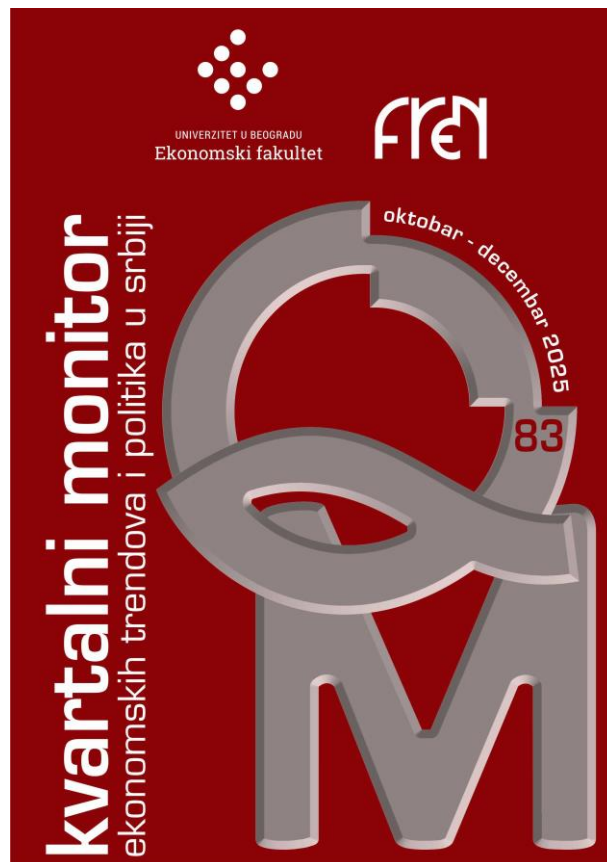




UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

FREN Fondacija za razvoj
ekonomske nauke



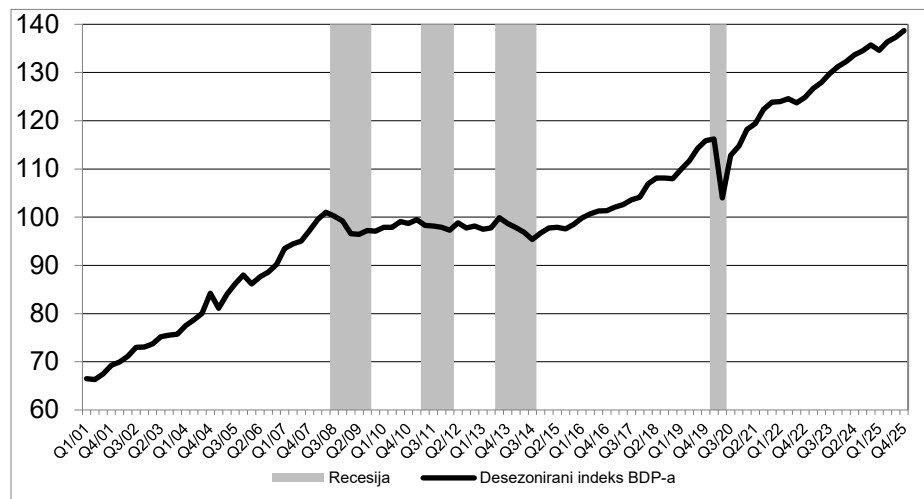
Prezentacija QM83

- Prof. Milojko Arsić:
 - Noviji makroekonomski trendovi
 - Ekonomska politika i reforme

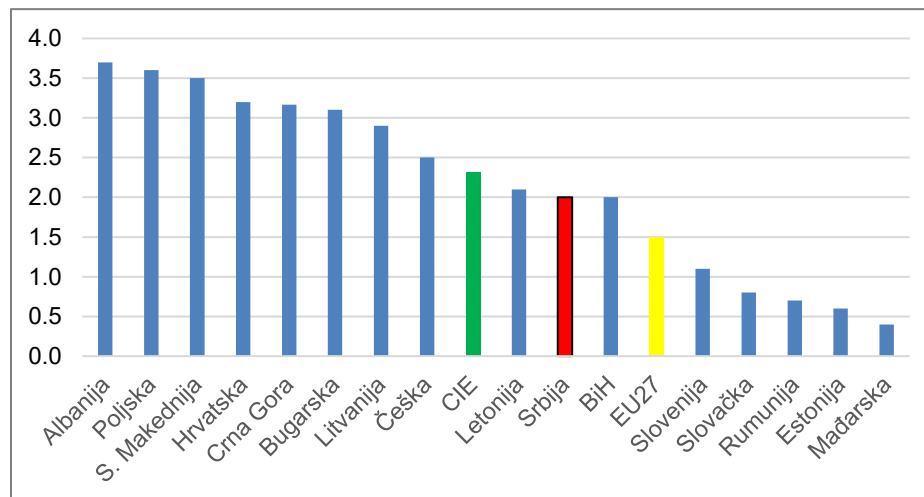
- Rezultati privrede Srbije u 2025. i na početku ove godine su mešoviti
- Privredna aktivnost u 2025. je prepolovljena u odnosu na prethodne godine i u odnosu na plan
 - BDP je povećan za 2% što je ispod proseka CIE,
 - zaposlenost je blago opala, nezaposlenost porasla
 - strane direktne investicije su prepovljene u odnosu na višegodišnji prosek
- Pogoršanje performansi privrede je delom posledica kretanja u međunarodnom okruženju: deglobalizacije, pogoršanja stanja u evropskim privredama, rat na Bliskom istoku
- ... ali i unutrašnjih problema
 - strukturnih problema privrede Srbije (rast troškova poslovanja, sektori nosioci rasta usporavaju)
 - politička kriza
- Na pogoršanje stanja privrede su uticali privremeni faktori: suša, sankcije NIS-u
- Makroekonomska stabilnost se održava
 - inflacija je u okviru ciljnog koridora
 - fiskalni deficit je nizak
 - deficit u tekućem bilansu je umereno visok
- Na početku 2026.g. privreda je izložena snažnim poremećajima na tržištu energenata u svetu usled rata na Bliskom istoku, a stupili su na snagu porezi na ugljenik na izvoz u EU
- Rat na Bliskom istoku će uticati na povećanje inflacije, usporavanje rasta privredne aktivnosti, pogoršanje trgovinskog bilansa i rast fiskalnog deficita
 - negativne posledice će biti snažnije ukoliko rat bude duže trajao i ukoliko se znatnije ošteti energetska infrastruktura

- Rast BDP-a u 2025. je približno prepolovljen kako u odnosu na prethodnu godinu tako i u odnosu na plan:
 - rast BDP-a iznosio je 2%,
 - u poslednjih 10 godina samo je u 2020. godini rast bio niži
 - sporiji od proseka CIE
- Usporavanje rasta je delom posledica međunarodnih faktora
 - smanjenja mobilnosti kapitala,
 - spor rast EU
- ... ali i unutrašnjih faktora
 - istrošenosti modela rasta (sektori nosioci rasta usporavaju, rast troškova rada)
 - političke krize (rizik odvrća investitore, utiče na odlaganje potrošnje)
- Jednokratnih faktora
 - suša
 - sankcije NIS-u

Desezonirano kretanje BDP-a, (2008=100)

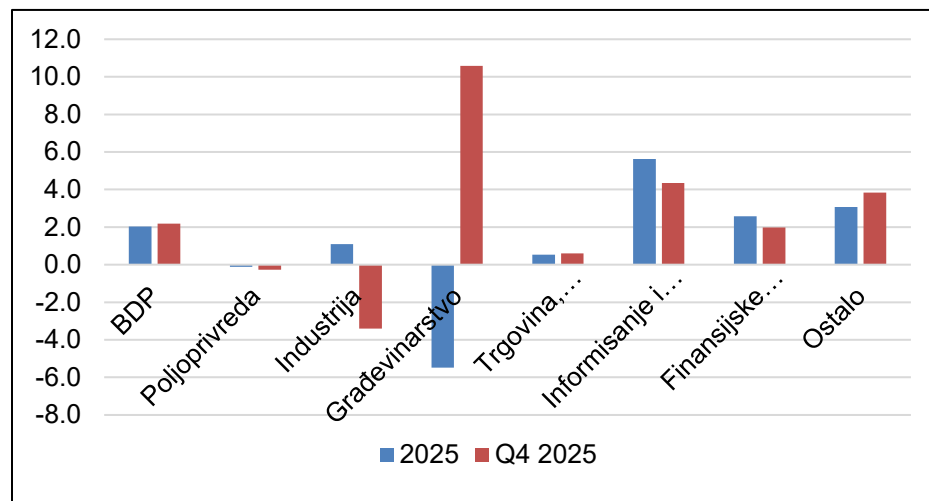


Rast BDP-a u 2025. godini, u %

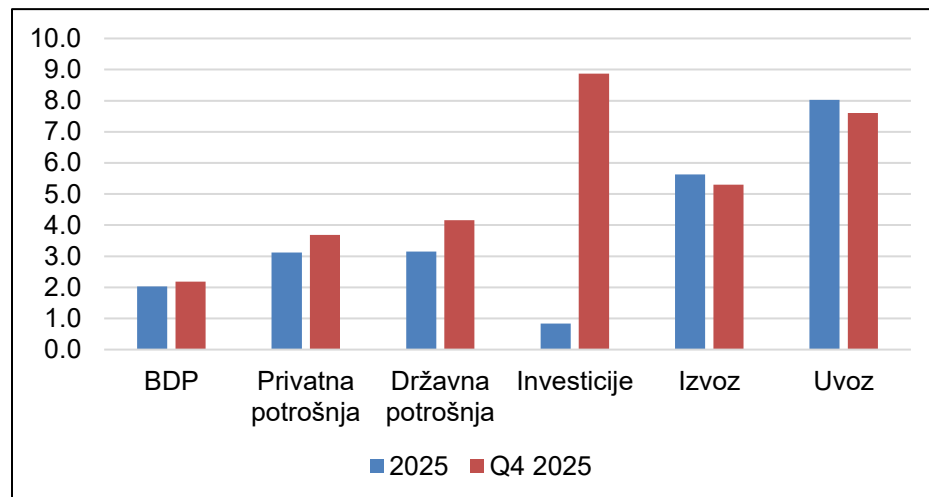


- Iznadprosečan rast u 2025. godini ostvarile su: IT, finansijske usluge i ostale delatnosti
- Pozitivan, ali spor rast: industrija i trgovina, dok su građevinarstvo i poljoprivreda imali pad
- U Q4 industrija snažno opada (NIS), dok građevinarstvo ima visok rast (?)
- Sa stanovišta tražnje glavni nosilac rasta su privatna i državna tekuća potrošnja (visok rast plata i penzija), doprinos investicija je skroman, dok je doprinos neto izvoza negativan
 - ovakva struktura pokretača rasta je prihvatljiva u periodu kriza, ali nije dugoročno održiva

Rast BDP-a po delatnostima u 2025. godini

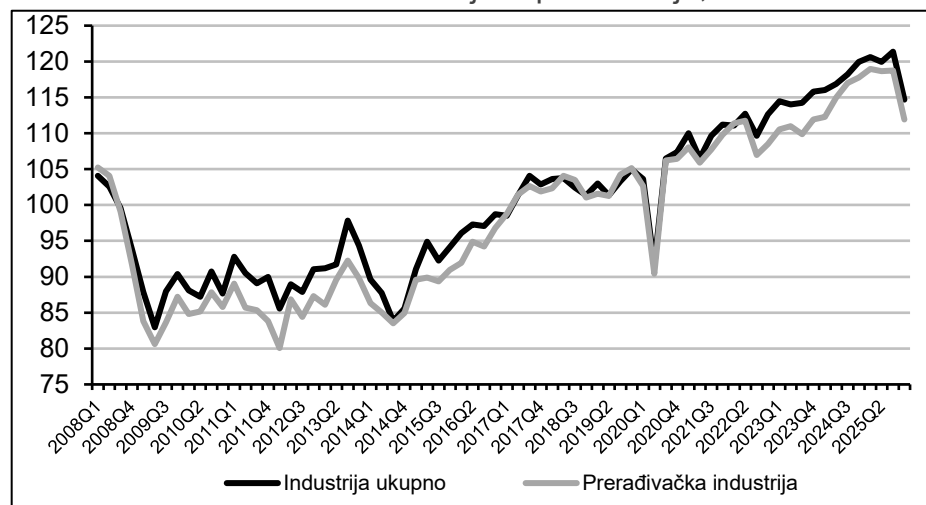


Rast BDP-a i komponenti tražnje u 2025., u %

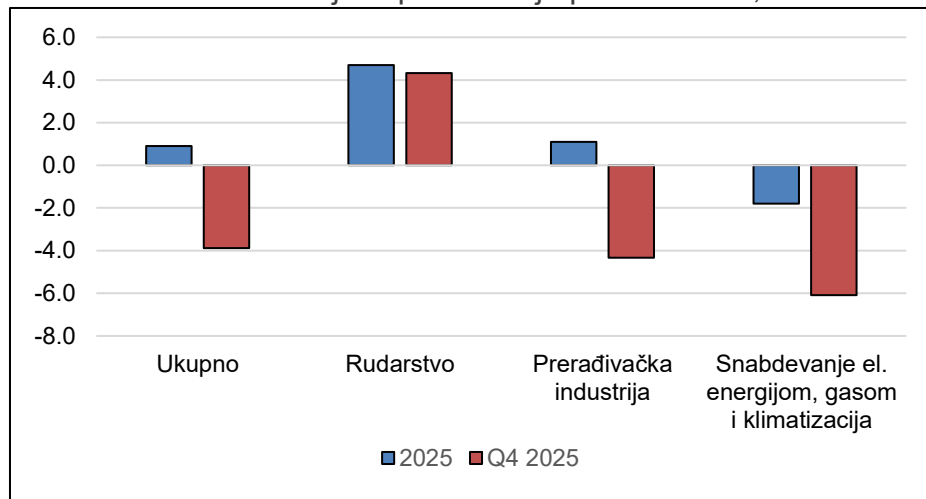


- Industrijska proizvodnja u 2025. je ostvarila minimalan rast (stagnacija), a u Q4 pad
 - na pad u Q4 uticale su sankcije NIS-u i zatvaranje preduzeća u oblasti tekstilne i elektroindustrije
- Posmatrano po sektorima
 - rudarstvo je ostvarilo visok rast, ali sporiji nego prethodnih godina
 - elektroprivreda pad (suša)
 - pređivačka industrija je stagnirala u prva tri kvartala, a u Q4 ostvarila znatan pad

Desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008.=100



Rast industrijske proizvodnje po sektorima, u %

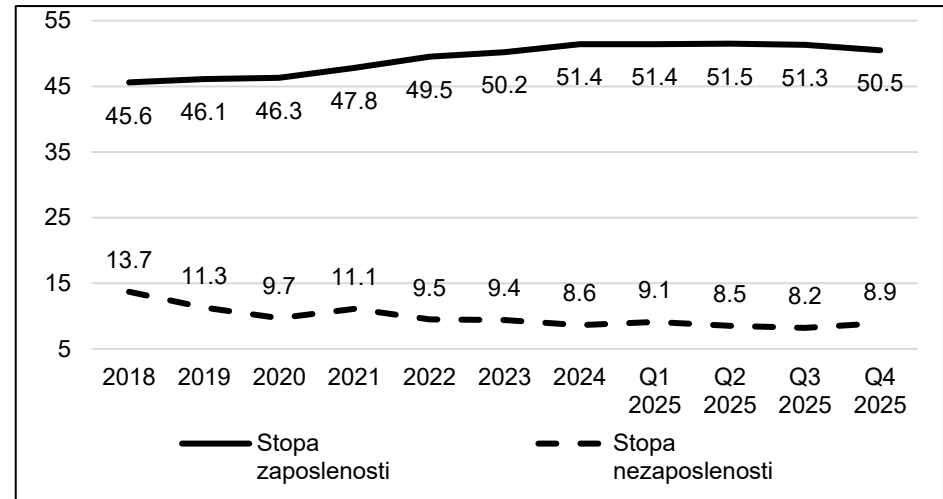


- Perspektive za rast 2026. godine su pogoršane
 - rast cena energenata (nafte i gasa) povećava troškove poslovanja što usporava rast privrede, a zadržavanje cena na visokom nivou može da dovede do recesije
 - uvođenje poreza na ugljenik pri izvozu u EU nepovoljno utiče na elektroprivredu
 - nije izvesno da li će NIS biti prodat ili će ponovo biti uvedene sankcije
- Prosečna poljoprivredna sezona bi doprinela rastu BDP-a za oko 0,3 pp
- Preovlađuju rizici u odnosu na povoljne okolnosti zbog čega je veća verovatnoća da će rast BDP-a u ovoj godini biti manji od plana
- Privreda Srbije se suočava sa strukturnim problemima koji sugerišu da je neophodno da se promeni model rasta
 - smanjenje SDI verovatno će se produžiti na nekoliko godina, što smanjuje ukupne investicije,
 - sektori nosioci rasta u prethodnim godinama u 2025. usporavaju (rudarstvo i IT) ili opadaju (građevinarstvo)
 - u sektorima sa niskom dodatnom vrednošću smanjuje se aktivnost (automobilski kablovi, tekstilna industrija, neke usluge)
- Promena modela rasta podrazumeva
 - unapredjenje kvaliteta institucija
 - veće oslanjanje na domaće investicije
 - rast učešća visoko tehnoloških sektora u privredi
- Uz sadašnji model rasta verovatno je usporavanje privrede u narednim godinama, postoji rizik da uđemo u zamku srednjeg nivoa razvijenosti

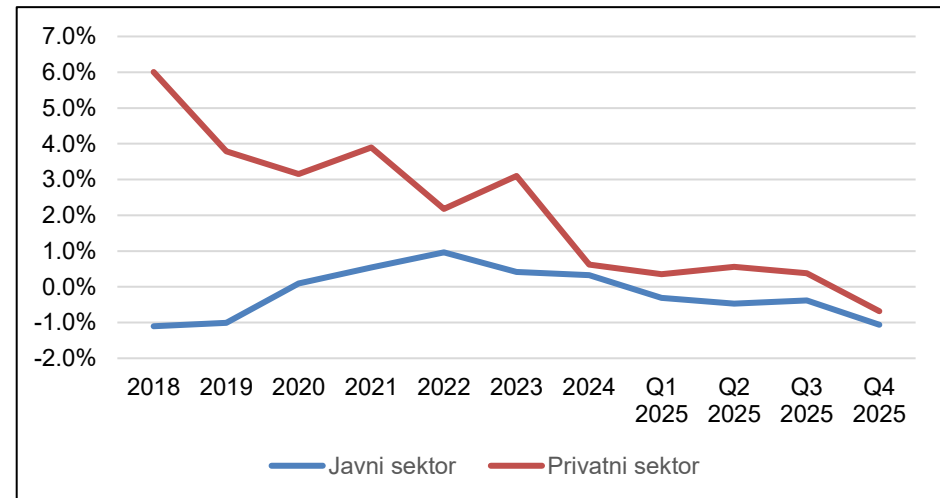
- Očekivani makroekonomski rezultati (BDP, plate, penzije), su iskazani u tekućim evrima što je pogrešno jer se vrednost evra u Srbiji smanjuje iz godine u godinu
 - rezultati se mere promenjivim merilom?
- Uz inflaciju od 3,5% i fiksni kurs prema evru, sledi da se očekuje realni rast BDP-a od 4,5% prosečno godišnje i realni rast zarada od 3,5% prosečno godišnje
 - ovo je moguće, ali teško ostvarivo uz postojeće politike i međunarodne okolnosti
- Planirane su javne investicije od 63 milijarde evra u narednih 10 godina, od čega 15 milijardi za vojsku
- Na osnovu dostupnih informacije planiraju se značajna ulaganja u saobraćajnu i komunalnu infrastrukturu, energetiku, zdravstvo, IT (posebno AI), poljoprivredu
- Strategija ne predviđa unapredjenje privrednog sistema, poboljšanje institucija, efikasniju selekciju i realizaciju projekata, reforme javnih i komunalnih preduzeća,...
- Predviđene su male investicije u obrazovanje,
 - povećanje nastavnih sadržaja iz veštačke inteligencije
 - razvoj dualnog obrazovanja u srednjim školama
 - primena Kazahstanskog modela unapređenja visokog obrazovanja (!?)

- Tokom 2025. stanje na tržištu rada je blago pogoršano
 - stopa zaposlenosti je smanjena
 - stopa nezaposlenosti je povećana
- Pad zaposlenosti je koncentrisan u industriji, trgovini i drugim uslugama
- Pogoršanje stanja na tržištu rada je manje ciklične prirode, više je posledica strukturnih problema (odnos plata i produktivnosti)
- Već nekoliko godina rast zaposlenosti u privatnom sektoru usporava, da bi krajem prošle godine počeo da opada
- Usporavanje rasta broja zaposlenih uz relativno visoku stopu nezaposlenosti odražava neuskладjenost ponude i tražnje za radnom snagom
- Pad zaposlenosti krajem prethodne godine je posledica nekonkurenosti nekih sektora privrede
- Zaposlenost u javnom sektoru stagnira ili opada

Kretanje stope zaposlenosti i stope nezaposlenosti

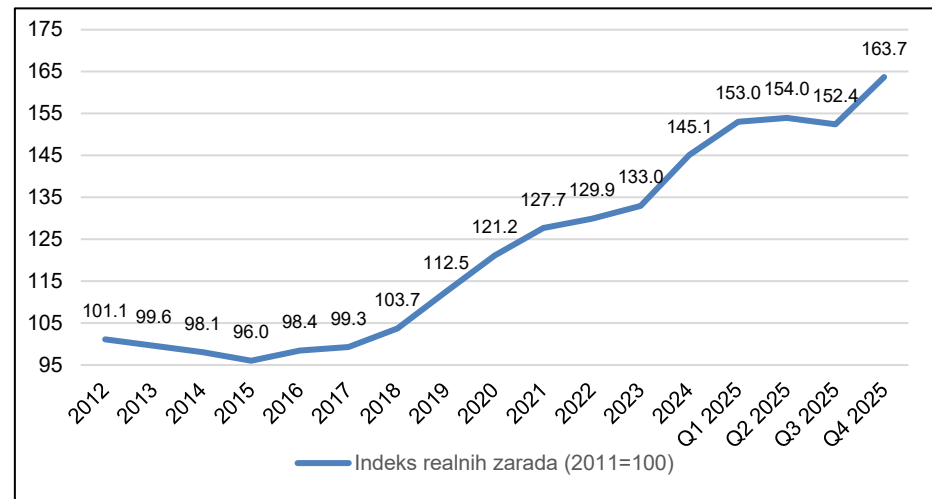


Međugodišnje promene broja zaposlenih, u %

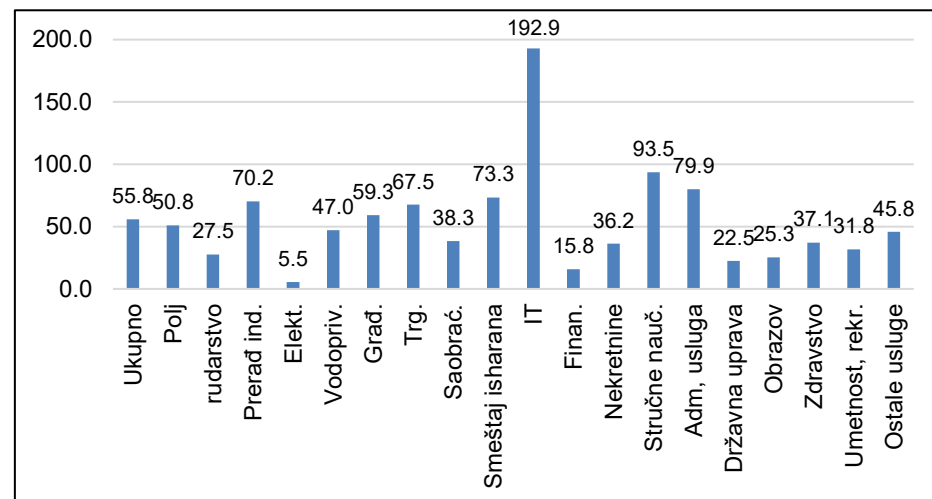


- Realne zarade su u 2025. ostvarile visok rast od 7,4%, a u Q4 rast je ubrzan na 9,7%
- U prošloj godini najviše su povećane zarade u obrazovanju, vodosnabdevanju, smeštaju i ishrani
 - to su delatnosti koje u poslednjih 15 godine imale nizak rast zarada
- Najmanji rast u 2025. je u IT sektoru gde su zarade najbrže rasle u poslednjih 15 godina
- U periodu od 15 godina zarade u IT sektoru su povećane za blizu 200%, u stručnim i naučnim uslugama za blizu 100%

Realne zarade (2011=100)

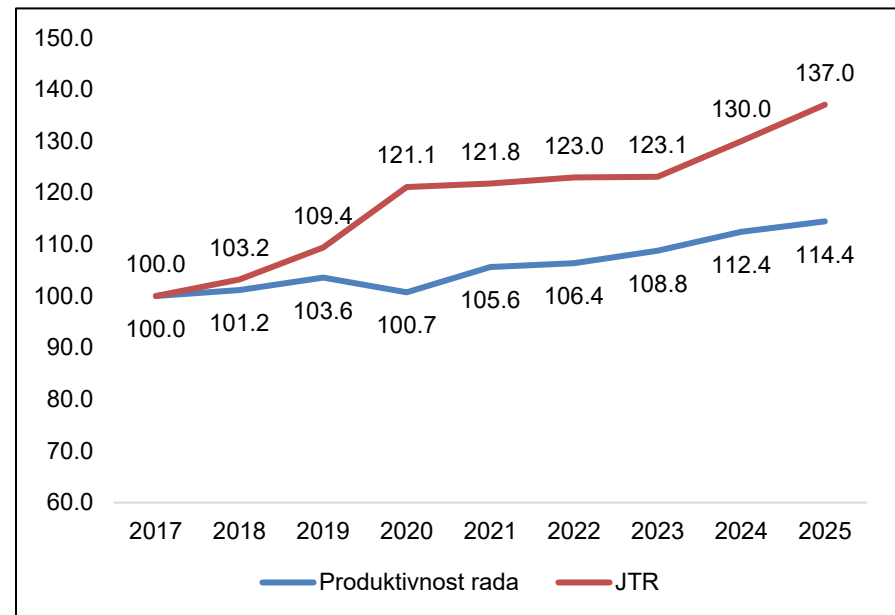


Realni rast zarada u periodu 2011-2025. u %



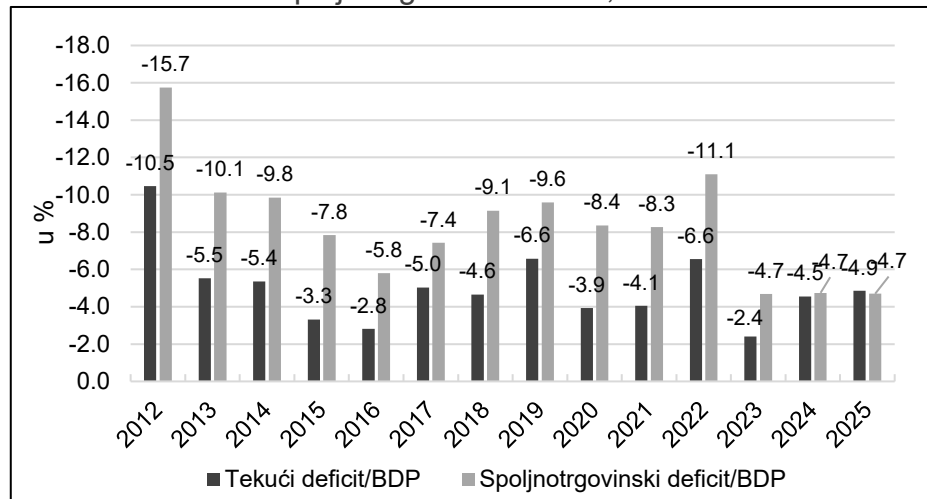
- Već 10-ak godina zarade rastu znatno brže od produktivnosti, zbog čega rastu JTR
- Moguće je da su zarade u inicijalnoj godini bile ispod ravnotežnih, ali je sasvim izvesno da su u međuvremenu iznad ravnoteže, koja odgovara sadašnjim performansama privrede
 - brz rast zarada eliminiše radna mesta na kojima se stvara mala dodatna vrednost
- Održanje zaposlenosti uz rast zarada je moguće uz promenu strukture privrede ka sektorima u kojima se stvara velika dodata vrednost
 - za to su potrebne velike privatne investicije i bolji privredni ambijent

Produktivnost rada i JTR (2017=100)

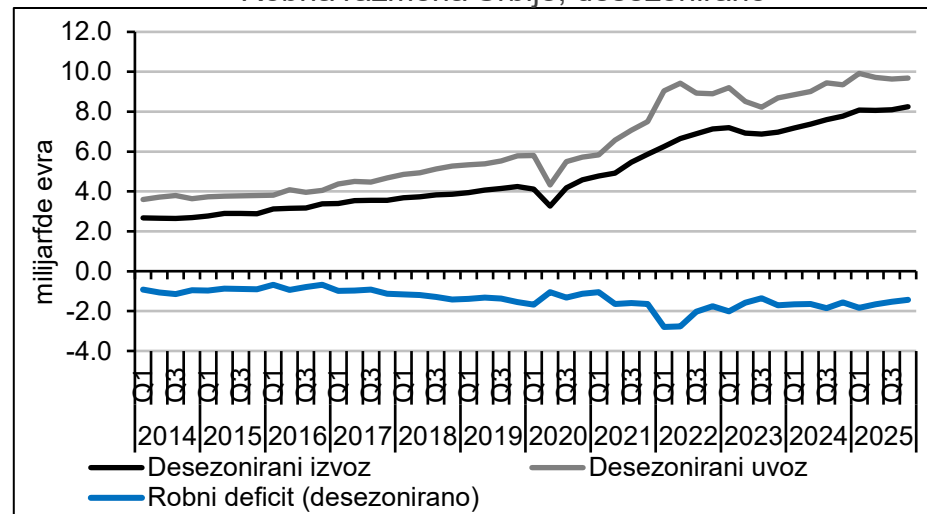


- Deficit tekućeg platnog bilansa u 2025. je iznosio 4,9% BDP, što je malo iznad prethodne godine
- U okviru tekućeg bilansa događaju se strukturne promene
 - robní deficit i suficit u razmeni usluga su smanjeni za 0,8% BDP, pa je trgovinski deficit iznosio 4,7% BDP, kao i 2024. godine
 - prvi put od 2007. trgovinski deficit je manji od deficita u tekućem bilansu
- Deficit u primarnom dohotku je povećan za 0,3% BDP, dok je suficit u sekundarnom dohotku ostao nepromenjen u odnosu na BDP
 - prvi put od 2007. deficit u primarnom dohotku je veći od suficita u sekundarnom dohotku
- U budućnosti se očekuje rast deficita u primarnom dohotku zbog rasta vrednosti stranog kapitala u Srbiji
- U Q4 deficit tekućeg računa je povećan na 6,2% BDP, čemu je doprineo rast deficita po osnovu primarnog dohotka, dok je trgovinski deficit smanjen
 - rezultati u Q4 su pod velikim uticajem sezonskih faktora

Tekući i spoljnotrgovinski deficit, kao % BDP

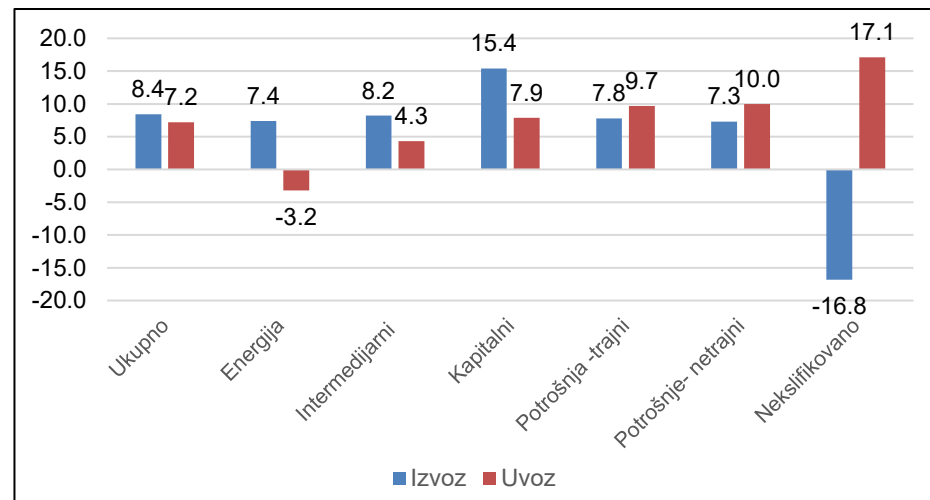


Robna razmena Srbije, desezonirano

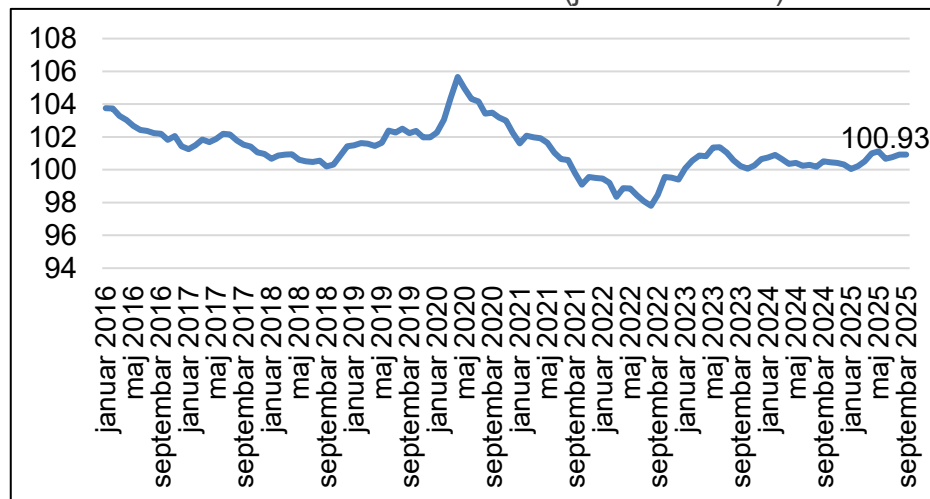


- Izvoz i uvoz roba u prošloj godini su znatno povećani, pri čemu je rast izvoza nešto brži
- Najbrže raste izvoz kapitalnih i intermedijalnih dobra, solidno raste izvoz potrošnih dobara
 - opada samo izvoz neklasifikovanih dobara
- Na strani uvoza iznadprosečno raste uvoz potrošnih, kapitalnih i neklasifikovanih proizvoda, sporije raste uvoz intermedijarnih proizvoda, a opada uvoz energije (cene)
- Odnos između izvoznih i uvoznih cena u 2025. nije se znatnije promenio – povoljniji za 0,7pp nego u 2024.
 - početkom 2026. uslovi razmene će se pogoršati zbog rasta cena energenata
- U oblasti usluga značajno je porastao odliv po osnovu turističkih usluga i priliv od IT usluga

Promene izvoza i uvoza roba po ekonomskoj nameni u 2025., u %

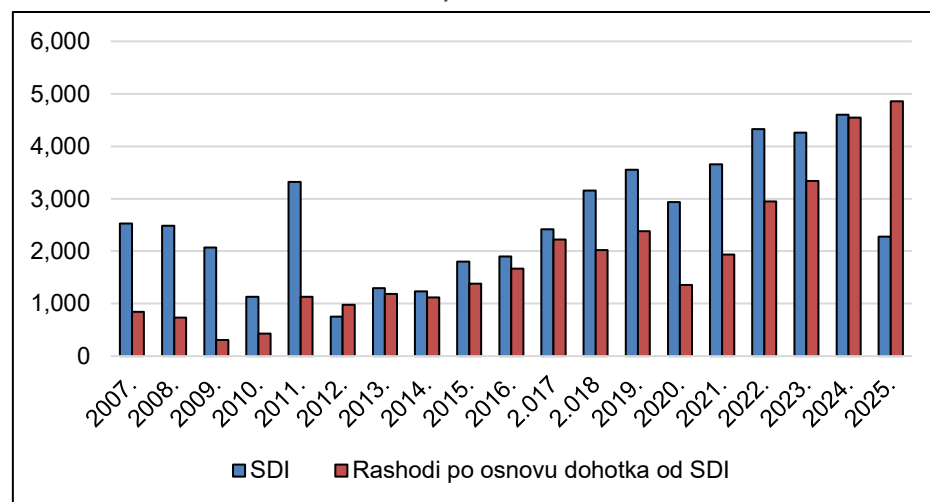


Indeks odnosa razmene (jul 2012 = 100)



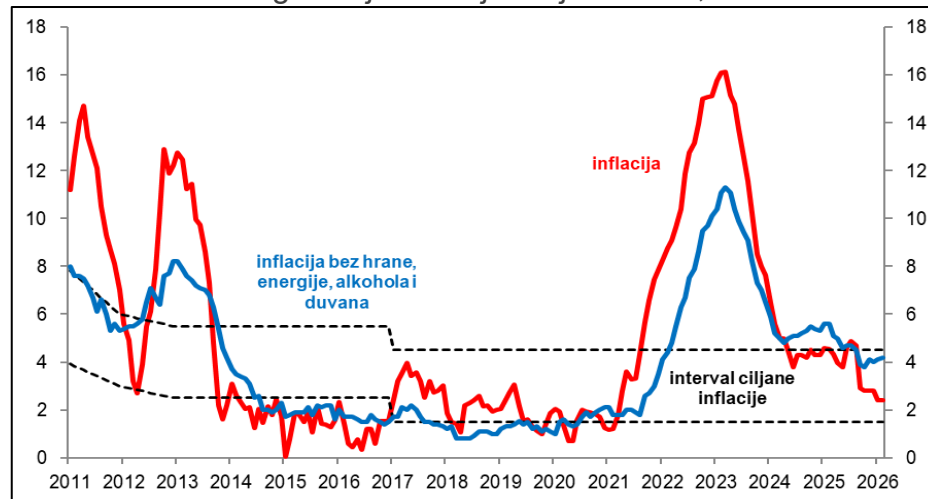
- Neto priliv kapitala u 2025.g je značajno smanjen u odnosu na prethodne godine
 - ukupan neto priliv 2,75 mlrd evra, do čega priliv SDI 2,3 mlrd evra
- Priliv SDI je više nego prepolovljen u odnosu na višegodišnji prosek usled
 - smanjenja međunarodne mobilnosti kapitala
 - rasta troškova poslovanja u Srbiji
 - stagnacije u EU i političke krize u Srbiji
- Da bi ostala atraktivna za strane investitore Srbija mora da unapredi institucionalni ambijent, obrazovanje i dr.
- Po prvi put odliv sredstava po osnovu dohodaka od kapitala veći od priliva SDI
 - očekivana posledica rasta vrednosti stranog kapitala u Srbiji, to se već događalo u drugim zemljama
- Rat na Bliskom istoku će kratkoročno smanjiti međunarodnu mobilnost kapitala
- Devizne rezerve su u 2025. opale za 1,55 mlrd evra
 - pad je ublažen rastom cena zlata
- Spoljni dug je povećan za 189 miliona evra, dok je njegov udeo u BDP opao za 2,5 pp
 - javni sektor je smanjio dug, dok je privatni povećao zaduživanje

SDI i odliv dohotka po osnovu SDI, milioni evra

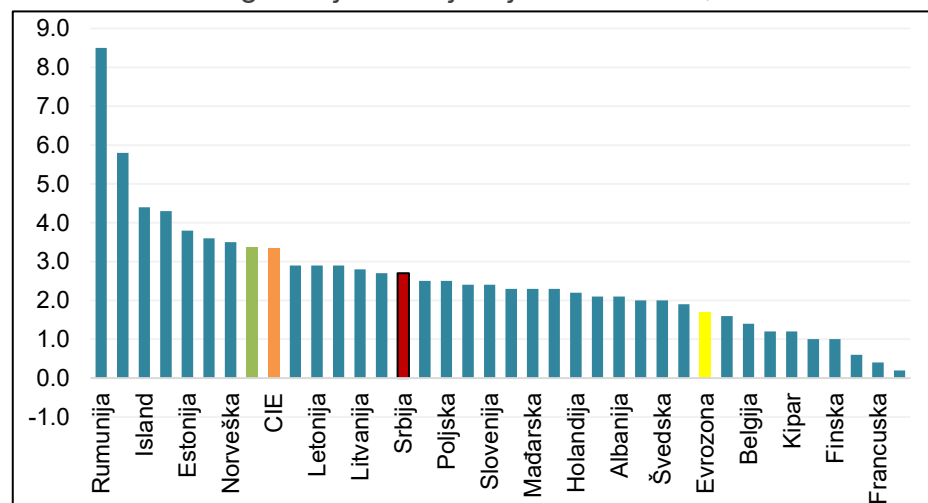


- Inflacija u Srbiji je u 2025. iznosila 3,9%, u decembru 2,8%, a u februaru 2,4%
 - pad ukupne inflacije od septembra prošle godine posledica je ograničavanja trgovačkih marži
- Bazna inflacija je veća od ukupne i ima rastući trend
 - porasla je sa 3,8% u oktobru prošle, na 4,2% u februaru ove godine
 - bazna inflacija ukazuje na uticaj sistemskih faktora, kao što su troškovi rada
- Inflacija u evropskim zemljama je tokom 2025. opadala
- Srbija je početkom ove godine imala manju inflaciju od proseka CIE
 - postignuto administrativnim merama koje imaju privremeni efekat

Međugodišnja inflacija i ciljni koridor, u %

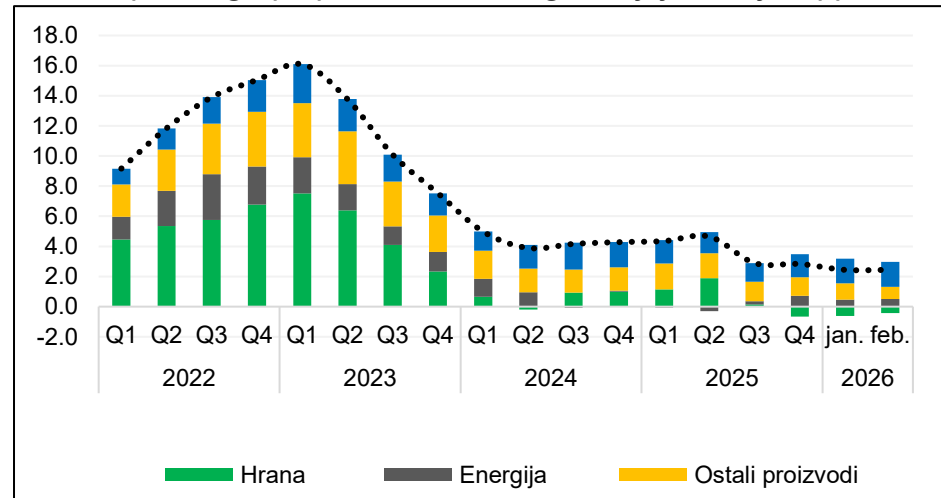


Međugodišnja inflacija u januaru 2026., u %

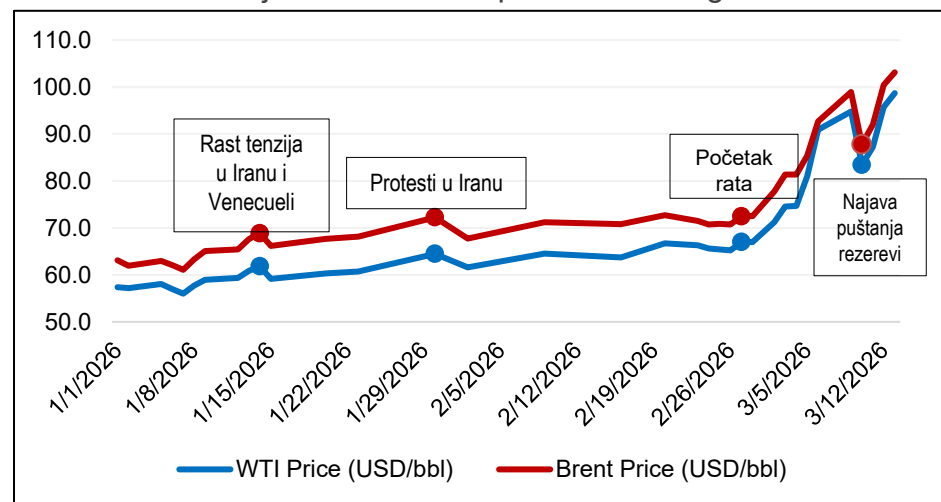


- Na kretanje inflacije tokom 2025. značajno su uticale cene usluga, hrane i ostalih proizvoda
 - u Q4 i na početku 2026. cene hrane su delovale deflatorno
- Energenti tokom prošle i u prva dva meseca ove godine nisu podsticali inflaciju
- Od kraja februara cene energenata (nafta, gas i dr.) su značajno povećane uz velike varijacije
- Tokom prve tri nedelje marta
 - cene nafte su povećane za 40-50 %,
 - cene gasa su povećane za 60-120 %
- Rast cena nafte i gasa preneće se na inflaciju, pri čemu visina prenosa zavisi od povećanja tih cena i trajanja perioda visokih cena
- U periodu od nekoliko meseci uticaj može da se ublaži
 - smanjenjem akciza, korišćenjem rezervi i administrativnim ograničenjem cena,
- U dužem roku rast cena energenata se u većoj meri prenosi na inflaciju
- Očekuje se ubrzanje inflacije u Srbiji
 - usled ukidanje administrativne kontrole marži
 - rasta cena energenata
 - rasta troškova poslovanja u Srbiji
- U nekoliko narednih meseci inflacija bi mogla da dostigne gornju granicu ciljnog koridora, a nakon toga njeno kretanje će zavisiti od stanja na tržištu energenata i politici NBS i Vlade

Doprinos grupa proizvoda međugodišnjoj inflaciji, u pp

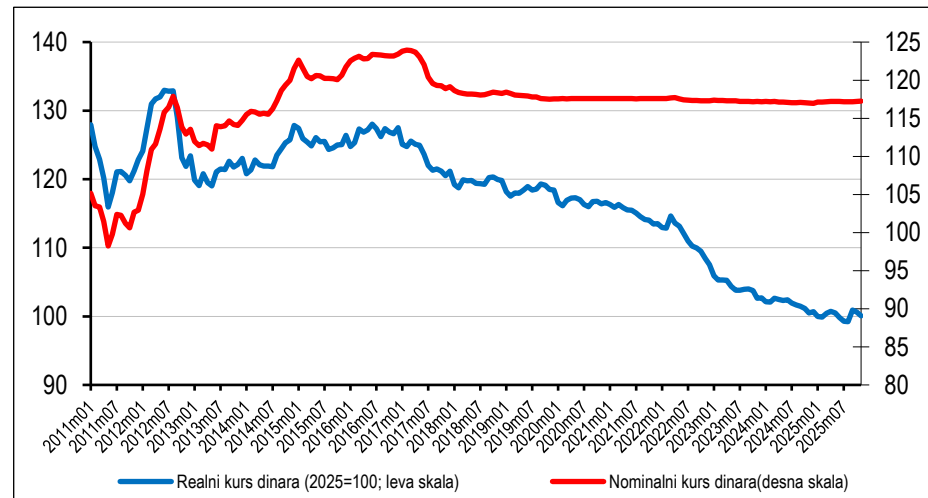


Kretanje cena nafte od početka 2026. godine

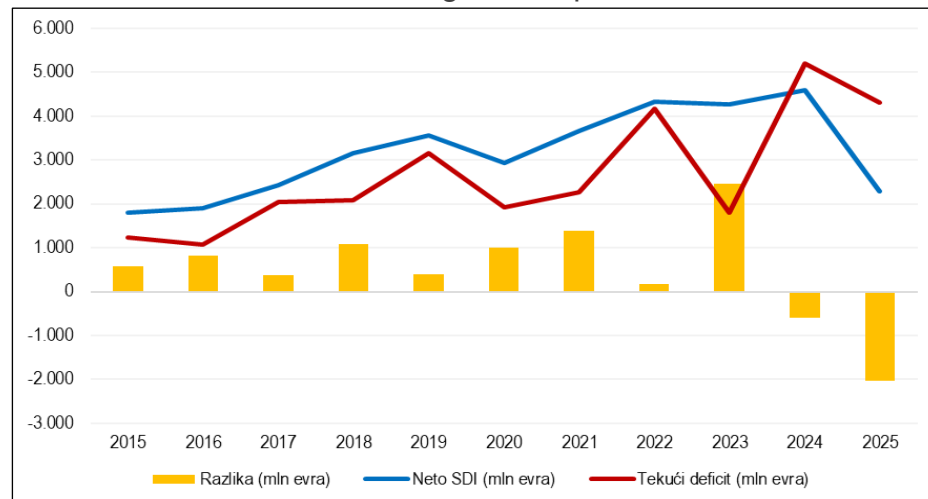


- Nominalni kurs dinara je tokom 2025. ostao približno fiskan
 - nominalna deprecijacija je iznosila 0,2%
- Stabilnost kursa je ostvarena velikim intervencijama NBS na deviznom tržištu
 - u periodu jan-maj prodato je milijardu evra
 - u periodu jun-septembar kupljeno je 1,4 mlrd evra
 - u Q4 prodato je milijardu evra
- Neto prodaja u 2025. iznosila je 580 miliona evra, a u prva dva meseca ove godine 810 miliona evra
- Najvažniji izvor manje ponude dinara u odnosu na tražnju je pad priliva SDI, koje u prošloj godine nisu bile dovoljne da pokriju deficit tekućeg računa
- Ovo je verovatno trajniji trend koji će značajno uticati na monetarnu politiku
 - monetarne politika je od 2000. kroz kupovinu deviza kreirala dinare, sa sada ih prodajom povlači
- Realni kurs dinara je u prošloj godini ostao skoro nepromenjen

Nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca

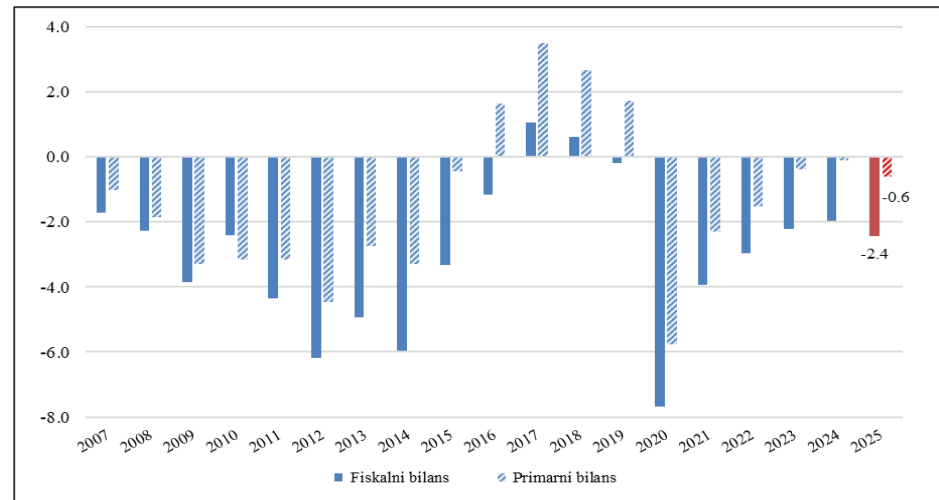


Pokrivenost deficita tekućeg računa prilivom SDI, 2015-2025

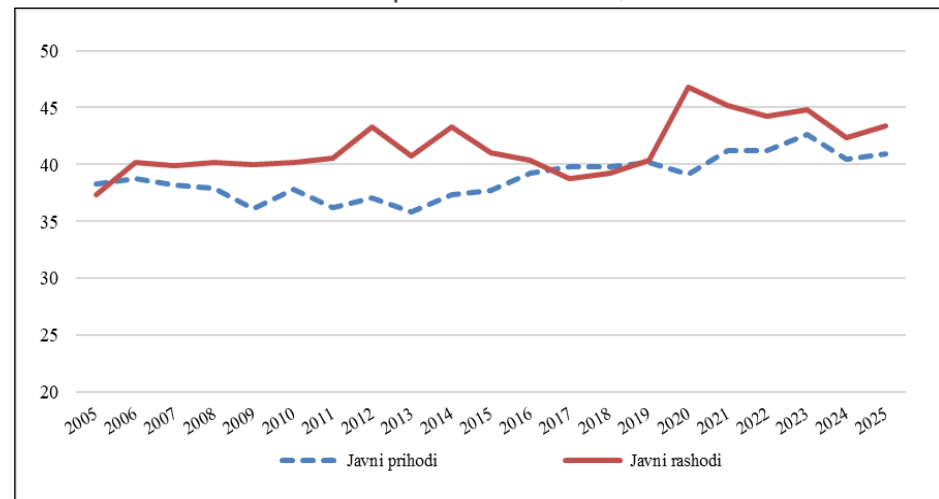


- Fiskalni deficit u Srbiji je u 2025. iznosio 2,4% BDP-a, što je manje od plana i manje od proseka zemalja EU i CIE (4,2% BDP)
- Javni prihodi su ostvarili visok realni rast od 4,2%, što je duplo brže od rasta BDP-a
 - u poslednjem kvartalu rast javnih prihoda je ubrzan (9%), usled visokog rasta zarada i prodaje licence za 5G mrežu
- Realni rashodi su povećani za 5%,
 - dok su rashodi u Q4 rasli slično kao i u prethodnom delu godine (4,7%)
- U januaru 2026. ostvaren je relativno visok fiskalni deficit od 41,7 mlrd dinara
 - prihodi su umereno rasli 3,7% realno
 - rashodi su značajno ubrzali rast (24,6%) prvenstveno usled rasta kapitalnih rashoda za 246,8% (rafali),
 - ali i tekući rashodi imaju visok rast od 7,4%

Fiskalni bilans, % BDP

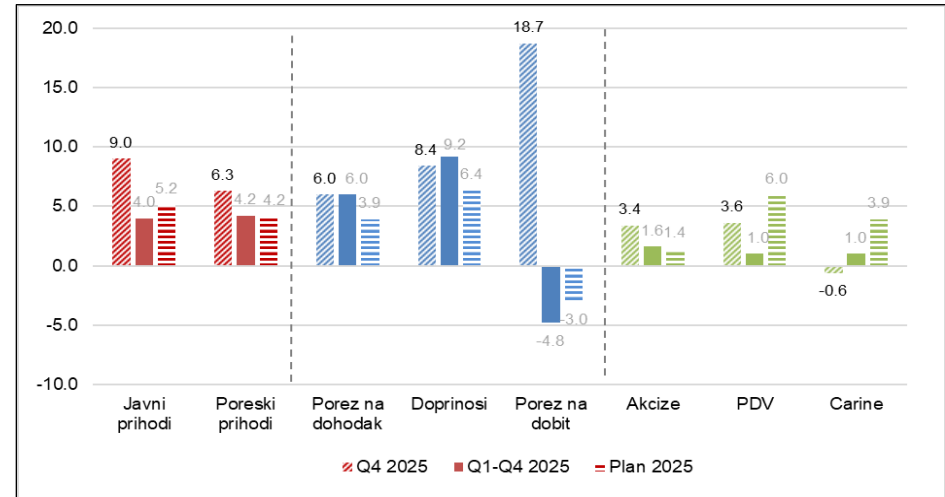


Konsolidovani prihodi i rashodi, kao % BDP

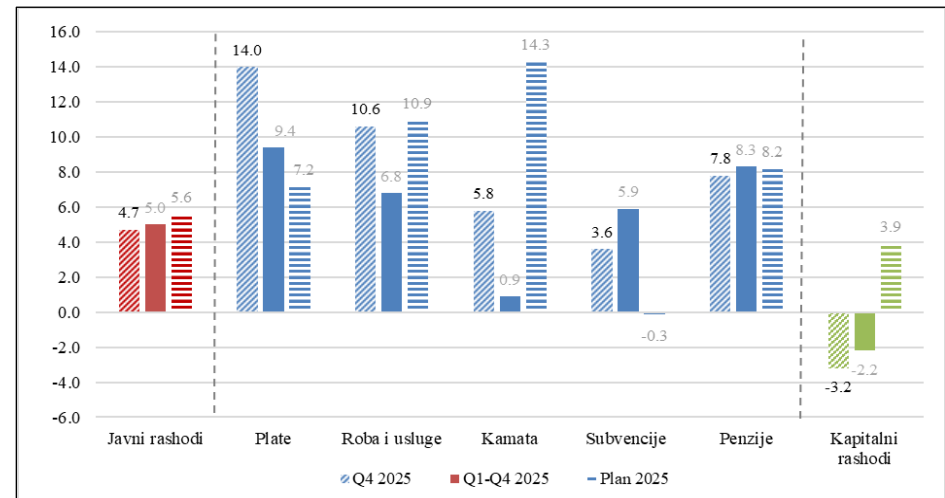


- Na visok realni rast javnih prihoda u 2025. najviše su uticali
 - porezi na dohodak i doprinosi
 - znatno manje porezi na potrošnju
 - prihodi od poreza na dobit su opali uz visoke oscilacije u toku godine
- Brže od plana su rasli porezi na dohodak i doprinosi, ostali prihodi sporije
- Na strani rashoda prednjači rast plata, penzija i rashoda za robe i usluge, dok su kapitalni rashodi opali
 - brže od plana su rasle plate i subvencije, penzije po planu, ostali rashodi sporije

Realni rast javnih prihoda, međugod. u %

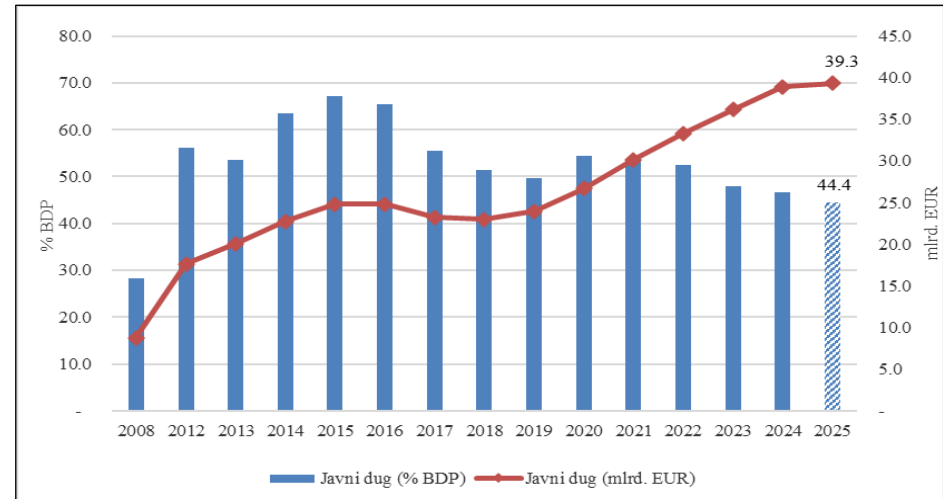


Realni rast javnih rashoda, međugod. u %

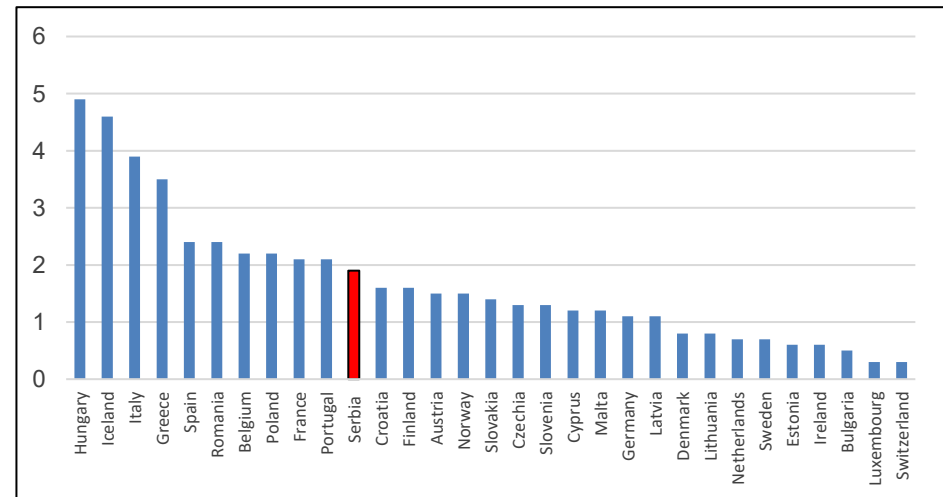


- Javni dug je u toku 2025. povećan za 580 miliona evra, pa je krajem godine iznosio 39,3 mlrd evra
- Na kraju 2025. godine javni dug je bio na nivou od 44,4% BDP-a – za 2,3 pp. manje u odnosu na kraj 2024.
- Povećanje javnog duga u prošloj godini (580 miliona evra) je bilo znatno manje od fiskalnog deficita (2,2 mlrd evra) usled trošenja depozita koji su stvoreni ranijim zaduživanjem
- Jačanje dinara u odnosu na USD je uticalo na smanjenje javnog duga za 540 miliona evra
- Srbija je u 2024. godini imala rashode za kamate od 1,9% BDP
- Rashodi za kamate su relativno visoki u odnosu na nivo javnog duga u Srbiji

Dinamika javnog duga Srbije



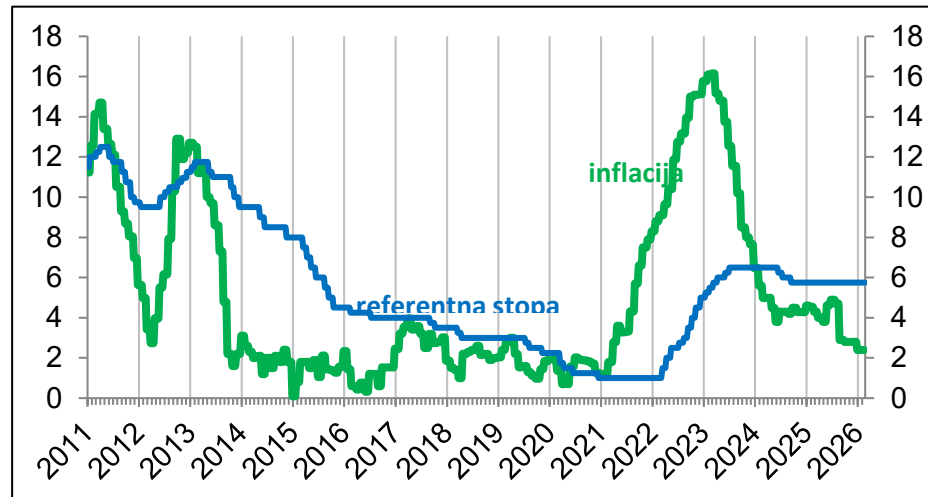
Rashodi i kamate u 2024. godini, % BDP



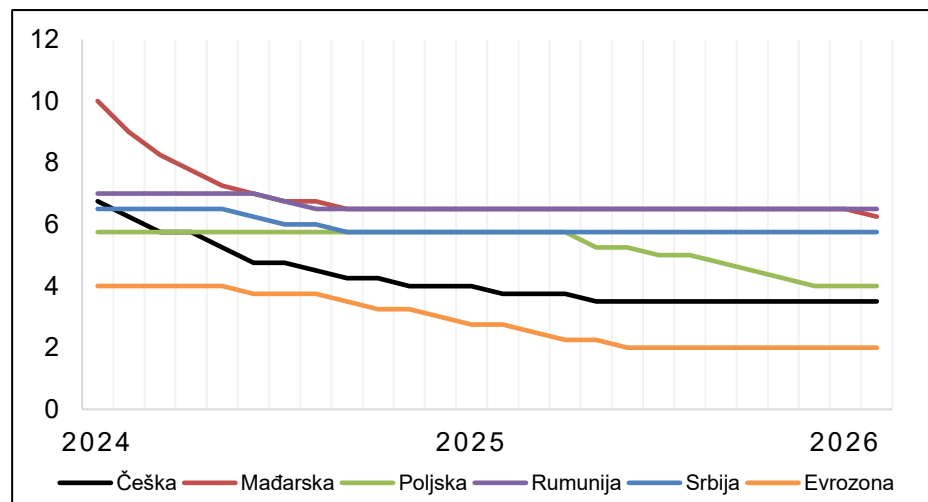
- Fiskalnom politikom za ovu godinu planiran je deficit od 3% BDP-a, što je održivo
- Od tada su se promenile važne okolnosti koje bi mogle da utiču na povećanje fiskalnog deficita
 - vlada je smanjila akcize za 60% što će dovesti do značajnog pada prihoda i rasta deficita, ako mera bude primenjivana u dužem periodu
 - država je zahtevala od budžetskih korisnika da smanje rashode – nije izvesno koliko će se uštedeti po ovom osnovu
 - moguće je da rast privrede bude sporiji, prihodi manji, što utiče na rast deficita
 - na osnovu dosadašnjeg iskustva eventualno održavanje izbora bi povećalo državne rashode, a time i deficit

- NBS nije menjala referentnu kamatnu stopu od septembra 2024. godine
- Ovakva politika je opravdana jer je
 - bazna inflacija visoka
 - velika nestabilnost na svetskom tržištu energenata
- Visoke kamate ublažavaju sekundarne efekte rasta cena energenata
 - ako cene energenta ostanu duže na visokom nivou, nije isključeno povećanje referentnih kamatnih stopa, kako bi se suzbio rast inflacionih očekivanja
- Centralne banke u Evropi vodile su različitu politiku u zavisnosti od visine inflacije i ukupnog stanja privrede
- NBS je učestalim intervencijama na deviznom tržištu držala kurs dinara prema evru na skoro fiksnom nivou
- Biće potrebno preispitivanje modela monetarne politike zasnovane na fiksnom kursu, ako se u narednom periodu Srbija suoči sa trajnim viškom tražnje u odnosu na ponudu deviza

Inflacija i referentna stopa NBS

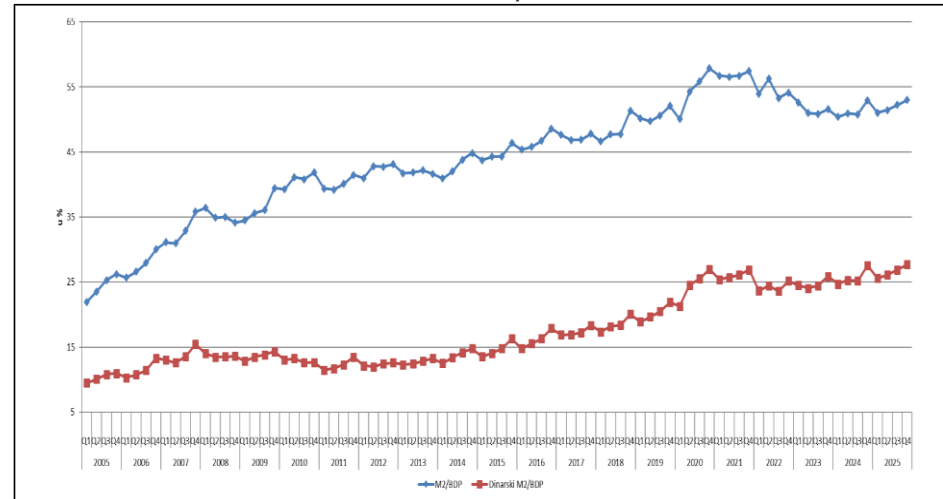


Referentne kamatne stope evropskih centralnih banaka, u %

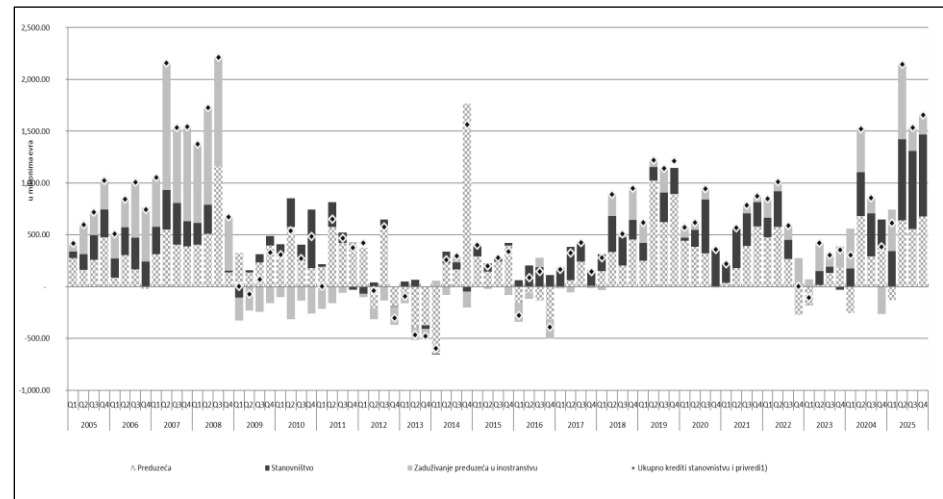


- Međugodišnji nominalni rast novčane mase M2 zabeležio je izrazito usporavanje u Q4 2025. godine, padajući na 6,5% sa 10,5% u prethodnom kvartalu, što predstavlja najnižu stopu rasta od sredine 2022. godine
- Kreditiranje privatnog sektora je snažno ubrzano tokom 2025.g
 - krediti stanovništvu su povećani za 2,7 mlrd evra, a privredi za 1,7 mlrd evra, privreda se zadužila za 1,5 mlrd evra u inostranstvu
 - banke su smanjile plasmane u REPO papire za 0,9 mlrd evra
 - realna vrednost kredita stanovništvu je povećana za 16,5%, a privredi za 9%

Odnos novčane mase prema BDP, u %



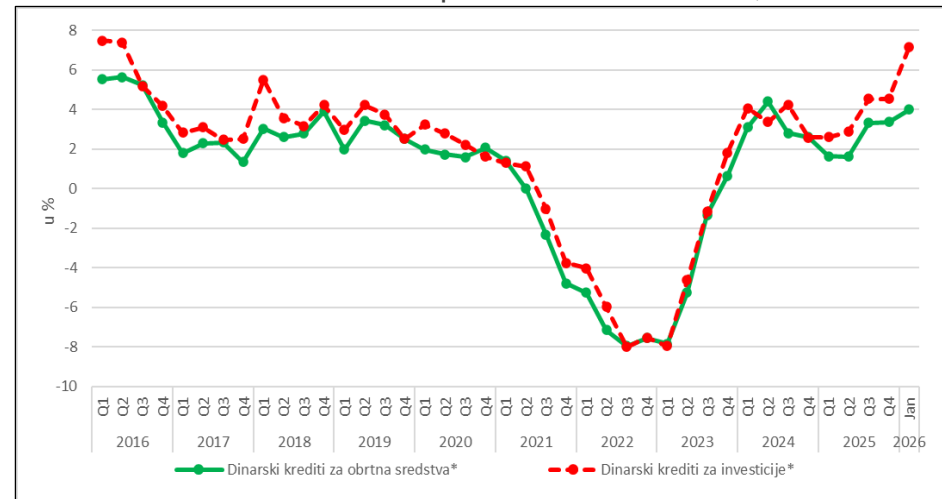
Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2025



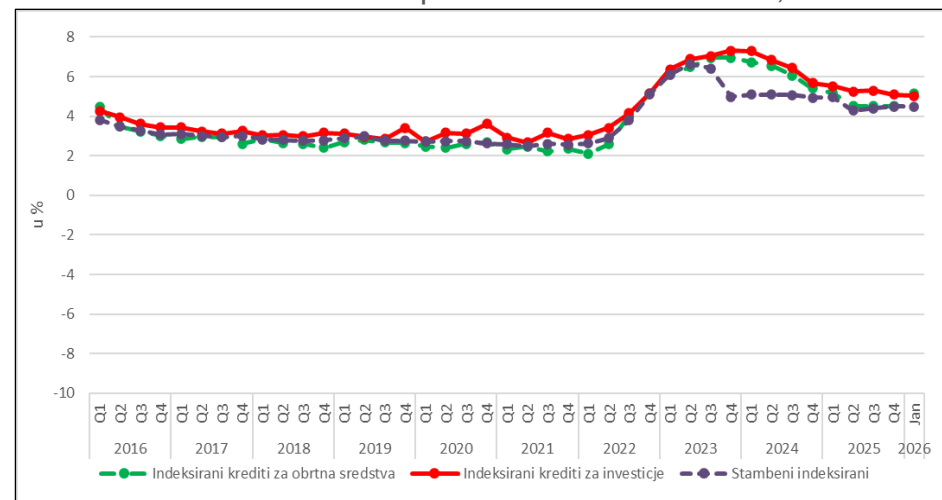
Kamatne stope na kredite banaka

- Realne kamatne stope na dinarske kredite su fluktuirale u prva tri kvartala, a u četvtom su povećane usled naglog smanjenja inflacije
- Kamatne stope na indeksirane kredite
 - blago opadaju kamate za investicije,
 - kod stambenih kredita i kredita za obrtna sredstva kamate stagniraju
- Velika neizvesnost usled rata na Bliskom istoku odložiće smanjenje kamatnih stopa CB, a nije isključen ni njihov rast ukoliko se inflacija znatnije poveća

Realne kamatne stope na dinarske kredite, u %



Realne kamatne stope na indeskirane kredite, u %





UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

FREN Fondacija za razvoj
ekonomske nauke

Hvala na pažnji!

Prezentacija QM83