад је ублажен у наставку године услед деловања базног ефекта код цена енергената, што се одразило на благи раст инфлације на 2,2% у септембру. Ипак, до краја године мг. инфлација се вратила на циљани ниво од 2,0%, захваљујући наставку смањења цена енергије, као и споријем расту цена хране и индустријских производа (без хране и енергије). С друге стране, цене услуга су током 2025. биле повишене због раста зарада. То је определило кретање **базне инфлације у зони евра** (мерене променом хармонизованог ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) изнад укупне инфлације током целе године, која је у децембру износила 2,3% мг.

Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** у 2025. успорена је у просеку на 2,3% (са 2,5% у 2024). На мг. нивоу, инфлација се од јануара до јула кретала опадајућом путањом, под утицајем пада цена

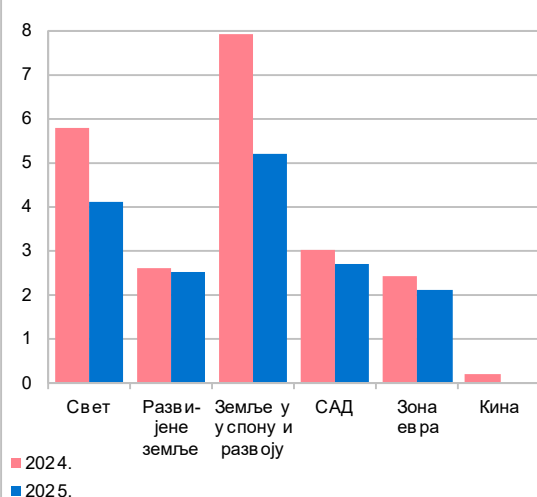
енергије и споријег раста цена хране, вративши се до краја године на циљани ниво од 2,0%. **Инфлација у Италији** износила је у 2025. години 1,6% у просеку (наспрам 1,1% у 2024). Мг. посматрано, инфлација је током већег дела 2025. опадала, спутивши се на 1,2% у децембру, вођена пре свега падом цена енергије.

Мг. инфлација по **земљама региона** бележила је дивергентна кретања током 2025. Најпре је у марту успорена у свим земљама због снижених цена енергије. У јуну је додатно успорена у Пољској и Мађарској због ниже базне инфлације, док је у Чешкој и Румунији убрзана због виших цена хране и енергије, код којих се испољио и базни ефекат. Потом је у септембру мг. инфлација поново успорена у већини земаља региона, са изузетком Румуније, где је порасла због повећања стопе ПДВ-а и акциза. У децембру је мг. инфлација у Чешкој и Пољској поново успорена на 2,1% и 2,4%, респективно, наставивши се близу нивоа које циљају централне банке ових земаља. У Мађарској је мг. инфлација у децембру спуштена на 3,8%, а у Румунији на 9,7%. Аналитичари *Consensus Economics*-а оценили су да је, и поред успоравања, инфлација у земљама региона током 2025. била виша од очекиване. Према подацима националних статистичких завода **земаља региона средње и југоисточне Европе** које имају сличан монетарни оквир као Народна банка Србије, просечна годишња инфлација у 2025. износила је 7,3% у Румунији, 4,4% у Мађарској, 3,6% у Пољској и 2,5% у Чешкој, што је изнад нивоа који су евидентирани у 2024. години.

На мг. нивоу, у свим земљама **региона Западног Балкана** инфлација је у Т2 убрзала, првенствено због виших цена хране и повећаних цена нафтних

Графикон III.1.5. Инфлација по земљама и групама земаља

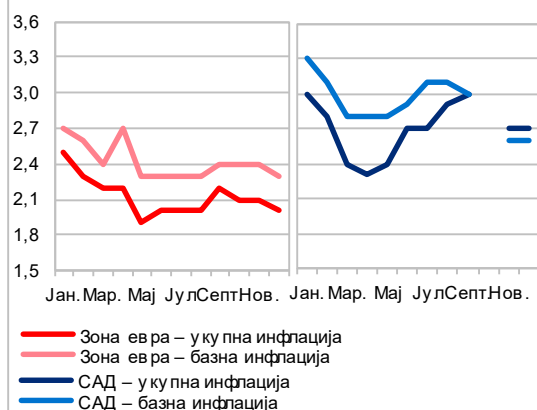
(у %)



Извор: ММФ WEO (април 2026).

Графикон III.1.6. Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД* мерена ИПЦ-ом током 2025.

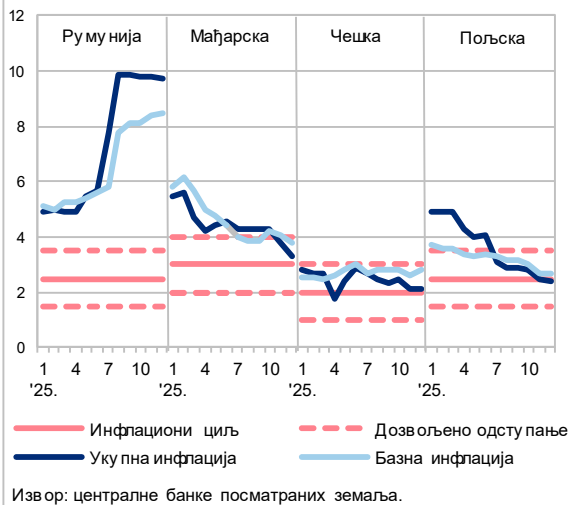
(мг. стопе, у %)



* Подаци о инфлацији у САД у октобру нису доступни.
Извор: Eurostat и амерички Биро за статистику рада.

Графикон III.1.7. Кретање инфлације у појединим земљама средње и југоисточне Европе током 2025.

(мг. стопе, у %)



деривата услед раста светских цена нафте и ниске базе из претходне године. Током П2, мг. инфлација је бележила дивергентна кретања по земљама региона, достижући ниво од 2,3% у Албанији, 4,0% у Црној Гори и по 4,1% у Босни и Херцеговини и Северној Македонији. Просечна годишња инфлација у 2025. износила је 4,1% у Северној Македонији, 4,0% у Босни и Херцеговини и 3,9% у Црној Гори, што је изнад нивоа који је регистрован у 2024, док је у Албанији остала непромењена на нивоу од 2,2%.

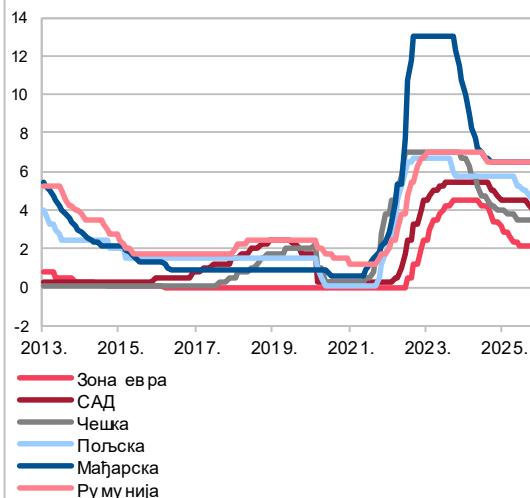
Мерена променом ИПЦ-а, **укупна инфлација у САД** на нивоу 2025. године износила је 2,6% (наспрам 3,0% у 2024). Мг. посматрано, инфлација у САД најпре је успорена на 2,4% у марту, услед пада цена нафтних деривата и гаса, након чега је убрзана на 2,7% у јуну, због споријег пада цена енергената и виших цена производа и услуга. Додатно поскупљење производа утицало је на повећање инфлације на 3,0% у септембру, након чега се до краја 2025. вратила на ниво од 2,7%, услед пада цена нафтних деривата, код којих се испољио и базни ефекат, као и појефтињења возила. Сличну мг. динамику током прошле године имали су и индекси издатака за личну потрошњу – укупно и по искључењу хране и енергије – које ФЕД прати и пројектује, а који су на нивоу 2025. износили 2,9% и 3,0%, респективно.

Монетарна политика

Одлуке централних банака о монетарној политици и током 2025. године биле су различите, у зависности од специфичних фактора и процене ефеката изражених трговинских и геополитичких тензија на домаће економије.

Графикон III.1.8. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



ЕЦБ је наставила да ублажава монетарну политику током П1, смањујући основне каматне стопе за укупно 100 б.п., док током П2 није мењала њихову висину, тако да су након седнице у јуну каматне стопе на депозитне олакшице износиле 2,00%, на главне операције рефинансирања 2,15%, а на кредитне олакшице 2,40%. Преовладавале су оцене да је смањење каматних стопа ЕЦБ-а при крају, јер се после јунског смањења оне вероватно налазе у неутралној зони или близу ње. Истовремено, ЕЦБ је од почетка године наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком, што је деловало у правцу заостравања монетарне политике.

ЕЦБ је истицала да се процес дезинфлације налази на добром путу и да су, у складу са очекивањима, и укупна и базна инфлација од почетка 2025. године смањене. Укупна инфлација је средином године снижена на ниво средњорочног циља од 2%, док се крајем године кретала благо испод тог нивоа. Раст зарада изазивао је забринутост, јер је остао повишен, али су оцене ЕЦБ-а биле да је он ублажен и да се његов утицај на инфлацију делимично апсорбује нижим профитима предузећа. Посебно су биле забрињавајуће трговинске тензије током П1. Међутим, споразум који је ЕУ крајем јула постигла с новом америчком администрацијом, о царинама двоструко нижим од првобитно најављених, допринео је избегавању ширег трговинског сукоба који би обухватио готово трећину светске трговине. Иако ублажене, неизвесности у погледу трговинских политика и геополитичких кретања задржале су се и током остатка године. ЕЦБ их је истицала као фактор који погоршава изгледе за инвестиције и извоз, а тиме и привредни раст зоне евра, пре свега у

кратком року. У средњем року истицала је да ће растуће државне инвестиције у одбрану и инфраструктуру подстаћи привредни раст. Наглашавала је важност очувања финансијске стабилности, имајући у виду геополитичку неизвесност и могуће изненадне промене на глобалним финансијским тржиштима. Такође, наводила је да ће и даље одлуке о монетарној политици у наредном периоду доносити на основу оцене изгледа за инфлацију у светлу економских и финансијских података који буду пристизали, динамике инфлације и јачине трансмисије монетарне политике, без обавезивања на одређену путању референтне каматне стопе.

За разлику од ЕЦБ-а, ФЕД није мењао распон своје референтне каматне стопе све до септембра 2025, чекајући више података који би појаснили слику кретања инфлације и економске активности. Очекивало се да ће повећане америчке царине на увоз погурати инфлацију навише, а запосленост наниже, али је постојала знатна неизвесност у погледу јачине и трајања тих ефеката.

На ублажавање монетарне политике ФЕД се одлучио у септембру, а затим и у октобру и децембру – висину распона своје референтне каматне стопе снижавао је за по 25 б.п., на 3,50–3,75%. Одлуке о монетарном ублажавању донете су иако је инфлација била донекле повишена, због забринутости око спорог раста запослености. И сам ФЕД је истицао изазовну ситуацију у којој се налази, с обзиром на то да су ризици по инфлацију изражени навише, а ризици по запосленост наниже. Како је година одмицала, чланови *FOMC*-а били су оптимистичнији када је реч о привредном расту, пре свега због мањег од очекиваног краткорочног ефекта повећаних царина. Пројекције које су објављене након састанка у децембру указивале су на то да је већина чланова *FOMC*-а очекивала још само једно смањење од 25 б.п. у 2026, што је било у складу и с пројекцијама из септембра.

Од централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, референтну каматну стопу у посматраном периоду највише је смањила **централна банка Пољске** за 175 б.п., на 4%, а затим **централна банка Чешке** за 50 б.п., на 3,5%. Као што се и очекивало, **централне банке Румуније и Мађарске** нису мењале своје референтне каматне стопе, које су крајем године износиле 6,5%. Централна банка **Румуније** спроводила је опрезну монетарну политику, јер је инфлација расла, како је и било очекивано, појачана планираним повећањем ПДВ-а и акциза

од средине године, као и укидањем ограничења на раст цена електричне енергије.

Финансијска и робна тржишта

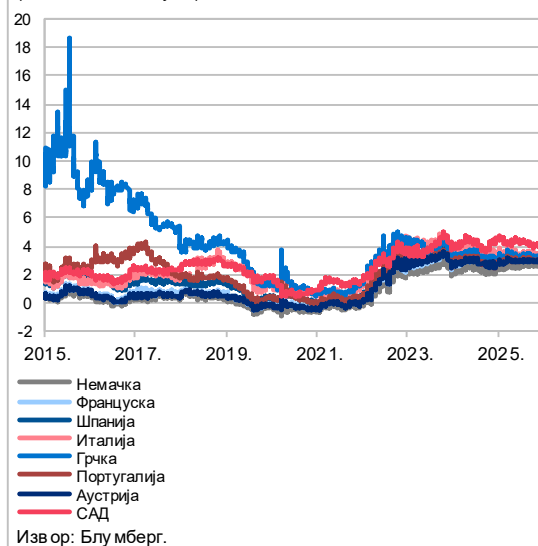
Приноси на десетогодишње државне Хов развијених европских земаља порасли су током 2025. у просеку за око 28 б.п. Раст приноса био је у великој мери повезан с тржишним очекивањима у погледу будуће динамике монетарне политике ЕЦБ-а, односно проценом учесника на тржишту да је циклус ублажавања монетарне политике окончан. У случају Немачке раст приноса био је израженији, што се може довести у везу са очекивањима повећане емисије државних обвезница, у складу с најављеним фискалним пакетом за подршку економском опоравку. Насупрот томе, **приноси на десетогодишње државне обвезнице САД** смањени су за 40 б.п. Пад приноса био је последица слабијих макроекономских показатеља америчке привреде, што је допринело расту очекивања да би ФЕД могао раније да започне циклус ублажавања монетарне политике.

Током 2025. године, евро и већина водећих валута ојачали су према долару на међународном финансијском тржишту. Јачању евра и других водећих валута допринео је пад поверења инвеститора у амерички долар након што је агенција *Moody's* смањила кредитни рејтинг САД, уз очекивања бржег ублажавања монетарне политике ФЕД-а.

Индекс **имплицитне мере волатилности берзе (VIX)** на крају 2025. године нашао се на нешто нижем нивоу у односу на крај 2024. године, док је индекс неизвесности у спољнотрговинској

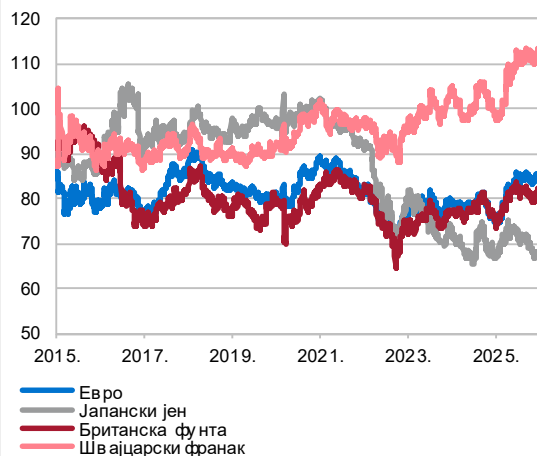
Графикон III.1.9. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД

(дневни подаци, у %)



Графикон III.1.10. Кретање курсева одређених националних валута према долару*

(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: база података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

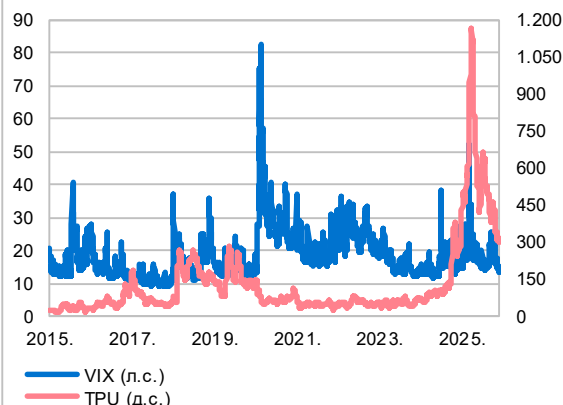
политици (TPU – Trade Policy Uncertainty Index)⁵ годину завршио на вишем нивоу. Ипак, током ПП оба индекса бележила су значајан раст у периодима интензивирања тензија у области спољнотрговинске политике, након чега је у П2 уследила постепена стабилизација.

Под утицајем повећане тражње за сигурном активом услед перманентно присутне неизвесности на глобалном нивоу, **светска цена злата** кретала се узлазном путањом током 2025, достижући највише нивое од када постоје упоредиви подаци. Поред тога, на раст цене злата утицали су ублажавање монетарних услова водећих централних банака, као и слабење вредности долара. Посматрано на нивоу године, **светска цена злата повећана је за 66,2%** и крајем децембра износила је око 4.337 долара по унци.

Након што је умерено повећана почетком 2025. због смањених залиха у САД и новог пакета санкција који се односи на руски енергетски сектор, **светска цена нафте типа брент** кретала се доминантно силазном путањом до краја године, пре свега под утицајем прекомерне понуде на глобалном нивоу, због повећане производње земаља чланица OPEC+ и САД, уз истовремено успоравање тражње, као и раста светских залиха. Крајем 2025. године цена нафте типа брент спуштена је на око 62 долара по барелу, што је било за 15,7% ниже него крајем 2024. године.

Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF кретала се узлазном

Графикон III.1.11. Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту*



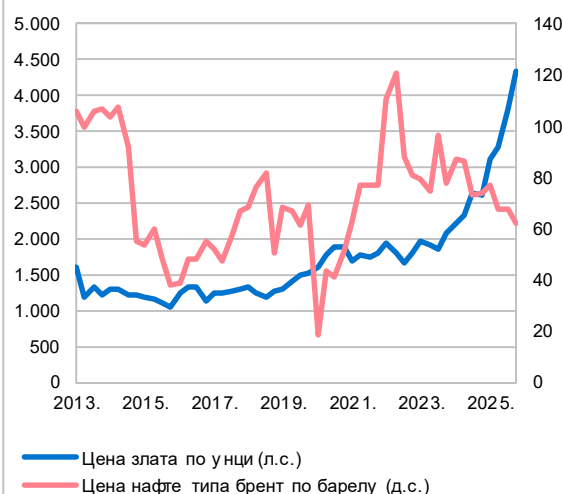
Извор: Блумберг, Caldara et al. (2022).

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

путањом у јануару и фебруару 2025. године услед повећане тражње због хладнијег времена, ниског нивоа залиха и мање понуде из Русије након истека споразума о транзиту гаса кроз Украјину крајем 2024. године. Насупрот томе, у наставку године она је смањена, тако да је крајем децембра износила око 28 евра по мегават-сату, што је за 41,6% ниже него годину дана раније. На пад цене природног гаса током 2025. одразили су се сезонски уобичајена нижа тражња након завршетка грејне сезоне у Европи и Северној Америци, повећана понуда из САД и Норвешке, као и интензивирање преговора за окончање сукоба у Украјини крајем године. **Реперна цена електричне енергије за Европу** (на Немачкој

Графикон III.1.12. Кретање светских цена злата и нафте

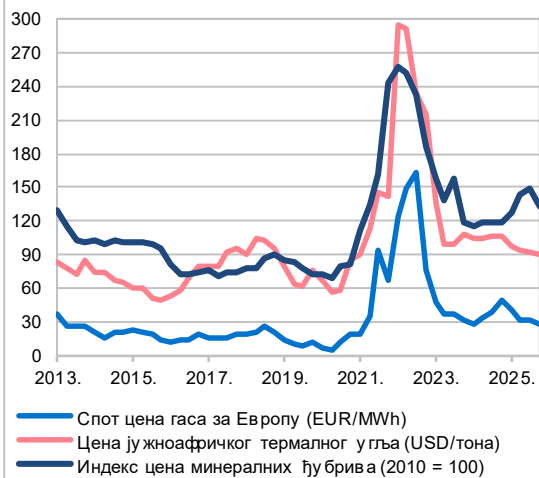
(крај тромесечја, у USD)



Извор: Блумберг.

⁵ Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2020). „The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty”, *Journal of Monetary Economics*, 109, стр. 38–59.

Графикон III.1.13. Кретање цена природног гаса, термалног угља и минералних ђубрива (крај тромесечја)



Извор: Рефинитив и Светска банка.

берзи) пратила је динамику цене природног гаса током П1 2025, након чега се у П2 кретала доминантно узлазном путањом, првенствено услед повећане тражње, смањене производње из обновљивих извора, као и виших цена дозвола за емисију угљен-диоксида. И поред тога, она је у децембру 2025. била нижа за 11,7% у односу на исти период претходне године и у просеку износила око 98 евра по мегават-сату.

Светска цена термалног угља умерено је смањена током 2025, при чему је у децембру у просеку износила око 90 долара по тони, што представља пад од 13,8% мг. Повећана понуда водећих светских произвођача, пре свега Кине, Индонезије и Аустралије, високе залихе и слабљење глобалне тражње утицали су на пад цене угља, док је на повремена одступања у правцу раста утицало ограничење производње у Кини. Насупрот томе, **цене минералних ђубрива** кретале су се доминантно узлазном путањом током 2025, услед снажне тражње и ограничене понуде из земаља значајних извозника, с обзиром на рестрикције извоза Кине и санкције уведене Белорусији. Цене минералних ђубрива смањене су крајем 2025. године услед нижих цена инпута, пре свега природног гаса, али су, и поред тога, у децембру биле више за 11,1% мг.

Светске цене метала и минерала кретале су се доминантно узлазном путањом током 2025. године, при чему су у децембру биле за 19,2% више него годину дана раније, према индексу Светске банке. На раст цена метала и минерала доминантно су утицали повећана тражња тржишних учесника почетком 2025. због очекиваног раста цена након најављених виших царина САД, пад залиха, као и слабљење вредности долара.

Графикон III.1.14. Индекс светских цена примарних производа (2010 = 100)



Извор: Светска банка.

* Сиров а нафта, природни гас и угаљ.

** Бакар, алу минијум, руда гвожђа, олово, никл, цинк и калај.

Светске цене хране, мерене индексом ФАО, кретале су се доминантно узлазном путањом до августа 2025, након чега су смањене до краја године и у децембру су биле ниже за 2,3% мг. Када је реч о појединачним категоријама, у највећој мери су смањене цене шећера (24,0%), млечних производа (9,2%) и житарица (3,7%). Насупрот томе, током 2025. године повећане су цене меса и биљних уља, које су у децембру на мг. нивоу биле више за 3,9% и 1,9%, респективно. Током 2025. смањена је **светска цена какаоа** – за 42,5%, на око 5.930 долара по тони, док је **светска цена кафе** наставила да бележи волатилна кретања током године, али је композитни индекс кафе, који објављује Међународна организација за кафу, крајем децембра био виши за свега 1,2% мг.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, **дефицит текућег рачуна платног биланса** у 2025. износио је 4,3 млрд евра (4,9% БДП-а). Посматрано по компонентама, на раст дефицита текућег рачуна од 13,6% у поређењу са 2024. годином утицали су смањење суфицита у размени услуга са иностранством и раст дефицита на рачуну примарног дохотка, док су у супротном смеру деловали смањење дефицита робне размене и раст суфицита на рачуну секундарног дохотка.

Побољшање на рачуну робне размене, где је дефицит смањен за 4,2%, на 6,5 млрд евра, остварено је захваљујући бржем расту извоза од увоза. **Извоз робе** повећан је за 8,7%, на 32,5 млрд евра, упркос ниској екстерној тражњи узрокованој проблемима у европској индустрији,

као и неизвесности у вези са америчким царинским мерама, поготово током ПП. Као и претходних година, раст робног извоза у 2025. вођен је извозом прерађивачке индустрије (8,7%), који је повећан у 19 од 23 гране, захваљујући производној и географској диверсификацији инвестиција у претходном периоду. Посебно се издваја раст извоза грана повезаних са аутомобилском индустријом – моторних возила (32,5%) и производа од гуме и пластике (16,5%), на које се односило више од половине доприноса укупном расту извоза, што је резултат повећаних инвестиција у аутомобилску индустрију и почетка серијске производње електричних аутомобила и аутомобилских гума. Висок допринос расту извоза потекао је и од извоза прехранбених производа, машина и опреме, фармацеутских производа и основних метала. У супротном смеру деловао је мањи извоз електричне опреме, одеће и деривата нафте. При томе, извоз нафте и нафтних деривата смањен је за 17,0%, на шта су од октобра утицале и потешкоће у пословању Нафтне индустрије Србије након увођења санкција овом предузећу. Вођен извозом бакра, извоз рударства наставио је раст у 2025. години (22,8%), а повећан је и извоз електричне енергије (19,6%). С друге стране, две узастопне сушне године утицале су на ниже залихе и пад извоза пољопривреде (17,5%).

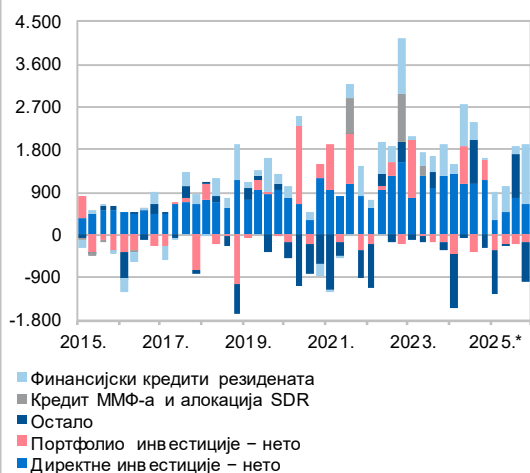
Робни увоз је повећан за 6,3%, на 38,9 млрд евра, вођен увозом репроматеријала и потрошне робе, који су повећани за 5,3% и 9,1%, респективно. Увоз средстава за рад повећан је за 2,5%, при чему је током новембра и децембра регистрован значајнији прираст увоза капиталних производа. По групама производа (СМТК), највећи прираст увоза забележен је код медицинских и

фармацеутских производа, друмских возила, електричних уређаја, електричне енергије, обојених метала и воћа и поврћа. Иако је, поред електричне енергије, повећан и увоз гаса, укупан увоз у оквиру категорије енергената смањен је (за 3,5%, на 4,4 млрд евра), под утицајем мањег увоза нафте, деривата и угља. При томе, код нафте су томе допринеле ниже цене и мање увезене количине, док је код нафтних деривата већи количински увоз у великој мери био компензован нижим ценама. Таква кретања су допринела побољшању салда енергетског биланса, где је дефицит смањен на 3,1 млрд евра у 2025. (са 3,4 млрд евра у 2024. години).

Суфицит у размени услуга смањен је у 2025. за 17,6%, на 2,3 млрд евра, услед бржег раста увоза од извоза услуга (10,9% наспрам 5,3%). На смањење суфицита највише је утицао раст увоза туристичких услуга, што указује на повећање расположивог дохотка становништва, за којим следи раст дефицита у размени транспортних услуга. С друге стране, суфицит у размени ИКТ услуга наставио је да расте, при чему је извоз ових услуга премашао 4,5 млрд евра, а суфицит је повећан и код пословних услуга.

Дефицит на рачуну примарног дохотка повећан је за 6,8%, на 5,6 млрд евра, пре свега услед већих расхода по основу дохотка од СДИ. То је и очекивано ако се има у виду висок ниво СДИ у

Графикон III.2.1. Структура финансијског биланса*
(у млн EUR)



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије
(у млн EUR)

	2024.	2025.*
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-3.787,5	-4.302,0
1. Салдо робне размене	-6.769,7	-6.487,1
1.1. Извоз	29.858,5	32.457,1
1.2. Увоз	-36.628,2	-38.944,1
2. Салдо услуга	2.820,0	2.323,0
2.1. Извоз	14.458,8	15.229,1
2.2. Увоз	-11.638,9	-12.906,1
3. Салдо робе и услуга	-3.949,7	-4.164,1
3.1. Извоз робе и услуга	44.317,4	47.686,2
3.2. Увоз робе и услуга	-48.267,1	-51.850,2
4. Примарни доходак	-5.219,5	-5.574,4
5. Секундарни доходак	5.381,6	5.436,6
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	145,6	163,3
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	6.030,1	3.100,6
1. Директне инвестиције – нето	4.602,5	2.278,2
2. Портфолио инвестиције – нето	428,1	-881,0
3. Финансијски деривати – нето	35,5	37,1
4. Остале инвестиције – нето	964,0	1.666,3
4.1. Трговински кредити	-129,3	-1.283,5
4.2. Финансијски кредити	1.509,3	2.579,7
4.3. Готов новац и депозити – нето	-471,4	336,4
4.4. Остало – нето	55,5	33,6
IV. Средства резерви	2.834,5	-1.547,7
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	446,3	-509,5
VI. УКУПНИ БИЛАНС	2.834,5	-1.547,7

Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

¹⁾ По BPM6 методологији, осим знаковне конвенције.

Србији, што подразумева и веће расходе за исплату дивиденди.

Суфицит на рачуну секундарног дохотка износио је 5,4 млрд евра и био је виши за 1,0% у односу на 2024. годину. Од тога, нето прилив дознака повећан је за 2,2%, на 4,6 млрд евра. Повећани су и остали трансфери, док су нето приливи по основу званичне помоћи и трансфера Влади смањени.

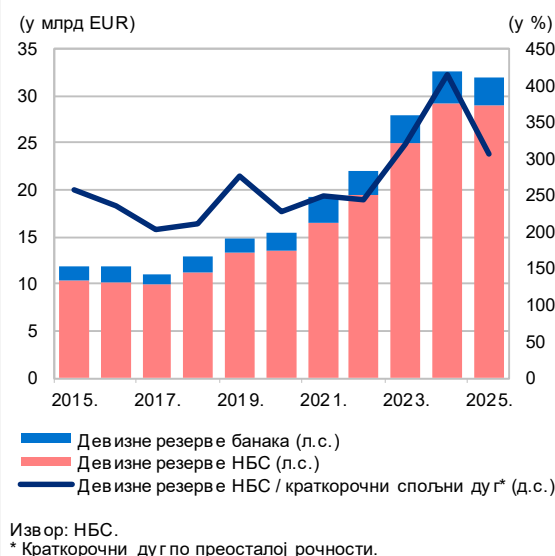
Нето прилив капитала на **финансијском рачуну платног биланса** у 2025. износио је 3,1 млрд евра, а највећим делом чинили су га приливи по основу финансијских кредита и СДИ.

Прилив СДИ у Србију износио је 3,5 млрд евра и био је за трећину мањи у односу на рекордни прилив из 2024. године. Неповољнији инвестициони сентимент у 2025. може се довести у везу с глобалним трговинским тензијама и друштвено-политичким дешавањима у Србији. Структура СДИ остала је повољна, пошто је око 70% прилива било у облику власничког капитала и реинвестиране добити. Највише улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију, рударство, стручне, научне, иновационе и техничке делатности и грађевинарство. Задржана је и висока географска распрострањеност СДИ. Истовремено, првенствено под утицајем једнократних фактора, улагања резидената у иностранство (1,2 млрд евра) удвостручена су у односу на 2024. годину. То је утицало да у 2025. нето прилив СДИ износи 2,3 млрд евра.

Током 2025. нерезиденти су смањили улагања у ХоВ на домаћем тржишту, будући да је износ нето продаје на секундарном тржишту надмашио улагања у корпоративне обвезнице и државне ХоВ на примарном тржишту. Поред тога, резиденти, а пре свега банке, куповали су иностране ХоВ, што је, уз доспеће претходно емитованих државних ХоВ, утицало на то да по основу **портфолио инвестиција** буде регистрован нето одлив капитала од 881,0 млн евра.

По основу **осталих инвестиција** остварен је прилив од 1,7 млрд евра, чему је највише допринело задуживање резидената према иностраним кредиторима. По основу **финансијских кредита** остварен је нето прилив од 2,6 млрд евра, при чему су се највише задужила предузећа (1,6 млрд евра), док се остатак прилива односио на задуживање банака и Владе. С друге стране, по основу **трговинских кредита** и аванса регистрован је одлив у износу од 1,3 млрд евра.

Графикон III.2.2. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга



Истовремено, домаће банке су смањиле средства на рачунима у иностранству, при чему је то смањење било израженије од смањења средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, што је утицало на то да по основу **готовог новца и депозита** буде забележен прилив од 336,4 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)⁶ током 2025. буду смањене за 1,5 млрд евра.

Уколико се посматра номинални износ бруто девизних резерви Народне банке Србије, оне су на дан 31. децембра 2025. године износиле 29.008,3 млн евра и у односу на крај 2024. године биле су мање за 286,2 млн евра. Овај ниво резерви обезбеђивао је покривеност новчане масе М1 од 156,1% и 6,7 месеци увоза робе и услуга, што је више него двоструко изнад стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама. Истовремено, нето девизне резерве износиле су 24.636,2 млн евра, што је смањење за свега 57,1 млн евра у односу на крај 2024. године.

У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне ХоВ, чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и првокласних иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви на крају године највеће учешће имале су иностране ХоВ

⁶ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

(54,7%), затим злато (21,4%), девизна средства на рачунима у иностранству (18,6%), ефективни страни новац (5,1%) и *SDR* код ММФ-а (0,2%).

Најзначајнији девизни приливи у 2025. години остварени су по основу коришћења кредита за РС у укупном износу од 1.084,1 млн евра. Следи прилив по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства, који је износио 516,9 млн евра. Поред тога, приливи су остварени по основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁷ у износу од 437,1 млн евра, по основу нето продаје државних ХоВ РС емитованих на домаћем финансијском тржишту у износу од 241,2 млн евра, као и по основу донација у износу од 223,8 млн евра. Банке су по основу девизне обавезне резерве нето издвојиле 94,0 млн евра.

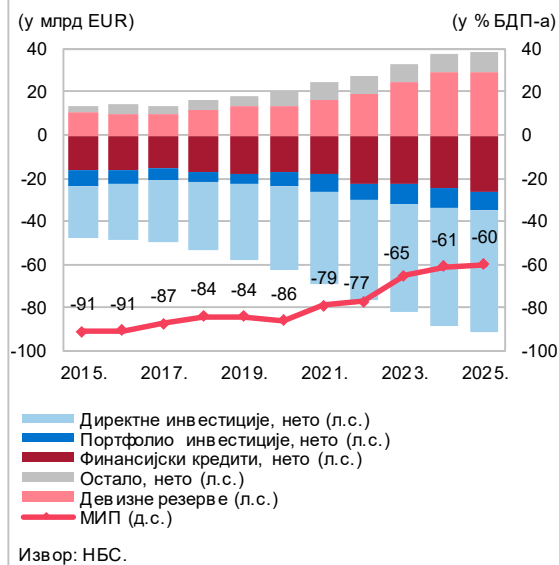
Најзначајнији одливи из девизних резерви Народне банке Србије реализовани су по основу редовног раздужења РС према иностраним кредиторима (главница и камата) у укупном износу од 2.472,6 млн евра, као и по основу измирења осталих девизних обавеза државе у укупном износу од 1.175,6 млн евра. Поред тога, по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у,⁸ нето продајом девиза реализован је одлив у износу од 490,0 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција, тј. разлика између средстава која поседују резиденти Србије у иностранству, с једне стране, и њихових обавеза према иностранству, с друге стране, била је негативна и на крају 2025. године износила је **53,2 млрд евра**, што је за 2,3 млрд евра више него на крају 2024. године. Међутим, у односу на снагу економије, захваљујући расту економске активности, учешће негативне међународне инвестиционе позиције у процењеном БДП-у смањено је и током 2025, пету годину заредом, за 1,1 п.п., на 60,0%. Важан фактор смањења екстерне рањивости представља чињеница да су СДИ чиниле око 106% нето међународне инвестиционе позиције.

У структури стране финансијске активе, која је на крају 2025. износила 53,4 млрд евра (што је за 1,5 млрд евра више него на крају 2024), **преко половине и даље чине девизне резерве (54,3%)**. Након тога следе остале инвестиције са учешћем од 29,5%, које се у највећој мери односе на потраживања од нерезидената по основу трговинских кредита и аванса и готовог новца и

Графикон III.2.3. Међународна инвестициона позиција



депозита, док је учешће потраживања по основу директних и портфолио инвестиција износило 12,1% и 4,0%, респективно.

У структури финансијске пасиве, чија је вредност на крају 2025. износила 106,6 млрд евра (што је за 3,8 млрд евра више него на крају 2024), позитивно је то што, упркос бројним изазовима, **СДИ** настављају да бележе највеће повећање. Као најповољнија дугорочна врста страних улагања, она и даље знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (**59,2%**), док **финансијски кредити** и **портфолио инвестиције** чине мањи део пасиве: 25,3% и 10,0%, респективно.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

У складу с непромењеним нивоом референтне каматне стопе Народне банке Србије, каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** током 2025. године нису бележиле знатне осцилације и крајем године задржале су се на нивоу сличном оном на почетку године. Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту, *BEONIA*, износила је 4,42%, док су се каматне стопе *BELIBOR* кретале у распону од 4,51% за најкраћу рочност до 4,73% за рочност од шест месеци.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ током 2025. године одржано је пет аукција за продају десетипогодишњих државних обвезница

⁷ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији Савезне Републике Југославије („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

⁸ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

и једна аукција за продају петогодишњих ХоВ. Посматрано укупно, тражња инвеститора на аукцијама била је за око 50% виша од продате номиналне вредности обвезница. На аукцији у јануару, првој након што је агенција *Standard & Poor's* доделила Србији кредитни рејтинг инвестиционог ранга, забележена је рекордна продаја динарских ХоВ. Продато је 111,3 млрд динара десетипогодишњих динарских ХоВ по номиналној вредности, готово четвороструко више од планираног обима, док је укупна тражња износила 158 млрд динара, што ову аукцију чини најуспешнијом до сада. Купонска и извршна стопа биле су изједначене на нивоу од 5,25%. Значајно интересовање страних инвеститора за ове хартије забележено је на примарној аукцији као и на секундарном тржишту. С обзиром на то да је планирана емисија од 120 млрд динара готово у потпуности реализована већ на првој аукцији, Управа за јавни дуг извршила је додатну емисију од 60 млрд динара у фебруару, чиме је укупан обим емисије десетипогодишњих динарских обвезница повећан на 180 млрд динара. На реотварањима аукција у марту, мају, септембру и новембру продате су обвезнице у номиналном износу од 57,1 млрд динара, уз тражњу од 83,9 млрд динара. Стопа приноса је у том периоду благо снижена и на последњој аукцији износила је 5,10%. На аукцији петогодишњих динарских обвезница у јулу продато је 35 млрд динара, док је тражња износила 65,3 млрд динара. Извршна стопа била је готово изједначена с купонском стопом на нивоу од 4,49%.

С обзиром на истовремено доспеће раније емитованих двогодишњих динарских ХоВ у износу од 100 млрд динара и петипогодишњих

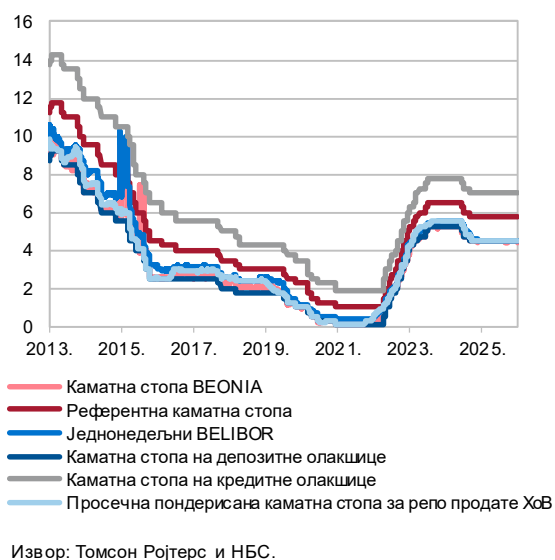
динарских ХоВ у износу од 106,4 млрд динара, стање портфеља динарских државних ХоВ на нивоу године благо је смањено и крајем године износило је 853,6 млрд динара.

Током 2025. године организоване су и две аукције дванаестогодишњих **државних обвезница у еврима**, у јулу и децембру. Укупно је продато 450 млн евра, уз тражњу од 640,7 млн евра. Извршне стопе на аукцијама износиле су 4,99% и 4,97%, респективно, односно биле су благо ниже од купонске стопе од 5,00%. Након доспећа раније емитованих хартија у износу од 207,3 млн евра, стање еврообвезница крајем године повећано је на 1.791,2 млн евра.

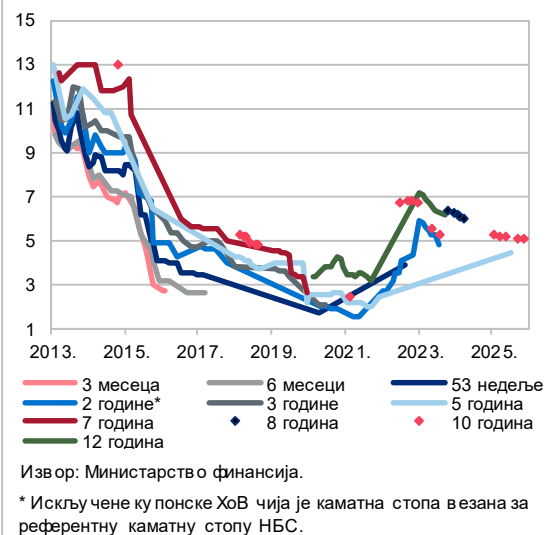
На секундарном тржишту динарских ХоВ промет је смањен у 2025. години за 49,1 млрд динара у поређењу са 2024. годином и износио је 260,1 млрд динара. Просечне пондерисане стопе приноса код државних ХоВ повећане су дуж криве приноса, што је делимично одражавало кретања на међународним финансијским тржиштима и задржавање повишеног нивоа глобалне неизвесности. Просечни приноси у децембру кретали су се у распону од 4,63% за преосталу рочност од око једног месеца до 5,07% за преосталу рочност до десет година.

Каматна стопа на нове **динарске кредите становништву** смањена је у 2025. за 1,8 п.п., на 8,1% у децембру. Највећи део смањења реализован је у Т4, пре свега услед пада каматне стопе на готовинске кредите, за 2,0 п.п., на историјски минимум од 8,2% у децембру. Ово смањење резултат је примене супервизорских очекивања Народне банке Србије из септембра 2025. године, усмерених на омогућавање

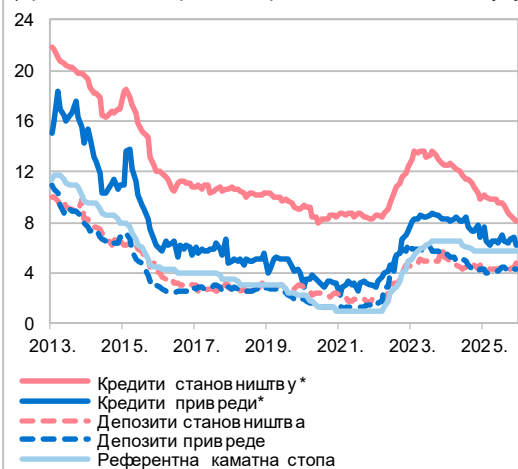
Графикон III.3.1. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.3.2. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.3.3. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

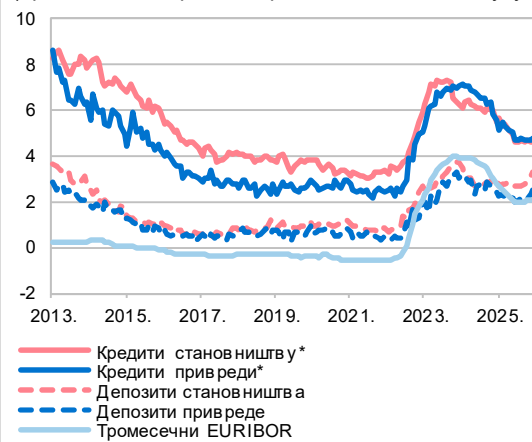
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

приступа повољнијим кредитима за грађане с редовним месечним примањима до 100.000 динара. Каматна стопа на **динарске кредите привреди** смањена је за 0,7 п.п., на 6,2% у децембру, услед ублажених кредитних стандарда током 2025. и нижих трошкова извора финансирања банака. Посматрано по наменама кредитирања, пад је био вођен смањењем каматне стопе на кредите за обртна средства и остале некатегорисане кредите за по 0,8 п.п., на 6,1%.

Попуштање монетарних услова од стране ЕЦБ-а одразило се на појефтињење домаћих кредита у евро знаку током 2025. године. Каматна стопа на **евроиндексиране кредите становништву** смањена је за 0,9 п.п., на 4,6% у децембру. Томе је првенствено допринео пад каматне стопе на стамбене кредите за 0,4 п.п., на 4,5%, вођен реализацијом субвенционисаних кредита по повољнијим условима из програма „Стамбени кредити за младе”. Каматна стопа на **евроиндексиране кредите привреди** смањена је током 2025. године за 0,8 п.п., на 4,8% у децембру, при чему је пад каматних стопа био широко распрострањеним по категоријама кредитирања. Међутим, највећи допринос смањењу укупне каматне стопе дало је појефтињење кредита за обртна средства, за 0,9 п.п., на 4,5%, и инвестиционих кредита, за 0,6 п.п., на 5,1%, који чине већину кредитирања привреде у евро знаку.

Народна банка Србије усвојила је Одлуку о привременом ограничењу каматних стопа током 2025. године, чиме је обезбедила примену ограничења дефинисаних Законом о заштити корисника финансијских услуга до његовог ступања на снагу 14. марта 2025. Ограничење од 5% за стамбене кредите продужено је до краја 2025, након чега ће у 2026. и 2027. години бити

Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

једнако просечној пондерисаној стопи увећаној за једну петину те стопе, а од 2028. године за једну четвртину.

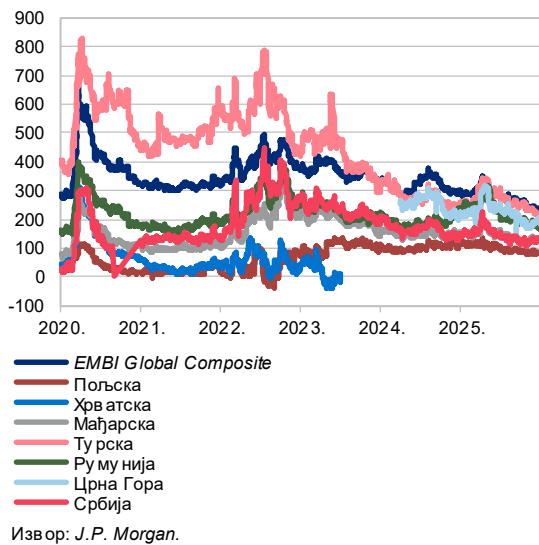
Законом су ограничене и номиналне каматне стопе на динарске готовинске, потрошачке и остале некатегорисане кредите физичким лицима. Током 2025. године ова ограничења су постепено смањивана, а крајем године износила су 12,69% за кредите у динарима и 6,89% за кредите у страниј валути.

Крајем 2025. ограничења за прекорачења по текућем рачуну износила су 19,75%, док су за дуг по кредитним картицама у динарима и страниј валути била дефинисана на нивоима од 17,75% и 14,15%, респективно. **Њихова примена одразила се на знатно смањење каматних стопа у децембру 2025. у односу на децембар 2024. године – за 7,6 п.п., на 14,7%, на дуг по кредитним картицама и за 10,8 п.п., на 17,1%, за прекорачења по текућем рачуну.**

Премија ризика земље и кредитни рејтинг

Глобална премија ризика кретала се узлазном путањом почетком 2025. године, под утицајем забринутости тржишних учесника да би раст царина и трговинских баријера на глобалном нивоу могао да створи нове инфлаторне притиске и ослаби привредни раст. Насупрот томе, ублажавање трговинских тензија и наставак процеса ублажавања монетарних услова водећих централних банака утицали су на њен пад у наставку године. Премија ризика Србије се током 2025. године кретала сличном динамиком као и у другим земљама у региону, са изузетком краја године, када је умерено повећана, што се може довести у везу с повећаном неизвесношћу услед

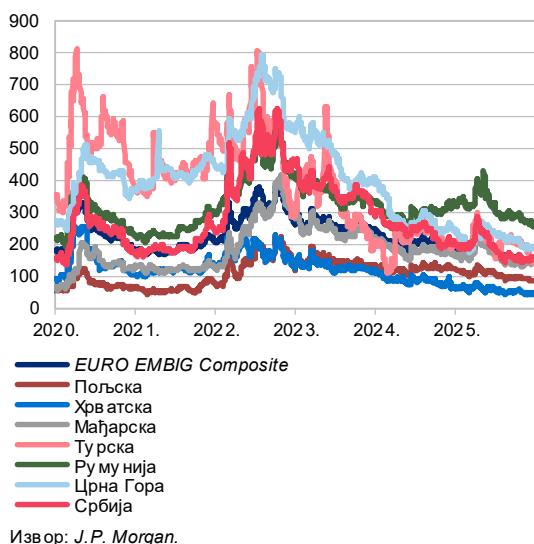
Графикон III.3.5. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – *EMBI* (дневни подаци, у б.п.)



ступања на снагу санкција Нафтної индустрији Србије.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима, изведена на бази *EMBI Composite*, смањена је током 2025. за 64 б.п. и крајем године износила је 231 б.п. Истовремено, премија ризика Србије на бази дуга у доларима смањена је за 16 б.п., на ниво од 131 б.п., при чему је и даље наставила да се креће знатно испод композитне мере ризика земаља у успону. Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, изведена на бази *EURO EMBIG Composite*, смањена је током 2025. за 46 б.п. и крајем године износила је 149 б.п., а у истој мери је смањена и премија ризика Србије на бази дуга у еврима, на ниво од 159 б.п.

Графикон III.3.6. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – *EURO EMBIG* (дневни подаци, у б.п.)



Табела III.3.1. Кредитни рејтинг (промена рејтинга и изгледа)

	2020.	2021.	2022.	2024.
S&P	BB+/ста- билни ³⁾	BB+/поз и-тивни ⁷⁾	BB+/ста- билни ⁴⁾	BB+/позитивни ²⁾ BBB-/ста- билни⁶⁾
Fitch				BB+/позитивни ⁵⁾
Moody's		Ba2/ста- билни ¹⁾		Ba2/позитивни ⁵⁾

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

Рејтинг агенција *Fitch* је у јануару и јулу 2025. године за Србију задржала позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга, уз задржавање кредитног рејтинга на нивоу **BB+**. Као кључне факторе за такве одлуке агенција је истакла адекватно вођену економску политику, пре свега одговорно управљање јавним финансијама и раст девизних резерви, као и виши ниво економске развијености од просека земаља истог нивоа кредитног рејтинга. На позитивну оцену рејтинга одражава се и чињеница да ће привредни раст водити инвестиције у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, јачање екстерне позиције и опадајућа путања јавног дуга, као и стабилизација инфлације.

4. Новац и кредити

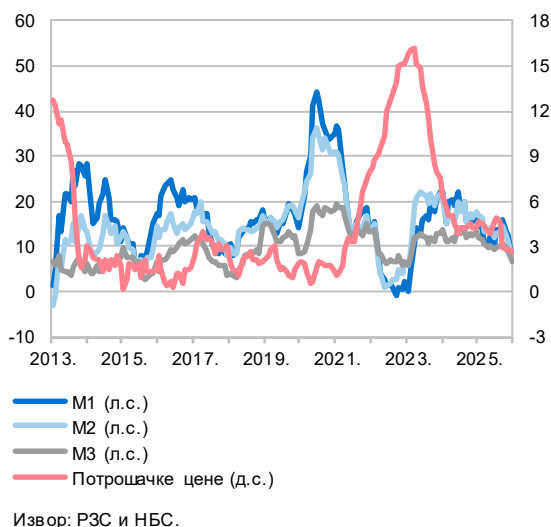
Монетарни агрегати M1, M2 и M3

Монетарни агрегати су током 2025. године наставили да расту, али по умеренијој динамици него у претходном периоду. У децембру је м.г. раст агрегата M1, M2 и M3 износио 6,9%, 7,0% и 6,6%, респективно. Успоравање раста новчане масе у највећој мери одражава спорију динамику депозита по виђењу, у условима умеренијег раста економске активности, док је у мањој мери томе допринело успоравање раста орочених динарских депозита, као и девизних депозита.

Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** су у 2025. години повећани за 110,8 млрд динара, чему је у сличној мери допринео раст депозита становништва и привреде. Код привреде, повећање је било најизраженије у грађевинарству и услужним делатностима, пре свега у секторима саобраћаја, складиштења, смештаја и исхране, као и у ИКТ сектору.

Орочени динарски депозити током 2025. године повећани су за 47,4 млрд динара, чему су у приближно једнакој мери допринели раст депозита становништва и привреде (услугних делатности и индустрије). Расту је у нешто мањој мери допринело и повећање депозита других

Графикон III.4.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене
(мг. стопе, у %)



Табела III.4.1. Монетарни преглед
(у млрд RSD)

	2024.	2025.	Промене у 2025.
Нето потраживања од иностранства	3.293.136	3.153.040	-140.096
Нето потраживања банака од иностранства	-151.062	-265.514	-114.451
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.870.101	2.348.854	478.752
Нето домаћи кредити	3.536.595	4.252.349	715.754
Нето потраживања од државе	-27.094	141.926	169.020
Пласмани држави	917.144	975.521	58.377
Депозити државе	-944.238	-833.595	110.643
Потраживања од невладиних сектора	3.563.689	4.110.424	546.735
Становништво	1.625.247	1.941.975	316.728
Привреда	1.830.615	2.024.545	193.930
Др. финансијске корпорације	72.707	71.213	-1.493
Локални нивои власти	34.680	71.660	36.980
Непрофитне и др. организације	441	1.031	590
Остала нето актива	-1.666.494	-1.903.496	-237.002
Новчана маса М3	5.163.237	5.501.894	338.657
Новчана маса М2	2.685.365	2.874.126	188.761
Новчана маса М1	2.038.281	2.179.608	141.326
Готов новац у оптицају	399.640	430.183	30.543
Депозити по виђењу	1.638.641	1.749.424	110.783
Динарски штедни и орочени депозити	647.084	694.518	47.435
Девизни депозити	2.477.872	2.627.768	149.896

Извор: НБС.

финансијских организација. Динарска штедна резидената је у децембру 2025. достигла нови рекордни ниво од 203,6 млрд динара.⁹

Девизни депозити у 2025. повећани су за 1,2 млрд евра, што је у највећој мери резултат знатног раста девизне штедне резидената, за око 1 млрд евра (на нови највиши ниво од 15,4 млрд евра у децембру¹⁰), док се остатак раста односио на повећање депозита других финансијских организација. С друге стране, девизни депозити привреде остали су на готово непромењеном нивоу. Раст депозита у сектору грађевинарства био је неутрализован смањењем депозита у индустрији и појединим услужним делатностима.

Кредити банака

Подржани ублаженим кредитним стандардима и повољним условима задуживања, **укупни домаћи кредити** немонетарном сектору, по искључењу ефекта промене девизног курса,¹¹ у 2025. повећани су за 15,4%. Тај раст је био вођен **кредитирањем становништва**, које је повећано за 19,5%, и **кредитирањем привреде**, које је такође остварило двоцифрен раст, од 11,3%.

Кредити привреди, искључујући ефекат промене девизног курса, повећани су током 2025. године за 190,7 млрд динара, готово подједнако вођени растом кредита за ликвидност и обртна средства (93,9 млрд динара) и инвестиционих кредита (92,6 млрд динара). Повећано је и задужење по кредитима за извоз и по текућим рачунима, док су обавезе по кредитима за увоз и осталим некатегорисаним кредитима смањене. Таква кретања утицала су на то да учешће инвестиционих кредита у укупним кредитима привреди буде повећано за 0,6 п.п., на 43,4%, а учешће кредита за ликвидност и обртна средства за 0,2 п.п., на 47,3%, док је њихов раст на нивоу године износио 12,8% и 11,8%, респективно. Повећано је задужење предузећа из свих делатности, а највише из енергетике, трговине, пословања некретнинама и грађевинарства. Кредити одобрени сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа повећани су за 11,2%, док је њихово учешће у укупним кредитима привреди у децембру износило 60,6% и готово да није промењено у односу на крај 2024. године.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су током 2025. за 315,3 млрд динара. Тај раст био је вођен растом готовинских кредита (167,2 млрд динара) и

⁹ Новчане масе укључују само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедна је крајем децембра износила 206,2 млрд динара.

¹⁰ Ако се искључе средства нерезидената, девизна штедна је крајем децембра износила 16,2 млрд евра.

¹¹ Рачунато по новом програмском курсу на дан 30. септембра 2024.

Графикон III.4.2. Доприноси м. расту кредита привреди

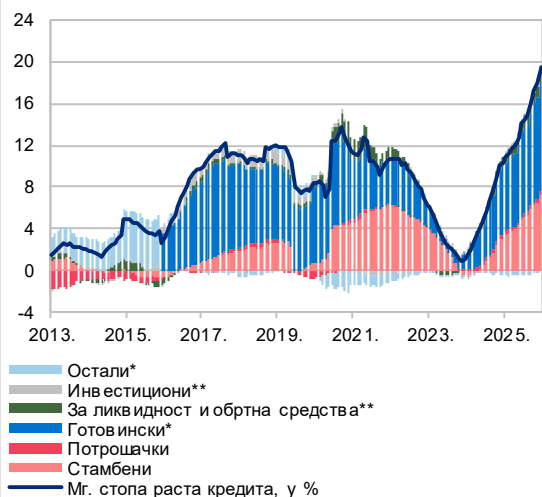
(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



стамбених кредита (117,7 млрд динара), а допринеле су му и мере које омогућавају повољније услове задуживања грађана с нижим примањима. Расту стамбених кредита допринело је и одобравање кредита из програма за младе, на које се односило 35% повећања стамбених кредита у 2025. години. Повећано је и задуживање грађана по потрошачким кредитима, а благи раст бележе и обавезе по кредитним картицама и текућим рачунима. Таква кретања су утицала на то да учешће готовинских кредита у укупним

Графикон III.4.3. Доприноси м. расту кредита становништву

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



* Обухвата доприносе потраживања по трансакционим рачунима, кредитним картицама и осталим некатегорисаним кредитима, а до децембра 2015. и допринос готовинских кредита.

** Кредити одобрени предузетницима.

кредитима становништву буде повећано за 1,1 п.п., на 47,4% у децембру, док је учешће следећих по заступљености, стамбених кредита, износило 38,2%. И готовински и стамбени кредити наставили су да убрзавају м. раст током године и у 2025. повећани су за 22,3% и 19,0%, респективно.

Кредитирање грађана подржано је **олакшицама за кориснике кредита. Ограничење каматних стопа** на стамбене кредите до краја 2025. износило је 5%. Поред ових каматних стопа, новим Законом о заштити корисника финансијских услуга¹² ограничене су и каматне стопе на готовинске и потрошачке кредите, на задужење по кредитним картицама и на прекорачења по текућем рачуну.¹³ Од 15. септембра 2025. у понуди банака налазе се **кредити с нижим каматним стопама за грађане с нижим примањима** – стамбени кредити за купце прве стамбене непокретности, динарски готовински и потрошачки кредити и кредити за рефинансирање.¹⁴

Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке, након поштравања у Т1, у наредним тромесечјима ублажавале кредитне стандарде за привреду. Према оцени банака, томе су допринеле посебне кампање ка клијентима (обухваћене у оквиру „других фактора”), а у појединим периодима и нижи трошкови извора за кредите. Код сектора становништва, кредитни стандарди ублажавани су током целе године, и то пре свега за динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, као и за девизно индексиране стамбене кредите, а затим за потрошачке кредите. На ублажавање стандарда за кредите становништву највише је утицало деловање конкуренције, а током П1 и нижи трошкови извора финансирања. Банке су оцениле да се пад тражње привреде за кредитима у Т1 претежно односио на дугорочне кредите и определила га је мања тражња великих предузећа. У наредним тромесечјима привреда је повећала тражњу и за динарским и за девизно индексираним кредитима, а раст је био израженији на сегменту малих и средњих предузећа. Томе су пре свега допринеле потребе финансирања обртних средстава, за којим следи финансирање инвестиција. Грађани су највише повећали тражњу за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање и за девизно индексираним стамбеним кредитима, а затим за

¹² „Службени гласник РС”, бр. 19/2025.

¹³ За више детаља о ограничењу каматних стопа видети Извештај о инфлацији – мај 2025, Осврт 1.

¹⁴ За више детаља о мерама за повољније кредитирање грађана с нижим примањима видети Извештај о инфлацији – новембар 2025, Осврт 3.

Графикон III.4.4. Промена кредитних стандарда привреди и утицај фактора (у нето %)



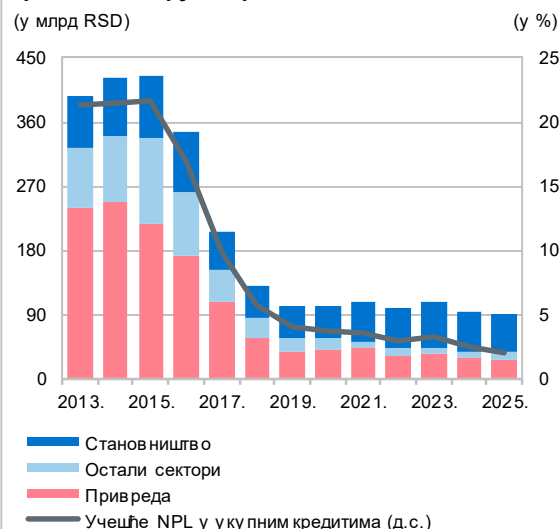
Извор: НБС.

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

потрошачким кредитима. Према оцени банака, раст тражње је био одређен потребама за рефинансирањем постојећих кредита, набавком трајних потрошних добара, растом зарада, а од Т2 и куповином непокретности. Поједине банке навеле су да је на повећану тражњу за кредитима утицало и ограничавање каматних стопа.

Бруто *NPL* показатељ спустио се на нову до тада најнижу вредност од 2,11% у децембру, што је за 0,4 п.п. ниже у односу на крај 2024. године. За исто толико је смањен и *NPL* показатељ сектора привреде,¹⁵ на 1,4%, док је за сектор становништва¹⁶ овај показатељ смањен за 0,7 п.п.,

Графикон III.4.6. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



Извор: НБС.

¹⁵ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима такође је смањено за 0,4 п.п. и у децембру је износило 1,6%.

Графикон III.4.5. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



Извор: НБС.

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

на 2,7%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 112,4% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 61,5% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају 2025. године износио је 20,2%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

Узимајући у обзир важеће смернице и препоруке Европског одбора за системски ризик, Народна банка Србије је у децембру донела одлуку да **повећа стопу контрацикличног заштитног слоја капитала на 0,5%**¹⁷ (са 0%), коју ће банке бити у обавези да примењују од 15. децембра 2026. године. Иако је банкарски сектор у Србији високо капитализован, ликвидан и профитабилан, повећањем ове стопе Народна банка Србије делује проактивно с циљем додатног јачања финансијске стабилности, посебно у условима изражене глобалне неизвесности. Повећањем ове стопе у периодима појачаног кредитног раста утиче се на стварање додатног слоја основног акцијског капитала, који може бити ослобођен ако се системски ризици материјализују.

5. Показатељи степена динаријације

У 2025. години Народна банка Србије наставила је да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије.

¹⁶ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

¹⁷ За више детаља о повећању стопе контрацикличног заштитног слоја капитала видети Извештај о инфлацији – фебруар 2026, Осврт 4.

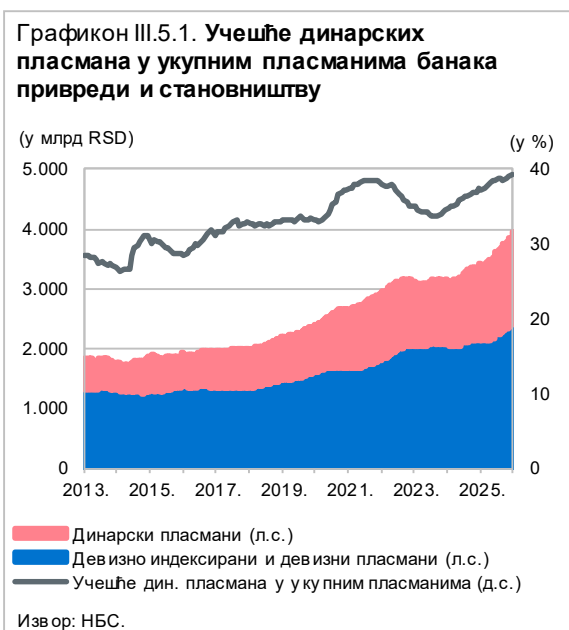
Мере монетарне политике које спроводи Народна банка Србије доприносе очувању макроекономске стабилности, релативне стабилности курса динара према евр, као и стабилности финансијског система, што представља главни предуслов за јачање поверења у динар.

Политиком обавезне резерве у 2025. години настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су значајно ниже у поређењу са стопама на девизне изворе. Када је реч о политици ремунације обавезне резерве, Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

Поред наведеног, динарске државне ХоВ и динарске обвезнице предузећа с прихватљивим бонитетом, за разлику од девизних ХоВ, укључене су у листу прихватљивог колатерала за монетарне операције Народне банке Србије.

Најважнији показатељи динаризации крајем 2025. године кретали су се на највишим нивоима или око њих.

Мерено учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, степен динаризации је током 2025. године повећан за 1,9 п.п. и крајем године достигао је рекордно висок ниво од 39,3%.

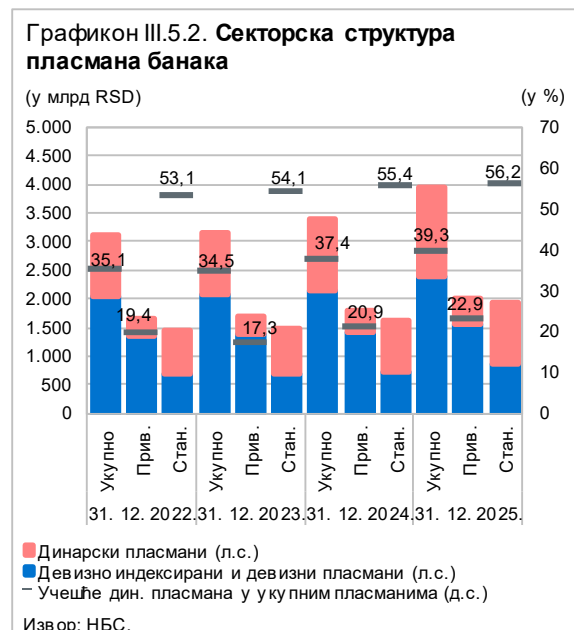


Посматрано по секторској структури, раст динаризации пласмана био је израженији код привреде (за 2,0 п.п.) и крајем године износио је 22,9%.

Ово повећање доводи се у везу с наставком раста динарских кредита за обртна средства током 2025, након што је у претходним годинама било забележено смањење кредита за ову намену, делом по основу доспећа динарских кредита одобрених у оквиру гарантних шема као облик подршке државе економији у условима пандемије вируса корона. У истом периоду, кредити у девизном знаку забележили су релативно скромнији раст.

Расту динаризации пласмана привреди погодује и мера Народне банке Србије,¹⁸ која се примењује почев од 2025. године, а којом се предвиђа умањење капитала за банке код којих учешће нових девизно индексираних кредита и кредита у инострану валуту одобрених нефинансијском и недржавном сектору од 1. јула 2023. године, као и дужничких ХоВ изражених у динарима с девизном клаузулом или у инострану валуту, премашу дефинисан лимит – при чему се тај лимит из године у годину постепено смањује (71% у 2025, 64% у 2026, 57% у 2027, а након тога 50%). На тај начин банке се стимулишу да у већој мери одобравају динарске кредите, уместо девизно индексираних и девизних кредита.

Степен динаризации пласмана становништву у 2025. години повећан је за 0,8 п.п. и крајем године износио је 56,2%.



¹⁸ Одлука о адекватности капитала банке („Службени гласник РС“, бр. 103/2016, 103/2018, 88/2019, 67/2020, 98/2020, 137/2020, 59/2021, 67/2022, 137/2022, 48/2023 и 110/2023, 102/2024, 41/2025, 70/2025, 101/2025 и 104/2025), члан 13а.

Раст овог показатеља доводи се у везу пре свега с повећањем готовинских кредита, који се претежно одобравају у динарима. Расту ових кредита ишло је у прилог смањење каматних стопа на динарске кредите, под утицајем претходног ублажавања монетарне политике, као и ефеката мера Народне банке Србије усмерених на олакшање одобравања и отплате кредита.

Међу поменутим мерама Народне банке Србије, од посебног значаја било је ограничење каматних стопа на кредите у оба валутна знака, које је трајно уређено новим Законом о заштити корисника финансијских услуга, као и мере према банкама, које укључују понуду готовинских, стамбених и потрошачких кредита, као и кредита за рефинансирање по повољнијим условима за грађане с нижим примањима.

Степен динаризације депозита привреде и становништва током 2025. године наставио је да расте (за 0,4 п.п.) и крајем године достигао је рекордно висок ниво од 46,9%. При томе, динаризација је повећана и код становништва и код привреде.

Код **привреде**, овај показатељ је у посматраном периоду значајније повећан (за 1,3 п.п.), тако да је крајем године достигао 63,8%, што је рекордно висок ниво. Такво кретање резултат је раста динарских депозита (за 6,0%), док су девизни депозити били практично непромењени.

Степен динаризације депозита **становништва** наставио је да бележи тренд раста, који је дугорочно присутан. Овај показатељ је у септембру 2025. достигао рекордно висок ниво (35,6%), али је до краја године смањен (на 35,3%),

што је ипак више у поређењу с крајем 2024. године (за 0,1 п.п.).

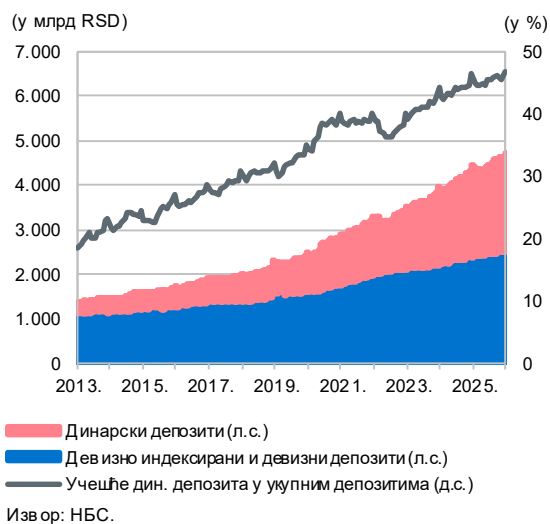
У валутној структури депозита становништва нешто бржи раст остварили су динарски депозити становништва (за 7,8%), а умеренији, али континуирани раст забележили су и депозити у девизном знаку (за 7,3% на нивоу године).

Од посебне важности за динаризацију депозита јесте и раст динарске штедње,¹⁹ који је, иако је у поређењу с претходним годинама успорио, и даље значајан (на нивоу 2025. раст износи 15,0 млрд динара или 7,8%), а крајем године динарска штедња је достигла рекордан износ од 206,2 млрд динара.

Динамичном расту динарске штедње доприноси њена већа исплативост у поређењу с девизном штедњом. Према анализама које Народна банка Србије редовно спроводи и објављује, захваљујући релативној стабилности курса динара према евр, вишим каматним стопама на динарску штедњу у односу на девизну штедњу, као и повољнијем пореском третману камате на динарску штедњу (с обзиром на то да се камата на динарску штедњу не опорезује), штедња у домаћој валути била је исплативија од штедње у еврима, без обзира на период орочења, односно и у кратком и у дугом року, а што је дужи период орочења, та разлика је већа у корист домаће валуте.

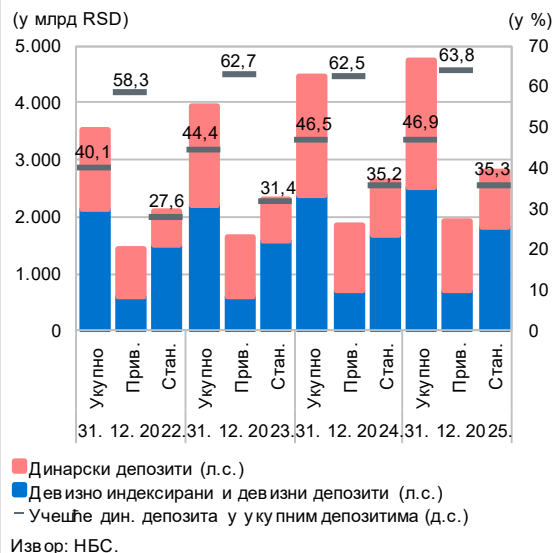
У наредном периоду очекује се да ће мере и активности које Народна банка Србије спроводи и које је донела у претходном периоду наставити да доприносе повећању динаризације.

Графикон III.5.3. Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва



¹⁹ Укључујући штедњу нерезидената.

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



6. Тржиште непокретности

У 2025. тржиште непокретности бележи раст вредности, активности купопродаје и цена.

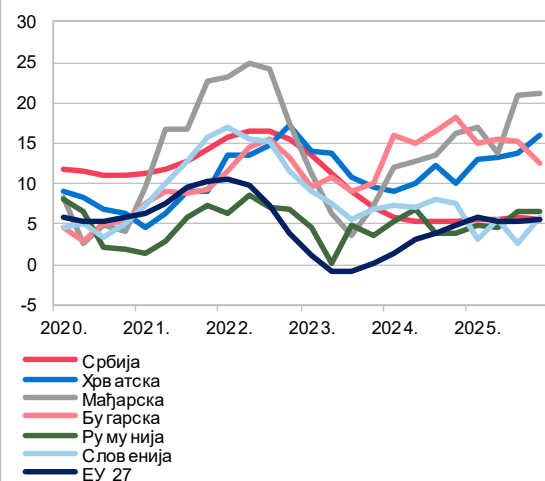
Према подацима Републичког геодетског завода, у 2025. укупан број купопродајних уговора на тржишту непокретности износио је 129.185, што је за 1,8% више него у 2024. години. Укупна вредност оствареног промета на тржишту непокретности у 2025. износила је 8,1 млрд евра и виша је за 8,6% него у претходној години.

Активност тржишта станова, мерена бројем купопродаја и укупном вредношћу, у 2025. години бележи раст. Број уговора којима су прометовани станови (49.771 уговора) порастао је за 5,5%, а укупна тржишна вредност (4,8 млрд евра) за 17,4% и чини 60% укупних новчаних средстава у промету непокретности.

Подаци Републичког геодетског завода указују на наставак **умереног раста цена станова**. Просечна цена станова у 2025. години износила је 1.719 EUR/m² (у староградњи 1.717 EUR/m², у новоградњи 1.706 EUR/m²), што је раст за 8,6% у односу на претходну годину. Мерена индексом цена станова, м.г. стопа раста цена станова на нивоу целе Србије повећана је у Т4 2025. за 5,7%, при чему су у истој мери повећане цене и у сегменту староградње и у сегменту новоградње. У Београду су цене порасле 6,3% м.г.

Број непокретности купљених из кредитних средстава порастао је за 8 п.п. у односу на 2024. годину – око 31% купљених станова у 2025. финансирано је на овај начин (23% у 2024). Расту стамбених кредита доприноси и одобравање

Графикон III.6.1. Кретање цена станова мерених индексом цена станова, у земљама региона (м.г. стопе, у %)



Извор: Eurostat и Републички геодетски завод.

Графикон III.6.2. Кретање броја издатих грађевинских дозвола и завршених станова



Извор: РЗС.

кредита из програма за младе, на које се односило 35% повећања стамбених кредита у 2025. години.

У међународном окружењу, према подацима Eurostat-а за Т4 2025, цене станова у земљама региона такође настављају да расту. Цене станова су највише порасле у Мађарској (21,2% м.г.) и Хрватској (16,1% м.г.). На нивоу целе ЕУ ове цене су порасле за 5,5% м.г.

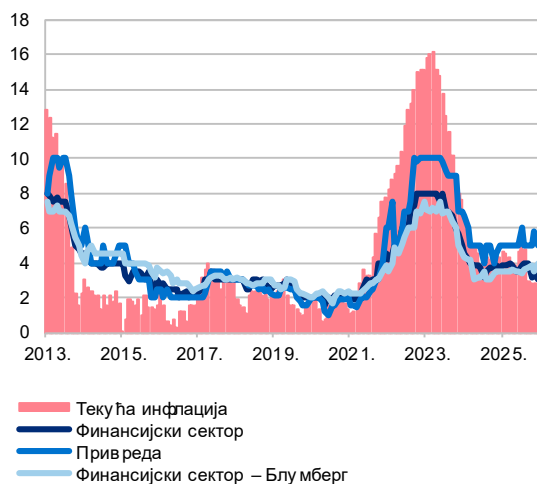
Према подацима РЗС-а, укупан број издатих грађевинских дозвола за зграде у 2025. (29.713 дозвола) смањен је за 2,4%, а вредност укупних грађевинских радова изведених за зграде нижа је за 3,9%. Број дозвола за станове (40.021 дозвола) повећан је за 1,3%.

7. Инфлациона очекивања

Краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора током 2025, другу годину заредом, кретала су се у границама циља, док су средњорочна очекивања већ дуже време у оквиру ових граница, чиме је потврђена адекватност мера монетарне политике које предузима Народна банка Србије.

Према резултатима анкета агенције Нинамедија, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, уз повремене осцилације, од јануара до децембра снижена су са 3,9% на 3,1%, што представља најнижи ниво од септембра 2021. године. Очекивања готово свих финансијских институција током целе године налазила су се унутар граница циља Народне банке Србије. Према резултатима анкете агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред већим делом

Графикон III.7.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



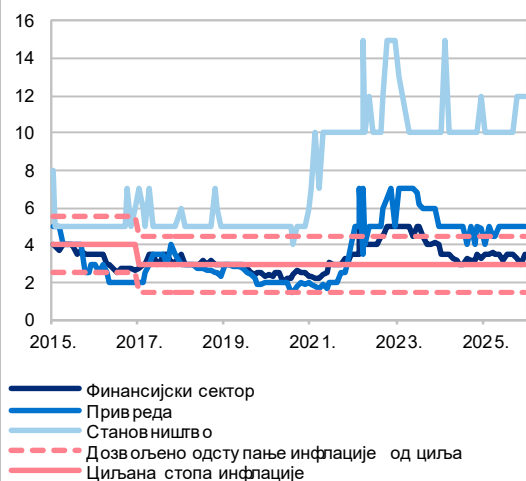
Извор: Галу п/Ипсос/Нинамедија, Блу мберг и НБС.

године била су на нивоу од 3,5%, док су у просеку износила 3,6%.

Инфлациона очекивања сектора привреде за годину дана унапред кретала су се на нивоу од 5,0% у највећем делу 2025. године. Удео предузећа која у наредна три, као и у наредних дванаест месеци, очекују раст цена инпута у производњи смањен је за 12,2 п.п. и 3,8 п.п., респективно. Такође, удео оних који у наредна три, као и у наредних дванаест месеци, очекују раст цена готових производа и услуга смањен је за 7,0 п.п. и 10,1 п.п., респективно.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва највећим делом године износила су 15,0%. У новембру су повећана на 18,0%, али већ у децембру ова очекивања су враћена на

Графикон III.7.3. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

Графикон III.7.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)



Извор: Галу п/Ипсос/Нинамедија и НБС.

15,0%. Према резултатима квалитативне анкете, становништво очекује да ће инфлација у наредних дванаест месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана, на шта указује индекс очекиване инфлације, који је у децембру износио 39,0 поена и био нижи од индекса перципиране инфлације (56,1 поен).

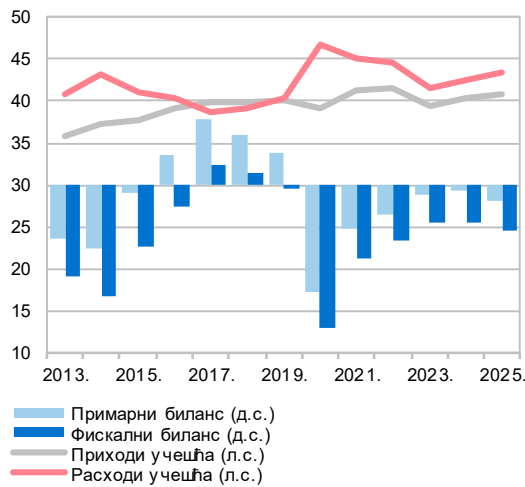
Инфлациона очекивања финансијског сектора за две и три године унапред кретала су се у границама циља Народне банке Србије, у распону од 3,0% до 3,5%. **Очекивања сектора привреде за две и три године унапред** током П1 2025. кретала су се у распону од 4,0% до 5,0%, а од јуна су се, за оба периода, усидрила на 5,0%. **Инфлациона очекивања становништва** за две и три године унапред највећи део године износила су 10,0%. Од октобра до краја године очекивања овог сектора за две године унапред износила су 12,0%, а за три године унапред 11,0%.

8. Фискална кретања

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

Јавни приходи у 2025. години, реално посматрано, повећани су за 4,0%, подстакнути растом пореза на доходак грађана, услед настављеног реалног раста зарада, чему је допринело повећање зарада у јавном сектору и минималне зараде. Расту прихода буџета

Графикон III.8.1. Фискални и примарни резултат буџета опште државе (у % БДП-а)

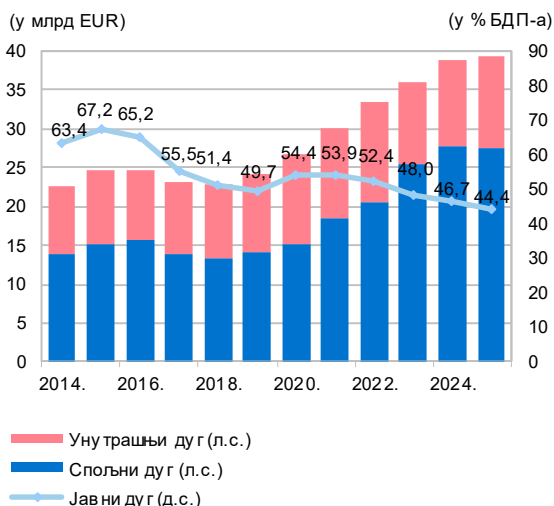


Извор: Министарство финансија.

допринели су и једнократни непорески приходи, односно уплата добити Народне банке Србије из 2024. године и приходи од аукције за 5Г лиценцу, као и приходи од ПДВ-а и акциза. **Јавни расходи** забележили су реални раст од 5,0%, у највећој мери вођен повећањем пензија и плата у јавном сектору, али и издацима за куповину робе и услуга. Капитални расходи достигли су рекордни ниво од 715,4 млрд динара.

Учешће јавног дуга централне власти у БДП-у износило је 44,4% у децембру 2025, што у односу на крај 2024. године представља смањење од 2,3 п.п. Смањење је највећим делом било одређено растом номиналног БДП-а, али и смањењем дуга у доларима по основу слабења америчке валуте.

Графикон III.8.2. Јавни дуг*



Извор: Министарство финансија.

* Централни ниво државе.

Према **средњорочном фискалном оквиру**, представљеном у Ревидираној Фискалној стратегији за 2026. годину са пројекцијама за 2027. и 2028. годину, и у складу с буџетом за 2026. годину, карактер фискалне политике биће умерено експанзиван у овој години. Пројектује се да ће дефицит у овој и наредној години износити око 3% БДП-а, након чега ће се постепено прилагодити фискалном правилу, чија ће примена започети 2029. године. Пројектовано је да ће капитални издаци остати и даље релативно високи због реализације инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027” и да ће бити у распону 6–7% БДП-а годишње.

9. Агрегатна тражња

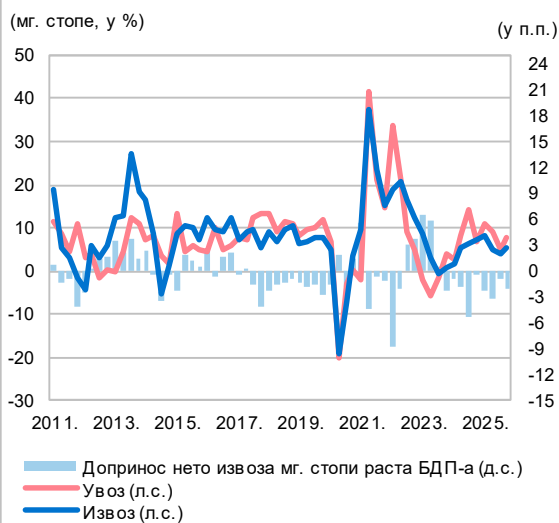
Реални раст БДП-а у 2025. години од 2,0% био је вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос свих њених компонената. С друге стране, нето извоз негативно је допринео расту економске активности услед бржег раста увоза од извоза.

Потрошња домаћинства је на нивоу 2025. године повећана за 3,1%, што је обезбедило допринос расту БДП-а од 2,0 п.п. На раст приватне потрошње указује реални промет у трговини на мало, који је у 2025. повећан за 4,3%, док је реални промет у угоститељству већи за 0,1% у односу на 2024. годину. На раст потрошње домаћинства указује и увоз потрошне робе, који је у 2025. години већи за 9,1%, захваљујући расту расположивог дохотка становништва. С друге стране, број долазака и ноћења домаћих туриста у 2025. години био је мањи за 2,4% и 5,4%, респективно. Ако посматрамо изворе приватне потрошње, раст потрошње домаћинства у 2025. био је вођен основним извором – масом зарада,

Графикон III.9.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачу н НБС.

Графикон III.9.2. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)

која је, номинално посматрано, забележила двоцифрени раст од 11,4%, док је реални раст масе зарада у 2025. достигао 7,2%. Истовремено, номинални раст пензија у 2025. износио је 11,0% (реално 6,8%). Погољнији услови кредитирања, као резултат досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, а од септембра 2025. и супервизорских мера усмерених на обезбеђивање погољнијих услова кредитирања за категорије становништва с нижим дохотком, обезбедили су додатну подршку потрошњи домаћинства преко раста кредита намењених потрошњи, који су убрзали мг. раст на двоцифрени ниво. Поред тога, дознаке становништва, након смањења током П1, од почетка П2 опоравиле су се и на нивоу године забележиле раст за 8,8%.

Државна потрошња је повећана за 3,1% у 2025. (уз допринос расту БДП-а од 0,5 п.п.), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и набавку робе и услуга, тако да је укупна домаћа потрошња порасла за 3,1% (уз допринос расту БДП-а од 2,5 п.п.).

Приватне инвестиције су задржале позитивну динамику у 2025. години и забележиле раст од 1,2%, упркос израженој глобалној неизвесности и друштвено-политичким тензијама у земљи, које су генерално утицале на смањење инвестиционог поверења. На раст инвестиционе активности указује раст обима производње капиталних производа од 7,5%, као и раст увоза опреме од 2,5% у 2025. години. Благо је повећана и производња грађевинског материјала (за 0,3%). С друге стране, упркос започетом опоравку крајем године, вредност изведених радова у 2025. години смањена је за 5,4%, а број издатих грађевинских дозвола за 2,4%. У погледу извора финансирања

Графикон III.9.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије
(тримесечни покретни просек, дсз.)

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

инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран сопственим средствима услед остварене високе профитабилности предузећа из претходних година (866 млрд динара у 2024. години). Такође, део инвестиција финансиран је од прилива СДИ, које су у 2025. достигле ниво од 3,5 млрд евра. Део раста подржан је и инвестиционим кредитима, који су у 2025. повећани за 13,1%. Наставак реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава допринео је расту **државних инвестиција** за 0,1% у 2025. У складу с тим, укупне фиксне инвестиције повећане су за 0,8% у 2025. (уз допринос расту БДП-а од 0,2 п.п.).

Повећање залиха, према нашој процени, позитивно је допринело расту БДП-а у 2025, што је великим делом резултат релативно ниске базе из претходне године, с обзиром на то да је знатан део залиха из претходних година био искоришћен током 2023. и 2024. године за домаћу потрошњу и извоз.

С друге стране, **нето извоз** је негативно допринео расту БДП-а у 2025. години са 2,0 п.п., што је било и очекивано с обзиром на бржи раст реалног увоза (8,0%) од извоза (5,6%), у условима већег увоза потрошне робе и туристичких услуга као резултат повећања расположивог дохотка, као и повећаног увоза неопходних сировина, репроматеријала и опреме за наставак инвестиционог циклуса. Расту извоза су допринеле пре свега претходне инвестиције у разменљиве секторе, које су знатно повећале извозну понуду прерађивачке индустрије.

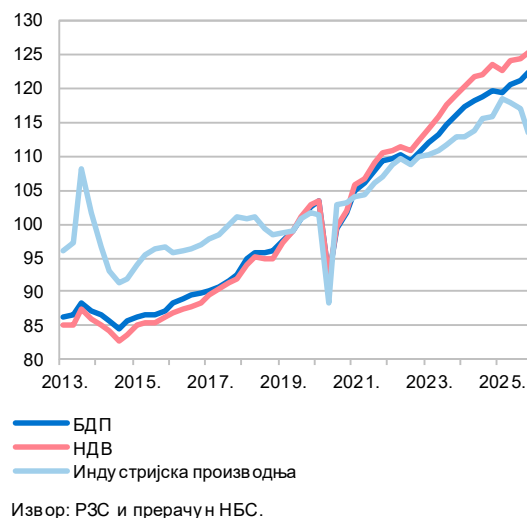
10. Економска активност

Економска активност је у 2025. години била под негативним утицајем више фактора – повећане глобалне неизвесности и друштвено-политичких дешавања у земљи, који су се негативно одразили на инвестиционо и потрошачко поверење, затим лоше пољопривредне сезоне и уведених санкција Нафтної индустрији Србије од октобра. Према процени РЗС-а, реални раст БДП-а у 2025. години износио је 2,0%. Носиоци раста БДП-а били су услужни сектори, при чему је позитиван допринос обезбедила и индустрија. Пољопривреда је имала готово неутралан утицај на економску активност, док је грађевинарство на нивоу године забележило пад активности, али уз опоравак у Т4.

Услужни сектори, збирно посматрано, забележили су раст од 2,7% у 2025. години (уз допринос расту БДП-а од 1,5 п.п.). На то упућују пре свега подаци из области трговине, с обзиром на то да је реални промет у трговини на мало у 2025. повећан за 4,3%. Повећан је и реални промет у угоститељству, за 0,1% у 2025. На повећану активност у ИКТ сектору указује даљи раст извоза ове групе производа, који је наставио да бележи двоцифрене стопе раста од 10,2% у 2025. години. Подаци о туристичком промету показују да је број долазака и ноћења туриста у 2025. у односу на 2024. годину мањи за 1,9% и 3,0%, респективно.

Раст **индустријске производње** у 2025. износио је 1,1%, вођен растом прерађивачке индустрије и рударства, док је обим производње у **електроенергетском сектору** смањен за 1,8%. Раст производње прерађивачке индустрије у 2025. износио је 1,1% и био би већи да током Т4 нису ступиле на снагу америчке санкције Нафтної индустрији Србије због већинског руског

Графикон III.10.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, 2019 = 100)



власништва. Обим производње повећан је у десет од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос обезбедила је производња моторних возила (која је у 2025. повећана за 35,4%) и производа од гуме и пластике (раст од 16,7% у 2025), што се може довести у везу с почетком серијске производње електричних возила у Крагујевцу и аутомобилских гума. Највећи негативан допринос расту прерађивачке индустрије потекао је од смањења обима производње одевних предмета, производње кокса и нафтних деривата, као и пада производње домаћих машина. Обим производње у **рударству** порастао је за 4,7% у 2025. години, захваљујући убрзању раста експлоатације угља и руде метала.

Грађевинарство је у 2025. години забележило пад од 5,5%, услед смањеног обима активности

Графикон III.10.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Графикон III.10.3. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



током прва три тромесечја, док је у Т4 остварен раст у овом сектору од 10,6% м.г. На пад активности сектора грађевинарства упућује вредност изведених радова, која је у 2025. мања за 5,4%, као и број издатих грађевинских дозвола, који је у односу на 2024. мањи за 2,4%. С друге стране, увоз грађевинског материјала у 2025. години повећан је за 3,8%, а његова производња за 0,3%.

Када је реч о **пољопривреди**, подаци РЗС-а о прелиминарној процени раста БДП-а у 2025. години указују на благи пад пољопривредне производње на нивоу године (-0,3%) и неутралан допринос БДП-у, будући да је производња већине јесењих култура и воћа нижа него у 2024. години.

Нето порези су у 2025. години, услед раста потрошње и пореских прихода, повећани за 3,5%, што је допринело расту БДП-а са 0,6 п.п.

11. Зараде и запосленост

Током 2025. кретања на тржишту рада била су релативно стабилна, при чему се, у поређењу са 2024. годином, бележи благо смањење запослености и регистрованог броја незапослених, уз наставак раста просечне и минималне зараде.

На нивоу целе 2025. просечна **номинална нето зарада** износила је 109.462 динара, чиме је остварила раст од 11,5%. При томе, нешто бржи раст забележиле су зараде у јавном сектору (12,1%) него у приватном сектору (11,3%), али је јаз између плата у јавном и приватном сектору остао на готово непромењеном нивоу у односу на 2024. годину и износио је 1,04. Минимална цена рада повећана је почетком године на 308 динара

по сату, док је ванредним повећањем у октобру подигнута на 337 динара по сату, чиме је тада, први пут од када постоје упоредиви подаци, минимална зарада прешла ниво од 500 евра. Медијална нето зарада у 2025. години у просеку је износила 84.623 динара, што представља раст од 12,0% у односу на 2024. годину.

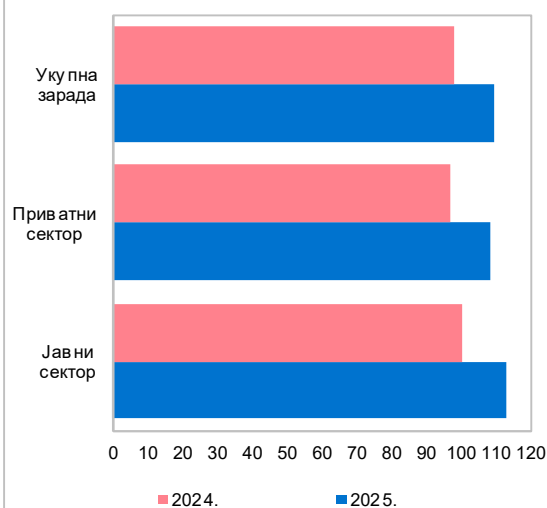
И током 2025. године м.г. раст зарада је остао широко распрострањен, при чему је раст био двоцифрен у готово свим делатностима (изузев у сектору рударства и ИКТ сектору), а најизраженији у областима образовања (14,2%), уметности, забаве и рекреације (14,1%) и прерађивачке индустрије (13,9%).

Као доминантан извор потрошачке тражње, укупна номинална **нето маса зарада** порасла је у 2025. за 11,4%, што је у потпуности резултат наставка раста номиналних зарада у свим делатностима.

Према нашој процени, **продуктивност укупне економије** у 2025. повећана је за 2,2%, пре свега као резултат раста економске активности.

Укупан **број формално запослених** у 2025. у просеку је смањен за око 5 хиљада лица (0,2%), услед смањења запослености код правних лица (за око 7 хиљада) и индивидуалних пољопривредника (за око 4 хиљаде), док је истовремено забележен раст запослености код предузетника (за око 6 хиљада). При томе, формална запосленост смањена је и у приватном и у јавном сектору. Број запослених у приватном сектору у 2025. години у просеку је износио око 1,75 млн лица, што представља пад од 0,1% у односу на претходну годину. У јавном сектору

Графикон III.11.1. Просечна номинална нето зарада
(у хиљ. RSD)



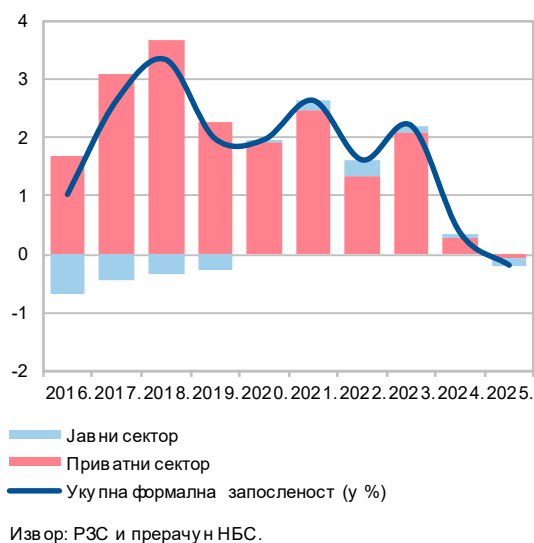
Извор: РЗС.

Графикон III.11.2. Просечне номиналне нето зараде по делатностима
(у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

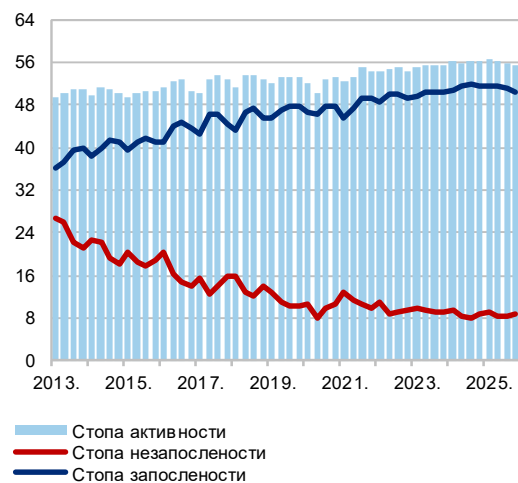
Графикон III.11.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености
(у п.п., просек године)



просечна запосленост у 2025. износила је око 611 хиљада лица, уз пад од 0,6% у односу на 2024. годину.

Највећи број новозапослених у 2025. у просеку је регистрован у административним и услужним делатностима и ИКТ сектору (за око 11 хиљада лица и око 3 хиљаде лица, респективно), за којима следи угоститељство (око 2 хиљаде лица). Када су у питању делатности које припадају претежно приватном сектору, регистрована запосленост у 2025. највише је смањена у прерађивачкој индустрији и стручним, научним, иновационим и техничким услугама (за око 12 хиљада лица и око 5 хиљада лица, респективно). Пад запослености у јавном сектору у потпуности је вођен смањењем запослености у државној управи, док је у образовању и здравству порасла запосленост.

Графикон III.11.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази*
(у %)



Током 2025. настављен је вишегодишњи тренд смањења **регистроване незапослености**, која је у просеку износила 346.459 лица, што је за око 25 хиљада незапослених мање него годину дана раније и уједно њен најнижи ниво откад постоје упоредиви подаци, према подацима Националне службе за запошљавање.

Према резултатима Анкете о радној снази, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (старости 15–64 године) у Т4 2025. износила је 72,7%, док је стопа активности (старији од 15 година) износила 55,5%, при чему су оне у односу на исти период 2024. године смањене за 0,2 п.п. и 0,8 п.п., респективно. Стопа укупне незапослености од 8,9% у Т4 2025. виша је за 0,3 п.п. него у истом периоду 2024, док је стопа запослености смањена за 0,9 п.п., на ниво од 50,5%.

Списак графикана и табела

Графикони

II.1.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	8
II.2.1.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	9
II.2.2.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	10
II.2.3.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	11
II.3.1.	Динамика инфлације – укупне, базне и <i>trimmed mean</i>	12
II.3.2.	Доприноси компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	12
II.3.3.	Доприноси компонената ИПЦ-а мг. инфлацији током 2025.	12
II.3.4.	Доприноси компонената мг. базној инфлацији током 2025.	13
III.1.1.	Реални раст БДП-а по групама земаља	14
III.1.2.	Реални раст БДП-а у зони евра и САД током 2025.	14
III.1.3.	Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији током 2025.	15
III.1.4.	Реални раст БДП-а на нивоу региона средње и југоисточне Европе током 2025.	15
III.1.5.	Инфлација по групама земаља	16
III.1.6.	Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом током 2025.	16
III.1.7.	Кретање ИПЦ-а у појединим земљама средње и југоисточне Европе током 2025.	17
III.1.8.	Кретање референтних стопа по земљама	17
III.1.9.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД	18
III.1.10.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	19
III.1.11.	Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту	19
III.1.12.	Кретање светских цена злата и нафте	19
III.1.13.	Кретање цена природног гаса, термалног угља и минералних ђубрива	20
III.1.14.	Индекс светских цена примарних производа	20
III.2.1.	Структура финансијског биланса	21
III.2.2.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	22
III.2.3.	Међународна инвестициона позиција	23
III.3.1.	Кретање каматних стопа	24
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	24
III.3.3.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	25
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	25
III.3.5.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	26
III.3.6.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	26
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	27
III.4.2.	Доприноси мг. расту кредита привреди	28
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита становништву	28
III.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и утицај фактора	29
III.4.5.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	29
III.4.6.	Учешће <i>NPL</i> у укупним пласманима, бруто принцип	29

III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	30
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	30
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	31
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	31
III.6.1.	Кретање цена станова мерених индексом цена станова, у земљама региона	32
III.6.2.	Кретање броја издатих грађевинских дозвола за станове и завршених станова	32
III.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	33
III.7.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	33
III.7.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	33
III.8.1.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	34
III.8.2.	Јавни дуг	34
III.9.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна	35
III.9.2.	Извоз и увоз робе и услуга	35
III.9.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	35
III.10.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	36
III.10.2.	Кретање показатеља економске активности	36
III.10.3.	Показатељи грађевинске активности	36
III.11.1.	Просечна номинална нето зарада	37
III.11.2.	Просечне номиналне нето зараде по делатностима	37
III.11.3.	Структура м.г. раста укупне формалне запослености	38
III.11.4.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	38

Табеле

III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	21
III.3.1.	Кредитни рејтинг	26
III.4.1.	Монетарни преглед	27