

5. Cene i devizni kurs

Nakon ubrzanja u prvih pet meseci 2026. godine, inflacija je tokom leta naglo je usporila: sa 3,5% u maju na 1,9% u julu, a zatim je blago ubrzala na 2,2% u avgustu. Ovo usporavanje, međutim, ne ukazuje na slabljenje inflatornih pritisaka u domaćoj ekonomiji. Kretanje potrošačkih cena u Q2 i tokom letnjih meseci bilo je pod uticajem dva šoka na strani ponude suprotnog predznaka. S jedne strane, nastavak globalnog naftnog šoka delovao je inflatorno preko rasta cena goriva, koje su u avgustu bile za 15,4% više nego godinu dana ranije. S druge, neočekivano povoljna poljoprivredna sezona u prvoj polovini godine snažno je oborila cene nepererađene hrane, koje su u avgustu bile za gotovo 13% niže nego godinu dana ranije i bile ključni razlog usporavanja ukupne inflacije. Promene procenta umanjenja akciza na naftne derivate, koji je Vlada tokom posmatranog perioda više puta prilagođavala, ublažavale su prenos oscilacija svetske cene nafte na domaće tržište, i pri njenom rastu i pri njenom padu. Dezinflatorni efekat povoljne poljoprivredne sezone najverovatnije je privremen. Suša i intenzivni toplotni talasi tokom jula i avgusta umanjili su prinose jesenjih kultura, pa se njegovo slabljenje može očekivati već do kraja godine. Nasuprot kretanju ukupne inflacije, pokazatelji koji bolje odražavaju domaće cenovne pritiske upućuju na njihovo jačanje: bazna inflacija u avgustu je ubrzala na 4,7% i premašila gornju granicu ciljanog intervala NBS, rast cena usluga ostao je visok, na 6,6%, dok je međugodišnji rast proizvođačkih cena u industriji ponovo ubrzao, na 9,1%. U takvim okolnostima, odluku NBS da referentnu kamatnu stopu zadrži na 5,75% ocenjujemo kao opravdanu. Nakon dva povećanja kamatnih stopa ECB, u junu i septembru, prostor za relaksaciju domaće monetarne politike do kraja godine dodatno je sužen. Procenjujemo da bi prosečna inflacija u 2026. mogla iznositi oko 3,3%, što je blago iznad avgustovske projekcije NBS. Očekujemo da se međugodišnja inflacija od septembra ponovo približi 4% i da u decembru dostigne oko 4,5%. Rizici za 2027. su asimetrični navise, pre svega zbog neizvesnog ishoda poljoprivredne sezone, postepenog vraćanja akciza, moguće indeksacije cena električne energije i fiskalne ekspanzije od oko 0,9% BDP-a koju je doneo rebalans republičkog budžeta. Na deviznom tržištu nominalni kurs dinara prema evru ostao je praktično nepromenjen, ali se smer pritisaka preokrenuo. Nakon neto prodaje 1.220 mln evra u prvom kvartalu, radi sprečavanja deprecijacije dinara, NBS je tokom leta otkupila gotovo isti iznos deviza radi sprečavanja njegove aprecijacije, uz istovremeno dostizanje rekordnog nivoa deviznih rezervi. Višak ponude deviza poticao je pre svega od doznaka, sezonskog suficita u razmeni usluga i majske emisije evroobveznica. Istovremeno, bruto priliv SDI smanjen je za 29%, dok su neto SDI pokrile samo oko 60% deficita tekućeg računa. Stabilnost kursa dinara, prema tome, ne počiva na jačanju investicionih tokova. Prekid višegodišnjeg trenda realne aprecijacije takođe najverovatnije nije trajan, jer je posledica privremeno niske domaće inflacije.

Cene

Nakon ubrzanja do maja, međugodišnja inflacija tokom leta osetno je usporila, prvenstveno usled izuzetno dobre poljoprivredne sezone

Kretanje potrošačkih cena u Q2 i tokom letnjih meseci određivala su dva šoka na strani ponude suprotnog predznaka: nastavak globalnog naftnog šoka, koji je preko cena energenata delovao inflatorno, i neočekivano povoljna poljoprivredna sezona u prvoj polovini godine, koja je snažno delovala dezinflatorno. Svetska cena nafte porasla je od početka godine do marta sa oko 60 na više od 100 dolara po barelu i zadržala se iznad 90 dolara sve do sredine juna. Nakon potpisivanja Memoranduma o razumevanju između SAD i Irana, takozvanog Junskog memoranduma, pala je na približno 70 dolara po barelu početkom jula, odnosno na nivo zabeležen pre izbijanja sukoba. Pad je, međutim, bio kratkotrajan: cena se tokom leta vratila na oko 80 dolara po barelu, da bi nakon novog rasta u septembru ponovo dostigla približno 100 dolara. Prenos oscilacija svetske cene nafte na domaće tržište bio je asimetričan. Vlada je tokom posmatranog perioda više puta menjala procenat umanjenja akciza na naftne derivate, smanjujući umanjenje kada su svetske cene

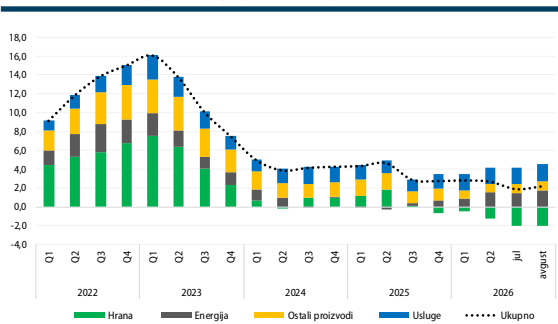
Tabela T5-1. Indeks potrošačkih cena i inflacija, 2023-2026.

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (2025 =100)	međugodišnji rast	kumulativni godišnji rast	mesečni rast	kvartalni rast
2023					
dec	93,8	7,6	7,6	0,1	1,0
2024					
mar	94,8	5,0	1,1	0,3	1,0
jun	95,9	3,8	2,3	0,1	1,3
sep	96,8	4,2	3,2	0,1	0,9
okt	97,8	4,5	3,8	0,6	-
2025					
jan	98,4	4,6	0,6	0,6	-
feb	98,9	4,5	1,1	0,5	-
mar	99,0	4,3	1,2	0,1	1,2
apr	99,3	4,0	1,5	0,3	-
maj	99,5	3,8	1,7	0,2	-
jun	100,4	4,6	2,6	0,9	1,0
jul	101,0	4,9	3,3	0,6	-
avg	101,2	4,7	3,5	0,2	-
sep	99,6	2,9	1,9	-1,6	0,9
okt	100,1	2,8	2,4	0,5	-
nov	100,4	2,8	2,7	0,3	-
dec	100,5	2,8	2,8	0,1	-0,3
2026					
jan	100,8	2,4	0,3	0,3	-
feb	101,3	2,4	0,8	0,5	-
mar	101,8	2,8	1,3	0,5	1,0
apr	102,6	3,3	2,1	0,8	-
maj	103,0	3,5	2,5	0,4	-
jun	103,1	2,7	2,6	0,1	1,6
jul	103,0	1,9	2,5	-0,1	-
avg	103,5	2,2	3,0	0,5	-

* Kvartalni rast je stopa inflacije u tekućem kvartalu u odnosu na prosek prethodnog kvartala.
Izvor: RZS

da bi u avgustu blago ubrzala na 2,2% (Tabela T5-1). Na mesečnom nivou, posle relativno visokih stopa u aprilu i maju, od 0,8% i 0,4%, potrošačke cene su u junu i julu praktično stagnirale, uz rast od 0,1%, odnosno pad od 0,1%. U istim mesecima prethodne godine porasle su kumulativno za 1,5%, što statistički objašnjava veći deo naglog pada međugodišnje inflacije. Posmatrano po doprinosima, usporavanje međugodišnje inflacije gotovo je u celosti posledica pada cena hrane. Njihov negativan doprinos povećan je sa 0,5 p.p. u Q1 na 2 p.p. u avgustu (Grafikon T5-2).

Grafikon T5-2. Doprinosi glavnih komponenti IPC-a međugodišnjoj inflaciji, 2022-2026.



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS

naftne padale, a povećavajući ga kada su rasle.¹ Time su akcize delovale kao amortizer oscilacija maloprodajnih cena goriva u oba smera. Ipak, uprkos ovom ublažavanju, cene goriva u avgustu bile su za 15,4% više nego godinu dana ranije. U suprotnom smeru delovala je izuzetno povoljna poljoprivredna sezona. Dobar rod voća i povrća doveo je do snažnog pada cena neprerađene hrane: nakon pozitivnog međugodišnjeg rasta u maju, one su u julu bile za 12,9% niže nego godinu dana ranije. Istovremeno, pet meseci nakon ukidanja Uredbe o ograničenju trgovačkih marži, cene prerađene hrane i ostalih proizvoda široke potrošnje nisu se bitnije menjale. Prema analizi NBS, oko 75% proizvoda obuhvaćenih Uredbom zaključno sa julom nije dostiglo nivo cena zabeležen pre njenog uvođenja.

Kombinovano dejstvo ova dva faktora dovelo je do naglog preokreta u dinamici inflacije tokom leta. Nakon vrhunca od 3,5% u maju, međugodišnja inflacija usporila je na 2,7% u junu i 1,9% u julu, što je njen najniži nivo od marta 2021. godine, da bi u avgustu blago ubrzala na 2,2% (Tabela T5-1). Na mesečnom nivou, posle relativno visokih stopa u aprilu i maju, od 0,8% i 0,4%, potrošačke cene su u junu i julu praktično stagnirale, uz rast od 0,1%, odnosno pad od 0,1%. U istim mesecima prethodne godine porasle su kumulativno za 1,5%, što statistički objašnjava veći deo naglog pada međugodišnje inflacije. Posmatrano po doprinosima, usporavanje međugodišnje inflacije gotovo je u celosti posledica pada cena hrane. Njihov negativan doprinos povećan je sa 0,5 p.p. u Q1 na 2 p.p. u avgustu (Grafikon T5-2). Nijedna druga komponenta IPC-a nije delovala deflaciono: doprinos energenata povećan je sa 0,9 na 1,7 p.p., dok su doprinosi usluga i ostalih proizvoda blago porasli, na 1,8 p.p., odnosno 1 p.p. Usporavanje ukupne inflacije stoga ne treba tumačiti kao signal opšteg popuštanja cenovnih pritisaka. Pad cena neprerađene hrane najverovatnije je privremen. Suša i intenzivni toplotni talasi tokom jula i avgusta već su nepovoljno uticali na kulture koje dospevaju kasnije, pa se povoljan efekat prolećne poljoprivredne sezone neće u punoj meri preneti na drugu polovinu godine. Takođe, nije realno

¹ Privremeno umanjeno akciza na naftne derivate primenjuje se od sredine marta 2026, inicijalno u rasponu od 20 do 25%, nakon čega je tokom juna snižen na 5%, a krajem jula ponovo vraćen na 20% i potom produžavan na nedeljnom nivou. Usled novog rasta svetske cene nafte, Vlada je procenat umanjenja povećala na 25% počev od 14. septembra. Prema procenama Fiskalnog saveta, budžetski trošak ove mere dosad je iznosio preko 100 miliona evra, a ukoliko bude primenjivana do kraja godine, mogao bi da dostigne više od 300 miliona evra.

Kvartalna inflacija u Q2 ubrzala je na 1,6%, pretežno zbog poskupljenja goriva, dok je rast cena hrane bio znatno slabiji od uobičajenog za ovaj deo godine

očekivati njegovo ponavljanje naredne godine. Pokazatelji koji bolje odražavaju domaće inflatorne pritiske upućuju na suprotan zaključak: bazna inflacija ubrzala je na 4,7% u avgustu i premašila gornju granicu ciljanog intervala NBS, dok je međugodišnji rast cena usluga ostao visok, na 6,6%. Niska ukupna inflacija tokom leta, prema tome, posledica je privremenog poklapanja suprotnih šokova na strani ponude, dok osnovni inflatorni pritisci u domaćoj ekonomiji ostaju povišeni.

Kvartalna inflacija u drugom tromesečju 2026. godine, merena rastom IPC-a u odnosu na prosek prethodnog tromesečja, iznosila je 1,6%. To je znatno više od 1% zabeleženog u Q1 i predstavlja najvišu kvartalnu stopu inflacije od Q2 2023. godine (Tabela T5-1). Visoka stopa u Q2, međutim, u velikoj meri odražava snažan rast cena u martu i aprilu, dok se mesečna dinamika unutar samog tromesečja postepeno usporavala. Nakon relativno visokog mesečnog rasta cena od 0,8% u aprilu, inflacija je u maju prepolovljena na 0,4%, dok su potrošačke cene u junu praktično stagnirale, uz rast od svega 0,1%. Kumulativno, prosečna potrošačka korpa u Q2 bila je za 1,3% skuplja nego u Q1, što je jednako rastu zabeleženom u prvom tromesečju. Međugodišnja inflacija ubrzala je sa 2,8% u martu na 3,3% u aprilu i 3,5% u maju, da bi se u junu usporila na 2,7%, odnosno gotovo vratila na nivo iz marta.

Struktura rasta cena pokazuje da je inflacija u Q2 bila koncentrisana u malom broju kategorija. Najveći pojedinačni doprinos potekao je od cena goriva i maziva za putnička vozila, koje su porasle za 6,1% i doprinele ukupnom rastu cena sa 0,4 p.p., odnosno sa približno jednom trećinom (Tabela T5-3). Poskupljenje goriva bilo je uglavnom koncentrisano u aprilu i maju, dok su ostale komponente grupe transport imale zanemarljiv doprinos ukupnoj inflaciji. Drugi važan izvor rasta cena bila su sezonski uobičajena poskupljenja. Cene u grupi rekreacija, sport i kultura porasle su za 5,4%, uz doprinos od 0,2 p.p., prvenstveno zbog rasta cena turističkih paket-aranžmana od 27,3%. Cene odeće i obuće povećane su za 3,1% usled dolaska novih kolekcija, uz doprinos od 0,1 p.p. Cene usluga stanovanja porasle su za 1%, takođe uz doprinos od 0,1 p.p., najvećim delom zbog rasta stambenih renti od 3,5%, troškova održavanja i obezbeđenja stanova za oko 5%, kao i cena odnošenja smeća za 5,9%. Nasuprot tome, cene hrane i bezalkoholnih pića u Q2 su povećane za svega 0,5%, uz doprinos ukupnoj inflaciji od 0,2 p.p. Takav rast znatno je slabiji od uobičajenog za drugo tromesečje: u prethodnih deset godina prosečan kumulativni rast cena hrane u drugom tromesečju iznosio je oko 2,3%. Umereno poskupljenje žitarica i mesa, od oko 1%, delimično je neutralisano pojeftinjenjem povrća od 0,2% i šećera i slatkiša od 2%. Ključni razlog netipično malog rasta cena hrane bio je izostanak sezonskog poskupljenja voća. Cene voća u Q2 porasle su za svega 1,1%, naspram prosečnog rasta od oko 13% u istom tromesečju tokom prethodnih deset godina. Manji pozitivan doprinos inflaciji dale su cene zdravstvenih proizvoda i usluga, koje su porasle za 1,5%, uz doprinos od 0,1 p.p., pretežno usled poskupljenja lekova.

Tabela T5-3. Izabrane komponente indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q2 2026.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena jul 2026.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena avgust 2026.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	1,3	1,3	-0,1	-0,1	0,5	0,5
Hrana i bezalkoholna pića	31,6	0,5	0,2	-1,9	-0,6	0,4	0,1
Hrana	28,2	0,5	0,1	-2,3	-0,7	0,4	0,1
Alkoholna pića i duvan	7,1	0,4	0,0	1,3	0,1	0,4	0,0
Duvan	4,5	0,0	0,0	2,3	0,1	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,7	3,1	0,1	-0,7	0,0	-0,5	0,0
Usluge stanovanja	13,7	1,0	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0
Električna energija	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oprema za stan i održavanje	4,3	1,0	0,0	0,3	0,0	1,0	0,0
Zdravlje	5,3	1,5	0,1	0,7	0,0	0,4	0,0
Transport	12,7	3,5	0,4	0,5	0,1	1,7	0,2
Goriva za putnička vozila	6,3	6,1	0,4	0,5	0,0	3,0	0,2
Komunikacije	7,8	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0
Rekreacija i kultura	3,1	5,4	0,2	6,2	0,2	1,4	0,0
Ostalo	9,7		0,1		0,0		0,0

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS

Mesečna deflacija u julu bila je posledica izraženog pada cena voća i povrća, dok je inflacija u avgustu ponovo ubrzala pod uticajem goriva i mesa

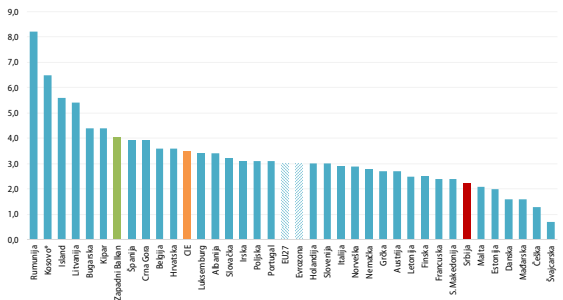
Potrošačke cene su u julu u proseku smanjene za 0,1%, što je bila prva mesečna deflacija od septembra 2025. Uzroci pada cena u ova dva perioda, međutim, bitno se razlikuju. Deflacija u septembru 2025. bila je posledica administrativne mere, odnosno uvođenja Uredbe o ograničenju trgovačkih marži, dok je julsko sniženje cena 2026. proisteklo iz tržišnih i sezonskih kretanja. Najveći deflatorni doprinos dalo je pojeftinjenje hrane od 2,3%, koje je umanjilo mesečnu inflaciju za 0,7 p.p. (Tabela T5-3). Gotovo celokupan efekat poticao je od sezonskog pada cena povrća od 12,3%, uz doprinos od -0,5 p.p., kao i od sniženja cena voća od 6,1%, koje je smanjilo inflaciju za dodatnih -0,1 p.p. U suprotnom smeru delovala su sezonski uobičajena poskupljenja u pojedinim kategorijama usluga. Cene u grupi rekreacija, sport i kultura porasle su za 6,2%, uz doprinos od 0,2 p.p., najvećim delom zbog daljeg rasta cena turističkih paket-aranžmana od 28%. Cene duvana povećane su za 2,3%, uz doprinos od 0,1 p.p., kao posledica redovnog polugodišnjeg usklađivanja akciza. U julu su zabeležena i izraženija pojedinačna poskupljenja prevoza putnika železnicom, od 10,8%, i paketa telekomunikacionih usluga, od 3,4%. Ona su bila posledica odluka pružalaca ovih usluga o povećanju tarifa, ali zbog malog učešća u potrošačkoj korpi nisu imala značajniji efekat na ukupnu inflaciju.² Važno je napomenuti i da su cene goriva za putnička vozila u julu porasle za svega 0,5%, čime je prekinut niz izraženijih poskupljenja iz prethodnih meseci. To je dodatno ublažilo mesečnu dinamiku ukupne inflacije.

U avgustu je mesečna inflacija iznosila 0,5%, pri čemu su joj najveći doprinos dale dve kategorije. Cene goriva za putnička vozila porasle su za 3%, uz doprinos od 0,2 p.p., kao posledica ponovnog rasta svetske cene nafte nakon eskalacije sukoba na Bliskom istoku krajem jula. Jednak doprinos ukupnoj inflaciji dalo je poskupljenje mesa i proizvoda od mesa od 2,7%. Kretanje cena voća i povrća u avgustu može ukazivati na početak promene trenda. Cene voća nastavile su da padaju, za 2,5%, dok su cene povrća, nakon tri meseca kontinuiranog pada, praktično stagnirale, uz mesečni rast od 0,1%. Ipak, za čvršći zaključak da se deflatorni uticaj cena neprerađene hrane iz prve polovine godine iscrpljuje još je prerano. U suprotnom smeru, pored voća, na ukupnu inflaciju najviše su uticali pad cena mleka, sira i jaja od 1,2%, kao i sezonsko pojeftinjenje obuće od 1,9%. Kumulativno, potrošačke cene su od januara do avgusta porasle za 3%, naspram 3,5% u istom periodu prethodne godine. Međugodišnja inflacija blago je ubrzala, sa 1,9% u julu na 2,2% u avgustu (Tabela T5-1).

Usporavanje inflacije tokom leta zabeleženo je u većini evropskih zemalja, ali je u Srbiji bilo znatno izraženije

Usporavanje rasta potrošačkih cena tokom leta nije bilo specifično samo za Srbiju. Nakon dostizanja vrhunca u maju, međugodišnja inflacija usporila je u većini evropskih zemalja, delom zbog postepenog prenosa pada svetske cene nafte od sredine juna na maloprodajne cene goriva. U Evrozoni je inflacija usporila sa 3,2% u maju na 3% u julu, dok je prosečna inflacija u zemljama Centralne i Istočne Evrope (CIE) smanjena sa 4,4% na 3,5%. U Srbiji je, međutim, usporavanje bilo snažnije. Međugodišnja inflacija, merena harmonizovanim indeksom potrošačkih cena, smanjena je sa 3,8% u maju na 2,2% u julu, odnosno za 1,6 p.p. To je znatno više od usporavanja

Grafikon T5-4. Međugodišnja inflacija u evropskim zemljama u julu 2026. godine (HIPC, u %)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka Evrostat

u zemljama CIE, od 0,9 p.p., i u Evrozoni, od svega 0,2 p.p. Pozicija Srbije u evropskom poređenju se time bitno promenila. Dok je u maju domaća inflacija bila iznad proseka Evrozone, u julu je bila niža i od inflacije u Evrozoni i od proseka zemalja CIE. Srbija je istovremeno zabeležila najnižu stopu inflacije među zemljama Zapadnog Balkana, gde je prosečna inflacija iznosila 4,1%. U širem evropskom poređenju, Srbija je u julu bila sedma od 34 posmatrane zemlje sa najnižom inflacijom (Grafikon T5-4). Razlike među evropskim zemljama i dalje su znatne. Najvišu međugodišnju inflaciju

² Preduzeće Srbijavoz je od 15. jula 2026. povećalo cene voznih karata u proseku za oko 10%, čime su obuhvaćene redovne vozne karte i sve vrste pretplatnih karata. Istovremeno, operatori SBB i Yettel su od 1. jula 2026. povećali cene tarifnih paketa fiksnih usluga – kućnog interneta, kablovske televizije i fiksne telefonije – uvećavši mesečnu pretplatu za 300 dinara sa uračunatim PDV-om.

**Snažnije
usporavanje
inflacije u Srbiji
posledica je
dubljeg pada
cena neprerađene
hrane, dok je bazna
inflacija među
najvišima u regionu**

zabeležile su Rumunija, sa 8,2%, Island, sa 5,6%, i Litvanija, sa 5,4%, dok su zemlje sa najnižom inflacijom Švedska (0,3%), Švajcarska (0,7%) i Češka (1,3%).

Struktura usporavanja inflacije pokazuje da su cene hrane delovale deflatorsno i u drugim evropskim zemljama, ali znatno slabije nego u Srbiji. Od maja do jula doprinos cena neprerađene hrane međugodišnjoj inflaciji u Srbiji smanjen je za 1,4 p.p. U zemljama CIE to smanjenje iznosilo je 0,3 p.p., a u Evrozoni svega 0,1 p.p. Razlika je vidljiva i u samim stopama promene cena: u julu je neprerađena hrana u Srbiji bila za 10,2% jeftinija nego godinu dana ranije, dok je u zemljama CIE bila jeftinija za 1,8%, a u Evrozoni skuplja za 2,4%. S druge strane, doprinos cena goriva međugodišnjoj inflaciji smanjen je u približno jednakoj meri u svim posmatranim grupama, između 0,2 i 0,4 p.p. To pokazuje da kretanje cena naftnih derivata ne objašnjava izraženije usporavanje inflacije u Srbiji. Ipak, domaće cene goriva nastavile su da rastu sporije nego u zemljama EU: njihov međugodišnji rast u julu iznosio je 11,4% u Srbiji, naspram 18,3% u Evrozoni i 14,4% u zemljama CIE. Takva razlika u velikoj meri odražava privremeno umanjene akciza na naftne derivate.

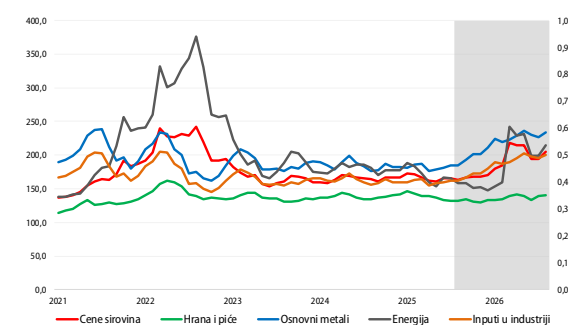
Ključna razlika između Srbije i drugih evropskih ekonomija, međutim, nije u ukupnoj, već u baznoj inflaciji. Bazna inflacija u Srbiji iznosila je 4,5% u julu, naspram prosečnih 3,7% u zemljama CIE i 2,5% u Evrozoni. Razlikuje se i njena dinamika. Od kraja 2025. do jula 2026, bazna inflacija u Srbiji povećana je sa 4,2% na 4,5%, dok je u zemljama CIE smanjena sa 4,1% na 3,7%. U Evrozoni je ostala stabilna, u uskom rasponu od 2,3% do 2,5%. Srbija se, prema tome, razlikuje od drugih evropskih ekonomija po kombinaciji jedne od najnižih stopa ukupne inflacije i jedne od najviših stopa bazne inflacije. To potvrđuje ocenu da aktuelno niska stopa ukupne inflacije pretežno odražava privremeni pad cena neprerađene hrane, a ne opšte popuštanje inflatornih pritisaka u domaćoj ekonomiji.

**Cene sirovina na
svetskim berzama
spustile su se sa
martovskog vrhunca,
ali su i dalje znatno
više nego godinu dana
ranije, dok je rast
proizvođačkih cena u
Srbiji u avgustu ponovo
ubrzao**

Troškovni pritisci iz međunarodnog okruženja tokom leta su delimično popustili, ali su ostali znatno izraženiji nego godinu dana ranije. Kompozitni indeks cena primarnih proizvoda MMF-a smanjen je za oko 11% od martovskog vrhunca do jula, a zatim je u avgustu ponovo porastao. Cene sirovina na svetskim berzama u avgustu su, uprkos prethodnom padu, bile za 26% više nego godinu dana ranije (Grafikon T5-5). Agregatni indeks, međutim, prikriva znatne razlike među pojedinim grupama proizvoda. Cene sirove nafte pokazivale su izraženu volatilnost: do jula su pale za gotovo četvrtinu u odnosu na nivo iz marta, ali su u avgustu ponovo porasle za 7% i ostale za 28% više

nego godinu dana ranije. Trajniji i stabilniji troškovni pritisci dolazili su od osnovnih metala i industrijskih inputa. Njihove cene nastavile su rast tokom leta i u avgustu su se približile istorijskim maksimumima dostignutim u julu 2021, odnosno martu 2022. godine, uz međugodišnji rast od 27%, odnosno 24%. Posebno treba izdvojiti svetske cene hrane. Nakon pada u junu, one su ponovo porasle tokom jula i avgusta, kada su bile za 6% više nego godinu dana ranije. Iako su i dalje znatno ispod nivoa iz 2022. godine, takav zaokret dodatno potvrđuje ocenu da povoljna kretanja domaćih cena hrane verovatno neće imati trajan karakter.

Grafikon T5-5. Indeksi cena sirovina na svetskim berzama, 2021-2026. godina



Izvor: IMF Primary Commodity Prices

Kretanje proizvođačkih cena industrijskih proizvoda za domaće tržište u Srbiji u velikoj meri pratilo je oscilacije svetskih cena energenata. U prethodnom broju QM-a ukazali smo na to da su ove cene u Srbiji rasle znatno brže nego u zemljama EU, delom zbog većeg udela energenata u njihovoj strukturi. Kada je svetska cena nafte pala, proizvođačke cene u Srbiji smanjene su za 1% od aprila do jula, dok su u Evrozoni u istom periodu porasle za 1,5%, a u zemljama CIE za 0,7%. Zbog toga je kumulativni rast proizvođačkih cena od početka godine do jula gotovo izjednačen: 5,9% u Srbiji, naspram 5,7% u Evrozoni, iako je do aprila razlika iznosila gotovo 3 p.p. Pokazalo

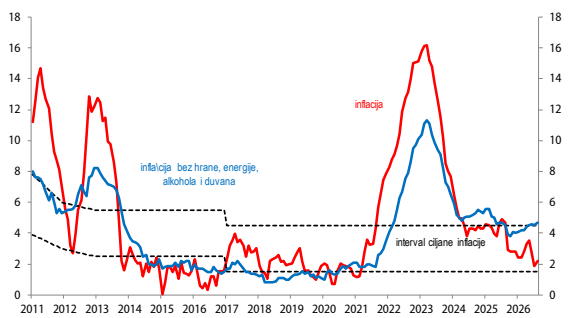
Bazna inflacija ubrzala je i premašila gornju granicu ciljanog intervala NBS, pod uticajem visokog rasta cena usluga i postepenog preliivanja troškovnih pritisaka na industrijske proizvode

se, međutim, da je smirivanje troškovnih pritisaka bilo kratkotrajno. Nakon ponovnog rasta svetske cene nafte, proizvođačke cene u Srbiji povećane su u avgustu za 1,9% na mesečnom nivou. Njihov međugodišnji rast time je ubrzan na 9,1%, što je najviša stopa od februara 2023. godine. Preliivanje viših proizvođačkih cena na potrošačke cene za sada je samo delimično, ali je već vidljivo: međugodišnji rast cena industrijskih proizvoda bez hrane i energije ubrzan je sa 2,3% u februaru na 3,6% u avgustu.

Za razliku od ukupne inflacije, bazna inflacija – merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, energije, alkohola i cigareta – tokom leta nije usporila. Naprotiv, nastavila je da ubrzava i u avgustu je dostigla 4,7%, čime je premašila gornju granicu ciljanog intervala NBS (Grafikon T5-6). Tokom leta, dakle, nije došlo do popuštanja opštih cenovnih pritisaka: bazna inflacija u avgustu bila je više nego dvostruko viša od ukupne inflacije. Ova razlika najuverljivije pokazuje da niska stopa ukupne inflacije ne odražava u potpunosti stvarne inflatorne pritiske u domaćoj ekonomiji. Bazna inflacija, po definiciji, isključuje volatilne kategorije hrane i energije, pa je manje podložna uticaju privremenih šokova na strani ponude. Njeno ubrzanje zato ukazuje na postojane domaće pritiske na rast cena. Dva faktora su ključna za ovakvu dinamiku. Prvi, i znatno važniji, jeste visok međugodišnji rast cena usluga, koji se od aprila stabilno kreće u rasponu od 6,5% do 6,6%. Drugi je postepeno preliivanje troškovnih pritisaka iz industrije na potrošačke cene: rast cena industrijskih proizvoda bez hrane i energije ubrzan je sa 2,3% u februaru na 3,6% u avgustu. Ovakva kretanja izdvajaju Srbiju u evropskom poređenju, budući da je bazna inflacija u Srbiji osetno viša nego u Evrozoni i od proseka zemalja CIE.

Ključni pokretač visokog rasta cena usluga i dalje je snažan rast raspoloživog dohotka domaćinstava, pre svega zarada i penzija. Prosečna neto zarada u Q2 nominalno je povećana za 11,3%, odnosno za 7,9% realno, što je samo neznatno sporije nego u Q1, kada je realni rast iznosio 8,9%. Istovremeno, prema preliminarim podacima, produktivnost ukupne ekonomije porasla je za 4,2%, dok je broj formalno zaposlenih smanjen za 0,6%. Rast zarada zato i dalje znatno nadmašuje rast produktivnosti, što ukazuje na nastavak rasta jediničnih troškova rada. Rast zarada utiče na cene usluga preko dva kanala. Prvo, troškovi rada predstavljaju dominantnu komponentu troškova u većem delu uslužnog sektora. Drugo, povećanje realnog raspoloživog dohotka podstiče domaću tražnju za uslugama.

Grafikon T5-6. Međugodišnja stopa, bazna inflacija i ciljani koridor NBS, 2011-2026.

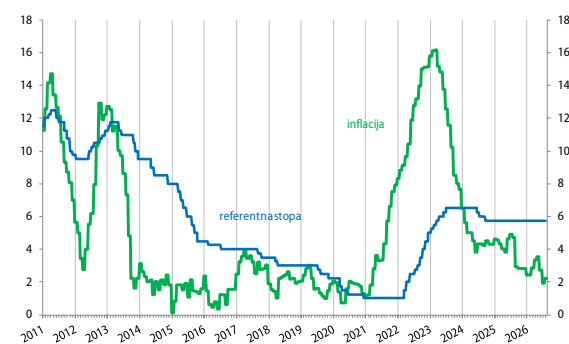


Izvor: NBS i obračun QM-a

Pored zarada, snažan podsticaj potrošnji daju i penzije: one su u Q2 nominalno povećane za 12,2%, odnosno za 8,7% realno. Ostvareni rast dohotka domaćinstava u prvoj polovini godine premašuje pretpostavke na kojima počiva projekcija NBS. NBS polazi od toga da bi realni rast zarada u privatnom sektoru tokom 2026. trebalo da uspori na oko 6,5% i time se približi rastu produktivnosti. Dosadašnja dinamika zarada, međutim, ukazuje na rizik da se takvo usporavanje ne ostvari u predviđenoj meri, što bi održavalo povišene inflatorne pritiske, naročito u uslužnom sektoru.

NBS je tokom Q2 i letnjih meseci zadržala referentnu kamatnu stopu na 5,75%, ocenjujući da povišeni inflatorni pritisci zahtevaju oprez

Izvršni odbor NBS zadržao je referentnu kamatnu stopu na nivou od 5,75% na svim sednicama održanim u 2026. godini, uključujući i sednicu u septembru. Referentna stopa nalazi se na tom nivou još od septembra 2024. godine (Grafikon T5-7). Usled usporavanja ukupne inflacije, realna referentna kamatna stopa povećana je sa 2,25 p.p. u maju na 3,85 p.p. u julu. To znači da je, i bez promene nominalne referentne stope, monetarna politika tokom leta postala restriktivnija u realnom izrazu. Odluku NBS da ne smanjuje referentnu stopu ocenjujemo kao opravdanu. Uprkos relativno niskoj ukupnoj inflaciji, domaći inflatorni pritisci ostaju povišeni, što potvrđuje bazna inflacija iznad gornje granice ciljanog intervala. Takve okolnosti nalažu oprez u vođenju monetarne politike. Ipak, relativno visok nivo referentne stope za sada se ne prenosi pravolinijski na kreditnu aktivnost i monetarne agregate. Međugodišnji rast domaćih kredita u junu iznosio je 16,6%, dok je rast novčane mase M3 ubrzan sa 6,6% u decembru na 9% u junu. Ovi pokazatelji upućuju na

Grafikon T5-7. Referentna kamatna stopa NBS i stopa inflacije, u %, 2011-2026.

Izvor: NBS

to da finansijski uslovi u domaćoj ekonomiji, uprkos nepromenjenoj nominalnoj referentnoj stopi, i dalje ne deluju izrazito restriktivno. Inflaciona očekivanja daju podeljenu sliku. Kratkoročna očekivanja finansijskog sektora tokom leta smanjena su na 3,5%, dok su srednjoročna očekivanja ostala usidrena na centralnoj vrednosti cilja. Nasuprot tome, očekivanja privrede od aprila su nepromenjena i iznose 5%, što je iznad gornje granice ciljanog intervala NBS. Postojanost povišenih očekivanja privrede predstavlja dodatni razlog za oprez, naročito imajući u vidu da su upravo preduzeća neposredni nosioci odluka o formiranju cena.

Povećanje kamatnih stopa ECB dodatno je suzilo prostor za relaksaciju domaćih finansijskih uslova

Za razliku od NBS, ECB je u septembru ponovo povećala kamatne stope, čime je dodatno sužen prostor za relaksaciju domaćih finansijskih uslova. ECB je referentne stope povećala dva puta, u junu i septembru, za po 25 baznih poena. Stopa na depozitne olakšice time je porasla sa 2% na 2,50%. Kao razloge za pooštavanje monetarne politike ECB je navela novi rast cena energenata, ubrzanje inflacije u Evrozoni na 3,3% u avgustu i veću otpornost evropske privrede od očekivane. U istom smeru delovala je Češka narodna banka, koja je u junu povećala repo stopu na 3,75%, navodeći ubrzan rast zarada i oporavak domaće tražnje. Centralne banke Poljske i Rumunije zadržale su kamatne stope nepromenjenim, na 3,75%, odnosno 6,50%. Jedino je Mađarska narodna banka nastavila relaksaciju monetarne politike, smanjivši osnovnu stopu u tri uzastopna koraka tokom leta, sa 6,25% na 5,50%. Mađarski slučaj posebno je ilustrativan za Srbiju. Niska inflacija u Mađarskoj, od 1,6% u julu, merena harmonizovanim indeksom potrošačkih cena, takođe je prevashodno bila posledica pada cena hrane. Uprkos tome, Mađarska narodna banka odlučila je da snizi osnovnu kamatnu stopu. NBS nije preduzela isti korak, pre svega zato što je bazna inflacija u Srbiji znatno viša. Dodatni razlog je to što relativna stabilnost deviznog kursa ostaje jedan od ključnih operativnih prioriteta NBS. Povećanjem stope ECB kamatni diferencijal između referentne stope NBS i stope na depozitne olakšice ECB smanjen je sa 3,75 na 3,25 p.p. Time je prostor za relaksaciju domaćih monetarnih uslova dodatno ograničen. Zadržavamo procenu da je smanjenje referentne kamatne stope NBS pre kraja godine malo verovatno. Za takvu odluku bilo bi potrebno da bazna inflacija padne ispod gornje granice ciljanog intervala i da pritisci na deviznom tržištu jasnije oslabe, a nijedan od ova dva uslova za sada nije ispunjen.

NBS je znatno revidirala naniže projekciju inflacije za 2026. godinu, prvenstveno zbog neočekivano niske inflacije tokom letnjih meseci

Prema avgustovskoj projekciji NBS, prosečna inflacija u 2026. godini trebalo bi da iznosi oko 3,2%, u poređenju sa 3,6% projektovanih tri meseca ranije. Revizija naniže uglavnom je posledica nižeg ostvarenja inflacije od očekivanog tokom letnjih meseci, pre svega zahvaljujući izuzetno dobrom rodu voća i povrća. NBS očekuje da međugodišnja inflacija od septembra ubrza na oko 4%, prvenstveno zbog niske baze iz perioda primene Uredbe o ograničavanju trgovačkih marži. Prema toj projekciji, inflacija bi zatim trebalo da ostane na približno istom nivou tokom cele 2027. godine. Pretpostavka o ceni nafte, zasnovana na tržišnim fjučersima, deluje realno u srednjem roku, ali je za kraj 2026. godine verovatno optimistična. Projekcija polazi od cene od oko 83 dolara po barelu na kraju godine, dok je cena sirove nafte već u prvoj polovini septembra dostigla približno 100 dolara po barelu. Veći rizik predstavlja pretpostavka o usporavanju realnog rasta zarada u privatnom sektoru na oko 6,5% u 2026. i 4,3% u 2027. godini. Ostvareni rast realnih zarada u prvoj polovini 2026. iznosio je 8,9% u Q1 i 7,9% u Q2. Upravo bi usporavanje dinamike zarada trebalo da bude jedan od dva ključna faktora dezinflacije tokom 2027. godine, pa odstupanje od te pretpostavke može dovesti do više inflacije od projektovane. Projekcija NBS takođe pretpostavlja punu proizvodnju NIS-a i uredno snabdevanje tržišta naftnim derivatima, što još nije izvesno. Pretpostavka o inflaciji u Evrozoni, od 2,9%, već je prevaziđena: avgustovska fleš-procena iznosila je 3,3%. Zbog toga je realno očekivati da bi eksterni inflatorni pritisci mogli biti veći nego što se pretpostavlja u aktuelnoj projekciji NBS.

Procenjujemo da bi prosečna inflacija u 2026. godini mogla biti nešto viša od avgustovske projekcije NBS, dok su rizici za 2027. asimetrični navise

Sa osam meseci raspoloživih podataka, projekcija prosečne inflacije za 2026. u velikoj meri je već određena. Da bi prosečna inflacija iznosila 3,2%, kako predviđa NBS, mesečne stope inflacije do kraja godine morale bi u proseku da iznose oko 0,3%. Takva dinamika rezultirala bi međugodišnjom inflacijom od 4,1% u decembru. Analize QM-a ukazuju na to da bi prosečna mesečna inflacija do kraja godine mogla biti nešto viša. U tom slučaju, prosečna inflacija u 2026. iznosila bi oko 3,3%, dok bi međugodišnja inflacija u decembru dostigla približno 4,5%. Procena za 2027. nosi veći stepen neizvesnosti. Projekcija prosečne inflacije od nešto iznad 4% deluje umereno optimistično, pre svega zbog tri rizika koji bi mogli dovesti do višeg rasta cena od projektovanog. Prvi rizik odnosi se na poljoprivrednu sezonu. Suša i intenzivni toplotni talasi tokom jula i avgusta umanjili su prinose jesenjih kultura, pa bi povratak cena hrane mogao biti snažniji od onog koji je ugrađen u projekciju. Drugi rizik potiče od postepenog povećanja akciza na naftne derivate. Zbog toga bi domaće cene goriva mogle rasti čak i ako svetska cena nafte ostane nepromenjena. Dodatni rizik predstavlja moguće poskupljenje električne energije. Vlada je u trećoj reviziji aranžmana sa MMF-om navela nameru da do kraja 2026. predloži narednu indeksaciju cena električne energije za domaćinstva, iako njeno sprovođenje u ovoj godini još nije izvesno. Treći rizik odnosi se na fiskalnu ekspanziju predviđenu rebalansom budžeta Republike. Rebalansom su predviđene jednokratne isplate stanovništvu od gotovo 100 mlrd dinara, odnosno oko 0,9% BDP-a. NBS ocenjuje da zbog jednokratnog karaktera tih mera ne treba očekivati njihovo veće inflatorno dejstvo. Međutim, reč je o značajnom fiskalnom impulsu koncentrisanom u poslednjem tromesečju godine, koji će se najvećim delom prelitati u potrošnju. U uslovima u kojima se privredna aktivnost nalazi blizu potencijalnog nivoa, a inflatorni pritisci su već povišeni, ocenjujemo da bi doprinos ovog impulsa inflaciji mogao biti veći nego što se pretpostavlja u projekciji NBS.

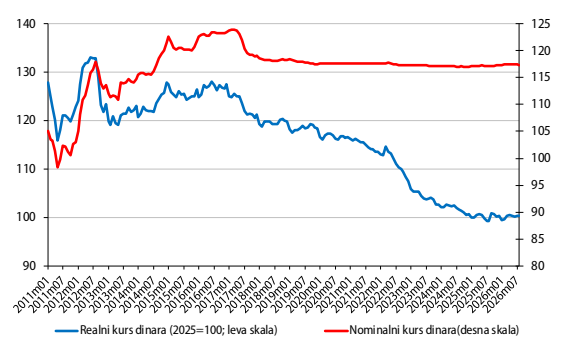
Devizni kurs

Nakon snažnih deprecijacijskih pritisaka u prvom kvartalu, tokom leta su prevladali sezonski aprecijacijski pritisci, a NBS je otkupila gotovo ceo iznos deviza prodat početkom godine

Nominalni kurs dinara prema evru ostao je tokom Q2 i letnjih meseci praktično nepromenjen. U prvih osam meseci godine dinar je prema evru nominalno oslabio za svega 0,1%, dok se prosečan mesečni kurs kretao u izuzetno uskom rasponu, od 117,36 do 117,42 dinara za evro (Grafikon T5-8). Stabilnost samog kursa, međutim, prikriva potpuni zaokret u smeru pritisaka na deviznom tržištu. NBS je u prvom kvartalu, radi sprečavanja deprecijacije dinara, neto prodala 1.220 mln evra. Zajedno sa intervencijama u Q4 2025, neto prodaja premašila je 2,2 mlrd evra. Od aprila do avgusta NBS je, nasuprot tome, neto kupovala devize svakog meseca: 15 mln evra u aprilu, 45 mln evra u maju, 405 mln evra u junu, 435 mln evra u julu i 225 mln evra u avgustu. Kumulativni neto otkup iznosio je 1.125 mln evra, tako da je neto pozicija NBS od početka godine gotovo uravnotežena, uz neto prodaju od svega 95 mln evra. Letnji aprecijacijski pritisci na dinar nisu, međutim, bili neuobičajeno snažni. Neto otkup od 1.065 mln evra u periodu jun–avgust bio je manji od otkupa u istim mesecima prethodnih godina, kada se kretao između

1.200 i 1.450 mln evra. Kretanje deviznih rezervi tokom godine u velikoj meri prati intervencije NBS na deviznom tržištu. Bruto devizne rezerve smanjene su sa 29.008 mln evra krajem 2025. na 28.156 mln evra u aprilu. Potom su, uz neto otkup deviza NBS i doprinos majske emisije evroobveznica, porasle na rekordnih 30.805 mln evra krajem avgusta. Posmatrano tokom prethodnih dvanaest meseci, kretanja na deviznom tržištu potvrđuju da NBS nastavlja da vodi politiku de facto fiksnog kursa dinara prema evru. NBS se aprecijacijskim pritiscima suprotstavlja podjednako odlučno kao i deprecijacijskim: nakon punog ciklusa u

Grafikon T5-8. Nominalni i realni kurs dinar/ evro, prosek meseca, 2011-2026.



Izvor: NBS, RZS, Evrostat i proračun QM-a
Napomena: porast predstavlja deprecijaciju.

Aprecijacijski pritisci na dinar poticali su od doznaka, sezonskog suficita u uslugama i emisije evroobveznica, dok je priliv stranih direktnih investicija oslabio

kojem je najpre neto prodala više od 2,2 mlrd evra, a zatim neto otkupila 1,1 mlrd evra, kurs je ostao praktično nepromenjen

Višak ponude deviza na domaćem tržištu tokom letnjih meseci ima utemeljenje u kretanjima na tekućem i finansijskom računu platnog bilansa, koja su detaljnije analizirana u poglavlju o platnom bilansu. Podaci su trenutno dostupni do juna, ali se tokovi koji su podržali ponudu deviza po pravilu dodatno intenziviraju tokom letnjih meseci. Ukupna eksterna pozicija privrede poboljšana je u prvoj polovini godine. Deficit tekućeg računa smanjen je sa 2.005 mln evra na 1.394 mln evra, odnosno za 30%. Izvoz robe rastao je znatno brže od uvoza, 8,8% naspram 5,1%. U suprotnom smeru delovao je rast odliva po osnovu repatrijacije profita stranih investitora, zbog čega je deficit primarnog dohotka povećan sa 2.461 mln evra na 2.806 mln evra. Dva izvora poboljšanja tekućeg računa posebno su značajna zbog izraženog sezonskog karaktera. Priliv doznaka iz inostranstva povećan je sa 1.617 mln evra na 2.017 mln evra, odnosno za 24,7%. Istovremeno, suficit u razmeni usluga porastao je sa 1.185 mln evra na 1.343 mln evra, uz rast izvoza usluga od 5,9%, pri čemu je doprinos turističke sezone posebno izražen. Najveći pojedinačni priliv deviza ipak nije potekao iz tekućih transakcija, već iz zaduživanja države u inostranstvu. U maju su emitovane tri serije evroobveznica, ukupne vrednosti oko 3 mlrd evra u protivvrednosti. Od tog iznosa, oko 870 mln evra iskorišćeno je za prevremeni otkup obveznica koje dospevaju 2027. godine.

Uporedo sa jačanjem ovih tokova, priliv stranih direktnih investicija je oslabio. Bruto priliv SDI smanjen je sa 1.725 mln evra na 1.224 mln evra, odnosno za 29%. Pritom je struktura priliva bila nepovoljnija nego prethodne godine, jer je reinvestirana dobit činila 55% ukupnog priliva. Svež vlasnički kapital iznosio je svega 473 mln evra, naspram 782 mln evra u prvoj polovini 2025. godine. Neto SDI u iznosu od 840 mln evra pokrivale su oko 60% deficita tekućeg računa, pa je nepokriveni jaz na polugodišnjem nivou iznosio oko 550 mln evra. U prethodnim brojevima QM-a ukazivali smo na rastući strukturni jaz između priliva SDI i deficita tekućeg računa. Taj jaz je u 2026. godini manji, ali isključivo zahvaljujući smanjenju deficita tekućeg računa, a ne snažnijem prilivu investicija, koji je, naprotiv, značajno opao. Aprecijacijski pritisci na dinar tokom leta zato nisu počivala na jačanju investicionih tokova, već na doznakama, sezonskom prilivu po osnovu usluga i državnom zaduživanju u inostranstvu. Prva dva izvora priliva imaju izrazito sezonski karakter, dok zaduživanje države povećava buduće obaveze. Takva struktura priliva ne otklanja ranije uočene slabosti u eksternoj poziciji privrede.

Realni kurs dinara ostao je praktično nepromenjen u odnosu na prethodnu godinu, čime je privremeno zaustavljen višegodišnji trend njegove realne aprecijacije

Za ocenu cenovne konkurentnosti domaće privrede relevantniji je realni kurs dinara. Realni kurs dinara prema evru od januara do avgusta oslabio je za 0,9% (Grafikon T5-8). Isti smer pokazuje i realni efektivni kurs, koji je od januara do jula oslabio za 1,4%. Nalaz je, prema tome, potvrđen i pri širem obuhvatu trgovinskih partnera. Ovi pokazatelji potvrđuju ocenu iz prethodnog broja QM-a da je višegodišnji trend realne aprecijacije dinara trenutno zaustavljen. Blago realno slabljenje domaće valute predstavlja ograničeno poboljšanje cenovne konkurentnosti domaćih proizvođača na stranim tržištima, odnosno ublažavanje posledica prethodne višegodišnje realne aprecijacije.

Takva stabilizacija realnog kursa, međutim, najverovatnije neće biti trajna. Blago realno slabljenje dinara nije rezultat nominalnog prilagođavanja kursa, koji je tokom posmatranog perioda ostao praktično nepromenjen, već činjenice da je domaća inflacija bila niža nego kod glavnih trgovinskih partnera. Pošto je niska domaća inflacija tokom leta pretežno bila posledica privremenog pada cena hrane, verovatno je privremen i prekid dosadašnjeg trenda realne aprecijacije. Ako se domaća međugodišnja inflacija od septembra vrati na nivo od oko 4%, uz inflaciju u Evrozoni od približno 3%, realni kurs dinara bi se mogao vratiti na trend realne aprecijacije. U prethodnim brojevima QM-a ukazivali smo na to da bi primerenija politika deviznog kursa podrazumevala asimetrične intervencije NBS. U periodima viška ponude deviza, NBS bi otkupom deviza trebalo da sprečava nominalnu aprecijaciju dinara. Kada se pojave deprecijacijski pritisci, međutim, NBS ne bi trebalo da ih u potpunosti neutrališe prodajom deviza, već bi trebalo dozvoliti da se deo tih pritisaka prelije u blago i kontrolisano nominalno slabljenje kursa. Takav pristup bi, uz očuvanje ukupne stabilnosti, ublažio kontinuirane pritiske na jačanje dinara i doprinosio očuvanju cenovne konkurentnosti domaće privrede.