Народна банка Србије

2026

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2026

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
Београд, Краља Петра 12
Тел. 011/3027-100
Тел. 011/333-8000
www.nbs.rs
Тираж: 75 примерака
ISSN 2217-6292

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 Србије[2] 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 остваренim циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике, и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2026. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. септембра 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
EMBI – 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
OPEC – 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
FOMC – 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 7

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације 9

1. Монетарна политика од почетка 2026. године 9

Операције на отвореном тржишту 11
Депозитне и кредитне олакшице 12
Обавезна резерва 12
Каматне стопе 12
Операције на девизном тржишту 12
Девизни своп 13

2. Остварење циљане инфлације током П1 2026. године 13

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике 15

1. Међународно окружење 15

Економска активност и инфлација 15
Монетарна политика 18
Финансијска и робна тржишта 19

2. Међународне трансакције 21

Платнобилансна кретања и девизне резерве 21
Међународна инвестициона позиција земље 24

3. Кретања на финансијском тржишту 25

Каматне стопе 25
Премија ризика земље и кредитни рејтинг 27

4. Новац и кредити 28

Монетарни агрегати М1, М2 и М3 28
Кредити банака 29

5. Показатељи степена динаризације 31
6. Тржиште непокретности 33
7. Инфлациона очекивања 34
8. Фискална кретања 35
9. Агрегатна тражња 36
10. Економска активност 37
11. Зараде и запосленост 38

Списак графикона и табела 41

Резиме

Међународно економско окружење од почетка 2026. године било је обележено појачаном геополитичком неизвесношћу, пре свега услед **ескалације сукоба на Блиском истоку крајем фебруара**, која је довела до поремећаја у поморском саобраћају кроз Ормуски мореуз и снажних осцилација на светским тржиштима енергената. Раст цена нафте и гаса пренео се и на остале сегменте глобалне привреде, пре свега кроз више трошкове транспорта, енергије и минералних ђубрива, као и отежано функционисање појединих ланаца снабдевања. Ипак, упркос негативним ефектима геополитичких дешавања, **глобална привреда је у првој половини године показала већу отпорност него што се иницијално очекивало**. Према процени Међународног монетарног фонда из јула, раст светске привреде пројектован је на 3,0% у 2026. години, што је испод просечног раста од 3,5% оствареног у претходне две године. На отпорност економске активности утицали су снажнија домаћа тражња и фискална подршка у појединим земљама, као и наставак инвестиција у нове технологије и вештачку интелигенцију. Истовремено, већи удео обновљивих извора енергије и већа енергетска ефикасност глобалне производње у односу на ранији период допринели су ублажавању ефеката енергетског шока. Ипак, утицај ових фактора био је неуједначен, при чему су енергетски увозници били изложенији негативним ефектима раста цена енергената, док су земље укључене у глобалне технолошке ланце вредности имале користи од снажније технолошке инвестиционе активности.

Услед снажног раста светских цена нафте након ескалације сукоба на Блиском истоку, опадајући тренд **глобалне инфлације**, који је доминирао од почетка 2024. године, заустављен је у фебруару ове године. На то указује и убрзање моментума укупне глобалне инфлације, који је у периоду од фебруара до априла повећан за 4 процентна поена. Ипак, раст цена енергената за сада се није у значајнијој мери прелио на цене осталих производа и услуга, због чега је базна инфлација у већини земаља остала релативно стабилна. Разлика између кретања укупне и базне инфлације била је израженија у земљама које су биле више изложене поремећајима у снабдевању енергентима, док је била мања у земљама у којима су цене нафтних деривата биле ограничене. Краткорочна инфлациона очекивања повећана су у већини земаља, али се очекивања за 2027. нису значајније променила, што указује да, упркос појачаним инфлаторним притисцима, за сада није дошло до утицаја на усидреност инфлационих очекивања. Међународни монетарни фонд је у јулу пројектовао да ће глобална инфлација у 2026. години износити 4,7%, што је више од 4,1% из 2025. године. Према томе, **енергетски шок је привремено зауставио силазну путању глобалне инфлације, али се његов утицај на инфлаторне притиске за сада задржава у релативно ограниченим оквирима**.

Током летњих месеци непосредни негативни ефекти сукоба на глобалну економију у одређеној мери су се ублажили, али су изгледи и даље праћени неизвесношћу, при чему ће кретања на енергетским тржиштима, геополитичке прилике и трговинске политике водећих светских економија остати важни фактори за економска кретања у наставку године. **За земље нето увознице енергената, укључујући Србију, међународно окружење стога и даље представља ризик навише по инфлацију**, пре свега преко директних и индиректних ефеката виших цена енергената, **док би евентуално слабљење спољне тражње, више цене инпута и повећана неизвесност могли неповољно да утичу на привредни раст**.

Од почетка године па све до јуна, **Европска централна банка** није мењала висину својих каматних стопа, наглашавајући да монетарна политика искључиво зависи од пристиглих података, и то пре свега од тога да ли ће инфлаторни притисци из енергетског сектора остати привремени или ће се прелити на ширу економију кроз зараде и цене услуга. Цена нафте је од кључног значаја за привреду зоне евра, која увози скоро 60% својих енергетских потреба. Да би обезбедила ценовну

стабилност у условима виших цена енергената, Европска централна банка је у јуну проценила да треба да повећа своје три основне каматне стопе за 25 базних поена, што представља прво повећање од 2023. године. Каматне стопе на депозитне олакшице, главне операције рефинансирања и кредитне олакшице од тада износе 2,25%, 2,40% и 2,65%, респективно. Истакла је да пуни инфлаторни ефекти енергетског шока тек треба да се испоље, због чега ће пажљиво пратити његов интензитет и трајање, као и његове секундарне ефекте. За разлику од Европске централне банке, **Систем федералних резерви** је задржао циљани распон референтне каматне стопе на нивоу 3,50–3,75%, у сложеном макроекономском окружењу у ком се инфлација креће изнад циља, уз истовремене знаке слабљења тржишта рада и повећане геополитичке ризике. Зато се и одлука о задржавању распона референтне каматне стопе на непромењеном нивоу на састанку Система федералних резерви у јулу сматра једном од најнеизвеснијих у последњих десет година. Код централних банака у **региону средње и југоисточне Европе** које спроведе режим циљања инфлације, након избијања сукоба на Блиском истоку, углавном је уследио период опрезнијег вођења монетарне политике.

Опрезну монетарну политику водила је и **Народна банка Србије, не мењајући висину референтне каматне стопе од 5,75%**, која се на том нивоу налази од септембра 2024. Стопе на депозитне и кредитне олакшице такође су остале непромењене, на нивоу од 4,50% и 7,00%, респективно. У складу с наведеним, просечна пондерисана каматна стопа на реверзним репо аукцијама у првој половини ове године износила је 4,51%. Приликом доношења одлука на састанцима од почетка 2026. године, Извршни одбор је пре свега имао у виду изражене геополитичке тензије, које се одражавају на волатилна кретања на тржиштима енергента и могле би да се преносе и на друге сегменте глобалне привреде, пре свега на раст трошкова контејнерског транспорта и минералних ђубрива, као и отежано функционисање ланаца снабдевања. Све заједно би могло знатније погурати навише глобалну инфлацију. У таквим околностима, креатори економске политике у Србији координирано су спроводили мере ради очувања ценовне стабилности и ублажавања негативних ефеката екстерних шокова. **Држава** је одмах предузела мере усмерене на ограничавање раста цена нафтних деривата на домаћем тржишту – смањење акциза на гориво и снабдевање тржишта из сопствених извора. **Народна банка Србије** је наставила да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса. Притом је истицала да ће реаговати свим расположивим инструментима ако процени да раст светских цена има секундарне ефекте на остале цене преко инфлационих очекивања.

Међугодишња **инфлација** је од почетка године наставила да се креће у границама циља (3 ± 1,5%) и током првог тромесечја се задржала испод централне вредности циља од 3%. Од марта је, услед раста светских цена нафте и његовог утицаја на цене нафтних деривата, инфлација привремено бележила узлазну путању. Истовремено, цене хране и безалкохолних пића и након престанка важења уредбе о ограничењу маржи на прехрамбене производе и производе кућне хемије наставиле су да негативно доприносе инфлацији. У јуну се међугодишња инфлација поново нашла испод централне вредности циља и износила је 2,7%, да би у јулу додатно успорила на 1,9%. На нижу инфлацију највише је утицао већи међугодишњи пад цена хране од очекиваног, који је у јулу износио 6,1%, доминантно под утицајем снижених цена воћа и поврћа, услед изузетно доброг новог рода. И цене осталих прехрамбених производа биле су ниже него у истом месецу претходне године. Током првог тромесечја, међугодишња **базна инфлација** (мерена индексом потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) кретала се на нивоу од 4,2% у просеку, а током другог тромесечја око горње границе дозвољеног одступања од циља (4,5%), што је ниво на коме се налазила и у јулу. Кретање средњорочних **инфлационих очекивања** финансијског сектора око централне вредности циља указивало је на то да су за сада изостали већи секундарни ефекти енергетског шока на остале цене.

Иако је током прве половине 2026. године забележено умерено повећање каматних стопа, услови кредитирања су и даље релативно повољни. **Каматна стопа на нове динарске кредите становништву** повећана је за 0,4 процентна поена, на 8,5% у јуну, пре свега услед раста каматних стопа на готовинске кредите. Ово повећање уследило је након што су крајем 2025. године каматне стопе за ову категорију кредита достигле историјски минимум, под утицајем супервизорских очекивања Народне банке Србије усмерених ка обезбеђивању повољнијих услова кредитирања запослених с месечним примањима до 100.000 динара и пензионера. **Каматна стопа на нове динарске кредите привреди** повећана је за 0,9 процентних поена, на 7,1% у јуну. Посматрано по категоријама кредитирања, раст је у највећој мери

био последица повећања каматних стопа на кредите за обртна средства и остале некатегорисане кредите.

Каматне стопе на нове кредите у еврима повећане су у распону 0,2–0,3 процентна поена, у складу с растом стопа *EURIBOR* у распону 30–40 базних поена, у ишчекивању повећања каматних стопа Европске централне банке које је реализовано средином јуна. Каматна стопа на **евроиндексиране кредите становништву** повећана је за 0,2 процентна поена, на 4,8% у јуну. Притом, каматна стопа на стамбене кредите, који су и најзаступљенији, остала је непромењена на нивоу од 4,5% у јуну. Томе је допринела реализација субвенционисаних кредита по повољнијим условима из програма **„Стамбени кредити за младе”**. **Каматна стопа на евроиндексиране кредите привреди** повећана је током посматраног периода за 0,3 процентна поена, на 5,1% у јуну. **Каматне стопе на штедњу становништва у динарима и еврима** у јуну су се кретале на готово непромењеним нивоима од краја претходне године, на 4,9% и 3,4%, респективно.

Релативно повољни услови кредитирања резултирали су даљим растом **кредитне активности**, која је била значајна подршка економској активности. По искључењу ефекта промене девизног курса, кредитна активност према немонетарном сектору убрзала је раст на 16,6% међугодишње у јуну (са 15,4% у децембру 2025). Тај раст је био вођен **кредитирањем становништва**, чији је међугодишњи раст у јуну износио 20,0%, за којим следи **кредитирање привреде**, које је у јуну било више за 11,7% него пре годину дана. Поред раније ублажених кредитних стандарда, релативно повољних каматних стопа и промотивних понуда банака, високој реализацији кредита становништву доприносе мере које омогућавају повољније услове задуживања грађана с нижим примањима. Поред тога, раст стамбених кредита потпомогнут је одобравањем кредита из програма за младе, који су чинили око 44% повећања стамбених кредита у првој половини ове године. Раст кредитне активности, уз очување квалитета активе банака, допринео је томе да се **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима спусти на нову најнижу вредност од 2,0% у јуну**. Истовремено, **степен динаризације укупних пласмана привреди и становништву** забележио је крајем П1 највиши ниво до сада и износио је 40,7% у јуну. **Показатељ адекватности капитала** износио је 20,05% у јуну, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике. **Континуирано расте и штедња грађана и достиже рекордне нивое** – динарска штедња је крајем јуна повећана на 230,3 милијарде динара (укључујући и средства нерезидената), а девизна на 16,9 милијарди евра (укључујући и средства нерезидената), што указује на поверење у домаћи финансијски сектор и здраве изворе раста кредитне активности и у будућности.

Народна банка Србије очувала је релативну стабилност курса динара према евру и током прве половине 2026. године. У условима изражених геополитичких тензија реакције Народне банке Србије на девизном тржишту су биле одмерене, али и правовремене, уз уважавање свих фактора из домаћег и међународног окружења. Динар је према евру номинално ослабио за 0,1% током прве половине 2026. године. Притом, депрецијацијски притисци на динар преовладавали су током првог тромесечја, пре свега у јануару, највећим делом због деловања сезонског фактора (увоз енергената). Крајем марта и почетком априла слаби сезонски фактор и обнављају се апрецијацијски притисци који су преовладавали у другом тромесечју, великим делом захваљујући приливу девиза по основу извоза и страних директних инвестиција. Народна банка Србије је на међубанкарском девизном тржишту била нето продавац девиза у првом тромесечју у износу од 1,22 милијарде евра, а у другом тромесечју је била нето купац девиза у износу од 465 милиона евра, тако да је на нивоу прве половине 2026. нето продала девизе у износу од 755 милиона евра.

Када је реч о **реалном сектору**, након изазова почетком године, пре свега у секторима производње нафтних деривата и хемијске индустрије, бележе се повољнија кретања, чему је највише допринео услужни сектор, као и поновно покретање рада рафинерије у Панчеву крајем јануара. Према подацима Републичког завода за статистику, у првом тромесечју је остварен реални међугодишњи раст бруто домаћег производа од 3,2%, а у другом тромесечју од 3,8%, што је више него што се очекивало. Раст је био вођен услужним секторима, али и опоравком прерађивачке индустрије, уз наставак позитивних резултата у гранама повезаним са аутомобилском индустријом. Раст активности у другом тромесечју бележи се и у рударству, док је реализација пројеката повезаних са одржавањем изложбе „Експо”, а пре свега изградња саобраћајне инфраструктуре, резултирала опоравком и позитивним доприносом грађевинарства. На основу објављених података Републичког завода за статистику, позитиван допринос расту бруто домаћег производа у првој

половини године потекао је и од пољопривреде, као резултат веће производње пшенице и раног воћа и услед очекиваног опоравка приноса јесењих култура с прошлогодишњих изузетно ниских нивоа. Повољније остварење у првој половини године утицало је на ревизију навише пројекције раста бруто домаћег производа Народне банке Србије за ову годину за 0,2 процентна поена у августу у односу на мај, на 3,2%. Пројекција раста за 2027. годину није мењана, имајући у виду и даље присутне геополитичке тензије, наставак сукоба на Блиском истоку, волатилно кретање светских цена нафте и осталих енергената и неизвесност у погледу екстерне тражње.

Повољна кретања на тржишту рада настављена су и током прве половине 2026. године, о чему сведочи даљи раст просечне зараде, уз истовремено смањење регистроване незапослености на нови најнижи ниво до сада. **Просечна номинална нето зарада** у шест месеци ове године износила је 119.469 динара (1.018 евра), што је за 11,5% више него у истом периоду претходне године (8,4% реално посматрано). У нешто већој мери повећана је просечна зарада у јавном сектору у односу на приватни (12,4% наспрам 11,0%). Медијална и минимална зарада повећане су међугодишње за 12,4% и 20,5%, респективно, и у просеку су износиле 93.161 динар и 63.812 динара. Укупан број **формално запослених** у првој половини 2026. у просеку је износио 2,36 милиона, што је за 0,5% мање него у истом периоду претходне године. Истовремено, настављен је **вишегодишњи тренд смањења регистроване незапослености**, која је у јуну 2026. износила 333.804 лица, што је за око 11 хиљада незапослених мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци. Према подацима Анкете о радној снази, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, **стопа незапослености** је у другом тромесечју нижа за 1,3 процентна поена у односу на исти период прошле године, достигавши историјски најнижи ниво од 7,2%.

Према прелиминарним подацима, дефицит текућег рачуна платног биланса у првој половини 2026. године износио је 1,4 милијарде евра (3,1% бруто домаћег производа) и смањен је у поређењу са истим периодом 2025. године за 25,8%. На смањење дефицита текућег рачуна утицало је побољшање већине категорија платног биланса, а највише биланса размене робе и услуга. Упркос глобалној неизвесности и смањењу тражње из Европске уније и региона, **извозни сектор Србије** за сада показује отпорност, захваљујући производној и географској диверсификацији и претежно извозно оријентисаним страним директним инвестицијама. У посматраном периоду робни **извоз је растао брже од увоза**, што је резултирало смањењем дефицита у робној размени за 14,2% међугодишње, на 2,8 милијарди евра. При томе, **робни извоз** је повећан за 9,2% међугодишње, на 17,7 милијарди евра, вођен извозом прерађивачке индустрије, који је повећан за 9,0% међугодишње. Преко 70% раста извоза прерађивачке индустрије односило се на извоз моторних возила, који је захваљујући повећању капацитета у ауто-индустрији повећан за 51,1% међугодишње. **Робни увоз** је повећан за 5,3% међугодишње, на 20,5 милијарди евра. На раст увоза највише је деловао повећан увоз средстава за репродукцију (6,6% међугодишње), где спадају енергенти, као и увоз потрошне робе (2,2% међугодишње), док је увоз средстава за рад био благо нижи (за 0,4% међугодишње). **Суфицит у размени услуга** са иностранством повећан је за 6,9% међугодишње, на 1,3 милијарде евра, услед бржег раста извоза услуга (4,9%) од раста увоза услуга (4,5%).

На **финансијском рачуну платног биланса** током првог полугодишта остварен је нето прилив капитала од 1,9 милијарди евра. Највећи део прилива капитала односио се на приливе портфолио инвестиција (3,8 милијарди евра нето) по основу емитовања државних и корпоративних хартија од вредности на међународном тржишту, чији је један део одмах искоришћен за превремени откуп дела раније емитованих еврообвезница и враћање финансијских кредита. Прилив је остварен и по основу страних директних инвестиција, док су одливи забележени по основу трговинских кредита и повећања средстава банака на рачунима у иностранству. **Прилив страних директних инвестиција у Србију** у првој половини 2026. износио је 1,2 милијарде евра (за 26,6% мање него у истом периоду 2025). Прилив страних директних инвестиција имао је повољну структуру и претежно се односио на реинвестирану добит и власнички капитал, уз задржану географску и пројектну распрострањеност. Ако се узму у обзир улагања резидената у иностранство (која су била нижа за 57,6% међугодишње), нето прилив страних директних инвестиција у првој половини ове године износио је 837,4 милиона евра, што је за 10,3% више него у истом периоду претходне године.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да се девизне резерве Србије (према платнобилансној методологији) повећају током првог полугодишта 2026. за 674,5 милиона евра. **Бруто девизне резерве Народне банке Србије на крају јуна износиле су 29,6 милијарди евра, што је знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност.** Ниво девизних резерви обезбедио је покривеност новчане масе М1 од 165,2%, 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 високо ликвидне хартије од вредности чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви 30. јуна 2026. године највеће учешће имале су иностране хартије од вредности (55,3%), затим злато (21,0%), девизна средства на рачунима у иностранству (17,8%), ефективни страни новац (5,7%) и специјална права вучења код Међународног монетарног фонда (0,2%).

На консолидованом нивоу, током првог полугодишта 2026. остварен је дефицит државе од 55,8 милијарди динара (око 1% бруто домаћег производа), док је примарни биланс бележио суфицит у износу од 31,4 милијарде динара. **Јавни дуг централног нивоа власти** на крају јуна 2026. износио је 43,3% пројектованог бруто домаћег производа за 2026. годину, што је за 1,1 процентни поен ниже него на крају 2025. године. Наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу пројектује се и у средњем року, уз очување високог учешћа инвестиција државе повезаних с пројектима у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027".

Синхронизовано деловање монетарне и фискалне политике наставило је да доприноси очувању макроекономске стабилности и повољних изгледа за раст економске активности упркос израженој неизвесности у међународном окружењу. У наредном периоду, Народна банка Србије ће приликом доношења одлука о монетарној политици наставити да пажљиво сагледава кретања кључних монетарних и макроекономских показатеља и у домаћем и у међународном окружењу. Приоритет ће и даље бити очување ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку одрживом привредном расту, расту запослености и извозног потенцијала, као и очувању повољних услова за инвестиције у Србију.

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 дискрециono 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 ± 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 ± 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

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

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.

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 од почетка 2026. године

Извршни одбор Народне банке Србије водио је монетарну политику у досадашњем току године у складу с *Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2026. години*,[2] чиме је доприносио очувању макроекономске и финансијске стабилности у условима знатних изазова из међународног окружења. *Програм монетарне политике у 2026. години*, који је донет у децембру 2025, предвиђао је да ће при доношењу одлука Народна банка Србије процењивати природу и јачину домаћих и међународних фактора инфлације, укључујући и последице климатских промена, 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 подржава одрживи привредни раст. Такође, *Програм* је предвиђао да ће мере макропруденцијалне и микропруденцијалне политике бити коришћене комплементарно и транспарентно тако да не умање ефикасност основног инструмента монетарне политике.

Услови у домаћем и међународном окружењу захтевали су да се настави опрезан приступ у доношењу одлука о монетарној политици. **Извршни одбор Народне банке Србије од почетка 2026. 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 4,5% односно 7,0%. Одлуке да не мења висину референтне каматне стопе Извршни одбор је доносио узимајући у обзир средњорочне пројекције инфлације, али и чињеницу да су и даље изражене геополитичке тензије додатно биле појачане ескалацијом сукоба на Блиском истоку крајем фебруара.

Избијање сукоба на Блиском истоку крајем фебруара и поремећаји у поморском саобраћају кроз Ормуски мореуз, једну од кључних рута за глобалну трговину нафтом и гасом, довели су до **израженог раста светских цена енергената и повећане волатилности на енергетским тржиштима**. Ови шокови се преносе и на друге сегменте глобалне привреде, пре свега путем раста трошкова контејнерског транспорта и минералних ђубрива, отежано функционисање ланаца снабдевања, као и погоршање инвестиционог и потрошачког поверења. Истовремено, појачана неизвесност негативно утиче на међународне токове робе и капитала, који су и пре ескалације најновије кризе били изложени притисцима услед изражених трговинских тензија и протекционистичких мера у водећим светским економијама.

У новонасталим околностима, за земље нето увознице енергената, укључујући и Србију, **појачани су ризици навише по инфлацију и наниже по привредни раст**. Ризици навише по инфлацију односе се пре свега на директне ефекте раста цена енергената, али и на индиректне трошковне притиске и евентуалне секундарне ефекте преко раста инфлационих очекивања. Ризици наниже по привредни раст потичу од смањења реалне куповне моћи и слабљења тражње, као и виших трошкова производње, раста неизвесности и смањења поверења потрошача и привреде. Разматрајући кретања у међународном окружењу, Извршни одбор је истакао да интензитет и трајање ових ефеката у највећој мери зависе од даљег развоја геополитичке ситуације и кретања цена енергената на светским тржиштима, што је у тренутним околностима тешко предвидети и захтева посебан опрез носилаца монетарне политике.

У таквим околностима, креатори економске политике у Србији координирано су спроводили мере ради очувања ценовне стабилности и ублажавања негативних ефеката екстерних шокова. **Држава** је одмах предузела мере усмерене на ограничавање раста цена нафтних деривата на домаћем тржишту – смањење акциза на гориво и

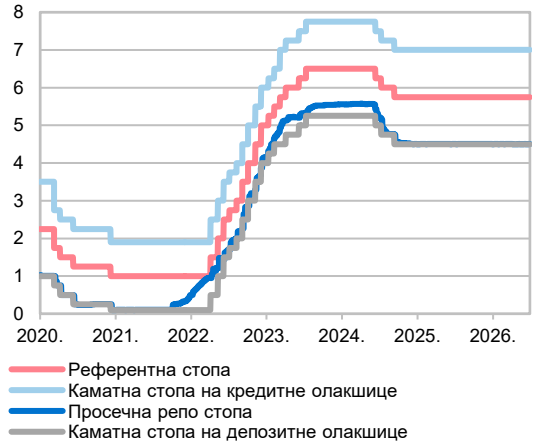
[2] „Службени гласник РС”, бр. 112/2025.

снабдевање тржишта из сопствених извора. **Народна банка Србије** је наставила да води опрезну монетарну политику, уз одржавање релативне стабилности девизног курса. Притом је истицала да ће реаговати свим расположивим инструментима ако процени да раст светских цена има секундарне ефекте на остале цене преко инфлационих очекивања.

Мг. **инфлација** је од почетка године наставила да се креће у границама циља (3 ± 1,5%) и током Т1 се задржала испод централне вредности циља од 3%. Допринос цена нафтних деривата мг. инфлацији је био повећан од марта, услед пораста светских цена нафте, док су цене хране и безалкохолних пића наставиле да бележе мг. пад, који је у марту износио 1,2%. Мг. инфлација је била на узлазној путањи од марта, услед поскупљења нафтних деривата због знатног раста светске цене нафте, да би се у јуну поново нашла испод централне вредности циља и износила је 2,7%, а у јулу додатно успорила на 1,9%. На нижу инфлацију од очекиване највише је утицао већи мг. пад цена хране од очекиваног, који је у јулу износио 6,1%, доминантно под утицајем снижених цена воћа и поврћа, услед изузетно доброг новог рода. И цене осталих прехрамбених производа биле су ниже него у истом месецу претходне године, при чему ни неколико месеци након престанка важења уредбе о ограничењу трговачких маржи за прехрамбене производе и производе кућне хемије није забележен знатнији раст цена. Мерена променом индекса потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, мг. **базна инфлација** је наставила да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља и

Графикон II.1.1. **Кретање референтне и просечне репо стопе**

(у %)



Извор: НБС.

у јулу је износила 4,5%. Кретање средњорочних **инфлационих очекивања** финансијског сектора око централне вредности циља указивало је на то да су за сада изостали већи секундарни ефекти енергетског шока на остале цене.

Разматрајући кретања у **реалном сектору**, Извршни одбор је истицао да се након изазова почетком године, пре свега у секторима производње нафтних деривата и хемијске индустрије, бележе повољнија кретања, чему је највише допринео услужни сектор, као и поновно покретање рада рафинерије у Панчеву крајем јануара. Очекивало се да ће проналажење дугорочно одрживог решења за несметано пословање Нафтне индустрије Србије додатно подржати привредни раст у наставку године. Према подацима РЗС-а, у Т1 је остварен реални мг. раст БДП-а од 3,2%, а у Т2 од 3,8%, што је више него што се очекивало. Раст је био вођен услужним секторима, али и опоравком прерађивачке индустрије, уз наставак позитивних резултата у гранама повезаним са аутомобилском индустријом. Раст активности у Т2 бележи се и у рударству, док је производња у енергетици наставила да се смањује мг. посматрано, као последица примене регулативе о прекограничном прилагођавању емисија угљеника, а делом и смањеног хидропотенцијала. Реализација пројеката повезаних са одржавањем изложбе „Експо", а пре свега изградња саобраћајне инфраструктуре, резултирала је опоравком и позитивним доприносом грађевинарства у Т2. На основу објављених података РЗС-а о очекиваној производњи пшенице и раног воћа, као и услед очекиваног опоравка приноса јесењих култура с прошлогодишњих изузетно ниских нивоа, процењује се да је позитиван допринос потекао и од пољопривреде. Ипак, највећи позитиван допринос, као резултат раста приватне потрошње, дали су услужни сектори. Извршни одбор је констатовао да подршку економској активности пружа и знатни раст кредитне активности према привреди и становништву. Повољније остварење у П1 утицало је на ревизију пројекције БДП-а за ову годину, на 3,2%, док је, с обзиром на и даље присутне геополитичке тензије, наставак сукоба на Блиском истоку, волатилно кретање светских цена нафте и осталих енергената и неизвесност у погледу екстерне тражње, Народна банка Србије задржала пројекцију раста за 2027. годину на 4,5%.

Упркос глобалној неизвесности и смањењу тражње из ЕУ и региона, **извозни сектор Србије** показује отпорност, захваљујући производној и географској диверсификацији и претежно извозно

оријентисаним СДИ. Ипак, економска активност остаје под утицајем глобалне неизвесности изазване геополитичким тензијама и волатилних цена енергената, што може негативно да се одрази на екстерну тражњу, инвестиционо и потрошачко поверење и токове капитала.

Према оцени ММФ-а,[3] **глобалне економске изгледе** обликују две снажне силе које делују у супротним смеровима: дуготрајне последице енергетског шока изазваног сукобом на Блиском истоку и инвестициони бум подстакнут технолошким развојем. Њихов укупни ефекат знатно се разликује међу земљама, у зависности од њихове изложености сукобу на Блиском истоку и положаја у технолошком ланцу вредности. Оцењујући да је светска економија за сада издржала енергетски шок боље него што се очекивало, ММФ очекује опоравак у облику латиничког слова *V*: слабији раст ове године у односу на прогнозу пре избијања сукоба на Блиском истоку, а затим опоравак наредне године.

Када је у питању наш најважнији трговински партнер – **зона евра**, ММФ очекује раст од 0,9% ове године, што одражава значајан негативан пренос ефеката из Т1, пре свега услед кретања у Ирској, али и слабијег замаха у другим економијама, као и негативног утицаја виших цена енергената и ниског поверења потрошача. За Србију, то може да значи потенцијално слабију тражњу у кратком року, а тиме и спорију динамику извоза робе и услуга. Притом, очекује се да ће и монетарна политика **ЕЦБ**-а бити мање подстицајна него у претходном периоду. ЕЦБ је у јуну повећала своју референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на 2,25%, након што је инфлација у зони евра у мају достигла 3,2%, пре објаве јунског податка од 2,8%. Ова одлука ЕЦБ-а донета је уз оцену да је повећање неопходно како би се инфлација вратила на циљ од 2% у 2027. години. С друге стране, **ФЕД** није мењао висину распона своје референтне каматне стопе. Америчка привреда је мање изложена енергетском шоку и, мада се утицај дешавања на Блиском истоку одразио на више цене енергената и вишу укупну инфлацију, прерано је проценити обим и трајање тих ефеката.

Досадашњи ефекти ескалације сукоба на Блиском истоку и кретања светских цена нафте на глобалну инфлацију и економску активност били су умеренији од првобитно очекиваних, али неизвесност остаје повишена, посебно имајући у виду зависност домаће економије од кретања цена енергената и глобалних ланаца снабдевања.

[3] ММФ, *WEO*, јул 2026.

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

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током П1 2026. биле су **једнонедељне реверзне репо трансакције**, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије спроводи продајући сопствене ХоВ са обавезом реоткупа. За потребе репо продаје од јула 2025. године коришћена је једна серија благајничких записа емитована средином јула 2025. године у укупном износу од 1.000 млрд динара (довољан тржишни материјал да Народна банка Србије може да повуче највише процењени износ вишкова динарске ликвидности за период од годину дана од њихове емисије).

Током П1 организовано је 25 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе.

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



Извор: НБС.

Укупна продаја ХоВ износила је 7.630,0 млрд динара. Остварени обим продаје био је мањи него у П2 2025. године (10.675,0 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 2026. износило је 303,8 млрд динара, што је за 94,7 млрд динара мање него у П2 2025. (398,5 млрд динара). Стање тих ХоВ је крајем јуна износило 240,0 млрд динара, што представља смањење у односу на крај 2025. године (290,0 млрд динара).

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 2026. године преконоћно депоновале средства код Народне банке Србије у износу од 153,4 млрд динара у просеку, што је за 15,9 млрд динара више него у П2 2025. године. Највише просечно дневно стање депонованих средстава забележено је у јануару (180,2 млрд динара), а најниже у марту (126,7 млрд динара).

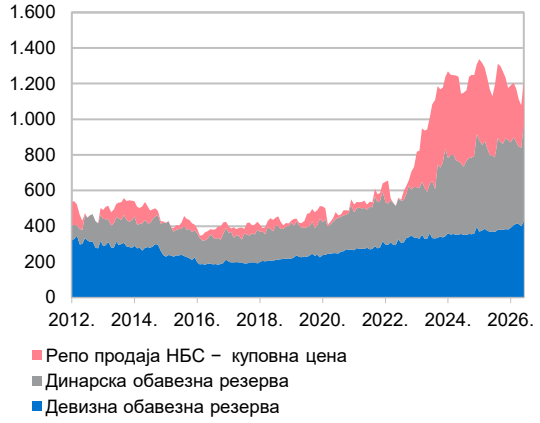
У П1 2026. године банке су кредитне олакшице користиле као дневни (*intraday*) кредит (две банке) у укупном износу од 109,0 млн динара, док преконоћни (*overnight*) кредит није користила ниједна банка.

Обавезна резерва

У П1 2026. године обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 29,3 млрд динара и у јуну је износила 519,0 млрд динара. Наведено повећање је већим делом (за 24,3 млрд динара) резултат повећања девизне обавезне резерве јер се један њен део издваја у динарима. Такође, повећање је остварено и по основу раста чисто динарске обавезне резерве (за 5,0 млрд динара), услед раста динарских депозита становништва и привреде.

У истом периоду обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 243,7 млн евра и у јуну је износила 3.487,0 млн евра. Овакво кретање је резултат повећања девизне основице за 1.950,8 млн евра, чему је највише допринео раст девизне штедње грађана, а знатно су повећани и обавезе према иностранству и депозити привреде.

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



Извор: НБС.

Каматне стопе

Извршни одбор Народне банке Србије, у условима глобалне геополитичке неизвесности, одлучио је да током П1 2026. године висина референтне каматне стопе остане непромењена на нивоу од 5,75% (последња измена референтне стопе била је у септембру 2024. године, када је смањена за 25 б.п.). Стопе на депозитне и кредитне олакшице такође су остале непромењене, на нивоу од 4,50% и 7,00%, респективно. У складу с наведеним, просечна пондерисана каматна стопа на реверзним репо аукцијама у П1 износила је 4,51%.

Каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату банкама на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве у П1 2026. године остала је непромењена на нивоу од 0,75%.

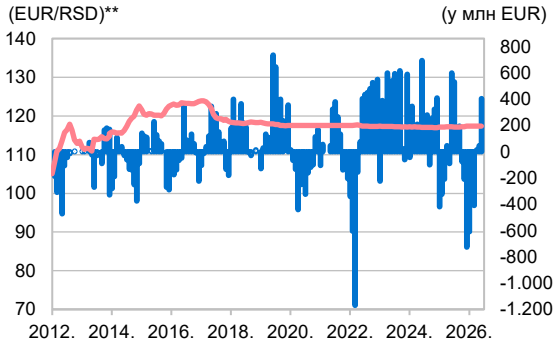
Операције на девизном тржишту

У складу с *Програмом монетарне политике у 2026. години*, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност спровођења интервенција на девизном тржишту с циљем ублажавања осцилација курса динара према евру, ради очувања стабилности цена и финансијског система, као и ради одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

У П1 2026. године динар је номинално ослабио према евру за 0,1%, а Народна банка Србије је на МДТ-у нето продала 755 млн евра.

У Т1 2026. године преовладавали су депрецијацијски притисци, узроковани највећим делом деловањем сезонског фактора, у виду појачане тражње за девизама увозника енергената, али и других

Графикон II.2.3. **Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту**



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

домаћих компанија (пре свега у јануару). Као фактор на страни тражње за девизама јављају се и физичка лица, али у далеко мањем износу него у децембру 2025. године, када је било изражено деловање психолошког фактора након раста неизвесности у вези с Нафтном индустријом Србије и последична повећана тражња становништва за страном валутом.

Народна банка Србије је у Т1 2026. године на МДТ-у нето продала 1.220 млн евра. Притом, депрецијацијски притисци били су најснажнији у јануару, када је Народна банка Србије продала 610 млн евра.

Крајем марта и почетком априла слаби сезонски фактор и обнављају се апрецијацијски притисци.

У Т2 2026. године апрецијацијски притисци били су пре свега резултат понуде девиза домаћих компанија (изузимајући увознике енергената), великим делом захваљујући приливу девиза по основу извоза и СДИ. Такође, апрецијацијски притисци јављају се и услед раста нето индексиране имовине банака, као и нето откупа ефективног страног новца од стране банака.

Народна банка Србије је у Т2 2026. године на МДТ-у била нето купац девиза, и то у износу од 465 млн евра, чиме је надокнадила готово 40% нето продаје девиза из прва три месеца 2026. године.

Девизни своп

Народна банка Србије је у П1 2026. године наставила да омогућава банкама закључивање билатералних своп трансакција куповине и продаје евра за динаре. Циљ ових трансакција је не само пружање подршке банкама у управљању ликвидношћу, у смислу превазилажења проблема недовољних лимита за међубанкарске трансакције, већ и обезбеђивање флексибилности у погледу тренутка закључивања ових трансакција. У П1 2026. године у билатералним своп трансакцијама Народне банке Србије реализовано је укупно 2.260 млн евра, при чему је Народна банка Србије своп купила и своп продала по 1.130 млн евра.

2. Остварење циљане инфлације током П1 2026. године

Мг. инфлација се од почетка године у просеку кретала око централне вредности циља од 3,0%, а у јуну се спустила благо испод тог нивоа, на 2,7% (колико је износила и на крају прошле године). У П1 инфлација је била нижа од наших очекивања, као резултат већег од очекиваног појефтињења хране, пре свега воћа и поврћа, као и изостанка већег раста цена индустријско-прехрамбених производа по престанку важења уредбе о ограничењу трговинских маржи. На убрзање мг. инфлације током периода март–мај доминантно је утицало поскупљење нафтних деривата на домаћем тржишту, услед знатног пораста светске цене нафте након ескалације сукоба на Блиском истоку. Током Т1, **мг. базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) кретала се на нивоу од 4,2% у просеку, а током Т2 око горње границе дозвољеног одступања од циља, и у јуну је износила 4,6%. **Мг. посматрано, и укупна и базна инфлација у јуну ове године биле су на нижем нивоу него годину дана раније.**

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

На нивоу групе хране и безалкохолних пића у јуну је регистрован пад од 3,7% мг., уз негативан допринос мг. инфлацији од 1,2 п.п. У јуну су **цене непрерађене хране** снижене за 5,8% мг. (уз негативан допринос инфлацији од 0,7 п.п.), првенствено због појефтињења воћа и поврћа, у условима високог новог рода. Пад **цена прерађене хране** од 2,5% мг. (уз негативан допринос инфлацији од 0,5 п.п.) био је широко распрострањен по категоријама. Код већине производа из категорије прерађене хране који су били под уредбом није дошло до знатније корекције цена током П1, због чега су изостали већи инфлаторни притисци. У периоду по истеку уредбе, тј. од фебруара до јуна, кумулативни раст цена код половине категорија хране (без воћа и поврћа) кретао се испод 1,0%, а код преосталих категорија између 1,5% и 2,5%.

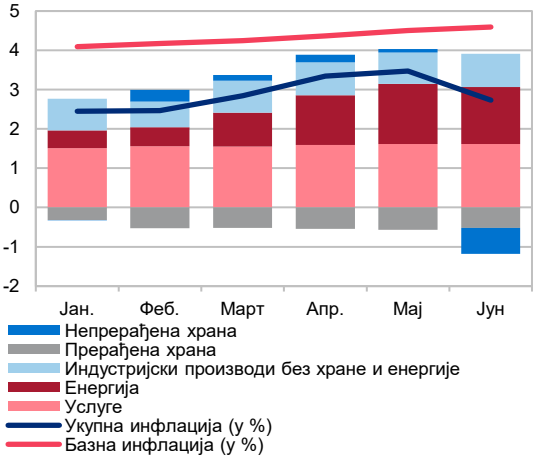
Цене енергије су се током П1 кретале узлазном путањом, највише због убрзаног раста **цена нафтних деривата** током априла и маја, на које се пренео пораст светске цене нафте, након ескалације блискоисточног сукоба. Ипак, раст цена енергије, који је у јуну износио 9,7% мг. (уз допринос инфлацији од 1,4 п.п.), био би вероватно и већи да Влада РС није донела одлуку о привременом смањењу акциза на дизел и безоловни бензин за 20%. У јуну није било промене цена нафтних деривата, јер је пад светске цене нафте, који је уследио после постизања примирја на Блиском истоку, компензован тиме што је Влада РС снизила проценат претходног умањења акциза – са 20% на 5% током јуна. Цене осталих енергената на домаћем тржишту биле су стабилне од почетка године.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) током П1 бележиле су мг. стопе раста знатно испод нивоа који су бележиле годину дана раније (у просеку 2,8% наспрам 4,6%). У јуну су ове цене повећане за 3,0% мг. (уз допринос инфлацији од 0,8 п.п.), у највећој мери због виших цена лекова, алкохолних пића и одеће, као и мартовске корекције цена цигарета. Остали индустријски производи незнатно су допринели мг. инфлацији у П1.

Цене услуга су се од почетка године углавном кретале узлазном путањом, забележивши раст од 6,6% мг. у јуну (уз допринос инфлацији од 1,6 п.п.). Остварени раст у највећој мери се дугује корекцији цена комуналних услуга у Т1, затим вишим станаринама и ценама угоститељских, транспортних, финансијских и медицинских услуга, као и сезонски уобичајеном поскупљењу туристичких пакет-аранжмана у Т2. Раст цена услуга током П1 определио је око четири петине раста цена унутар базне инфлације на мг. нивоу.

Регулисане цене, о којима директно или индиректно одлучује држава, у јуну су повећане за 7,3% мг. (уз допринос инфлацији од 1,3 п.п.), доминантно због корекције цена комуналних услуга, цигарета и електричне енергије за домаћинства из октобра прошле године.

Графикон II.3.2. **Доприноси компонената ИПЦ-а мг. инфлацији током П1 2026.**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

II. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

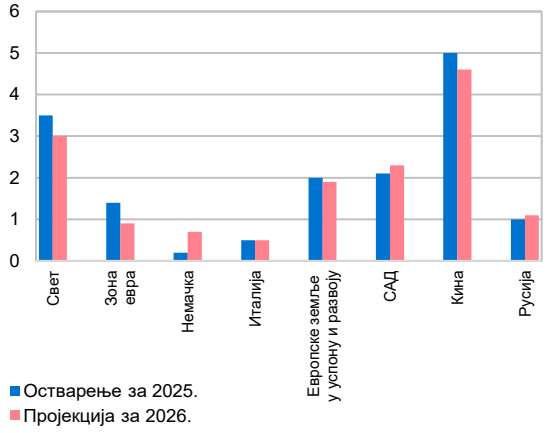
Економска активност и инфлација

Глобална економија је током П1 2026. године показала већу отпорност на последице сукоба на Блиском истоку од првобитних очекивања. ММФ је проценио да је светска привреда у Т1 остварила тромесечни раст од 3,0% (прерачунато на годишњи ниво), што је делом резултат појачане отпорности земаља на отежано снабдевање нафтом, услед повећаног удела обновљивих извора енергије у глобалној производњи и смањења броја земаља које развијају енергетски интензивне секторе. На већи привредни раст у Т1 од очекиваног утицали су и фискални подстицаји и снажна домаћа тражња у појединим земљама. Ефекти негативног енергетског шока ублажени су ефектима позитивног технолошког шока, који се делом дугује развоју и примени алата вештачке интелигенције. Притом, нето ефекти се разликују по земљама у зависности од, с једне стране, степена њихове интегрисаности у глобалне технолошке ланце вредности и, с друге стране, изложености зонама конфликта. **ММФ је у јулу пројектовао раст светске привреде од 3,0% у 2026**, што је испод остварења у протекле две године (3,5%).

Опадајући тренд **глобалне инфлације**, који је доминирао од почетка 2024. године, заустављен је у фебруару ове године, по основу знатног пораста светских цена нафте, након ескалације сукоба на Блиском истоку. У прилог томе говори и тзв. моментум укупне глобалне инфлације, који је од фебруара до априла повећан за 4,0 п.п. У исто време, базна инфлација је остала стабилна у већини земаља, јер се пораст цена енергената није у већој мери пренео на цене осталих производа и услуга. Јаз између укупне и базне инфлације израженији је у земљама које су више изложене застојима у снабдевању енергентима, а мање изражен у земљама које су ограничиле цене нафтних деривата. Премда су инфлациона очекивања за 2026. годину порасла у већини земаља, док се за 2027. нису битније променила, још увек нема назнака да постају неусидрена. **ММФ је у јулу пројектовао глобалну инфлацију на нивоу од 4,7% 2026. години** (наспрам остварења од 4,1% у 2025).

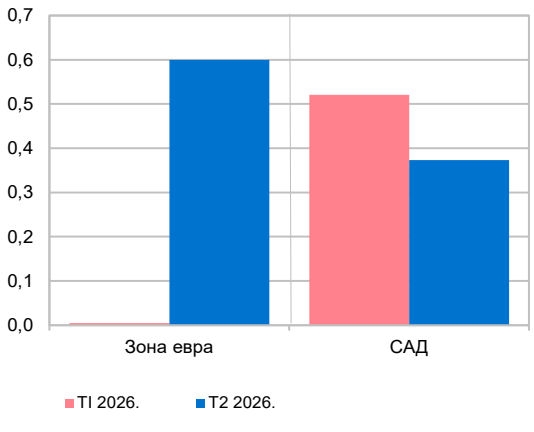
Када се искључе подаци за Ирску (због деловања специфичних фактора), **привреда зоне евра** је у Т1

Графикон III.1.1. **Пројекције реалног раста БДП-а у 2026. и остварења у 2025.**
(у %)



Извор: ММФ *WEO Update* (јул 2026).

Графикон III.1.2. **Реални раст БДП-а у зони евра и САД током П1 2026.**
(дсз., у %)



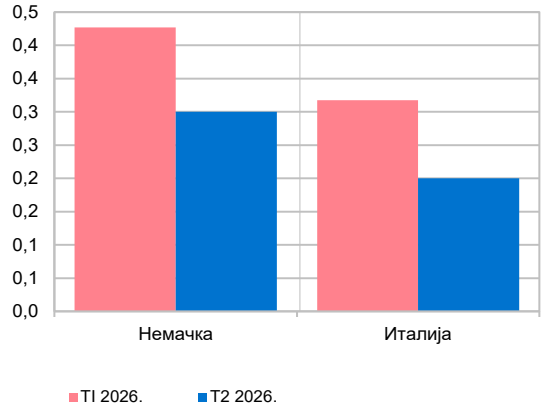
Извор: *Eurostat*, *U.S. BEA* и прерачун НБС.

остварила благи раст, док је, када се узму у обзир подаци за све земље, ипак стагнирала (на мг. нивоу забележен је раст од 0,6%). У Т1 укупна потрошња је повећана, док су укупне инвестиције и нето извоз смањени. Активност прерађивачке индустрије се показала релативно отпорном на негативне ефекте сукоба на Блиском истоку, јер су компаније унапред акумулирале залихе. У главним трговинским партнерима Србије унутар зоне евра, **Немачкој** и **Италији**, у Т1 забележене су дсз. стопе раста БДП-а од 0,4% и 0,3%, респективно (тј. 0,5% и 0,9% на мг. нивоу), по основу опоравка нето извоза. Према доступним подацима *Eurostat*-а, привреда зоне евра је у Т2 остварила тромесечни раст од 0,6% дсз., а привреде Немачке и Италије раст од 0,3% и 0,2%, дсз., респективно. Стопа незапослености у зони евра наставила је да се креће око свог минимума, и у јуну је износила 6,3%. **ЕЦБ је у јуну пројектовала раст БДП-а зоне евра од 0,8% у 2026. години** (наспрам 1,4% у 2025).

После кретања узлазном путањом од фебруара до маја због повишених цена енергије по ескалацији сукоба на Блиском истоку, **укупна инфлација у зони евра** у јуну је успорила на 2,8% мг. На то је доминантно утицао спорији мг. раст цена енергије, код којих се испољио и базни ефекат, као и успоравање мг. раста цена хране. **Базна инфлација у зони евра** је у јуну износила 2,4% мг., што је и њен просечан ниво за П1, вођена првенствено растом цена услуга, а у мањој мери и цена индустријских производа (без хране и енергије). **ЕЦБ је у јуну пројектовала просечну годишњу инфлацију у зони евра од 3,0% на нивоу 2026. године** (наспрам остварења од 2,1% у 2025), док је просечну базну инфлацију пројектовала на 2,5%. Мерена као промена хармонизованог ИПЦ-а на мг. нивоу, **инфлација у Немачкој** у јуну је снижена на 2,4%, због споријег раста цена енергије, док је **инфлација у Италији** у јуну, први пут од јануара ове године, успорена на 3,1%, због споријег раста цена непрерађене хране и појединих услуга.

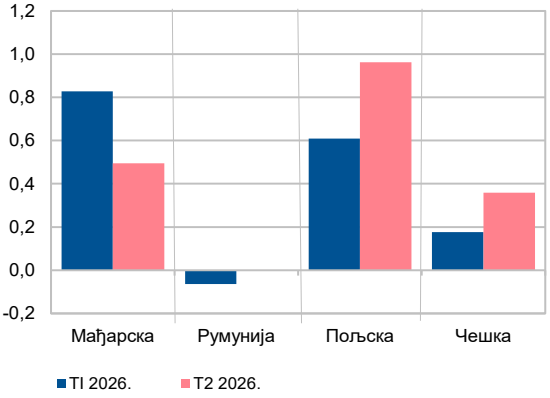
Привредни раст на нивоу региона **средње и југоисточне Европе**[4] у Т1 износио је 0,4% дсз., тј. 2,1% на мг. нивоу. Остварени раст је резултат повећане укупне потрошње и инвестиција, док је у супротном смеру деловао пад нето извоза. У већини земаља региона у Т1 регистрован је раст БДП-а, са изузетком Хрватске и Румуније, чије привреде су стагнирале. Према доступним подацима *Eurostat*-а, привредни раст на нивоу региона убрзао је на 0,6% дсз. у Т2, доминантно вођен растом инвестиција у основна средства, а у мањој мери и растом потрошње и опоравком нето извоза, насупрот чега је деловао пад залиха робе. Аналитичари *Consensus Economics*-а сагласни са оценом Светске банке да ће економска активност у целом региону, која је била подржана и средствима из фондова ЕУ, ипак успорити до краја 2026. године, пре свега због преливања негативних ефеката сукоба на Блиском истоку на производни сектор, преко слабије тражње из зоне евра, која је главни спољнотрговински партнер земаља региона. *Consensus Economics* је у јулу пројектовао раст БДП-а у групи земаља југоисточне Европе од 1,2% у 2026. години (наспрам 1,7% у 2025), док је за групу земаља средње Европе пројектован раст од 2,7% (колико је износио и у прошлој години).

Графикон III.1.3. **Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији током П1 2026.**
(дсз., у %)



Извор: *Eurostat*.

Графикон III.1.4. **Реални раст БДП-а у земљама средње и југоисточне Европе током П1 2026.**
(дсз., у %)



Извор: *Eurostat*.

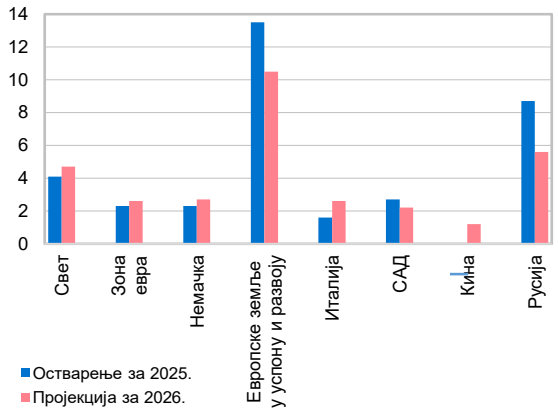
[4] У оквиру региона средње и југоисточне Европе обухваћени су Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.

У свим земљама региона средње и југоисточне Европе (које имају сличан монетарни оквир као Србија) мг. инфлација је најпре убрзана у марту, доминантно због пораста цена енергије, по избијању сукоба на Блиском истоку. Током Т2, мг. инфлација је у **Чешкој**, **Мађарској** и **Пољској**, после пораста у априлу, успорена до краја Т2, док је у **Румунији**, премда успорена у јуну, задржана изнад нивоа у марту. Успоравање мг. инфлације у јуну, на 1,5% у Чешкој и 1,7% у Мађарској, определиле су ниже цене хране и спорији мг. раст цена нафтних деривата у односу на март. Мг. инфлација у Пољској у јуну се нашла на циљаном нивоу од 2,5%, а у Румунији је износила 10,4%. Због пролонгираних последица блискоисточног сукоба и очекиваних негативних ефеката суше у већем делу европског континента на понуду и цене пољопривредних производа, аналитичари *Consensus Economics*-а су у јулу у групи земаља југоисточне Европе пројектовали просечну годишњу инфлацију од 6,4% у 2026. години (наспрам остварења од 5,7% у 2025), док је у групи земаља средње Европе пројектована на нивоу од 2,8% у овој години (наспрам остварења од 3,5% у 2025).

На нивоу **региона Западног Балкана** у Т1 забележен је раст БДП-а на мг. нивоу, који је према оцени Светске банке, био неуједначен по земљама. Остварени раст доминантно је вођен растом укупне потрошње, насупрот чега је деловао пад нето извоза. Светска банка је у јуну на нивоу региона пројектовала привредни раст од 2,9% у 2026. години (након 2,6% у 2025), имајући у виду негативне ефекте геополитичких тензија и успоравања економске активности у зони евра, што утиче на слабију екстерну тражњу, посебно за производима прерађивачке индустрије. Иако је оцењено да је инфлација од почетка године била најнижа у земљама средње Европе и региона Западног Балкана, земље овог региона су, због сукоба на Блиском истоку, изложене појачаним трошковним притисцима, посебно оне које у већој мери увозе вештачка ђубрива и друге производне сировине. Изузев за Албанију, аналитичари *Consensus Economics*-а су за остале земље региона у јулу ревидирали навише пројекције инфлације за 2026. годину.

Привреда САД је у Т1 остварила раст од 0,5% дсз. (тј. 2,1% прерачунато на годишњи ниво), који је резултат раста инвестиција и потрошње, док је нето извоз смањен. Према прелиминарним подацима америчке агенције за економске анализе, БДП САД је у Т2 повећан за 0,4% дсз. (тј. 1,5% прерачунато на годишњи ниво), захваљујући повећању домаће

Графикон III.1.5. **Пројекција просечне годишње инфлације у 2026. и остварење у 2025.**
(у %)



Извор: ММФ *WEO* (јул и април 2026).

тражње, док је нето извоз наставио да се смањује. Стопа незапослености у САД у јуну је снижена на 4,2%, што је њен најнижи ниво у протеклој години дана. **ФЕД** је у јуну пројектовао раст БДП-а САД од 2,2% у 2026. години (након 2,1% у 2025), док је стопу незапослености пројектовао на нивоу од 4,3% (наспрам 4,2% у 2025).

Мерена променом ИПЦ-а, **укупна инфлација у САД** најпре је убрзана у марту, на 3,3% мг., због виших цена горива након укључивања САД у сукоб са Ираном, на шта је утицала и ниска прошлогодишња база. После додатног повећања у априлу и мају, инфлација је у јуну успорена, на 3,5% мг., по основу споријег раста цена енергије, након постизања привременог примирја на Блиском истоку. У јуну је успорена и прехрамбена инфлација, док су ниже цене индустријских производа и услуга одредиле успоравање базне инфлације у САД, на 2,6% мг. у јуну. **ФЕД** је у јуну проценио да би инфлација у САД требало да настави да успорава током П2, по основу очекиваног пада малопродајних цена бензина, док би базна инфлација требало да остане на сличном нивоу као у П1. Две мере инфлације које ФЕД додатно прати – индекс издатака за личну потрошњу, укупно и по искључењу хране и енергије, пројектоване су на нивоу 2026. године на 3,6% и 3,3%, респективно (наспрам 2,9% и 3,0% у 2025. години).

Привреда Кине је у Т1 забележила раст од 1,3% дсз. (тј. 5,0% мг.), као резултат раста државних инвестиција у инфраструктурне пројекте и високотехнолошку производњу, као и повећаног извоза. Међутим, домаћа тражња је остала слаба, што је, заједно са слабим инвестицијама приватног

сектора и пролонгираним падом активности у сектору некретнина, утицало на спорији раст БДП-а Кине у Т2, од 0,9% дсз. (тј. 4,3% мг.). ММФ је у јулу пројектовао привредни раст од 4,6% у 2026. години (након 5,0% у 2025).

Монетарна политика

Од почетка 2026. године, одлуке централних банака о монетарној политици у великој мери су биле под утицајем геополитичке неизвесности, додатно појачане ескалацијом сукоба на Блиском истоку крајем фебруара. Тај фактор постао је кључна одредница монетарне политике, с обзиром на то да је изазвао **нагли раст цена енергената и суштински променио перспективу економских кретања**. Порасли су краткорочни инфлациони ризици, док је истовремено угрожен привредни раст због скупљих енергената и пада реалних доходака.

Од почетка године па све до јуна, **ЕЦБ** није мењала висину својих каматних стопа. Каматне стопе на депозитне олакшице, главне операције рефинансирања и кредитне олакшице износиле су 2,00%, 2,15% и 2,40%, респективно, од јуна 2025. године. ЕЦБ је наглашавала да монетарна политика искључиво зависи од пристиглих података, и то пре свега од чињенице да ли ће инфлаторни притисци из енергетског сектора остати привремени или ће се прелити на ширу економију кроз зараде и цене услуга. Цена нафте је од кључног значаја за привреду зоне евра, која увози скоро 60% својих енергетских потреба. Енергетски шок је знатно утицао на краткорочна инфлациона очекивања у зони евра, док су дугорочна инфлациона очекивања била релативно стабилна, одражавајући поверење у монетарну политику ЕЦБ-а.

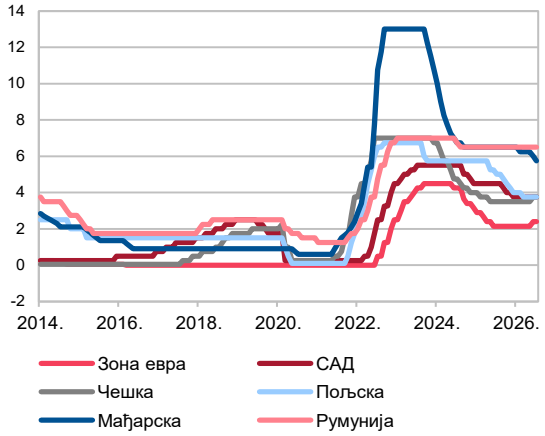
Наглашавајући своју посвећеност да инфлацију врати на средњорочни циљ од 2%, ЕЦБ је у јуну повећала своје три основне каматне стопе за 25 б.п., што представља прво повећање од 2023. године. Каматне стопе на депозитне олакшице, главне операције рефинансирања и кредитне олакшице од тада износе 2,25%, 2,40%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

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

За разлику од ЕЦБ-а, **ФЕД** је задржао циљани распон референтне каматне стопе на нивоу од 3,50% до 3,75%, у сложеном макроекономском окружењу у ком се инфлација креће изнад циља, уз истовремене знаке слабљења тржишта рада и повећане геополитичке ризике. ФЕД је истицао да је прошле године снизио референтну каматну стопу за 0,75 п.п. од септембра до децембра, доводећи је ближе оквирима процењеног неутралног нивоа. Ова нормализација монетарне политике требало је да помогне стабилизацији тржишта рада, док би истовремено инфлација бележила даљи пад ка циљу од 2%. Међутим, иако је америчка привреда мање изложена енергетском шоку, утицај дешавања на Блиском истоку одразио се на више цене енергената

Графикон III.1.6. **Кретање референтних стопа по земљама**

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

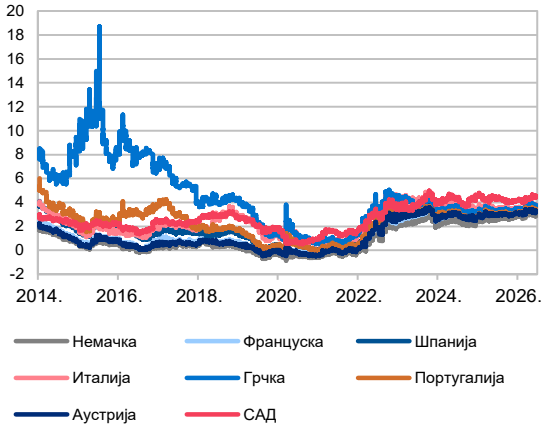
и вишу укупну инфлацију, али је прерано проценити обим и трајање тих ефеката. Такође, фискална политика, укључујући већа издвајања за одбрану и потенцијалне трансфере домаћинствима, може да подстакне тражњу, појача инфлаторне притиске и захтева рестриктивнију монетарну политику ФЕД-а. Очекивања тржишта да ће монетарна политика ФЕД-а бити рестриктивнија била су повећана изјавама новог председника ФЕД-а, Кевина Ворша. Он је истакао потпуну посвећеност очувању ценовне стабилности, наглашавајући да неће толерисати дуготрајно повишену инфлацију. Нагласио је да ће инфлаторни талас, који је обележио претходних пет година, бити успешно окончан ако се и даље води адекватна монетарна политика. Истовремено је оценио да америчка привреда наставља да показује отпорност, уз солидан привредни раст и умерено повећање потрошње домаћинстава. Одлука о задржавању распона референтне каматне стопе на непромењеном нивоу на састанку ФЕД-а у јулу сматра се једном од најнеизвеснијих у последњих десет година и донета је већином од девет гласова, док су три члана *FOMC*-а гласала за повећање од 25 б.п.

Када је реч о **централним банкама региона које су у режиму циљања инфлације,** након смањења референтних каматних стопа централних банака Пољске и Мађарске, која су реализована на основу економских података уочи или почетком избијања сукоба на Блиском истоку, уследио је период опрезнијег вођења монетарне политике. Тако је централна банка **Пољске** смањила референтну каматну стопу у марту за 25 б.п., на 3,75%, што је њен најнижи ниво од 2022. године. Након тога каматну стопу није мењала, због раста цена горива и очекиване више инфлације у наредном периоду. Као што је претходно сигнализирала, централна банка **Мађарске** смањила је референтну каматну стопу у фебруару, али је у марту, априлу и мају није мењала, јер је поремећај на глобалном енергетском тржишту променио очекивања у вези са инфлацијом у наредном периоду. Након тога, за разлику од других европских централних банака које су задржавале или повећавале степен рестриктивности монетарне политике, централна банка Мађарске наставила је с постепеним попуштањем монетарних услова, смањујући референтну каматну стопу у јуну и јулу за по 25 б.п., на 5,75%, имајући у виду пад инфлације. Централна банка **Чешке** све до јуна није мењала висину своје референтне каматне стопе, која се налазила на нивоу од 3,50% од маја прошле године, наглашавајући да неизвесне прогнозе инфлације у новонасталим околностима захтевају отвореност према различитим опцијама монетарне политике. На повећање референтне каматне стопе одлучила се у јуну, за 25 б.п. на 3,75%, што је прво повећање референтне каматне стопе од 2022. године. Одлука о повећању је донета не само због последица сукоба на Блиском истоку већ пре свега због домаћих фактора, укључујући раст новчане масе, знатан раст зарада и повећање фискалног дефицита. У складу са очекивањима због релативно високе инфлације, централна банка **Румуније** није мењала висину своје референтне каматне стопе од 6,50%, која се на том нивоу налази од августа 2024. године.

Финансијска и робна тржишта

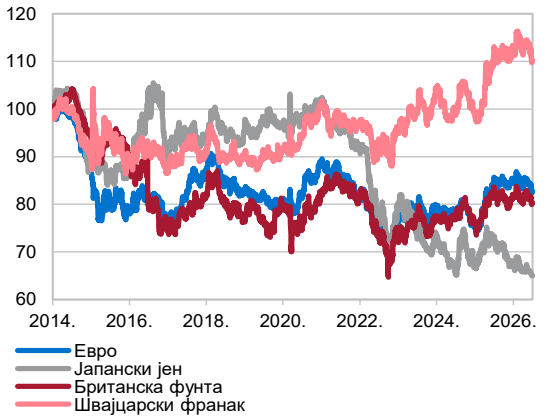
Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља били су на крају П1 2026. незнатно виши у односу на крај 2025. године, у просеку за 6 б.п., али су током полугодишта бележили изражена колебања, у највећој мери опредељена развојем ситуације на Блиском истоку. Почетком године приноси су се кретали силазном путањом, услед кретања инфлације у зони евра близу односно испод циља. Избијање сукоба крајем фебруара покренуло је њихов раст, који је више него надокнадио претходни пад. Забринутост због ефеката ценовних притисака с тржишта енергената одразила се на повећана очекивања тржишних учесника о заоштравању монетарне политике ЕЦБ-а. Постизање споразума САД и Ирана о поновном отварању Ормуског мореуза средином јуна умањило је очекивања о наставку заоштравања, што је до краја полугодишта довело до израженог пада приноса, на ниво тек благо виши него на крају 2025. године. **Приноси на десетогодишње државне обвезнице**

Графикон III.1.7. **Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД**
(дневни подаци, у %)



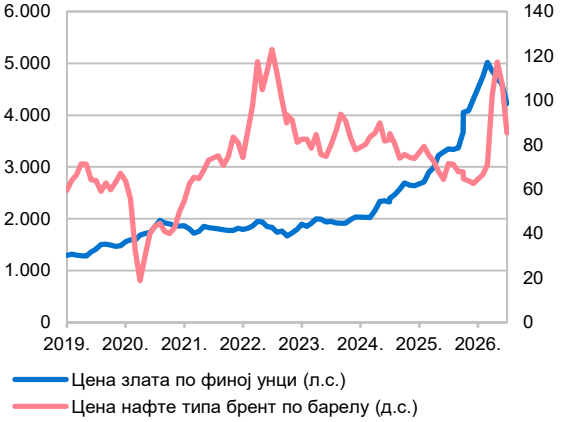
Извор: Блумберг.

Графикон III.1.8. **Кретање курсева одређених националних валута према долару***
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: база података ММФ-а.
* Раст представља апрецијацију.

Графикон III.1.9. **Кретање светских цена злата и нафте**
(просек месеца, у USD)



Извор: Рефинитив.

САД повећани су у истом периоду у већој мери, за 30 б.п. И у њиховом случају пад приноса забележен је до избијања сукоба крајем фебруара, вођен подацима о инфлацији повољнијим од очекиваних. У наставку периода приноси су расли, најпре услед очекивања да ће ценовни притисци с тржишта енергената одложити ублажавање монетарне политике ФЕД-а, а након постизања споразума и услед повољнијих макроекономских показатеља америчке привреде и очекивања да би ФЕД могао повећати каматне стопе до краја године.

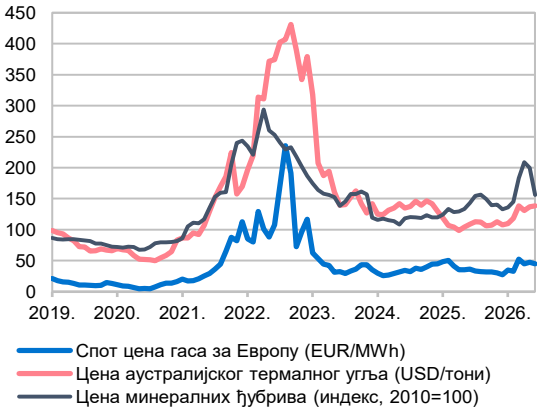
Слична динамика забележена је и код **курсева водећих светских валута према долару**. Евро је у јануару и фебруару јачао према долару и достигао највише нивое у последње четири године, услед очекивања да ће, у околностима повољнијих кретања инфлације, ублажавање монетарне политике ФЕД-а бити интензивније него у случају ЕЦБ-а, уз позитивна очекивања у вези са економским изгледима зоне евра. Избијање сукоба резултирало је знатним слабљењем евра, будући да је забринутост због утицаја раста цена енергената на економску активност зоне евра надјачала очекивања о инфлаторним ефектима и заоштравању монетарне политике ЕЦБ-а. Слабљењу евра допринела је и повећана тражња за доларом као сигурном активом. Након споразума средином јуна слабљење евра се наставило, овог пута опредељено очекиваним кретањем каматних стопа, због тога што је споразум умањио очекивања о даљем заоштравању монетарне политике ЕЦБ-а. На крају П1 2026. евро је ослабио према долару у односу на крај 2025. године.

Светска цена злата наставила је да се креће узлазном путањом почетком 2026. услед појачане тражње за сигурном активом и интензивиране куповине од стране централних банака, и у фебруару је у просеку износила око 5.020 долара по финој унци, што је био њен највиши ниво од када постоје упоредиви подаци. Насупрот томе, очекивања да ће повишени инфлаторни притисци услед сукоба на Блиском истоку за последицу имати заоштравање монетарних услова водећих централних банака, као и јачање америчког долара и раст приноса државних обвезница на глобалном нивоу, утицала су на пад цене злата, која је до јуна смањена на око 4.230 долара по финој унци, у просеку, али је и поред тога, мг. посматрано, била виша за 22,5%.

Након умереног раста почетком године, **светска цена нафте типа брент** снажно је повећана у марту и априлу, под утицајем избијања директног сукоба између Ирана и САД и, с тим у вези, затварања Ормуског мореуза, кроз који пролази око петине глобалне понуде нафте. Насупрот томе, на повремени пад цене нафте одразило се ублажавање тензија и склапање привременог примирја, али је и поред тога цена нафте у јуну у просеку износила око 85 долара по барелу, што је за 19,3% више него у истом периоду претходне године.

Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту *TTF* сезонски је уобичајено порасла у јануару и фебруару, након чега је услед повећане неизвесности и поремећаја у снабдевању енергентима додатно повећана до краја П1, тако да је у јуну у просеку износила око 45 евра по мегават-сату, што је за 43,1% више него годину дана раније. Сличну динамику имала је и **цена електричне енергије на немачкој берзи**, на коју је, поред геополитичке неизвесности, утицала и волатилност

Графикон III.1.10. **Кретање цена природног гаса, термалног угља и индекса минералних ђубрива**
(просек месеца)



Извор: Рефинитив и Светска банка.

Графикон III.1.11. **Индекс светских цена примарних производа**
(2010 = 100)



Извор: Светска банка.
* Сирова нафта, природни гас и угаљ.
** Бакар, алуминијум, руда гвожђа, олово, никл, цинк и калај.

у производњи из обновљивих извора – која је у јуну у просеку износила око 120 евра по мегават-сату, што представља мг. раст од 61,0%.

Под утицајем повећане тражње азијских земаља због смањене доступности других енергената, као и неизвесности у вези са извозом из Индонезије, која је један од водећих извозника, **цена аустралијског термалног угља** кретала се узлазном путањом у П1. Она је у јуну у просеку износила око 140 долара по тони, што је за 27,1% више у односу на исти период претходне године.

Заоштравање геополитичких тензија на Блиском истоку одразило се и на снажан раст **цена минералних ђубрива**, услед смањене доступности, али су оне у мају и јуну смањене након стабилизације ситуације на тржишту и ублажавања неизвесности у погледу снабдевања. И поред тога, цене минералних ђубрива у јуну су, мг. посматрано, биле више за 9,2%.

Светске цене већине метала и минерала доминантно су се кретале узлазном путањом током П1, под утицајем поремећаја у снабдевању изазваних сукобом на Блиском истоку, док је у супротном смеру деловало јачање америчког долара. Поред тога, **цена бакра**, подржана снажном тражњом повезаном с развојем вештачке интелигенције, у јуну је достигла највиши ниво од када постоје упоредиви подаци – око 13.550 долара по тони, што је за 37,8% више него у истом периоду претходне године.

Цене хране на светском тржишту, мерене индексом ФАО, кретале су се узлазном путањом од почетка године, након чега су благо смањене у мају и јуну, али су и поред тога крајем П1 биле више за 1,7%, мг. посматрано. Мг. раст цена био је опредељен вишим ценама биљних уља, меса и житарица, док су у супротном смеру деловале ниже цене млечних производа и шећера. Истовремено, силазном путањом кретала се **цена кафе**, која је у јуну била мг. нижа за 15,6%, док је **цена какаоа**, након снажног пада у Т1, повећана током Т2, али је и поред тога у јуну била мг. нижа за 49,4%.

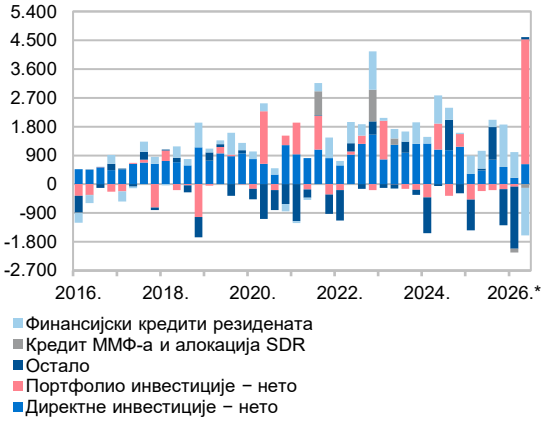
2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, **дефицит текућег рачуна платног биланса** у П1 2026. износио је 1,4 млрд евра (3,1% БДП-а) и био је 25,8% нижи у односу на П1 2025. То је резултат побољшања већине категорија текућег рачуна платног биланса, а највише биланса размене робе и услуга.

Захваљујући бржем расту извоза од увоза дефицит у робној размени смањен је за 14,2% мг. у П1 и износио је 2,8 млрд евра. **Извоз робе** повећан је за 9,2% мг., на 17,7 млрд евра, вођен извозом прерађивачке индустрије, који је повећан за 9,0% мг. упркос ниској екстерној тражњи. Преко 70% раста извоза прерађивачке индустрије односило на извоз моторних возила, који је захваљујући повећању капацитета у аутомобилској индустрији повећан за 51,1% мг. Раст извоза је забележен у још 14 грана (од укупно 23) прерађивачке индустрије, при чему се по доприносу издвајају извоз металних

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



Извор: НБС.
* Прелиминарни подаци.

производа, производа од гуме и пластике, рачунара и електричних производа, хемијских производа и основних метала. Расту извоза допринео је и извоз рударства који је у П1 повећан за 41,0% мг., при чему се то повећање претежно дугује расту светске цене бакра. С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на ниже залихе и пад извоза пољопривреде (за 13,8% мг.). Смањен је и извоз електричне енергије (47,1% мг.), што се може довести у везу са смањењем конкурентности приликом извоза у ЕУ због ступања на снагу механизма за прекогранично прилагођавање цене угљеника (*CBAM*). **Увоз робе** повећан је за 5,3% мг., на 20,5 млрд евра, под утицајем повећаног увоза средстава за репродукцију (6,6% мг.), где спадају и енергенти, као и већег увоза потрошне робе (2,2% мг.), док је увоз средстава за рад био благо нижи (за 0,4% мг.).

С обзиром на то да је Србија нето увозник енергената, знатан раст светских цена енергената, услед ескалације сукоба на Блиском истоку, као и увођење санкција Нафтној индустрији Србије због већинског руског власништва, одразили су се на кретање енергетског биланса. **Дефицит енергетског биланса** повећан је у П1 за 19,0% мг., на 2,1 млрд евра, под утицајем већег нето увоза нафте и нафтних деривата. У случају нафте већа увезена вредност искључиво је последица већих цена (које су у просеку порасле за око 29% мг.), док су увезене количине мање због тога што током јануара није било снабдевања Нафтне индустрије Србије нафтом из ЈАНАФ-а. Код нафтних деривата

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

	П1 2025.	П1 2026.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.928,9	-1.431,5
1. Салдо робне размене	-3.215,5	-2.758,8
1.1. Извоз	16.257,0	17.749,7
1.2. Увоз	-19.472,5	-20.508,5
2. Салдо услуга	1.219,4	1.303,5
2.1. Извоз	7.198,6	7.550,3
2.2. Увоз	-5.979,2	-6.246,9
3. Салдо робе и услуга	-1.996,0	-1.455,3
3.1. Извоз робе и услуга	23.455,6	25.300,0
3.2. Увоз робе и услуга	-25.451,7	-26.755,3
4. Примарни доходак	-2.397,5	-2.805,6
5. Секундарни доходак	2.464,6	2.829,4
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	146,6	31,1
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	284,2	1.877,6
1. Директне инвестиције – нето	759,3	837,4
2. Портфолио инвестиције – нето	-691,0	3.825,0
3. Финансијски деривати – нето	14,7	-40,5
4. Остале инвестиције – нето	201,1	-2.744,4
4.1. Трговински кредити	-568,5	-1.365,4
4.2. Финансијски кредити	1.128,4	-914,7
4.3. Готов новац и депозити – нето	-389,9	-450,0
4.4. Остало – нето	31,1	-14,3
IV. Средства резерви	-1.699,2	674,5
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-201,0	197,4
VI. УКУПНИ БИЛАНС	-1.699,2	674,5

Извор: НБС.
* Прелиминарни подаци.
[1)] По *BPM6* методологији, осим знаковне конвенције.

више од половине (57%) веће вредности увоза објашњено је већим увезеним количинама, што је последица већег увоза деривата у првим месецима 2026, када је производња у рафинерији била мања, док се остатак повећања односи на раст цена (које су у просеку повећане за 17% мг.). С друге стране, иако је количински увоз гаса био нешто већи, увозна цена је била нижа (у просеку за око 28% мг.), па је нето ефекат увоза гаса, вредносно посматрано, на енергетски биланс био позитиван.

Суфицит у размени услуга са иностранством повећан је за 6,9% мг., на 1,3 млрд евра, услед бржег раста извоза услуга (4,9% мг.) од раста увоза услуга (4,5% мг.). Повећање извоза на скоро 7,6 млрд евра највише се дугује већем извозу пословних и ИКТ услуга, а раст бележи и извоз осталих врста услуга. Увоз услуга повећан је на 6,2 млрд евра, чему је највише допринео увоз туристичких и ИКТ услуга, док је увоз пословних и осталих услуга био нижи него у П1 2025.

Дефицит на рачуну примарног дохотка повећан је за 17,0% мг., на 2,8 млрд евра, пре свега услед

већих расхода по основу СДИ (дивиденди), што је очекивано у условима растуће профитабилности привреде. Повећани су и расходи по основу камата на финансијске кредите, док су расходи по основу плата запослених били нижи него у П1 2025.

Суфицит на рачуну секундарног дохотка повећан је у П1 за 14,8% мг., на 2,8 млрд евра, пре свега захваљујући већем нето приливу дознака из иностранства (за 20,1% мг.) који је достигао 2,4 млрд евра. Расту суфицита допринео је и већи нето прилив по основу званичне помоћи Влади, док су остали трансфери из иностранства били нижи него у истом периоду претходне године.

Нето прилив капитала на **финансијском рачуну платног биланса** у П1 износио је 1,9 млрд евра.[5] Највећи део прилива капитала у П1 односио се на приливе портфолио инвестиција по основу емитовања државних и корпоративних ХоВ на међународном тржишту, чији је један део одмах искоришћен за превремени откуп дела раније емитованих еврообвезница и враћање финансијских кредита. Прилив је остварен и по основу СДИ, док су одливи забележени по основу трговинских кредита и повећања средстава банака на рачунима у иностранству.

У условима повећане глобалне неизвесности **прилив СДИ у Србију**, према прелиминарним подацима, у П1 износио је 1,2 млрд евра, и био је за 26,6% мањи него у истом периоду претходне године. Прилив СДИ имао је повољну структуру и претежно се односио на реинвестирану добит и власнички капитал, уз задржану географску и пројектну распрострањеност. Највише улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију, трговину, грађевинарство и енергетику. Ако се узму у обзир улагања резидената у иностранство (која су била нижа за 57,6% мг.), нето прилив СДИ у П1 износио је 837,4 млн евра, што је за 10,3% више него у истом периоду претходне године.

Захваљујући успешним емисијама државних и корпоративних дужничких ХоВ на међународном тржишту, по основу **портфолио инвестиција** у П1 је забележен нето прилив капитала од 3,8 млрд евра. Република Србија је крајем априла емитовала три транше еврообвезница (две у еврима и једну у америчким доларима)[6] укупне противвредности око 3 млрд евра, при чему су средства добијена емисијом петогодишње ХоВ (1 млрд евра) одмах искоришћена за превремени откуп дела еврообвезница које доспевају 2027. У мају су емитоване и корпоративне обвезнице у противвредности од приближно 1,95 млрд евра, при чему су прикупљена средства првенствено коришћена за отплату претходно узетих финансијских кредита. С друге стране, резиденти (пре свега банке) су улагали у иностране ХоВ, али то није значајније умањило нето прилив по основу портфолио инвестиција.

По основу **осталих инвестиција**, у П1 је регистрован одлив од 2,7 млрд евра. При томе, по основу **финансијских кредита** регистрован је нето одлив од 914,7 млн евра, опредељен раздуживањем предузећа (1,3 млрд евра) након емисије корпоративних обвезница. Поред тога, смањено је и задужење Владе, при чему су током П1 плаћене и две рате главнице дуга у оквиру стендбај аранжмана с ММФ-ом (231,9 млн евра). С друге стране, банке су повећале кредитне обавезе према иностранству. Истовремено, домаће банке су повећале средства на рачунима у иностранству, што је надмашило раст средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака и утицало на то да по основу **готовог новца и депозита** у П1 буде забележен одлив од 450,0 млн евра. И по основу **трговинских кредита и аванса** регистрован је одлив у износу од 1,4 млрд евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)[7] током П1 буду повећане за 674,5 млн евра.

Бруто девизне резерве Народне банке Србије 30. јуна 2026. године износиле су 29.608,9 млн евра, што је за 600,6 млн евра више у односу на крај 2025. године. Овај ниво девизних резерви је обезбедио покривеност новчане масе М1 од 165,2% 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 25.056,0 млн евра и биле су за 419,8 млн више него на крају 2025. године.

У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високо ликвидне ХоВ

[5] Без промене девизних резерви.

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

[7] Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

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 30. јуна 2026. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (55,3%), затим злато (21,0%), девизна средства на рачунима у иностранству (17,8%), ефективни страни новац (5,7%) и специјална права вучења (*Special Drawing Rights – SDR*) код ММФ-а (0,2%).

Највећи девизни приливи у П1 2026. године остварени су по основу продаје државних ХоВ Републике Србије на међународном и домаћем финансијском тржишту, у укупном износу од 3.109,7 млн евра . Такође, већи приливи су остварени по основу девизне обавезне резерве банака у нето износу од 540,9 млн евра, по основу наплате камата и купона на ХоВ у износу од 216,6 млн евра, по основу платног промета с Косовом и Метохијом[8] у износу од 205,2 млн евра, као и по основу донација у износу од 124,4 млн евра.

Закључно с јуном 2026. године, највећи одливи из девизних резерви Народне банке Србије реализовани су по основу измирења девизних обавеза државе и нето раздужења Републике Србије према кредиторима из иностранства у укупном износу од 2.485,5 млн евра (од чега се 897,5 млн евра односи на превремену отплату дела преосталог дуга по основу еврообвезница које доспевају 2027. године). Већи одливи су реализовани и по основу интервенција Народне банке Србије нето продајом девиза на МДТ-у[9] у износу од 835,0 млн евра, као и по основу доспећа државних ХоВ Републике Србије, емитованих на домаћем финансијском тржишту у износу од 272,7 млн евра.

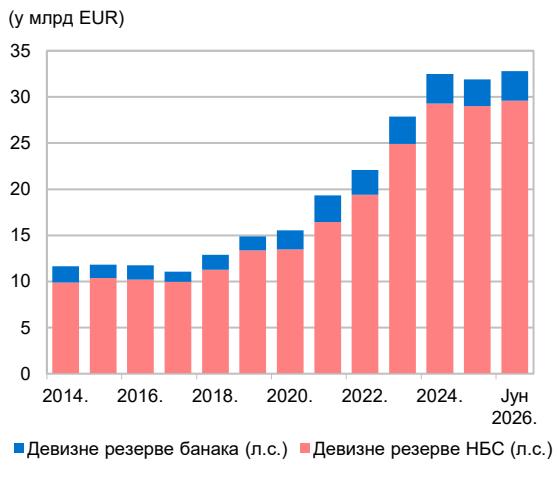
Међународна инвестициона позиција земље

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 Т2 2026. године износила је **53,5 млрд евра.** У поређењу с крајем 2025. године, нето међународна инвестициона позиција је негативнија за 1,6 млрд евра, док је као резултат раста економске активности током П1, **учешће негативне међународне инвестиционе позиције у процењеном БДП-у смањено за 0,3 п.п., на 58,2%.**

У структури стране финансијске активе, која је на крају Т2 2026. износила 57,0 млрд евра, током посматраног периода у највећој мери су повећане остале инвестиције, пре свега трговински кредити предузећа и готов новац и депозити у иностранству. Више од половине вредности укупне активе и даље чине девизне резерве (52%).

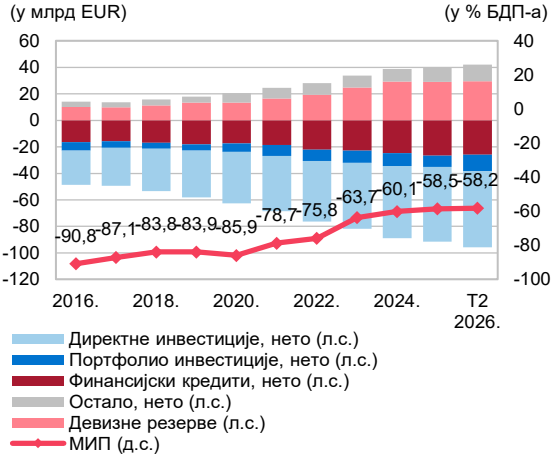
У структури финансијске пасиве, чија је вредност на крају Т2 2026. износила 110,5 млрд евра, позитивно је то што СДИ, као најповољнија,

Графикон III.2.2. **Девизне резерве**



Извор: НБС.

Графикон III.2.3. **Међународна инвестициона позиција**



Извор: НБС.

[8] Према *Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ* („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

[9] 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.

дугорочна врста страних улагања, и даље знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (58,0%), док финансијски кредити и портфолио инвестиције чине мањи део пасиве: 23,8% односно 13,3%.

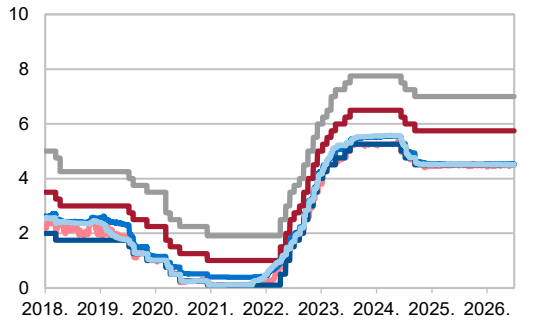
3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

У складу с непромењеним нивоом референтне каматне стопе Народне банке Србије, каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** током П1 2026. године нису бележиле знатне осцилације и крајем јуна задржале су се на нивоу сличном оном на почетку године. Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту, *BEONIA* износила је 4,50%, док су се каматне стопе *BELIBOR* кретале у распону од 4,51% за најкраћу рочност до 4,75% за рочност од шест месеци.

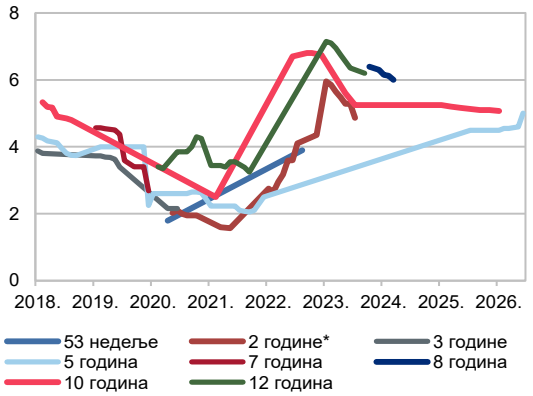
На **примарном тржишту динарских државних ХоВ** током П1 2026. године одржано је пет реотварања аукције за продају петогодишњих државних обвезница из јула 2025, као и пето реотварање аукције за продају десетипогодишњих ХоВ. На аукцији за продају десетипогодишњих ХоВ у јануару, продат је преостали планирани износ од 11,6 млрд динара (тражња је износила 15,4 млрд динара) по извршној стопи од 5,07%, за 3 б.п. нижој него на претходном реотварању из новембра 2025. На четири аукције петогодишњих обвезница у периоду јануар–мај продате су ХоВ у номиналном износу од 72,4 млрд динара, с благим растом извршне стопе од 10 б.п., на 4,59%. На последњој аукцији у јуну продате су обвезнице у номиналном износу од 27,6 млрд динара, готово троструко више од планираног износа, чиме је продат целокупан обим емисије ових обвезница од 135 млрд динара, док је стопа приноса повећана за 41 б.п., на 5,00%. На јунској аукцији забележено је и знатно учешће нерезидената, који су купили око 15 млрд динара, а затим и били нето купци ових ХоВ на секундарном тржишту. С обзиром на истовремено доспеће раније емитованих седмогодишњих динарских ХоВ у износу од 150 млрд динара, стање портфеља динарских државних ХоВ у П1 2026. благо је смањено и крајем јуна износило је 815,2 млрд динара.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



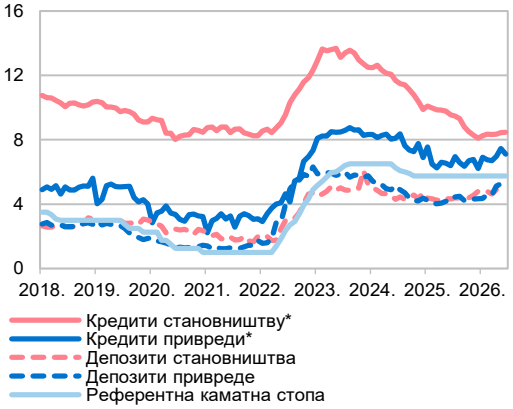
Извор: Министарство финансија.

* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

Током П1 2026. године организована је и аукција петнаестогодишњих **државних ХоВ у еврима**, на којој је продат планирани номинални износ од 200 млн евра (тражња је била виша и износила је 222,4 млн евра), по извршној стопи од 5,00%, нижој од купонске стопе од 5,10%. Како су доспеле раније емитоване петнаестогодишње и десетогодишње хартије у износу од 144,3 млн евра и 120,0 млн евра, респективно, стање портфеља државних ХоВ у еврима крајем јуна смањено је на 1.726,9 млн евра.

На секундарном тржишту динарских државних ХоВ промет је повећан у П1 2026. године за 19,2 млрд динара у поређењу са П2 2025. године и износио је 128,5 млрд динара. Међутим, готово

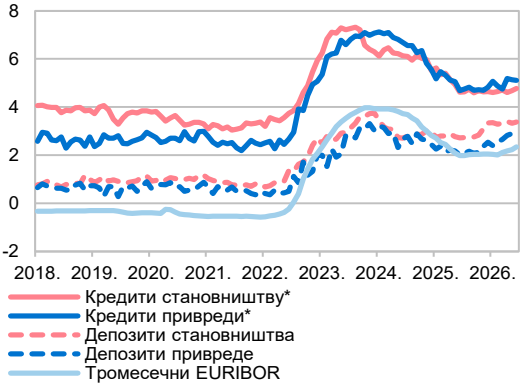
Графикон III.3.3. **Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите**
(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



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

половина укупног промета остварена је на један дан, у тренутку салдирања јунске аукције петогодишњих обвезница (преостале рочности четири године), када је овим ХоВ остварен промет од 63,8 млрд динара. Део тих трансакција односио се на нето куповину нерезидената, на шта указује повећање стања њиховог портфеља динарских обвезница за око 12 млрд динара на датум салдирања. Просечна стопа приноса петогодишњих ХоВ (преостале рочности четири године) на секундарном тржишту изједначила се са извршном стопом с примарне јунске аукције (5,00%). Просечне пондерисане стопе приноса код државних ХоВ других преосталих рочности повећане су дуж криве приноса у распону 30–48 б.п., што се делом може довести у везу са

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.

знатним порастом неизвесности на међународним финансијским тржиштима због рата на Блиском истоку. Просечни приноси у јуну 2026. кретали су се у распону од 4,78% за преосталу рочност до две године до 5,37% за преосталу рочност од око девет година.

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

Каматна стопа на нове **динарске кредите становништву** повећана је у П1 2026. за 0,4 п.п., на 8,5% у јуну, вођена повећањем каматне стопе код готовинских кредита (за 0,2 п.п., на 8,4%). Раст је забележен након што су крајем 2025. каматне стопе за ову категорију кредитирања снижене на историјски минимум услед деловања супервизорских очекивања Народне банке Србије за повољније кредитирање грађана с месечним примањима до 100.000 динара. Расту је допринело и повећање каматних стопа код осталих намена динарског кредитирања становништва, при чему је њихово учешће у укупном динарском кредитирању знатно ниже. Каматна стопа на **динарске кредите привреди** повећана је за 0,9 п.п., на 7,1% у јуну. Посматрано по категоријама кредитирања, раст је највећим делом потекао од каматних стопа на кредите за обртна средства и остале некатегорисане кредите, које су повећане за 0,7 п.п. и 1,2 п.п., на

6,8% и 7,3%, респективно, с обзиром на њихово доминантно учешће у динарском кредитирању привреде.

Током П1 2026, каматне стопе на нове кредите у еврима повећане су у распону 0,2–0,3 п.п., у складу с растом стопа *EURIBOR* у распону 30–40 б.п., у ишчекивању повећања каматних стопа ЕЦБ-а које се реализовало средином јуна. Каматна стопа на **евроиндексиране кредите становништву** повећана је за 0,2 п.п., на 4,8% у јуну. Томе је првенствено допринео раст каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,7 п.п., на 6,4%. Каматна стопа на најзаступљеније евроиндексиране кредите становништву, стамбене кредите, остала је непромењена на нивоу нижем од просечне за евроиндексирано кредитирање становништва (4,5% у јуну). Томе је допринела реализација субвенционисаних кредита по повољнијим условима из програма **„Стамбени кредити за младе"**. Каматна стопа на **евроиндексиране кредите привреди** повећана је током П1 2026. године за 0,3 п.п., на 5,1% у јуну, вођена растом каматне стопе на кредите за обртна средства, за 0,6 п.п., на 5,1%.

Каматне стопе по основу **прекорачења по текућем рачуну и дуга по кредитним картицама**[10] у јуну 2026. су смањене у односу на крај 2025, за 0,1 п.п. и 0,3 п.п., на 17,0% и 14,4%, респективно. У односу на крај 2024. године, камате на ове, најскупље видове задуживања знатно су смањене, за 10,8 п.п. и 8,0 п.п., респективно, услед примене ограничења каматних стопа у складу са *Законом о заштити корисника финансијских услуга*.

Каматне стопе на штедњу становништва у динарима и еврима крајем П1 2026. године нашле су се на готово непромењеним нивоима од краја претходне године, на 4,9% и 3,4%, респективно.

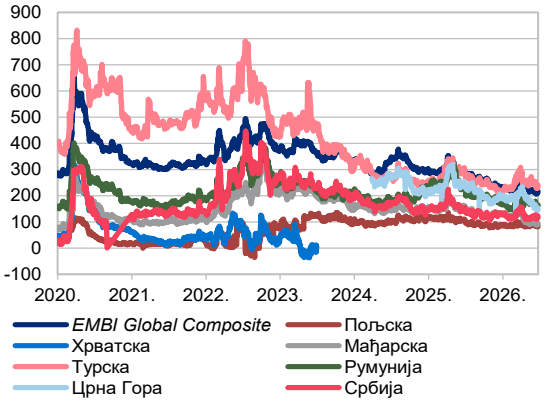
Премија ризика земље и кредитни рејтинг

Након што је у Т1 **глобална премија ризика** повећана под утицајем веће глобалне неизвесности услед ескалације сукоба на Блиском истоку, у наставку П1 доминантно се кретала силазном путањом, услед ублажавања геополитичких тензија, док је њен даљи пад био ограничен одлуком ЕЦБ-а да повећа референтне каматне стопе на састанку у јуну.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима, изведена на бази *EMBI Composite*, смањена је током П1 2026. за 13 б.п. и крајем јуна је износила 218 б.п. Истовремено, премија ризика Србије на бази дуга у доларима смањена је за 8 б.п., на ниво од 123 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 П1 2026. за 3 б.п. и крајем јуна је износила 145 б.п., док је премија ризика Србије на бази дуга у еврима повећана за 8 б.п., на ниво од 167 б.п.

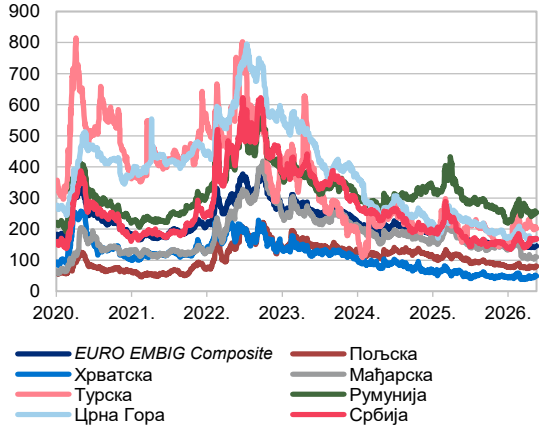
Посматрано по земљама у окружењу, премија ризика на дуг у еврима током П1 повећана је у

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



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

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



Извор: *J.P. Morgan.*

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

Турској (за 54 б.п., на 201 б.п. крајем јуна), док је смањена у Мађарској (за 37 б.п., на 110 б.п. крајем јуна), Црној Гори (за 24 б.п., на 169 б.п. крајем јуна) и Пољској (за 8 б.п., на 81 б.п. крајем јуна). Истовремено, премија ризика на дуг у еврима остала је готово непромењена у Хрватској и Румунији.

Рејтинг агенција *Fitch Ratings* у јануару и јулу 2026. године задржала је кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB*+, уз позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга. Према оцени агенције, кључни фактори за овакву одлуку јесу адекватно вођена економска политика – пре свега одговорно управљање јавним финансијама и раст девизних резерви – као и већи БДП по глави становника у односу на просек земаља са истим нивоом кредитног рејтинга. Поред тога, на позитивне изгледе за промену рејтинга одражава се и чињеница да ће привредни раст водити инвестиције у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027", уз наставак опадајуће путање јавног дуга, као и јачање екстерне позиције.

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

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

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

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

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Мг. раст **новчане масе М3** крајем П1 2026. године убрзан је у односу на крај претходне године (6,56% у децембру) и у јуну је износио 9,04%. Раст је претежно подстакнут динарским ороченим и девизним депозитима привреде и становништва, чији је мг. раст убрзан. Насупрот томе, раст најликвиднијег монетарног агрегата, М1, успорио је због блаже динамике раста готовог новца у оптицају и депозита по виђењу привреде.

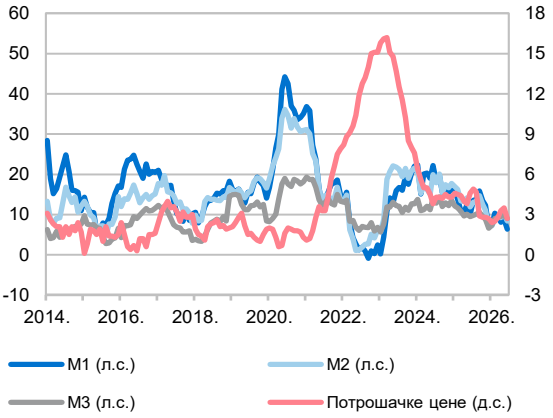
Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** су у П1 2026. године смањени за 49,3 млрд динара. Пад је последица сезонског смањења трансакционих депозита привреде, пре свега сектора грађевинарства, трговине на велико и мало и услужних делатности. Насупрот томе, трансакциони рачуни грађана бележили су раст.

Табела III.4.1. **Монетарни преглед**
(у млн RSD)

	2025.	Јун 2026.	Промене у П1 2026.
Нето потраживања од иностранства	**3.153.040**	**3.242.665**	**89.625**
Нето потраживања банака од иностранства	-265.514	-249.807	15.706
Нето домаћа актива банкарског сектора	**2.348.854**	**2.403.670**	**54.816**
Нето домаћи кредити	4.252.349	4.359.069	106.720
Нето потраживања од државе	141.926	-23.525	-165.450
Пласмани држави	975.521	936.856	-38.665
Депозити државе	-833.595	-960.381	-126.786
Потраживања од невладиних сектора	4.110.424	4.382.593	272.170
Становништво	1.941.975	2.110.955	168.980
Привреда	2.024.545	2.113.037	88.492
Др. финансијске корпорације	71.213	81.688	10.475
Локални нивои власти	71.660	76.153	4.494
Непрофитне и др. организације	1.031	761	-270
Остала нето актива	-1.903.496	-1.955.399	-51.904
Новчана маса М3	**5.501.894**	**5.646.334**	**144.441**
Новчана маса М2	2.874.126	2.844.360	-29.765
Новчана маса М1	2.179.608	2.104.111	-75.497
Готов новац у оптицају	430.183	404.025	-26.158
Депозити по виђењу	1.749.424	1.700.085	-49.339
Динарски штедни и орочени депозити	694.518	740.250	45.732
Девизни депозити	2.627.768	2.801.974	174.206

Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

Орочени динарски депозити током П1 2026. године повећани су за 45,7 млрд динара, готово у једнакој мери вођени растом депозита привреде (сектора прерађивачке индустрије и грађевинарства), али и динарске штедње становништва, која је у јуну достигла нови рекордни ниво од 227,5 млрд динара.[11]

Девизни депозити у П1 2026. повећани су за 1,5 млрд евра, при чему је највећи део раста остварен у Т1. Расту су готово подједнако допринели девизна штедња резидената, повећана за 0,7 млрд евра, на нови највиши ниво од 16,1 млрд евра у јуну,[12] и девизни депозити привреде, пре свега прерађивачке индустрије.

Посматрано са стране активе, током П1 2026. забележен је раст потраживања банака од невладиних сектора, вођен растом потраживања од становништва и привредних друштава. Насупрот томе, деловала су смањена нето потраживања од државе, услед знатног повећања депозита државе код Народне банке Србије, али и нето раздужења државе према домаћим банкама услед доспећа државних ХоВ. Нето потраживања од иностранства повећана су, чему је допринео раст девизних резерви Народне банке Србије, као и већи раст потраживања банака од иностранства по основу готовог новца и депозита него што је повећано њихово задуживање у иностранству.

[11] Новчане масе укључују само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је крајем јуна износила 230,3 млрд динара.

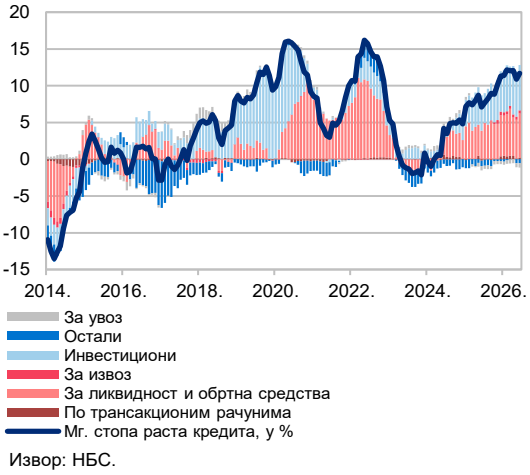
[12] Ако се укључе средства нерезидената, девизна штедња је крајем јуна износила 16,9 млрд евра.

Кредити банака

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору бележили су релативно висок мг. раст током П1, који је, по искључењу ефекта промене девизног курса,[13] износио 16,6% у јуну (наспрам 15,4% у децембру 2025). При томе, кредитна активност је убрзавала мг. раст до априла, а у каснијим месецима, под утицајем високе базе, уследило је благо успоравање. Тај раст је био вођен **кредитирањем становништва**, чији је мг. раст у јуну износио 20,0%, за којим следи **кредитирање привреде**, које је у јуну било више за 11,7% него пре годину дана.

Захваљујући високој реализацији у јуну, **кредити привреди** повећани су у П1 за 94,6 млрд динара, искључујући ефекат промене девизног курса. Раст кредита се у потпуности односио на задужење привредних друштава (113,8 млрд динара) и био је вођен одобравањем кредита за ликвидност и обртна средства (64,4 млрд динара) и инвестиционих кредита (37,6 млрд динара). Повећана су и задужења по текућим рачунима, док су обавезе предузећа по осталим некатегорисаним кредитима и кредитима за увоз смањене. Таква кретања су утицала на то да учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током П1 за 1,0 п.п., на 48,3% у јуну, уз убрзање мг. раста на 12,5%, док је учешће инвестиционих кредита

Графикон III.4.2. **Доприноси мг. расту кредита привреди**
(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

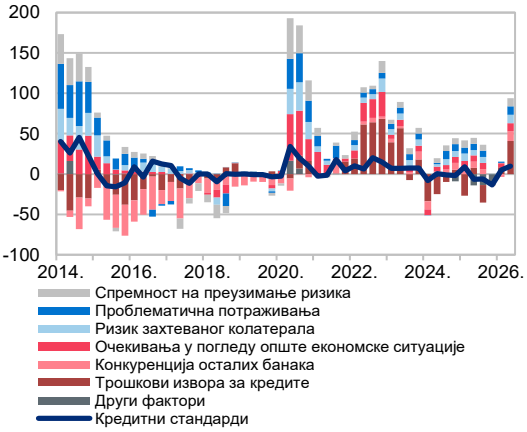
[13] Рачунато по новом програмском курсу на дан 30. септембра 2024.

смањено за 0,2 п.п., на 43,2%, а њихов мг. раст убрзан на 14,6%. Посматрано по делатностима, током П1 највише су се задужила предузећа из области грађевинарства, пословања некретнинама и трговине, док је смањење задужења забележено једино код предузећа из пољопривреде и енергетике. Више од три петине прираста у П1 односило се на кредите микропредузећима, малим и средњим предузећима, што је утицало да учешће кредита одобрених овом сегменту у укупним кредитима привреди буде повећано на 60,7% у јуну, а њихов мг. раст убрзан на 12,6%.

Обим новоодобрених кредита привреди у П1 износио је 725,5 млрд динара, што је за 14,2% више него у истом периоду 2025. Томе је највише допринела већа реализација кредита за ликвидност и обртна средства и инвестиционих кредита, који су са учешћима од 61% и 25%, респективно, били и најзаступљенији у новоодобреним кредитима. При томе, скоро две трећине инвестиционих и нешто мање од половине кредита за ликвидност и обртна средства било је усмерено на сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа.

Кредити становништву повећани су у П1 за 167,3 млрд динара, вођени растом готовинских (91,2 млрд динара) и стамбених кредита (56,3 млрд динара). Поред тога, повећано је и задуживање грађана по потрошачким кредитима и текућим рачунима, док су обавезе по кредитним картицама смањене. Поред раније ублажених кредитних стандарда, релативно повољних каматних стопа и промотивних понуда банака, високој реализацији

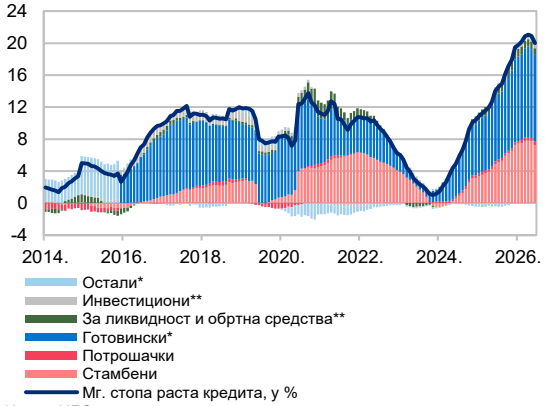
Графикон III.4.4. **Промена кредитних стандарда привреди и утицај фактора**
(у нето %)



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

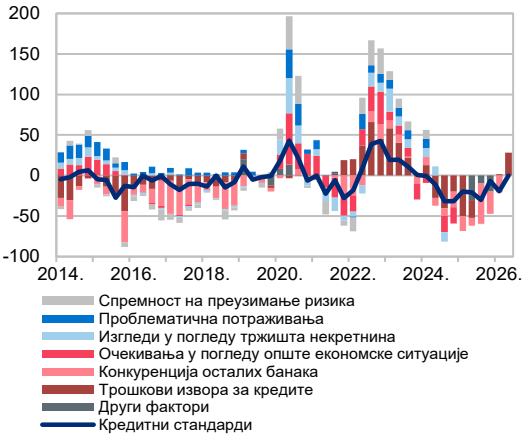
кредита становништву доприносе мере које омогућавају повољније услове задуживања грађана с нижим примањима. Поред тога, раст стамбених кредита потпомогнут је одобравањем кредита из програма за младе, који су чинили око 44% повећања стамбених кредита у П1. Висока реализација готовинских кредита утицала је на то да учешће ових кредита у укупним кредитима становништву буде повећано током П1 за 0,6 п.п., на 48,0% у јуну, док је учешће следећих по заступљености, стамбених кредита, смањено за 0,4 п.п., на 37,8%. И готовински и стамбени кредити су под утицајем високе базе почели да успоравају мг. раст током Т2, који је у јуну износио 23,2% и 19,0%, респективно.

Графикон III.4.3. **Доприноси мг. расту кредита становништву**
(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.
* Обухвата доприносе потраживања по трансакционим рачунима, кредитим картицама и осталим некатегорисаним кредитима, а до децембра 2015. и допринос готовинских кредита.
** Кредити одобрени предузетницима.

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



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

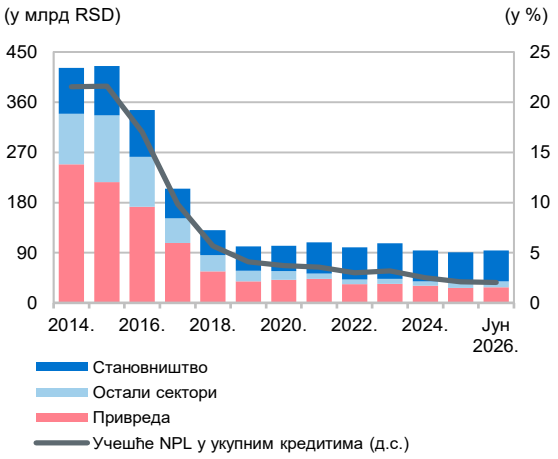
Обим новоодобрених кредита становништву у П1 износио је 596,5 млрд динара и био је за 22,5% виши него у истом периоду 2025, пре свега захваљујући већем износу новоодобрених готовинских и стамбених кредита. Готовински кредити су били најзаступљенији и чинили су 68% нових кредита становништву, а за њима следе стамбени кредити, са учешћем од 19%.

Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке у П1 пооштриле стандарде за кредите привреди, и то за предузећа свих величина. Према оцени банака, на пооштравање стандарда утицали су виши трошкови извора за кредите, конкуренција међу банкама, перцепција ризика и спремност на преузимање ризика. С друге стране, стандарди за кредите становништву углавном нису мењани, осим што су банке под утицајем конкуренције у Т1 ублажиле стандарде за динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање. Банке су оциниле да је, укупно посматрано, у Т1 тражња привреде за кредитима смањена. Пад тражње био је опредељен мањим потребама за финансирање инвестиција, док је финансирање обртних средстава деловало у супротном смеру. С друге стране, привреда је у Т2 повећала тражњу за кредитима, чему су подједнако допринеле потребе финансирања обртних средстава и инвестиција. Становништво је у П1 повећало тражњу за потрошачким кредитима, динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и за девизно индексираним стамбеним кредитима. Према оцени банака, томе су допринеле потребе за рефинансирањем постојећих кредита, куповина непокретности, набавка трајних потрошних добара и више зараде.

Бруто ***NPL* показатељ** спустио се на нову најнижу вредност од 2,0% у јуну. При томе, *NPL* показатељ за сектор становништва[14] је у П1 смањен за 0,1 п.п., на 2,6% у јуну, док за сектор привреде (1,4%)[15] вредност овог показатеља није промењена. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 110,9% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 61,7% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају П1 износио је 20,05%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

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



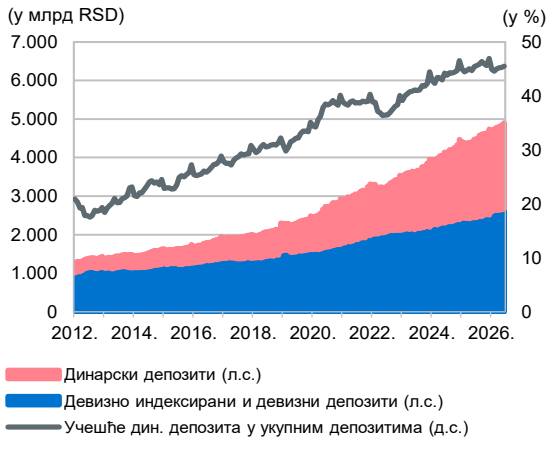
Извор: НБС.

5. Показатељи степена динаризације

Народна банка Србије остаје посвећена обезбеђивању ниске и стабилне инфлације, очувању релативне стабилности девизног курса и стабилности финансијског система, као и спровођењу мера и активности које доприносе јачању поверења у динар и већој употреби динара у домаћем финансијском систему.

Када је реч о мерама Народне банке Србије које доприносе већој динаризацији финансијског система, након ублажавања монетарне политике у претходном периоду, висина референтне каматне стопе у П1 није мењана, што и даље омогућава

Графикон III.5.1. **Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва**

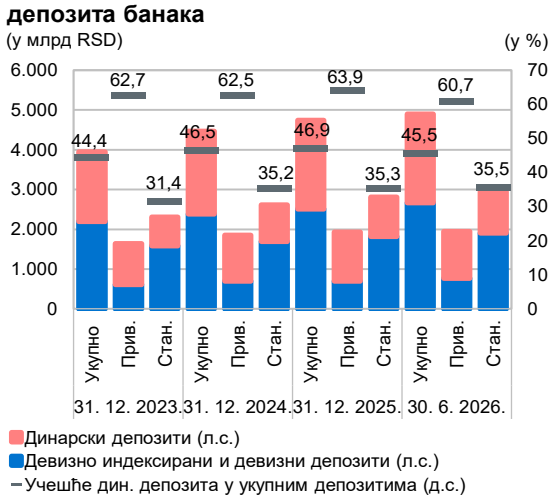


Извор: НБС.

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

[15] Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће NPL у укупним кредитима смањено је за 0,1 п.п., на 1,5% у јуну.

Графикон III.5.2. **Секторска структура депозита банака**

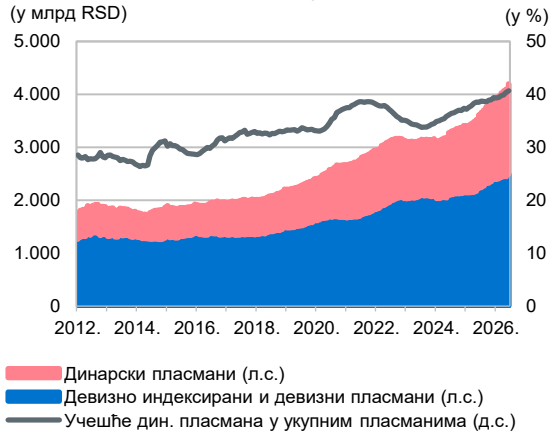


Извор: НБС.

релативно повољно задуживање у динарима, без излагања валутном ризику. При томе, важно је и то што је ЕЦБ у јуну 2026. пооштрила своју монетарну политику, што утиче на раст каматних стопа на кредите у евро знаку и смањење каматног диференцијала између каматних стопа на динарске кредите и кредите у евро знаку, а то такође иде у прилог већој динаризацији пласмана.

Порасту динаризације пласмана привреди доприноси и мера Народне банке Србије која се примењује од почетка 2025. године, а којом су банке обавезане да приликом обрачуна адекватности капитала умање износ капитала ако учешће

Графикон III.5.3. **Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву**



Извор: НБС.

појединих категорија кредита нефинансијском и недржавном сектору, као и ХоВ у девизном знаку, премаши дефинисани праг (71% у 2025, 64% у 2026, 57% у 2027, а након тога 50%), чиме су банке стимулисане да у већој мери одобравају динарске кредите.[16]

Народна банка Србије наставила је да стимулише банке да у већој мери користе динарске изворе финансирања и политиком обавезне резерве. Наиме, стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су знатно ниже од девизних, а Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

Такође, динарске државне ХоВ и динарске обвезнице предузећа с прихватљивим бонитетом су, за разлику од девизних ХоВ, укључене у листу прихватљивог колатерала за монетарне операције Народне банке Србије, што у дугом року доприноси развоју тржишта капитала, кроз подстицај банкама да у својим портфолијима држе динарске ХоВ.

Када је реч о развоју инструмената заштите од девизног ризика, Народна банка Србије је наставила да са банкама закључује билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза.

Резултат мера и активности Народне банке Србије је чињеница да степен динаризације према већини релевантних показатеља расте и знатно је већи него 2012, када је започето спровођење *Стратегије динаризације*.

Најзначајнији напредак остварен је у области динаризације депозита становништва и привреде. Крајем јуна 2026. године овај показатељ је износио 45,5%, што је нешто ниже од рекордног нивоа (46,9%) с краја 2025. године, и непромењено је у поређењу са истим месецом 2025, а знатно је виши ниво него крајем 2012. (за 26,2 п.п.).

С обзиром на значај депозита становништва као изузетно важног извора кредитне активности банкарског сектора, **од посебне важности је чињеница да степен динаризације депозита становништва бележи дугорочни тренд раста. Крајем јуна 2026. овај показатељ износио је 35,5%,** што је незнатно ниже од рекордних 35,6% из септембра 2025. године, али бележи тенденцију

[16] 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, 110/2023, 102/2024, 41/2025, 70/2025, 101/2025 и 104/2025 – исправка).

раста, а раст је посебно значајан ако се пореди с крајем 2012. (за 26,7 п.п.).

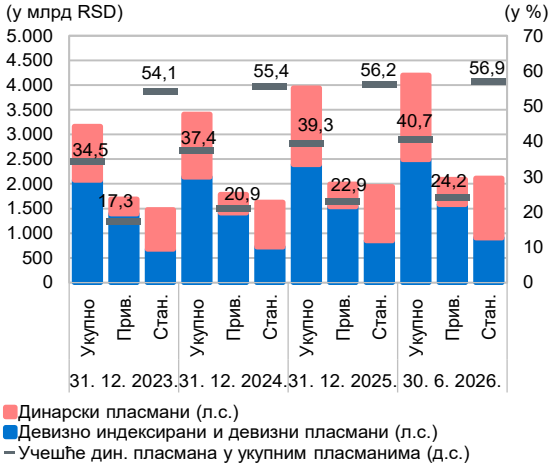
Већој динаризацији депозита становништва доприноси и наставак раста динарске штедње, који је, упркос присутним геополитичким тензијама , у П1 2026. знатно убрзан у односу на крај претходне године, тако да је динарска штедња наставила да бележи рекордно високе нивое. Крајем јуна износила је 230,3 млрд динара, што је за 24,2 млрд динара (11,7%) више у поређењу са крајем 2025, а 13 пута (тј. за 212,5 млрд динара) више него крајем 2012. Девизна штедња такође бележи тренд раста који је знатно умеренији од динарске штедње, тако да се учешће динарске штедње у укупној штедњи постепено повећава и у П1 2026. је први пут премашило 10% (крајем јуна је износило 10,4%), што је знатно више од 1,9% с краја 2012.

Степен динаризације депозита привреде крајем П1 2026. износио је 60,7%, што је нешто нижи ниво у односу на рекордни ниво тог показатеља који је забележен крајем 2025. (за 3,2 п.п.), али је и даље знатно виши него крајем 2012. (за 17,9 п.п.). Смањење овог показатеља у П1 доводи се у везу са снижењем стања на рачунима предузећа, које је било израженије код динарских него код девизних депозита.

Динаризација пласмана привреди и становништву је у шест месеци 2026. бележила постепено повећање, чиме је настављен тренд раста овог показатеља који је присутан од половине 2023. Крајем јуна 2026, овај показатељ износио је 40,7%, што је за 1,4 п.п. виши ниво него крајем 2025, а раст је значајнији ако се пореди с јуном 2025. (2,2 п.п.), као и с крајем 2012. (10,5 п.п.). Раст динаризације пласмана бележи се и код привреде и код становништва. Код привреде, овај показатељ је током П1 повећан за 1,4 п.п., на 24,2%, што је највиши ниво овог показатеља у претходних 11 година. Раст овог показатеља доводи се у везу са знатнијим растом динарског кредитирања привреде у поређењу са одобравањем кредита у девизном знаку.

Степен динаризације пласмана становништву бележи постепен раст – у П1 је повећан за 0,4 п.п., на 56,9%, што одражава наставак раста готовинских кредита (који се по правилу одобравају у динарима), и умеренији раст стамбеног кредитирања (које се најчешће реализује уз примену валутне клаузуле).

Графикон III.5.4. **Секторска структура пласмана банака**



Извор: НБС.

6. Тржиште непокретности

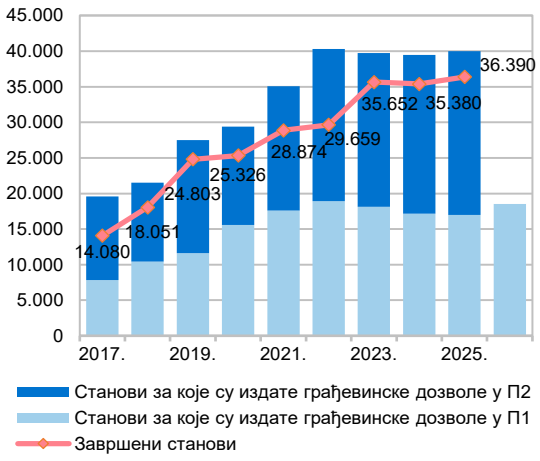
У П1 2026. **тржиште непокретности бележи раст вредности, промета и цена** у односу на П1 2025. године.

Према подацима Републичког геодетског завода, у П1 2026. укупан број уговора о промету непокретности износио је 61.308, што је за 0,6% више него у П1 2025. године. Укупна вредност оствареног промета на тржишту непокретности у П1 ове године износила је 4,2 млрд евра и виша је за 9,6% него у истом периоду претходне године.

Активност тржишта станова, мерена бројем купопродаја (23.377 уговора), у П1 2026. бележи пад од 1,5%, док тржишна вредност промета становима износи око 2,5 млрд евра и повећана је за 11,6% мг.

Подаци Републичког геодетског завода указују на наставак **раста цена станова**. У Т2 2026. мг. стопа раста цена станова, мерена индексом цена станова, за Републику Србију износила је 5,25%. У Београду, цене су у Т2 порасле 5,65% мг. У сегменту старогрaдње, на нивоу целе Србије, цене су порасле за 5,98% мг., а у сегменту новоградње, односно куповине од инвеститора, за 3,86% мг.

Графикон III.6.1. **Кретање броја издатих грађевинских дозвола и завршених станова**



Извор: РЗС.

Број непокретности купљених из кредитних средстава у П1 2026. порастао је за око 13% у односу на П1 2025, што је чинило 33% броја купљених станова. Расту стамбених кредита доприноси и одобравање кредита из програма за младе, на које се према нашим подацима односило 44% повећања стамбених кредита у П1 2026. години.

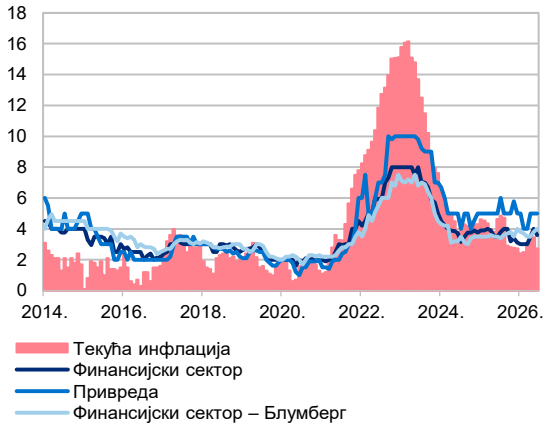
Према подацима РЗС-а, укупан број издатих грађевинских дозвола за зграде у П1 2026. (11.016 дозвола) повећан је за 5,2% мг., а за станове (18.517 дозвола) виши је за 9,0% мг. Такође, расте и предвиђена вредност укупних изведених грађевинских радова која за зграде износи 345 млрд динара и повећана је за 40,4% мг.

7. Инфлациона очекивања

Краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и у 2026. наставила су да се крећу у границама циља, трећу годину заредом, док су средњорочна очекивања дуже време у оквиру ових граница, што је потврда адекватности мера монетарне политике које предузима Народна банка Србије.

Према резултатима анкета агенције Нинамедија, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред**, од јануара до марта износила су 3,0%, што представља најнижи ниво од августа 2021. године. Пратећи кретање мг. инфлације, ова очекивања су благо повећана и у јуну су износила 3,6%, да би у јулу била снижена

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



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

на 3,5%. Појединачни одговори готово свих финансијских институција по питању очекиване инфлације налазили су се унутар граница циља. Према резултатима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред су се током П1 кретала у распону 3,5–4,0% и у просеку су износила 3,7%.

Инфлациона очекивања сектора привреде за годину дана унапред у фебруару и марту су била на нивоу од 4,0%, док су за остале месеце у П1 износила 5,0%, где су задржана и у јулу. Већина испитаника је краткорочно (за наредна три месеца) очекивало да ће цене инпута у производњи и цене готових производа и услуга бити непромењене, док

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



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

су у периоду од годину дана очекивали раст цена готових производа и услуга.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред смањена су у јуну с 15,0% на 10,0%, што представља најнижи ниво од јуна 2024. године. На пад краткорочних очекивања вероватно је утицало смањење цена прехрамбених производа у условима одличног рода, пре свега воћа и поврћа. Према резултатима квалитативне анкете, становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од процењене инфлације у претходној години дана, на шта указује индекс очекиване инфлације, који је у јуну износио 31,5 поена и био нижи од индекса перципиране инфлације (52,5 поена).

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две и три године унапред кретала су се током П1 у границама циља Народне банке Србије, у распону од 3,0% до 3,5%, при чему је у јулу снижена на централну вредност циља од 3%. **Очекивања сектора привреде за оба периода** кретала су се у распону од 4,0% до 5,0%, а од априла су усидрена на 5,0%. **Инфлациона очекивања становништва** за две и три године унапред у јуну су, као и највећи део П1, износила 10,0%, где су задржана и у јулу.

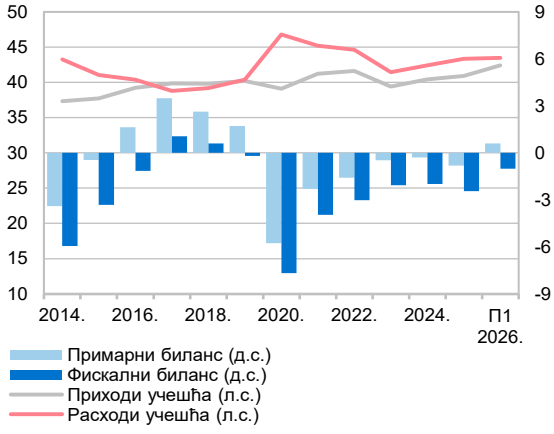
8. Фискална кретања

У периоду јануар–јун 2026. године остварен је **фискални дефицит државе** од 55,8 млрд динара, (око 1% БДП-а), док је примарни биланс државе бележио суфицит у износу од 31,4 млрд динара. Учешће јавног дуга централне државе у БДП-у износило је 43,3% у јуну 2026, што представља смањење од 1,1 п.п. у односу на крај 2025. године.

Јавни приходи у првих шест месеци 2026, реално посматрано, повећани су за 8,6% мг., првенствено вођени растом прихода по основу зарада (пореза на доходак и доприноса за социјално осигурање), услед настављеног реалног раста зарада, чему је допринело повећање зарада у јавном сектору и минималне зараде. Раст зарада, уз одређени допринос повећаног кредитирања становништва, одразио се на настављени раст приватне потрошње, а самим тим и прихода од ПДВ-а. Нешто мањи допринос имали су повећани непорески приходи и приливи од пореза на добит, по основу веће профитабилности привреде у 2025. години (за 10,9% у поређењу с 2024). Насупрот томе, смањење акциза на нафтне деривате одразило се на пад пореских прихода, при чему је ова мера краткорочног карактера. **Јавни расходи** забележили су раст од 10,1%, реално посматрано, услед повећања зарада у јавном сектору и пензија, као и проширења обухвата расхода за плате у сектору државе. Расту су у нешто мањој мери са сличним ефектом допринели капитални издаци, расходи за куповину робе и услуга, али и остали текући расходи и субвенције.

Приликом доношења одлука о монетарној политици Извршни одбор је имао у виду да ће, након приближно неутралног фискалног импулса[17] у 2025. години,

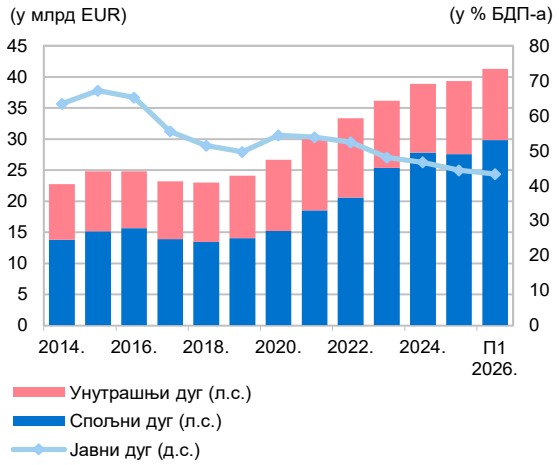
Графикон III.8.1. **Фискални и примарни резултат буџета опште државе**
(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

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

Графикон III.8.2. **Јавни дуг***



Извор: Министарство финансија.
* Централни ниво државе.

Графикон III.9.1. **Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна**



Извор: РЗС и прерачун НБС.

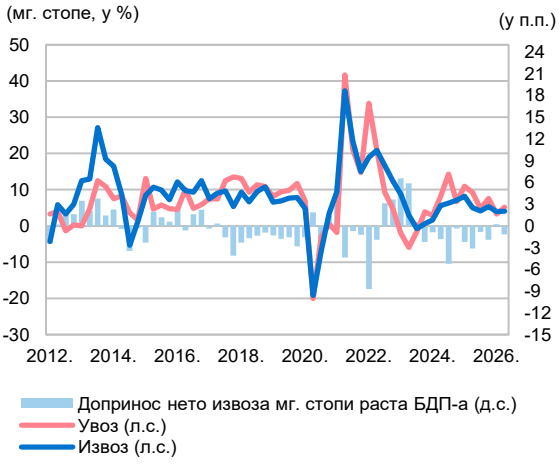
фискална политика у овој години имати умерено експанзиван карактер, али да се веће инфлаторно дејство по том основу не очекује, имајући у виду да најављене стимулативне мере намењене потрошњи, исплате пензионерима и пунолетним грађанима из акцијског фонда имају једнократан ефекат, као и да су мере умањења акциза управо предузете да би се спречили већи секундарни инфлаторни ефекти.

9. Агрегатна тражња

Раст економске активности у П1 2026. износио је 3,5% мг. (при чему је раст БДП-а убрзао са 3,2% у Т1 на 3,8% у Т2). Раст расположивог дохотка становништва, релативно повољни услови финансирања и постепени опоравак инвестиционе активности подржали су домаћу тражњу, која је била главни покретач привредног раста у П1. Највећи позитиван допринос потекао је од приватне потрошње, при чему су и фиксне инвестиције позитивно допринеле расту. С друге стране, допринос нето извоза на нивоу П1 био је негативан, с обзиром на то да је позитиван допринос из Т1 у Т2 преокренут услед бржег реалног раста увоза од извоза робе и услуга.

Приватна потрошња је у П1 повећана за 4,4% мг. (што је обезбедило допринос од 2,8 п.п. расту БДП-а у П1), вођена њеним основним извором – масом зарада, која је, номинално посматрано, у П1 повећана за 10,6% мг. (односно 7,4% мг. реално). Истовремено, пензије су у П1 номинално повећане за 12,2% мг. (реално 9,0% мг.). Повољнији услови кредитирања, као резултат досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и претходног ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, пружили су додатну подршку потрошњи домаћинстава преко раста кредита намењених потрошњи, који су у П1 забележили двоцифрени мг. раст од 22,7%. Поред тога, дознаке становништва су у П1 износиле 2,8 млрд евра, што је за 17,7% више у односу на исти период претходне године. На даљи раст приватне потрошње указује промет у трговини на мало, који је у П1 порастао за 7,2% мг., затим раст промета у угоститељству (8,9% мг. у периоду јануар–мај), као и повећан увоз потрошне робе од 2,2% мг., подржан и растом расположивог дохотка становништва. Поред тога, у П1 број долазака домаћих туриста повећан је за 8,1%, а број ноћења за 4,6%, у поређењу са истим периодом претходне године.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Државна потрошња забележила је раст у П1 од 3,7% мг., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,6 п.п. у П1), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору, као и за набавку робе и услуга. Наведена кретања су утицала на то да укупна потрошња у П1 оствари мг. раст од 4,3%.

Укупне фиксне инвестиције у П1 повећане су за 1,8% мг. и расту БДП-а допринеле су са 0,4 п.п. На наставак раста инвестиционе активности указују пре свега подаци из области грађевинарства – вредност изведених радова, број издатих грађевинских дозвола и увоз грађевинског материјала. Поред тога, у П1 је забележен и раст обима производње капиталних производа од 11,2% мг., као и производње машина и опреме од 9,3%.

Када је реч о изворима финансирања инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран сопственим средствима, захваљујући високој профитабилности предузећа оствареној у претходним годинама (у 2025. години привреда Србије је остварила позитиван нето финансијски резултат у износу од 957 млрд динара, што је раст од близу 11% у односу на претходну годину). Такође, током П1 остварен је прилив СДИ од 1,2 млрд евра, док су инвестициони кредити забележили мг. раст од 14,7%. Истовремено, капитални расходи државе су, номинално посматрано, у П1 забележили мг. раст од 13,0%.

Повећење залиха производа допринело је расту БДП-а у П1 са 0,2 п.п.

Реални извоз робе и услуга у П1 повећан је за 4,0% мг., упркос и даље релативно слабој екстерној тражњи. Извозна активност била је подржана пре свега растом производних капацитета у појединим гранама прерађивачке индустрије, као и повољним кретањима код извоза услуга. Истовремено, **реални увоз робе и услуга** повећан је за 4,3% мг. Пошто је стопа реалног раста извоза била нешто нижа од стопе раста увоза, **нето извоз** је на нивоу П1 дао негативан допринос расту БДП-а од –0,5 п.п.

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



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

10. Економска активност

Економска активност забележила је мг. раст од 3,5% у П1. Раст БДП-а био је вођен услужним секторима, а за разлику од претходног периода, позитиван допринос расту БДП-а обезбедили су и сви производни сектори.

Услужни сектори су, збирно посматрано, у П1 убрзали раст на 4,1% мг. (са 3,0% у П2 2025), чиме су допринели расту БДП-а у П1 са 2,3 п.п. На раст упућују пре свега подаци из области трговине и туризма, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у П1 реално повећан за 7,2% мг., док је број долазака и ноћења туриста у П1 забележио мг. раст од 6,6% и 5,0%, респективно. На раст активности у ИКТ сектору указује и даљи раст извоза ове групе производа, који је у П1, упркос високој бази, износио 5,2% мг.

Раст **индустријске производње** износио је 0,6% мг. у П1, вођен растом активности у **прерађивачкој индустрији** чији је обим производње повећан за 1,8% мг. у П1. Производња је порасла у 12 од укупно 24 гране прерађивачке индустрије, а нарочито снажан раст остварен је у производњи моторних возила, од 47,1% мг., што се може довести у везу са убрзањем серијске производње електричних возила у Крагујевцу. Опоравак производње у рафинерији Нафтне индустрије Србије у Т2 позитивно се одразио на активност хемијске индустрије, чији обим производње је забележио раст од 7,1% мг. у П1. Значајан позитиван допринос дали су и производња машина, електричне опреме и производа од гуме и пластике. Највећи негативан допринос потицао је од смањене производње металних производа и одевних предмета. С друге стране, **рударство** је, упркос опоравку у Т2, на нивоу П1 забележило пад активности за 0,7% мг. услед смањене експлоатације руде угља и активности у оквиру „осталог рударства", које обухвата експлоатацију шљунка, песка и камена. Поред тога, смањена је и производња **електричне енергије** за 4,2% мг., делом услед прилагођавања примени механизма

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



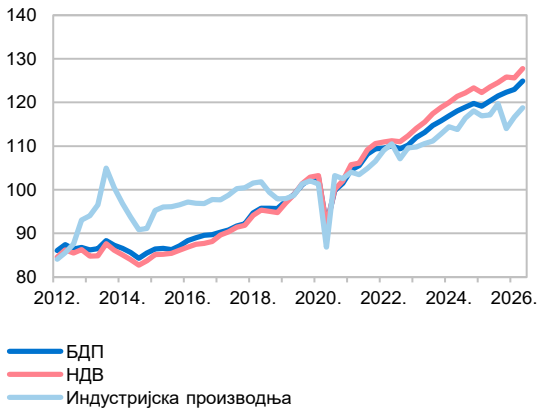
Извор: РЗС и прерачун НБС.

за прекогранично прилагођавање цене угљеника (*CBAM*), а делом због смањеног хидропотенцијала.

Грађевинарство је у П1 забележило раст од 0,3% мг., уз незнатни позитиван допринос економској активности, при чему су кретања током П1 била неуједначена. Након слабије активности у Т1, на коју су указивали пад производње грађевинског материјала и активности у области „остало рударство", у Т2 је уследио снажан опоравак, подржан растом вредности изведених грађевинских радова. На нивоу П1, вредност изведених радова повећана је за 1,1% мг., а број издатих грађевинских дозвола за 7,7% мг., док је увоз грађевинског материјала повећан за 2,3% мг.

Нето порези су повећани за 4,3% мг. у П1, што доприноси расту БДП-а са 0,7 п.п.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

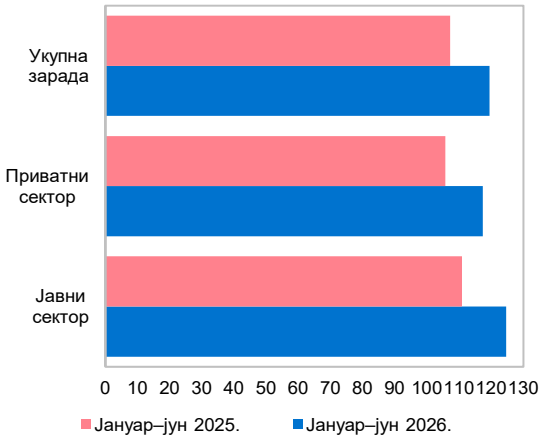
Пољопривредна производња је у П1 забележила раст од 11,9% мг., што је допринело расту БДП-а са око 0,4 п.п. Расту пољопривреде допринели су већа производња пшенице и раног воћа, као и претпостављени опоравак приноса кукуруза и соје са ниских нивоа из претходне године, што би требало да надокнади смањење засејаних површина. Ипак, имајући у виду релативно неповољне временске услове од краја јула и њихов утицај на приносе кукуруза и индустријског биља, раст пољопривредне производње у целој 2026. могао би да буде и нешто нижи у односу на П1.

Имајући у виду да су остварења домаће економске активности у П1 била повољнија од наших очекивања из маја, у августу смо повећали пројекцију раста БДП-а за 2026. годину са 3,0% на 3,2%. С обзиром на и даље присутне геополитичке тензије, наставак сукоба на Блиском истоку, волатилно кретање светских цена нафте и осталих енергената и неизвесност у погледу екстерне тражње, задржали смо пројекцију раста за 2027. годину на 4,5%. У средњем року очекујемо ишчезавање утицаја привремених фактора и стабилнији темпо привредног раста – око потенцијалног нивоа од око 3,5% годишње.

11. Зараде и запосленост

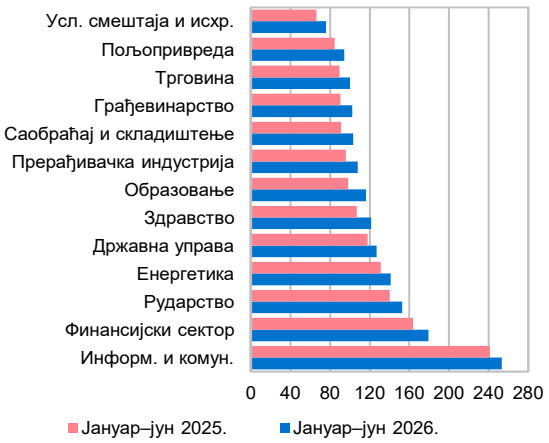
Тржиште рада у П1 2026. обележили су наставак реалног раста зарада, умерено смањење формалне запослености, уз истовремено смањење регистроване незапослености и стопе незапослености на најнижи ниво до сада.

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.

Номинална нето зарада у П1 у просеку је износила 119.469 динара (1018 евра), што је за 11,5% (8,4% реално посматрано) више него у истом периоду претходне године, при чему су зараде у приватном сектору повећане за 11,0%, а у јавном сектору за 12,4%. Медијална и минимална зарада у П1 су повећане за 12,4% мг. и 20,5% мг., респективно, и у просеку су износиле 93.161 динар и 63.812 динара, респективно.

Посматрано по делатностима, просечне номиналне зараде су у П1 највише, мг. посматрано, порасле у образовању и угоститељству.

Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, остварила је мг. раст од 10,6% у П1, што је у потпуности резултат раста просечних зарада. Према процени Народне банке Србије, **продуктивност укупне економије** у П1 повећана је за 4,0% мг., као резултат раста економске активности у условима нешто ниже запослености.

Укупна формална запосленост у П1 у просеку је износила око 2,36 млн лица, према подацима РЗС-а, што је за 0,5% ниже него у истом периоду претходне године. У односу на П1 2025. године, укупан број формално запослених био је мањи за око 12 хиљада, при чему је смањење броја запослених код правних лица (за око 12 хиљада) и индивидуалних пољопривредника (за око 4 хиљаде) делимично ублажено повећањем броја запослених код предузетника (за око 4 хиљаде).

Број формално запослених у приватном сектору у П1 2026. године у просеку је износио 1,74 млн, што је за око 11 хиљада мање него у истом периоду претходне године. Посматрано по делатностима које претежно припадају приватном сектору, запосленост је у просеку највише смањена у прерађивачкој индустрији и трговини, док је највећи раст забележен у стручним, научним, иновационим и техничким делатностима, као и у административним и помоћним услужним делатностима. Насупрот томе, **број формално запослених у јавном сектору** био је мањи за око хиљаду него у истом периоду претходне године, при чему је смањење у потпуности последица мањег броја запослених у државној управи, док је у образовању и здравству забележено повећање броја запослених.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** је у јуну износила 333.804 лица, што је за око 11 хиљада

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

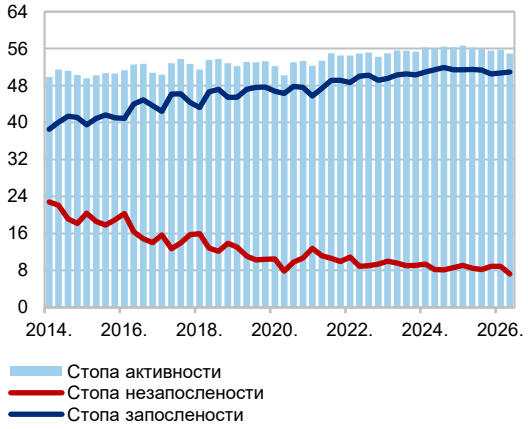


Извор: РЗС и прерачун НБС.

незапослених мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци.

Подаци **Анкете о радној снази**, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, указују на благо смањење основних показатеља активности и запослености у Т2 у односу на исти период претходне године, уз смањење стопе незапослености на историјски минимум. Стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) износила је 72,1%, а стопа активности (старији од 15 година) 54,9%, што је мг. посматрано ниже за 2,5 п.п. и 1,3 п.п., респективно. У исто време, стопа запослености смањена је за 0,6 п.п., на 50,9%. Стопа незапослености смањена је за 1,3 п.п., на до сада најнижи ниво од 7,2%. Такође, и број незапослених у апсолутном износу био је на најнижем забележеном нивоу од 220.200, што представља смањење од 46.800, мг. посматрано.

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



* Подаци од 2021. у складу су са Пописом 2022. године.
Извор: РЗС.

Списак графикона и табела

Графикони

II.1.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	9
II.2.1.	Стање репо продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.2.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	11
II.2.3.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	11
II.3.1.	Динамика укупне и базне инфлације	12
II.3.2.	Доприноси компонената ИПЦ-а мг. инфлацији током П1 2026.	13
III.1.1.	Пројекције реалног раста БДП-а у 2026. и остварења у 2025.	14
III.1.2.	Реални раст БДП-а у зони евра и САД током П1 2026.	14
III.1.3.	Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији током П1 2026.	15
III.1.4.	Реални раст БДП-а у земљама средње и југоисточне Европе током П1 2026.	15
III.1.5.	Пројекција просечне годишње инфлације у 2026. и остварење у 2025.	16
III.1.6.	Кретање референтних стопа по земљама	17
III.1.7.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра и САД	18
III.1.8.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	18
III.1.9.	Кретање светских цена злата и нафте	19
III.1.10.	Кретање цена природног гаса, термалног угља и индекса минералних ђубрива	19
III.1.11.	Индекс светских цена примарних производа	20
III.2.1.	Структура финансијског биланса	20
III.2.2.	Девизне резерве	22
III.2.3.	Међународна инвестициона позиција	23
III.3.1.	Кретање каматних стопа	23
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	24
III.3.3.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	24
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	24
III.3.5.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима − *EMBI*	26
III.3.6.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима − *EURO EMBIG*	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 *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип	29
III.5.1.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	30
III.5.2.	Секторска структура депозита банака	30
III.5.3.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	31
III.5.4.	Секторска структура пласмана банака	31
III.6.1.	Кретање броја издатих грађевинских дозвола за станове и завршених станова	32
III.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	32
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 33
III.8.2. Јавни дуг 34

III.9.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна 34
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 мг. 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 мг. 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

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

ГОДИШЊИ извештај о монетарној политици /
Народна банка Србије. - 2010- . - Београд
(Краља Петра 12) : Народна банка Србије,
2010- (Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца) . - 30 cm

Два пута годишње. - Варијантни наслов:
Полугодишњи извештај о монетарној политици.
- Има издање на другом језику: Annual
Monetary Policy Report (National Bank of
Serbia) = ISSN 2217-6535
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици (Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 185198604