

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 83 • oktobar–decembar 2025.

Beograd, mart 2026.

IZDAVAČ

Fondacija za razvoj ekonomske nauke (FREN)
Kamenička 6, Beograd
Tel/Fax: 011 3021 069
E-mail: office@fren.org.rs
<http://www.fren.org.rs>

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET

Mihail Arandarenko (odgovorno lice Izdavača)
Jurij Bajec
Pavle Petrović
Branko Urošević

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Milojko Arsić

IZVRŠNI UREDNIK

Saša Ranđelović

AUTORI

Saša Ranđelović, Uvodnik
Danko Brčerević, Pregled
Aleksandra Anić, Tržište rada
Danko Brčerević, Privredna aktivnost
Mirjana Gligorić Matić, Platni bilans i spoljna trgovina
Slobodan Minić, Cene i devizni kurs
Saša Ranđelović, Fiskalni tokovi i politika
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika (*QM*) osmislila je Kori Udovički, koja je bila glavna urednica prvih šest brojeva *QM*-a. Od sedmog do dvadesettrećeg broja, glavni urednik *QM*-a bio je prof Pavle Petrović. Glavna urednica dvadesetčetvrtog broja *QM*-a bila je Diana Dragutinović. Od broja dvadeset pet-dvadeset šest, glavni urednik *QM*-a je Milojko Arsić.

Sadržaj

Uvodnik	5
----------------------	---

TRENDOVI

1. Pregled	7
2. Privredna aktivnost	11
3. Tržište rada	19
4. Platni bilans i spoljna trgovina	24
5. Cene i devizni kurs	32
6. Fiskalni tokovi i politika	41
7. Monetarni tokovi i politika	47

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

Podatke dajemo u valuti u kojoj se bitni ekonomski procesi najbolje odražavaju, bez obzira na to u kojoj valuti je podatak objavljen ili koja valuta je zvanično u upotrebi u transakcijama koje se opisuju. Na primer: *bilans plaćanja Srbije* dajemo u evrima, jer se najveći deo tokova u spoljnoekonomskim transakcijama Srbije vrednuje u evrima i jer je taj izraz najbliži realnom merenju tokova. Drugačiji primer: *analizu kreditne aktivnosti banaka* dajemo u evrima jer ih bankarski sektor u najvećoj meri indeksira u evrima, ali je kreditna aktivnost banaka u *monetarnom pregledu Srbije* data u dinarima, jer je cilj analize monetarnog pregleda objašnjavanje generacije dinarskih agregata.

Definicije agregata i indeksa

Ukoliko se domaća upotreba definicija razlikuje od međunarodne konvencije, nastojimo da, gde god je to moguće, koristimo međunarodne definicije radi međunarodne uporedivosti.

12-mesečni indeksi kretanja – Poređenje u odnosu na isti period prethodne godine obaveštava o procesu tako što apsorbuje efekat svih sezonskih varijacija koje se dogode u prethodnoj godini, naročito same sezone koja se posmatra, a podiže meru promene na godišnji nivo. (Skloniji smo upotrebi ovog indeksa – stope rasta – nego što je to kod nas praksa).

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

Tokovi – Tokovi se izvode kao promena stanja između dva perioda (u monetarnim računima izvorni podaci su stanja).

Tradicionalna privreda – Privredni subjekti koji su – sada, ili nekad –, bili društvena ili državna preduzeća.

Notacija

12-m – indeks ili rast u odnosu na 12 meseci ranije ili u odnosu na isti period prethodne godine. Pravilan pravopisni oblik dvanaestomesečni, zamenjujemo sa 12-m zbog ekonomičnosti pisanja.

H – primarni novac

Kumulativ – upotrebljavamo u dva konteksta: (1) kretanje neke veličine u više perioda u okviru jedne godine, pri čemu se u svakom narednom periodu dodaje i tok iz prethodnog perioda i (2) kod cena i deviznog kursa kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

IMC – indeks maloprodajnih cena

IIP – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

ITŽ – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

M2 dinarski – gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju i oročeni dinarski depoziti (u skladu s definicijom MMF-a; isto što i M2 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji).

M2 – gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju, oročeni dinarski depoziti i devizni depoziti (u skladu s definicijom MMF-a; isto što i M3 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji).

NDA – neto domaća aktiva

NSA – neto strana aktiva (aktiva koja je obaveza nerezidentnog lica)

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

ECB – Evropska centralna banka

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

FED – Američka centralna banka (Federal Reserve System)

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

MAT – Makroekonomske analize i trendovi, časopis Ekonomskog Instituta u Beogradu

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

NZS – Nacionalna služba za zapošljavanje

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

Q1, Q2, Q3, Q4 – kvartali: 1. 2. 3. i 4.

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Predstavnici aktuelnog režima predstavili su strategiju Srbija 2030-2035. godina. Strategija još uvek nije dostupna javnosti u pisanoj formi tako da se njen sadržaj saznaje na osnovu javnih nastupa Predsednika i članova Vlade. Strategija je objavljena u vreme krajnje nepovoljnih međunarodnih okolnosti i dubokih političkih pode-
la u Srbiji, što njenu primenu i rezultate čini neizvesnijim, nego što je to uobičajeno.

Pogoršanje međunarodnih okolnosti manifestuje se kroz deglobalizaciju, ratne sukobe u Ukrajini i na Bliskom istoku, zaostajanje EU za Kinom i SAD i pogoršanje odnosa Srbije sa EU. Proces deglobalizacije negativno utiče na međunarodnu trgovinu i smanjuje međunarodnu mobilnost kapitala. Za Srbiju je naročito nepovoljno što je tokom poslednjih nekoliko godina vrednost stranih direktnih investicija na nivou sveta opala sa 4-5% na 1-1,5% svetskog BDP. Pri tome, investicije se sve više fokusiraju na razvijene zemlje između kojih postoje prijateljski odnosi, dok se nivo investicija u ostale zemlje dodatno smanjuje.

Srbija je svoj privredni rast tokom prethodnih 10-tak godina velikim delom zasnivala na stranim investicijama, koje su u proseku iznosile oko 6,4% BDP-a, a u ukupnim investicijama su učestvovala sa 27-28%. Strane direktne investicije u Srbiji su prošle godine prepolovljene, a u narednim godinama se može očekivati manji priliv SDI u odnosu na višegodišnji prosek. Osim pogoršanja međunarodnih odnosa na smanjenje priliva SDI uticaće rast troškova poslovanja u Srbiji, politička kriza i neizvesna perspektiva ulaska u EU. Smanjenje stranih direktnih investicija, ako izostane povećanje domaćih privatnih investicija, će uticati na sporiji rast privrede Srbije u narednim godinama. Napad SAD i Izraela na Iran sasvim izvesno će imati negativan uticaj na svetsku privredu, uključujući i Srbiju u ovoj godini, ali će intenzitet negativnog uticaja i njegovo eventualno produženje na naredne godine zavisiti od dužine trajanja sukoba, kao i od toga da li će doći do većeg oštećenja naftne i gasne infrastrukture.

Jezgro strategije 2030-2035. su javne investicije od 63 milijarde evra u periodu 2026-2035. godina, od čega je

15 milijardi namenjeno za vojsku. Javnosti predstavljene elementi strategije odnose se na državna ulaganja u zdravstvo, obrazovanje, veštačku inteligenciju, energetiku, saobraćajnu i komunalnu infrastrukturu i poljoprivredu. Pri tome se ne planira otklanjanje najvećih slabosti u privrednom sistemu, kao što su nedosledna primena zakona, visoka korupcija, diskriminacija preduzetnika po osnovu političkog opredeljenja, nizak kvalitet državne administracije i dr. Slabosti institucionalnog okruženja će predstavljati najvažnije ograničenje za ostvarivanje ambicioznih razvojnih ciljeva Srbije u narednih 10 godina. Slabe institucije su kočnica za aktiviranje razvojnih potencijala Srbije, što se manifestuje kroz nizak nivo domaćih investicija, nisku inovativnost domaće privrede, odsustvo velikih domaćih preduzeća u tehnološki naprednim delatnostima i dr.

Predstavnici vlasti su najavili značajno povećanje nivoa razvijenosti zemlje i životnog standarda građana u narednih pet godina. Prema strategiji očekuje se da će BDP po stanovniku, mereno u tekućim evrima, do 2030. godine u Srbiji povećati za 48%, odnosno 8,2% godišnje dok će se zarade u istom periodu povećati za 42,8%, odnosno 7,4% prosečno godišnje. Iskazivanje rasta BDP i zarada u tekućim evrima nije metodološki ispravno jer on osim realnog rasta privrede i kupovne moći građana uključuje i efekat inflacije koja u uslovima fiksnog kursa dovodi do smanjivanja realne vrednosti evra za 3-4% godišnje. Ako se isključi efekat smanjivanja vrednosti evra od oko 3,5 % godišnje, tada se dobija da se planira prosečna realna stopa rasta BDP od 4,5% godišnje, odnosno za 25% do 2030. godine, dok bi realne zarade u proseku rasle 3,5% godišnje, odnosno za 20% do 2030. godine.

Planirane realne stope rasta su moguće za zemlju na srednjem nivou razvijenosti, ali neće biti lako ostvarive u međunarodnim (ratni sukobi, smanjena međunarodna mobilnost kapitala) i unutrašnjim (loš institucionalni okvir politička kriza, rast troškova poslovanja,) okolnostima koje će verovatno postojati u narednim godinama. Dodatno jačanje realne vrednosti dinara, na koje se računa, može da pogorša konkurentnost privrede, odno-

sno da smanji rast izvoza i priliv SDI. Jedini način da se to izbegne je promeni struktura privrede ka visokim tehnologijama, za šta su neophodne velike privatne investicije, na koje se može računati ukoliko se unapredi institucionalni okvir (što se ne planira u strategiji) i boljša međunarodno okruženje (što je neizvesno).

U strategiji se planiraju investicije u zdravstvo od 2,5 milijardi evra, u periodu 2028-2035 godina, što iznosi oko 300 miliona evra godišnje. Planirana ulaganja u zdravstvo učestvuju sa oko 5% u javnim investicijama u narednih 10 godina. Povećanje ulaganja u zdravstvo je neophodno, jer još uvek tekuća i kapitalna ulaganja države u zdravstvo u Srbiji iznose 6% BDP što je manje od proseka EU u kojoj ulaganja iznose 7,2% BDP, ali i od prosečnih ulaganja u zemljama CIE do 6,2% BDP. Prema visini ulaganja u zdravstvo u odnosu na BDP čak 19 zemalja EU je iznad Srbije, dok samo osam zemalja ima manje učešće od Srbije. Imajući dosadašnje iskustvo o ulaganjima u zdravstvo u Srbiji, ostaje sumnja da li su prioriteti odabrani na osnovu detaljne analize ili na osnovu kratkoročnih političkih interesa vlasti?

Ulaganje u obrazovanje u 2023. godini je iznosilo 3,4% BDP, po čemu se Srbija nalazi na evropskom dnu. U istoj godini u EU javni rashodi za obrazovanje u proseku su iznosili 4,7% BDP, dok su u zemljama CIE u proseku iznosili 5% BDP. Od zemalja iz CIE Rumunija je ulagala u obrazovanje kao i Srbija, dok sve ostale zemlje ulažu veći procenat BDP. Srbija je u 2025., kao odgovor na proteste značajno povećala plate u obrazovanju, ali se verovatno i sada nalazi među zemljama CIE koje ulažu u obrazovanje najmanji procenat BDP. Predviđeno je da investicije u obrazovanje iznose 220 miliona evra u narednih 10 godina, što je prosečno 22 miliona evra godišnje ili 0,04 od ukupnih javnih investicija u tom periodu. Planirane investicije u obrazovanje su izuzetno niske i nedovoljne za njegovu modernizuju, koja je neophodna za dostizanje visokog nivoa razvijenosti zemlje.

Predsednik republike je najavio u kom smeru bi trebalo da idu reforme obrazovanja u narednim godinama. Pri tome nema suštinskih mera za unapređenje kvaliteta obrazovanja u osnovnim i srednjim školama, kao što su bolja selekcija nastavnika, usavršavanje njihovih pedagoških veština, unapređenje opremljenosti škola, inovacija programa i dr. U slučaju srednjih škola priori-

tet je dualno obrazovanje, ali nije navedeno kako će se ovaj prioritet ostvariti s obzirom na skromne rezultate u poslednjih 10-tak godina.

Najvažnija reforma visokog obrazovanja prema najavama Predsednika je dovođenje stranih univerziteta u Srbiju, koji bi se delimično finansirali sredstvima države. Dovođenje osrednjih stranih univerziteta, čije bi ispostave u Srbiji imale niži kvalitet nastave nego matični univerziteti, a naučno istraživački rad bi u celini zadržali na matičnim univerzitetima, ne bi podigao kvalitet visokog obrazovanja u Srbiji, jer bi se ionako skromna sredstva države delila na veći broj univerziteta. Umesto toga kvalitet visokog obrazovanja bi trebalo da se unapredi kroz saradnju domaćih univerziteta sa vrhunskim stranim univerzitetima, slanjem najboljih studenata na doktorske studije u inostranstvo uz obavezu da se vrate u Srbiju po okončanju studija, uključivanjem vrhunskih profesora iz inostranstva u nastavu i istraživanja u Srbiji, povećanjem sredstava za naučna istraživanja u Srbiji i dr.

Prilično je iznenađujuće što je Predsednik kao uzor za visoko obrazovanje naveo Kazahstan, zemlju koja na svim nivoima obrazovanja zaostaje za Srbijom, a u kojoj je prvi univerzitet osnovan 30-tih godina 20-tog veka. Učenici iz Kazahstana imaju slabije rezultate na PISA testovima nego učenici iz Srbije, dok se ni jedan univerzitet iz Kazahstana ne nalazi među 1000 najboljih univerziteta na Šangajskoj listi - Beogradski univerzitet se nalazi između 400 i 500 mesta na ovoj listi. Kada je u pitanju visoko obrazovanje uzori bi mogli da nam budu razvijene zemlje slične veličine, kao što su Belgija, Austrija i Češka, zemlje koji imaju viševekovnu tradiciju visokog obrazovanja, a pri tome imaju univerzitete koji su kvalitetniji od srpskih.

Opređenjenje da se u narednih 10 godina značajna sredstva ulože u energetiku, saobraćajnu i komunalnu infrastrukturu je pozitivno, ali nisu planirane mere koje bi trebalo da poboljšaju selekciju projekta, efikasnost investicije i smanje korupciju pri njihovoj realizaciji. U strategiji se na planiraju mere za unapređenje upravljanja javnim preduzećima u navedenim delatnostima.

TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomski rezultati u 2025. bili su mešoviti, pri čemu je najveći broj indikatora zabeležio pogoršanje trenda u odnosu na prethodne godine. Privredna aktivnost ostvarila je relativno skroman rast od 2% koji je bio najniži još od 2015. godine (izuzimajući pandemijsku 2020. godinu). Na tržištu rada, prvi put posle duže vremena zabeležen je blagi pad zaposlenosti uz povećanje stope nezaposlenosti. Zarade su, međutim, nastavile da rastu relativno brzo, uz njihov nominalni rast na godišnjem nivou od 11,5% (realno 7,4%). Tekući deficit platnog bilansa umereno je pogoršan, sa 4,5% BDP-a iz 2024. na 4,9% BDP-a u 2025, ali se najvažnija promena u platnom bilansu ipak nije desila na tekućem računu već kod priliva stranih direktnih investicija. Neto priliv SDI u 2025. iznosio je 2,6% BDP-a, što je manje od polovine njihovog nivoa iz 2024. godine (5,6% BDP-a), a ujedno je i najniži priliv SDI još od 2012. godine (meren kao učešće u BDP-u). Prosečna inflacija usporila je na 3,8% (sa 4,6% u 2024. godini), ali je njena dinamika tokom godine bila neujednačena. Nakon relativno visokog rasta cena u periodu januar–avgust, inflacija je u završnici godine spuštена ispod 3% godišnje, najvećim delom usled privremenog administrativnog ograničenja trgovačkih marži.

Ekonomске politike u 2025. mogu se oceniti kao delimično uspešne: makroekonomska stabilnost je očuvana, ali su rezultati na drugim poljima bili skromni. Fiskalna politika ostala je pod čvrstom kontrolom iako je privredni rast u 2025. bio upola niži od onog s kojim je projektovan budžet. Štaviše, ostvareni deficit države od 2,4% BDP-a bio je niži od planiranog (3% BDP-a). Monetarna politika takođe je vođena oprezno, uz nepromenjenu referentnu kamatnu stopu od 5,75% tokom čitave godine. Naročitu odlučnost NBS je pokazala u stabilizaciji deviznog kursa, snažno reagujući na povremene depresijacijske pritiske. Iako je u dužem roku izražena realna apresijacija dinara ekonomski loša, jer negativno utiče na cenovnu konkurentnost domaće privrede i privredni rast – ovakva politika može se u kratkom roku opravdati u uslovima povišene neizvesnosti i rizika. Za odbranu kursa dinara NBS je tokom 2025. na međubankarskom deviznom tržištu neto prodala 580 mln evra, kao i dodatnih 810 mln evra u prva dva meseca 2026. godine. S druge strane, jasno su se ispoljile i neke sistemske slabosti ekonomskih politika, naročito u domenu strukturnih i sektorskih mera. Takvi propusti uticali su da početkom 2026. dode do velikog protesta poljoprivrednika, ali i do problema EPS-a u suočavanju s naplatom EU CBAM-a, kao i do relativno pasivne uloge države u rešavanju pitanja NIS-a. Pored toga, prisutna je i sklonost Vlade ka donošenju ekonomski diskutabilnih odluka s populističkim elementima, što se, između ostalog, ogleda u snažnom povećanju minimalne zarade (13,7% u januaru 2025, 9,4% u oktobru i dodatnih 10,1% u januaru 2026), i to u uslovima usporavanja privrednog rasta. Konačno, problem predstavlja i tendencija ka *ad hoc* strateškom planiranju van uređenog okvira, pa se razvojne politike definišu kroz pojedinačne inicijative i planove (poput programa „Srbija 2030“), umesto kroz sistemski utemeljene i transparentne procese i nadležne institucije (v. Uvodnik). U nastavku ovog Pregleda rezimiraćemo najvažnija makroekonomska kretanja i politike u 2025. koje ujedno predstavljaju i polaznu osnovu za ulazak u neizvesnu 2026. godinu.

Rast BDP-a u 2025. iznosio je 2%, što se ne može oceniti kao zadovoljavajući rezultat (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Naime, ostvareni rast ne samo da je upola slabiji od očekivanja s kojima se ušlo u 2025, već je bio niži i od proseka zemalja CIE (2,3%) – što nije bila uobičajena slika u prethodnim godinama, u kojima je Srbija uglavnom beležila brži rast od proseka CIE. Analitički je relativno lako izdvojiti tri osnovna razloga za usporavanje privrednog rasta Srbije. *Prvi* se odnosi na nepovoljnije međunarodne okolnosti, usled kojih je većina zemalja u regionu ostvarila nešto niži rast od očekivanog. *Drugi* su jednokratni činioci, poput suše koja je uticala na lošije rezultate poljoprivrede i proizvodnju električne energije iz hidroelektrana. *Treći* je društveno-politička nestabilnost koja je, po svemu sudeći, uticala na odlaganje ili odustajanje od investicija privatnog sektora, a početkom godine i na privremeno odlaganje potrošnje. Pored navedenih činilaca, vrlo je

verovatno da su negativan doprinos privrednom rastu dale i određene strukturne slabosti domaće privrede, koje je u ovom trenutku još uvek teško kvantifikovati – ali koje bi mogle predstavljati ograničenje rasta u narednim godinama. Na to, između ostalog, ukazuje usporavanje tri sektora koja su u prethodnom periodu bila glavni nosioci privrednog rasta – Rudarstva, Građevinarstva i Informisanja i komunikacija. Njihovi slabiji rezultati u 2025. verovatno su dobrim delom trajne prirode. Slična ocena može se dati i za kretanje stranih direktnih investicija, čiji je pad u 2025. delom posledica cikličnih kretanja, ali delom verovatno i dubljih strukturnih promena. Većina SDI u prethodnom periodu bila je usmerena u radno-intenzivne delatnosti niže dodate vrednosti, privučene relativno niskim troškovima rada i visokim državnim subvencijama. Međutim, kako se tržište rada u međuvremenu znatno zateglo – uz pad nezaposlenosti, višegodišnji rast zarada brži od rasta produktivnosti i realno jačanje dinara – Srbija je postala manje atraktivna za ovu vrstu ulaganja, što se već ogleda i u povlačenju pojedinih investitora.

Posmatrano unapred, izgledi privrednog rasta za 2026. praćeni su izraženom neizvesnošću, koja potiče iz nepovoljnih međunarodnih i unutrašnjih okolnosti. Pre svega, eskalacija sukoba na Bliskom istoku već se odražava na snažan rast cena nafte i drugih energenata, a u nepovoljnom scenariju dugotrajnijeg konflikta mogla bi da dovede i do znatnijeg usporavanja globalne privrede, možda i recesije. Pored toga, dodatne rizike za privredni rast Srbije predstavljaju i drugi činioci: početak primene EU mehanizma CBAM (*Carbon Border Adjustment Mechanism*), koji već ima negativne implikacije na poslovanje EPS-a; neizvesnosti u vezi rešavanja vlasničke strukture NIS-a; moguća dodatna trgovinska ograničenja (npr. kvote za izvoz čelika u EU); neizvestan napredak Srbije u procesu evropskih integracija i drugo. Na sve to trebalo bi dodati i rizik od novog produbljivanja domaće društveno-političke nestabilnosti, koja u suštini još uvek nije razrešena. U tako nepredvidivom okruženju, kvantifikacija budućih privrednih kretanja ne može da bude pouzdana. Zbog toga zasad zadržavamo prethodnu procenu rasta BDP-a Srbije u 2026. od oko 3%, ali je posmatramo kao uslovnu i indikativnu, uz realnu mogućnost njenog naknadnog revidiranja, najverovatnije naniže.

Velike neizvesnosti vezuju se i za buduće kretanje inflacije (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Kao što smo pomenuli, inflacija je od septembra 2025. relativno naglo usporila pod uticajem administrativnih mera, spuštajući se u januaru i februaru 2026. na oko 2,5% međugodišnje – što je njen najniži nivo još od marta 2021. godine. Međutim, detaljnija analiza pokazuje da su inflatorni pritisci potisnuti, ali ne i otklonjeni. Naime, dok je inflacija u segmentu hrane administrativno privremeno obuzdana, bazna inflacija (iz koje su isključene cene hrane, energije, alkohola i cigareta) ponovo ispoljava tendenciju ubrzanja, porastavši sa 3,8% u oktobru na 4,2% u februaru 2026. godine. Glavni izvor njene otpornosti su cene u sektoru usluga, koje su u februaru imale međugodišnji rast od 5,7%. Ovakva kretanja ukazuju na to da će martovsko ukidanje Vladine uredbe o ograničenju trgovačkih marži najverovatnije dovesti do efekta „potisnute inflacije“, odnosno ubrzanja rasta cena. Što je još opasnije, na to se sad nadovezuje i snažan egzogeni šok – izbijanje rata u Iranu i blokada Ormuskog moreuza koji su doveli do gotovo momentalnog rasta svetske cene nafte za 50-60%. Država je na ovaj šok reagovala privremenim smanjenjem akciza na naftne derivate za čak oko 60%, čime se nastoji ublažiti njegov neposredni uticaj na domaće cene. U takvim okolnostima, očekujemo da se inflacija u prvoj polovini 2026. kreće blizu gornje granice ciljnog koridora NBS ($3 \pm 1,5$ p.p.), dok će njeno kretanje u drugoj polovini godine presudno zavisiti od trajanja i intenziteta poremećaja na globalnom energetsom tržištu, što u ovom trenutku nije moguće pouzdano sagledati.

Tržište rada u 2025. obeležili su blaga pogoršanja u kretanju zaposlenosti i nezaposlenosti, uz još uvek dosta visok rast zarada u nominalnom i u realnom iznosu (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Ukupan broj zaposlenih imao je po anketnim podacima (ARS) pad u 2025. od 1%, dok je stopa nezaposlenosti porasla sa 8,6% iz 2024. na 8,7% u 2025. godini. Iza smanjenja zaposlenosti stajala je gotovo u potpunosti manje kvalitetna neformalna zaposlenost, koja je umanjena za 5,8%, dok je pad formalne zaposlenosti bio minimalan (0,3%). Ovi pokazatelji konzistentni su i s podacima o registrovanoj zaposlenosti koju RZS obračunava na osnovu administrativnih izvora, a koji takođe pokazuje minimalan pad registrovane zaposlenosti u 2025. od 0,2%. Prosečna zarada nastavila je sa snažnim rastom tokom 2025. i on je iznosio 11,5% (realno 7,4%). Usled

takvog rasta, prosečna zarada u Srbiji iznosila je u 2025. godini 109,5 hiljada dinara (oko 930 evra), s tim što je u decembru dostigla oko 124 hiljade dinara (oko 1055 evra). Kretanja na tržištu rada u 2025. sugerišu da je verovatno završen period solidnog rasta zaposlenosti i izraženog smanjenja stope nezaposlenosti koji je obeležio prethodne godine. Naime, visok rast zarada, koji je u poslednjim godinama bio brži od rasta produktivnosti, uz dodatno snažno administrativno povećanje minimalne zarade – počinju da deluje kao ograničavajući faktor za novo zapošljavanje. Ovaj efekat naročito je izražen u segmentu slabije kvalifikovane radne snage, gde poslodavci imaju manji prostor da apsorbuju rast troškova rada – što može dovesti do smanjenja tražnje za njihovim radom. Zbog toga je moguće da će stopa nezaposlenosti u Srbiji u narednom periodu imati tendenciju stabilizacije na sadašnjem nivou od oko 8,5% koji je i dalje znatno viši nego u uporedivim zemljama CIE (gde je u 2025. iznosila 4,2%).

Tekući deficit platnog bilansa u 2025. dostigao je 4,3 mlrd evra, odnosno 4,9% BDP-a (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). To predstavlja umereno povećanje u odnosu na 2024. kad je iznosio 3,8 mlrd evra (4,5% BDP-a). Međutim, već smo pomenuli da je do najveće i analitički verovatno najvažnije platnobilansne promene u 2025. zapravo došlo u prilivu kapitala u zemlju, budući da je neto priliv SDI smanjen sa 5,6% BDP-a iz 2024. na 2,6% BDP-a u 2025. godini. Tako je prvi put još od 2014. priliv SDI bio manji od tekućeg deficita. Još jedan zanimljiv indikator povezan sa SDI je rastući odliv dividendi od ovih ulaganja. Posle završetka ciklusa investiranja uobičajeno je da strani investitori počinju da izvlače svoje profite iz zemlje domaćina, što se sad i u Srbiji uveliko dešava. Odlivi deviza iz zemlje po osnovu poslovanja SDI u 2025. iznosili su 4,6 mlrd evra, tj. bili su znatno veći od priliva novih direktnih investicija iz inostranstva. Kratkoročne projekcije platnog bilansa u 2026. izuzetno su neizvesne i u velikoj meri će zavisiti od međunarodnih činilaca – pre svega ishoda sukoba na Bliskom istoku i s njim povezanom cenom energenata. Dodatnu neizvesnost unosi i početak primene EU mehanizma CBAM, čiji će efekat na izvoz Srbije u EU tek postati vidljiv. Ipak, važno je istaći da Srbija raspolaže jakim mehanizmima za amortizaciju kratkoročnih spoljnoekonomskih šokova, pre svega velikim deviznim rezervama NBS. Posmatrano u dužem horizontu, tekući deficit od oko 5% BDP-a prilično je visok, a njegovo održivo finansiranje postaje sve neizvesnije. Naime, gotovo je izvesno da visok priliv SDI, koji je u periodu 2018–2024. u proseku iznosio 6,4% BDP-a godišnje, neće moći da se ostvaruje u budućnosti. Stoga, iako u kratkom roku platnobilansni rizici nisu pretnja po makroekonomsku stabilnost, u dužem roku ove strukturne neravnoteže mogu predstavljati značajno ograničenje za privredni rast Srbije.

Monetarnu politiku u 2025. karakterisala je opreznost i konzervativnost, što se može oceniti kao opravdan pristup (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). NBS je zadržala referentnu kamatnu stopu na nivou od 5,75% tokom čitave 2025. i početkom 2026, uprkos relativno brzom smirivanju ukupne inflacije od septembra. Međutim, imajući u vidu privremenost administrativne kontrole cena, ubrzanje bazne inflacije i rastuće neizvesnosti u međunarodnom okruženju, ovakva politika ekonomski je ispravna. Važna karakteristika monetarnih kretanja u 2025. bila je i brz rast kreditne aktivnosti. Neto plasmani privredi i stanovništvu, uključujući i prekogranične kredite, u 2025. gotovo su udvostručeni u odnosu na 2024. godinu – pri čemu se po brzom rastu naročito isticao segment stanovništva. Učešće loših kredita u ukupnim plasmanima banaka palo je na kraju godine na svoj novi istorijski minimum od svega 2,61%, delom zbog njihovog smanjivanja u apsolutnom iznosu, a delom zbog snažnog povećanja ukupnih plasmana. Posmatrano unapred, prostor za relaksaciju monetarne politike trenutno je ograničen zbog domaćih inflatornih pritisaka (rastuća bazna inflacija i pritisci iz sektora usluga) i rasta globalnih cena energenata usled geopolitičkih tenzija. U takvim okolnostima, verovatno je da će NBS zadržati restriktivnu monetarnu politiku tokom većeg dela 2026, dok bi eventualno ublažavanje moglo uslediti tek po stabilizaciji inflatornih i spolnobilansnih kretanja.

Fiskalna politika u 2025. može se okarakterisati kao načelno stabilna (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Ostvareni fiskalni deficit od nešto ispod 2,2 mlrd evra (2,4% BDP-a) bio je relativno nizak i manji od planiranog (3% BDP-a). Javni dug opšte države porastao je tokom 2025. za oko 500 mln evra – sa 39,1 mlrd evra na 39,6 mlrd evra – što ukazuje da je fiskalni deficit u 2025. najvećim delom finansiran iz depozita države koji su u prethodnim godinama

1. Pregled

neobičajeno mnogo povećani. Meren kao učešće u BDP-u javni dug je umanjen sa 46,9% BDP-a na kraju 2024, na 44,8% BDP-a na kraju 2025. godine. Iako ovi rezultati pokazuju da su javne finansije u 2025. ostale stabilne i da je fiskalna politika doprinela makroekonomskoj stabilnosti, u *QM*-u već duže vreme ističemo da izostaju važne strukturne promene koje bi unapredile kvalitet i efikasnost javne potrošnje i poreske politike. Zbog toga je ukupan doprinos fiskalne politike privrednom rastu i društvenom razvoju sistemski manji od njenog potencijala. U 2026. budžet Srbije biće suočen sa značajnim izazovima, ali ocenjujemo da je dovoljno stabilan da se s njima izbori. Najnovija važna promena politike odnosi se na umanj enje akciza na naftne derivate za oko 60% kao odgovor na snažan rast svetskih cena nafte. Ukoliko bi se ova mera zadržala do kraja godine, njen fiskalni trošak mogao bi da iznosi oko 1% BDP-a. Međutim, verovatnije je da će ona imati kraći rok. Istovremeno, Vlada je uputila instrukciju budžetskim korisnicima za racionalizaciju rashoda kako bi se deo fiskalnog troška kompenzovao – što predstavlja pristup koji je već primenjivan i tokom 2025. godine. Uzimajući sve u obzir, zasad procenjujemo da će fiskalni deficit u 2026. ostati u okviru planiranih 3% BDP-a, iako će njegovo ostvarenje u većoj meri nego ranije zavisi ti od spoljnog okruženja i sposobnosti države da pravovremeno prilagođava rashode novonastalim okolnostima.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2021–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	2023				2024				2025			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privredna aktivnost																	
BDP (u mlrd. dinara)	6.576,0	7.458,8	8.817,8	9.748,3	10.392,7	2.020,4	2.185,2	2.212,5	2.399,6	2.232,4	2.429,7	2.447,2	2.639,0	2.383,9	2.584,1	2.611,3	2.813,4
BDP	7,9	2,6	3,8	3,9	2,0	2,3	3,0	4,8	5,1	4,4	4,4	3,5	3,5	1,8	2,0	2,0	2,2
Nepoljoprivredna BDV	8,7	3,2	4,7	4,5	1,9	2,9	4,0	5,8	5,9	5,2	5,1	4,0	3,9	1,8	1,8	1,9	2,0
Industrijska proizvodnja	6,6	1,9	2,6	3,2	0,9	3,4	0,7	4,1	2,7	3,7	1,8	3,6	4,0	2,2	2,8	2,8	-3,9
Prerađivačka industrija	6,2	1,4	1,0	4,7	1,1	-0,3	-1,1	2,5	2,8	4,1	3,1	6,7	5,6	3,7	3,7	1,6	-4,3
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ⁽¹⁾	65.844	73.451	86.007	98.143	109.462	83.208	85.190	84.985	90.597	95.625	97.529	96.866	102.530	106.337	108.016	107.937	115.574
Registrovana zaposlenost (CROSO) (u hiljadama)	2.274	2.299	2.361	2.369	2.364	2.350	2.364	2.361	2.368	2.365	2.367	2.366	2.378	2.365	2.370	2.366	2.356
Fiskalni podaci																	
Javni prihodi	15,5	1,4	-0,2	8,4	4,0	-2,7	-2,4	-3,4	6,7	7,7	9,5	10,2	6,5	0,3	3,4	2,3	9,0
Javni rashodi	5,8	-0,8	-2,0	8,0	5,0	-10,0	-3,0	7,8	-2,0	6,5	12,8	7,0	6,6	1,3	8,0	6,0	4,7
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁽²⁾	-259,4	221,2	-181,1	-191,9	252,8	-24,9	69,9	-29,3	-196,9	-18,0	-51,2	-4,1	-220,9	-28,6	7,4	-41,0	190,5
Platni bilans																	
Uvoz robe ⁽³⁾	-27.038	-36.292	-34.560	-36.628	-38.944	-8.852	-8.629	-8.009	-9.070	-8.518	-9.149	-9.211	-9.751	-9.582	-9.868	-9.397	-10.097
Izvoz robe ⁽³⁾	21.018	26.928	27.932	29.859	32.457	7.088	7.101	6.759	6.983	7.076	7.548	7.453	7.781	7.988	8.269	7.959	8.242
Bilans tekućeg računa ⁽⁴⁾	-2.266	-4.162	-1.804	-3.788	-4.302	-1.58	-407	-202	-1.037	-413	-670	-1.530	-1.174	-651	-1.354	-808	-1.489
u % BDP ⁽⁵⁾	-4,2	-6,6	-2,4	-4,5	-4,9	-0,9	-2,2	-1,1	-5,0	-2,2	-3,2	-7,3	-5,2	-3,2	-6,1	-3,6	-6,2
Bilans finansijskog računa ⁽⁴⁾																	
(+/-) znači priliv kapitala, +/- rast obaveza	2.122	4.325	1.559	3.196	4.648	96	334	87	1.042	265	430	1.482	1.018	783	1.384	816	1.665
Strane direktne investicije ⁽⁶⁾	3.657	4.328	4.262	4.602	2.278	781	1.235	982	1.264	1.273	1.088	1.068	1.174	318	502	797	661
(+/-) znači priliv kapitala, +/- rast obaveza																	
NBS bruto devizne rezerve	2.619	2.919	5.104	2.834	-1.548	1.863	1.267	1.414	560	-320	2.296	549	309	-1.135	-565	879	-728
(+/-) znači povećanje																	
Monetarni podaci																	
NBS neto sopstvene rezerve ⁽⁸⁾	1.331.164	1.519.385	2.112.077	2.413.061	2.605.366	1.647.986	1.798.929	2.014.802	2.112.077	2.150.031	2.249.052	2.351.966	2.413.061	2.424.504	2.337.389	2.537.239	2.605.366
NBS neto sopstvene rezerve ⁽⁸⁾ , u miljeva	11.321	12.952	18.025	20.629	22.221	14.048	15.340	17.191	18.025	18.346	19.211	20.094	20.629	20.692	19.942	21.653	22.221
Krediti nedržavnom sektoru	3.027.481	3.242.781	3.277.448	3.563.691	4.110.301	3.223.115	3.237.867	3.261.136	3.277.448	3.264.755	3.395.360	3.480.200	3.563.691	3.593.945	3.763.048	3.921.554	4.110.301
Devizna srednja stanovništva	1.448.165	1.505.254	1.570.372	1.678.861	1.801.177	1.512.241	1.516.148	1.537.632	1.570.372	1.611.126	1.638.037	1.652.795	1.678.861	1.716.323	1.742.901	1.766.571	1.801.177
M2 (12-m realni rast, u %)	5,1	-7,1	4,6	8,7	3,8	-3,7	-1,5	1,2	4,6	5,8	9,6	7,4	8,7	6,1	4,6	7,5	3,8
Krediti nedržavnom sektoru	7,0	-6,9	-6,2	4,2	12,4	-10,8	-11,5	-9,4	-6,2	-3,6	0,9	2,3	4,2	5,5	6,0	9,6	12,4
(12-m realni rast, u %)																	
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	49,9		39,4	38,9	39,6	42,8	41,6	40,5	39,4	38,3	38,9	39,0	38,9	36,3	37,4	38,4	39,6
Cene i kurs																	
Indeks potrošačkih cena ⁽⁷⁾	4,7	11,6	12,1	4,7	3,9	16,0	14,6	11,4	8,0	5,7	4,4	4,3	4,4	4,5	4,1	4,2	2,8
Realni kurs dinar/evro (prosek 2006=100) ⁽⁹⁾	115,0	111,3	104,2	101,8	100,1	105,5	104,5	103,9	102,3	102,4	101,7	100,8	100,1	100,3	99,8	100,3	100,3
Nominalni kurs dinar/evro ⁽⁹⁾	117,6	117,5	117,5	117,1	117,2	117,3	117,3	117,2	117,2	117,2	117,1	117,0	117,0	117,1	117,2	117,2	117,3

Izvor: FREN.

- 1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.
- 2) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama. * U 2015. godini promenjena je metodologija registrovane zaposlenosti, podatak u Q4 2015. je godišnji prosek za 2015.
- Pod pojmom zaposleni podrazumevaju se lica koja imaju formalno pravni ugovor o zaposlenju, odnosno zasnovani radni odnos sa poslodavcem na određeno ili neodređeno vreme i lica koja rade van radnog odnosa na osnovu ugovora o delu ili na osnovu ugovora o obavljanju privremenih i povremenih poslova; lica koja obavljaju samostalne delatnosti ili su osnivači privrednih društava ili preduzetničkih radnji; kao i lica koja obavljaju poljoprivredne delatnosti a nalaze se u evidenciji Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja.
- 3) Pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).
- 4) Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju spolnotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagođenosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u *QM* 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Prema novoj metodologiji NBS iz Q2 2014 (u skladu sa BPM6) izuzimaju se sve transakcije vezane za izvoz i uvoz robe na doradu. Usluge dorade će se po novoj metodologiji beležiti u okviru računa usluga. Detaljnije objašnjenje je dato u *QM* 37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2007. godine.
- 5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008 i u Q2 2014. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije 2008. dovela je do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u *QM* 12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina. Promena metodologije 2014 (u skladu sa šestim izdanjem IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual - BPM6) dovela je do većeg deficita tekućeg računa, i do većeg finansijskog računa usled višeg iznosa SDI. Detaljnije objašnjenje je dato u *QM* 37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.
- 6) NBS neto sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbira deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politika.
- 7) Podaci za 2004, 2005. i 2006. godinu bazirani su na Indeksu maloprodajnih cena. RZS je prešao na obračun inflacije Indksom potrošačkih cena od 2007. godine.
- 8) Računica zasnovana na 12-m prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.

2. Privredna aktivnost

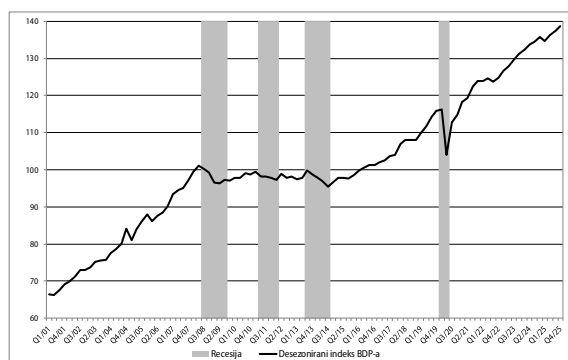
Rezultati privredne aktivnosti u Q4 bili su nešto bolji od očekivanja, ali to nije promenilo načelno nepovoljne utiske o privrednim kretanjima Srbije u 2025. godini. Međugodišnji rast BDP-a u Q4 iznosio je 2,2%, dok je desezonirani rast u odnosu na prethodni kvartal ubrzao na 1% (anualizovano 4,1%). Ovi rezultati ostvareni su i pored toga što je došlo do snažnog smanjenja, a zatim i potpunog prekida proizvodnje u Rafineriji Pančevo – zbog čega je industrijska proizvodnja u Q4 imala relativno dubok pad od skoro 4%. Međutim, građevinarstvo je u Q4 ostvarilo visok međugodišnji rast od 10,6%, nakon dubokog pada od oko 11% u prva tri kvartala 2025 – što je kompenzovalo negativan uticaj industrijske proizvodnje. Posmatrano na nivou čitave 2025, Srbija je ostvarila rast BDP-a od 2%, koji je bio nešto niži od proseka zemalja CIE (2,3%), što nije bila uobičajena slika u prethodnim godinama. Glavni razlog za usporavanje privrednog rasta Srbije u 2025. bile su brojne domaće i međunarodne nestabilnosti, ali su negativan doprinos verovatno imale i neke strukturne slabosti domaće privrede koje je analitički još uvek teško preciznije izolovati. Gledajući unapred, 2026. će biti još jedna godina povećane neizvesnosti. Rat na Bliskom Istoku već se odražava na snažan rast cena energenata i, ukoliko se brzo ne okonča, mogao bi da ima znatan negativan uticaj na globalna privredna i investiciona kretanja. Istovremeno, i domaće ekonomske i društveno-političke okolnosti nose povećane rizike – uključujući još uvek nezavršenu vlasničku transformaciju NIS-a, produženu političku nestabilnost i neizvestan napredak Srbije u procesu EU integracija. U takvom okruženju zasad zadržavamo prognozu rasta BDP-a Srbije u 2026. od oko 3%, što je u skladu s projekcijama relevantnih domaćih i međunarodnih institucija. Ipak, imajući u vidu visok nivo neizvesnosti, ovu prognozu trebalo bi posmatrati kao uslovnu i indikativnu, uz realnu mogućnost njenog naknadnog revidiranja, najverovatnije naniže.

Međugodišnji rast BDP-a u Q4 iznosio je 2,2%, što je nešto iznad ostvarenih rezultata u prethodnim kvartalima

Po najnovijim procenama RZS-a, međugodišnji rast BDP-a Srbije u Q4 iznosio je 2,2%, što je nešto iznad ostvarenog rasta u prva tri kvartala 2025. godine (koji je bio 2%). Iako rezultati ostvareni u Q4 ne odstupaju preterano od prethodnog dela godine, ostvareno blago ubrzanje međugodišnjeg rasta ipak nije bilo očekivano. Naime, Q4 je obeležilo usporavanje, pa zatim i potpuni prekid proizvodnje u Rafineriji Pančevo zbog čega smo u prethodnom izdanju QM-a najavili umereno usporavanje rasta BDP-a u ovom kvartalu – koje se ipak nije desilo. Uprkos neočekivanom ubrzanju na kraju godine, ukupni rast BDP-a Srbije u čitavoj 2025. iznosio je 2%, odnosno tačno koliko smo prognozirali u prethodnom izdanju QM-a. To ukazuje da su pozitivna iznenađenja iz Q4 bila relativno ograničena i nedovoljna da bitnije promene ukupnu sliku privrednih kretanja u 2025. godini.

Desezonirani BDP imao je u Q4 solidan rast od 1% u odnosu na prethodni kvartal

Grafikon T2-1. Srbija: indeks realnog desezoniranog BDP-a, 2001-2025. godina (2008=100)



Izvor: QM na osnovu podataka RZS

Napomena: osenčeni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu Bry-Boschan procedure

Kratkoročni trendovi privredne aktivnosti mogu se ocenjivati i na osnovu desezoniranih indeksa BDP-a koje smo prikazali u Grafikonu T2-1. Desezonirani BDP potvrđuje da je u Q4 došlo do određenog ubrzanja privredne aktivnosti u odnosu na prethodne kvartale – budući da je ostvaren rast u odnosu na Q3 od 1% (dok je u Q3 rast desezoniranog BDP-a u odnosu na Q2 bio 0,6%). Posmatrano izolovano, ovaj rezultat mogao bi da ukaže na relativno snažan tempo rasta privrede Srbije, budući da anualizovani rast desezoniranog BDP-a u Q4 iznosi 4,1%. Međutim, u tumačenju ovih podataka potreban je nešto veći oprez. U manjim ekonomijama poput Srbije desezonirani kvartalni indeksi BDP-a prilično su

volatilni, a kretanja u pojedinačnim kvartalima često su pod snažnim uticajem privremenih činilaca koji se brzo iscrpljuju i ne utiču na trajniji trend privredne aktivnosti. U konkretnom slučaju Q4, na kretanje desezoniranog BDP-a uticale su neke jednokratne promene – snažan pad industrijske proizvodnje uz istovremeno naglo ubrzanje aktivnosti u građevinarstvu.¹ Zbog toga je za ocenu kratkoročnog trenda privredne aktivnosti prikladnije posmatrati kretanja u periodu od nekoliko uzastopnih kvartala i analitički odstraniti (koliko je moguće) privremene činioce. Kad se to uzme u obzir, procenjujemo da se tekući tempo rasta privrede Srbije trenutno kreće oko 3% na godišnjem nivou (što je nepromenjena ocena trenda privrednog rasta koju smo dali i u prethodnom izdanju QM-a).

U Q4 su najveće promene u stopama rasta zabeležili sektori građevinarstva i industrije

U Tabeli T2-2 prikazali smo podatke o međugodišnjem rastu BDP-a Srbije po *proizvodnom* principu, tj. po pojedinačnim sektorima privrede. Ubedljivo najveći rast u Q4 od 10,6% imalo je Građevinarstvo. Interesantno je primetiti da je pre Q4 Građevinarstvo bilo sektor koji je imao ubedljivo najdublji pad tokom 2025. godine. Na ovako neuobičajenu dinamiku građevinarstva tokom 2025. presudno je uticala država, koja je za infrastrukturne radove tokom prva tri kvartala izdvajala oko 16% (nominalno) manje nego u istom periodu 2024. godine. Međutim, u Q4 (naročito u decembru) dolazi do naglog preokreta – u tom kvartalu je za infrastrukturne radove potrošeno čak 1,5 mlrd evra iz republičkog budžeta, što je 16% više nego u Q4 2024. godine. Sa suprotne strane, do najveće negativne promene u Q4 došlo je u Industriji koja je nakon rasta BDV-a u prva tri kvartala 2025. od 2,7%, zabeležila pad od 3,4% (Tabela T2-2). Glavni razlog za ovaj pad je stupanje na snagu sankcija koje administracija SAD uvela NIS-u početkom oktobra 2025. godine. Ove sankcije su u prvo vreme dovele do snažnog smanjenja, a od 2. decembra (kada su potrošene rezerve sirove nafte koje je kompanija imala) i do potpune obustave proizvodnje u Rafineriji nafte Pančevo.

Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2020–2025. godine¹⁾

	Međugodišnji indeksi													
							2024				2025			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Ukupno	99,0	107,9	102,7	103,7	103,9	102,0	104,4	104,4	103,5	103,5	101,8	102,0	102,0	102,2
Porezi minus subvencije	96,8	108,2	103,2	98,5	104,4	103,5	103,3	104,0	105,5	104,7	102,7	103,7	103,4	104,0
Bruto dodata vrednost	99,5	107,9	102,6	104,7	103,9	101,8	104,6	104,5	103,2	103,3	101,7	101,7	101,8	101,9
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	99,3	108,7	103,3	104,5	104,5	101,9	105,2	105,1	104,0	103,9	101,8	101,8	101,9	102,0
Poljoprivreda	102,1	97,6	92,6	107,4	93,0	99,9	93,3	93,0	92,3	93,5	99,7	100,4	99,8	99,7
Industrija	98,5	106,3	104,2	101,9	104,1	101,1	104,1	102,9	104,8	104,7	102,1	102,9	103,0	96,6
Građevinarstvo	95,3	118,6	90,5	110,5	104,0	94,5	110,0	106,6	104,7	97,2	94,7	84,2	87,8	110,6
Trgovina, saobraćaj i turizam	96,1	114,6	100,0	105,6	105,5	100,5	106,1	107,5	103,6	105,2	98,9	101,1	101,3	100,6
Informisanje i komunikacije	110,1	109,5	114,1	113,8	106,8	105,6	106,1	105,9	106,6	108,5	107,0	105,2	106,0	104,3
Finansijske delatnosti i osiguranje	104,8	109,5	100,7	101,5	105,6	102,6	104,6	104,5	106,0	107,3	103,3	103,2	101,8	102,0
Ostalo	99,8	105,1	104,6	102,9	103,2	103,1	103,1	103,6	103,6	102,5	101,9	103,0	103,4	103,8

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV-u

Ostali proizvodni sektori zabeležili su u Q4 uobičajene rezultate, uz приметно usporavanje rasta sektora Informisanja i komunikacija

Od ostalih proizvodnih sektora privrede analitički je vredno izdvojiti trend u sektoru Informisanje i komunikacije (što se odnosi uglavnom na IT industriju i telekomunikacije). Ovaj sektor u prethodnih deset godina sistematski je beležio višestruko brže stope rata od ostatka privrede, što je u osnovi bio slučaj i u Q4, u kom je ostvareni rast bio 4,3% (Tabela T2-2). Međutim, još u 2023. započeo je trend postepenog usporavanja rasta ovog sektora koji se nastavio i tokom 2025. godine. Zbog svoje dugotrajnosti, ovaj trend je verovatno strukturne prirode, pa je moguće da se u narednom periodu više neće ponavljati izuzetno visoke stope rasta ovog sektora. Ilustrativno je i to da je ostvareni međugodišnji rast IKT-a u Q4 od 4,3% najniži rast ovog sektora koji se desio u nekom kvartalu još od 2015. godine. Preostali sektori imali su u Q4 slične stope rasta kao u prethodnom delu godine: Poljoprivreda je u Q4 kao i tokom čitave 2025. imala relativno loše rezultate usled suše (preciznije, ti rezultati bili su slični proizvodnji iz 2024. koju je takođe obeležila loša poljoprivredna sezona); Trgovina, saobraćaj i turizam imali su nizak ali pozitivan rast; dok su Finansijske delatnosti ostvarile umeren rast koji je bio malo brži od rasta ukupnog BDP-a (Tabela T2-2).

1 U naredna dva kvartala takođe se mogu očekivati snažni jednokratni činioци koji će delovati na desezonirani rast kvartalnog BDP-a. Npr. na obračun desezoniranog BDP-a u Q1 2026. uticaće poljoprivreda, za koju se nakon slabijih rezultata u 2025. očekuje relativno visok rast u 2026. godini. Pored toga, očekivana stabilizacija proizvodnje u naftnom sektoru nakon privremenog prekida rada rafinerije u Pančevu mogla bi takođe da dovede do privremenih promena kratkoročnog trenda desezoniranog BDP-a.

Posmatrano po upotrebi BDP-a, pokretač rasta u Q4 bila je povećana domaća tražnja (investicije, državna i privatna potrošnja)

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-3. Iz nje se vidi da su najveći međugodišnji rast imale investicije, za šta je zaslužna pomenuta promena trenda građevinske aktivnosti. Važno je istaći i to da ukupne investicije u prva tri kvartala 2025. nisu imale toliko dubok pad tokom godine kao što je imalo građevinarstvo, kao što ni u Q4 nisu imale toliko visok rast – što ukazuje da je trend ostalih investicija van građevinskih radova (npr. ulaganja u opremu) bio umereno pozitivan i daleko manje volatilan. Primetno brži rast od BDP-a u Q4 imale su i državna i privatna potrošnja. Državna potrošnja je u Q4 ubrzala rast na 4,2% usled povećanog izvršenja rashoda za kupovinu robe i usluga, što je (uz nešto nižu inflaciju) podstaklo ubrzanje realnog rasta državne potrošnje. Privatna potrošnja takođe je imala solidan rast u Q4 (3,7%), što pre svega povezujemo s relativno visokim realnim rastom zarada. Snažniji rast domaće tražnje, uz istovremeno i dalje usporenu privrednu aktivnost u zemljama koje su najvažniji trgovinski partneri Srbije, doveo je do negativnog doprinosa neto izvoza rastu BDP-a. Izvoz je u Q4 ostvario međugodišnji rast od 5,3%, dok je uvoz rastao brže – 7,6%. Ovakav odnos između izvoza i uvoza prisutan je već duže vreme, tj. brži rast uvoza od izvoza traje praktično već dve godine (Tabela T2-3).

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2020-2025. godine

	Međugodišnji indeksi													
							2024				2025			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
BDP	99,0	107,9	102,7	103,7	103,9	102,0	104,4	104,4	103,5	103,5	101,8	102,0	102,0	102,2
Privatna potrošnja	97,9	107,7	103,5	100,5	105,2	103,1	105,6	105,6	104,9	104,7	101,9	103,2	103,5	103,7
Državna potrošnja	103,2	104,2	101,3	97,6	104,0	103,1	104,9	106,3	104,2	101,0	100,5	103,8	103,8	104,2
Investicije	98,6	114,7	102,2	109,7	107,7	100,8	107,1	110,1	111,3	103,1	99,3	96,1	97,8	108,9
Izvoz	95,4	120,4	117,0	102,7	105,2	105,6	101,7	105,6	106,3	107,0	108,2	105,0	104,2	105,3
Uvoz	96,0	117,7	116,1	98,6	108,0	108,0	102,9	108,1	114,3	106,7	110,9	109,2	104,8	107,6

Izvor: RZS

EU i CIE u Q4 nastavljaju s usporenim trendom privrednog rasta, uz nešto pozitivnije rezultate Nemačke

U Tabeli T2-4 prikazane su, uz Srbiju, i stope međugodišnjeg rasta BDP-a u EU i u zemljama CIE.² Posmatrano na nivou EU, u Q4 je ostvaren međugodišnji rast BDP-a od 1,6%, što je rezultat sličan onom iz prethodnog dela godine. Iako se rezultati na nivou EU u Q4 ne razlikuju značajnije u odnosu na prethodne kvartale, važno je istaći da je došlo do određenih pozitivnih pomaka u najvećoj evropskoj ekonomiji – Nemačkoj. Međugodišnji rast BDP-a Nemačke u Q4 iznosio je 0,6%, što predstavlja poboljšanje u odnosu na prva tri kvartala kad je iznosio svega 0,1%, dok je desezonirani rast nemačke privrede u Q4 bio 0,3% (anualizovano 1,2%). Zemlje CIE, koje su najuporedivije sa Srbijom, ostvarile su u Q4 prosečan rast BDP-a od 2,1%, koji je bio gotovo identičan kao u Srbiji. Međugodišnji rast BDP-a u zemljama CIE bio je u Q4 niži nego u prethodnom delu godine, pa ćemo u narednim kvartalima s pažnjom pratiti da li je reč o privremenoj oscilaciji ili o početku trajnijeg usporavanja privrednog rasta u ovim zemljama (koji je pre Q4 zapravo pokazivao znake ubrzanja iz kvartala u kvartal).

Tabela T2-4. Srbija i zemlje CIE: rast BDP-a u periodu 2020-2025. godine

	Međugodišnji indeksi													
							2024				2025			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Srbija	-1,0	7,9	2,7	3,7	3,9	2,0	4,4	4,4	3,5	3,5	1,8	2,0	2,0	2,2
EU27	-5,6	6,4	3,5	0,4	1,1	1,5	0,4	1,0	1,4	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	-3,3	6,6	4,2	0,9	2,1	2,3	1,6	2,6	1,5	2,7	2,2	2,4	2,5	2,1
Albanija	-3,3	9,0	4,8	4,0	4,0	3,7	3,7	3,7	4,4	4,4	3,8	3,6	3,7	:
Bosna i Hercegovina	-3,0	7,4	4,2	2,0	3,2	2,0	3,1	3,4	3,6	2,8	1,9	2,0	2,1	:
Bugarska	-3,1	7,8	4,1	1,7	3,4	3,1	1,5	3,5	3,5	4,6	2,8	3,5	3,0	3,1
Crna Gora	-15,0	13,0	7,7	6,5	3,2	3,2	3,6	1,9	3,2	4,0	1,2	4,0	4,3	:
Češka	-5,3	4,0	2,8	0,0	1,3	2,5	0,0	0,8	2,2	2,0	2,4	2,3	3,0	2,3
Estonija	-2,9	8,3	-1,2	-2,7	-0,1	0,6	-0,3	0,8	-0,3	-0,5	-1,1	1,5	1,1	0,7
Hrvatska	-8,3	12,6	7,3	3,8	3,8	3,2	3,7	3,8	4,0	3,8	3,3	3,6	2,3	3,6
Letonija	-3,5	6,9	1,9	-0,9	0,0	2,1	-2,0	-0,1	0,9	0,9	2,3	0,8	2,6	2,9
Litvanija	0,0	6,4	2,5	0,7	3,0	2,9	3,2	1,9	2,6	4,3	3,3	3,2	1,9	3,1
Mađarska	-4,3	7,2	4,2	-0,8	0,6	0,4	0,8	1,6	-0,4	0,4	0,0	0,2	0,7	0,8
Severna Makedonija	-4,7	4,5	2,8	2,6	3,0	3,5	1,6	3,0	2,9	4,3	2,9	3,5	3,8	3,8
Poljska	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,0	3,6	1,6	4,6	1,6	4,2	3,6	3,1	3,6	3,9
Rumunija	-3,6	5,6	4,2	2,3	0,9	0,7	2,3	0,8	0,2	0,8	0,6	2,5	1,3	-1,3
Slovačka	-2,6	5,7	0,5	2,1	1,9	0,8	3,1	2,1	1,2	1,5	0,8	0,5	0,9	1,0
Slovenija	-4,1	8,4	2,7	2,4	1,7	1,1	2,5	1,1	1,8	1,6	-0,6	0,8	1,9	2,0

Izvor: QM na osnovu podataka Eurostata

2 Uz zemlje CIE11 članice EU u naše podatke uključene su i zemlje Zapadnog Balkana.

Privredni rast Srbije u 2025. može se oceniti kao umereno nepovoljan

Budući da su sad poznati rezultati privredne aktivnosti Srbije u 2025. analitički je korisno napraviti njihovu kratku rekapitulaciju i ocenu. Na početku 2025. godine očekivanja su bila da će privreda Srbije ostvariti rast BDP-a od oko 4% (Vlada je u svojim projekcijama predviđala rast od 4,2%), tako da je ostvareni rast od 2% bio približno upola niži od očekivanog – što se može oceniti kao neuspeh. Dodatno, u periodu nakon 2019. bilo je uobičajeno da privreda Srbije ostvaruje nešto brže stope rasta od proseka zemalja CIE, što se u 2025. nije dogodilo. Ovakav rezultat Srbije u 2025. ne može se objasniti samo nepovoljnim međunarodnim okolnostima. Naime, i zemlje CIE su u 2025. ostvarile nešto slabije rezultate od ranijih očekivanja, ali je razlika između očekivanog i ostvarenog rasta kod njih bila znatno manja. Za ove zemlje je početkom 2025. bilo procenjeno da će ostvariti rast od oko 2,8%, dok je na kraju godine zabeležen rast od 2,3%. To ukazuje da su nepovoljni eksterni činioci verovatno mogli objasniti samo manji deo usporavanja privrednog rasta Srbije. Dodatne razloge za podbacivanje privrednog rasta Srbije vidimo u suši, koja je negativno uticala na poljoprivrednu proizvodnju i proizvodnju električne energije iz hidroelektrana, kao i u društveno-političkoj nestabilnosti koja je verovatno dovela do određenog odlaganja potrošnje i odlaganja ili odustajanja od investicija. Međutim, moguće je da se slabiji rezultati u 2025. ne mogu u potpunosti objasniti samo pomenutim faktorima, već da postoje i određene naznake dubljih strukturnih slabosti domaće privrede koje bi mogle da utiču na privredna kretanja i u narednim godinama.

Postoji više indikacija da je dosadašnji model privrednog rasta Srbije u velikoj meri iscrpljen

Ako posmatramo privredne rezultate Srbije u periodu od 2018. do 2024. godine (koji su načelno bili povoljni i nešto bolji od proseka zemalja CIE), može se uočiti da je ostvareni rast bio prilično neizbalansiran. Naime, tri sektora koja zajedno učestvuju u privredi Srbije sa svega oko 15% – Rudarstvo, Građevinarstvo i Informisanje i komunikacije – u tom periodu ostvarivala su prosečan godišnji rast od skoro 10%, čime su pokretali nešto brži rast ukupne privrede. Pritom, visok rast Građevinarstva u dobroj meri bio je povezan sa snažnim rastom javnih investicija; rast Rudarstva s velikim prilivima SDI (konkretnije, investicijom kineske Kompanije Zidin u Boru); dok se za IKT sektor može reći da je rezultat kombinacije investicija stranih kompanija i razvoja domaćeg preduzetničkog sektora. Međutim, sva tri pomenuta sektora imala su u 2025. znatno slabije rezultate nego u prethodnim godinama. Javne investicije države dostigle su relativno visok nivo i ne očekuje se njihovo dalje povećanje kao učešća u BDP-u – što će verovatno ograničiti visok rast građevinarstva u narednim godinama. Uz to, tokom 2025. došlo je i do snažnog pada priliva SDI u odnosu na prethodne godine, koji je jednim delom verovatno i strukturne prirode. Naime, većina SDI u prethodnom periodu bila je usmerena u tradicionalne sektore s nižom dodatnom vrednošću, privučene relativno niskim troškovima rada i visokim državnim subvencijama. Međutim, kako se tržište rada u međuvremenu zateglo – uz pad nezaposlenosti, višegodišnji rast zarada brži od rasta produktivnosti i realno jačanje dinara – Srbija je postala manje atraktivna za ovu vrstu ulaganja. U rudarstvu je veliki investicioni ciklus povezan s novim rudnicima u Boru u najvećoj meri završen, pa se ne može očekivati nastavak izuzetno visokih stopa rasta ovog sektora kao ranije. Na kraju, moguće je i da je IKT sektor u Srbiji završio fazu brze ekspanzije, na šta ukazuju trendovi postepenog usporavanja rasta ovog sektora u poslednjih nekoliko godina. Svi ovi procesi nisu neposredno povezani s trenutnom političkom nestabilnošću, već verovatno ukazuju na dublje strukturne izazove koji bi mogli da utiču na budući privredni rast u dužem periodu.

U 2026. zasad prognoziramo privredni rast Srbije od oko 3%, ali postoje veliki rizici da se ostvari i niža stopa

Kao što smo istakli, slabiji rezultat u 2025. delom je bio posledica jednokratnih činilaca, npr. suše koja je negativno uticala na poljoprivredu, pa bi već i prosečna sezona u 2026. mogla da obezbedi primetan pozitivan doprinos ukupnom rastu BDP-a. Uz to, u 2026. se očekuje solidan rast realnih dohodaka (zbog relativno visokog rasta penzija i snažnog povećanja minimalne zarade), kao i nastavak povećanja serijske proizvodnje u kompaniji Stellantis. Ovi pozitivni, ali ipak ograničeni impulsi, nagoveštavaju umereno ubrzanja rasta BDP-a u 2026. u odnosu na 2025. godinu – zbog čega trenutno prognoziramo rast BDP-a u 2026. od oko 3%. Međutim, ovu prognozu trebalo bi tretirati uslovno, jer ona važi samo pod pretpostavkom da se ne materijalizuju brojni međunarodni i domaći rizici. Najveći međunarodni rizici povezani su s ratom na Bliskom Istoku koji je već doveo do snažnog rasta cene nafte. U nepovoljnom scenariju dugotrajnijeg konflikta, moglo bi da dođe do znatnijeg usporavanja globalne privrede, možda i recesije, što

bi onda nesumnjivo negativno uticalo i na privredni rast Srbije. Dodatni rizik odnosi se na poslovanje NIS-a, tj. najavljeno rešavanje pitanja ruskog vlasništva u NIS-u i trajno oslobađanja ove kompanije od američkih sankcija. Pored toga, rizik je i početak pune primene EU mehanizma CBAM³ koji može uticati na izvoz i proizvodnju energetski intenzivnih delatnosti (posebno električne energije), najavljeno smanjenje EU kvota za uvoz gvožđa i čelika i drugo. Zbog svega navedenog, iako je rast od oko 3% realističan u baznom scenariju, ne bi bilo iznenađenje da u narednim izdanjima QM-a ovu prognozu korigujemo naniže.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u Q4 ostvarila međugodišnji pad koji je iznosio 3,9%

Industrijska proizvodnja je u Q4 zabeležila relativno snažnu promenu trenda u odnosu na prethodni deo 2025. godine (Tabela T2-5). Naime, u ovom kvartalu ostvaren je međugodišnji pad industrijske proizvodnje od 3,9%, nakon što je u prva tri kvartala bio zabeležen solidan rast od 2,6%. Na ovakvu promenu trenda presudno je uticala prerađivačka industrija, odnosno dubok pad oblasti Proizvodnje koksa i derivata nafte, koja je u Q4 bila manja za 48% međugodišnje (u decembru čak za 94%). Naravno, iza ovog pada stoji stupanje na snagu sankcija NIS-u početkom oktobra 2025, koje su početkom decembra dovele i do potpune obustave proizvodnje u Rafineriji nafte Pančevo. Pored toga, trebalo bi imati u vidu da je u Q4 i proizvodnja električne energije imala dosta loše rezultate, tj. međugodišnji pad od 6,1%. Najnoviji podaci za januar, koji su takođe prikazani u Tabeli T2-5, pokazuju da je industrijska proizvodnja u ovom mesecu zabeležila dubok međugodišnji pad od 9,5%. Osnovni razlog za ovaj loš rezultat takođe treba tražiti u smanjenoj proizvodnji pančevačke Rafinerije, koja je s radom počela postepeno tek krajem meseca (od 18. januara), nakon skoro dva meseca prekida proizvodnje. Zbog toga je međugodišnji pad u oblasti Proizvodnje koksa i derivata nafte u januaru iznosio čak 73,3%. Budući da je od februara uspostavljena približno uobičajena proizvodnja u rafineriji, može se očekivati da će u tom mesecu doći do snažnog oporavka industrijske proizvodnje u odnosu na januar.

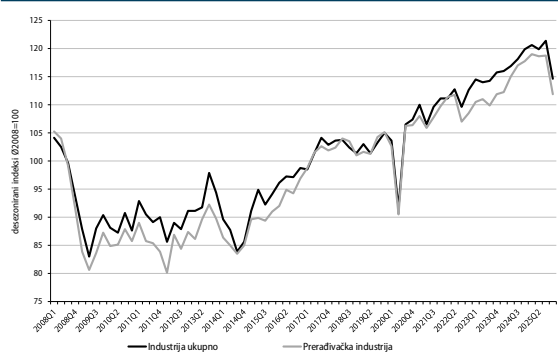
Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2020–2026. godine

	Međugodišnji indeksi													
							2024				2025			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Ukupno	99,9	106,6	101,9	102,6	103,2	100,9	103,7	101,8	103,6	104,0	102,2	102,8	102,8	96,1
Rudarstvo	104,0	128,5	125,9	100,1	107,4	104,7	106,7	116,6	104,5	105,0	105,0	103,3	106,7	104,3
Prerađivačka industrija	99,3	106,2	101,4	101,0	104,7	101,1	104,1	103,1	106,7	105,6	103,7	103,7	101,6	95,7
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	101,0	100,7	92,9	112,6	93,5	98,2	100,4	89,3	86,9	96,7	94,5	98,3	109,1	93,9

Izvor: RZS

Desezonirani indeksi pokazuju dubok pad industrijske proizvodnje i prerađivačke industrije, što, međutim, nema pretarani analitički značaj

Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2025. godine



Izvor: RZS i Eurostat

Kratkoročni trendovi industrijske proizvodnje i njenog najvažnijeg dela, prerađivačke industrije, mogu se oceniti i na osnovu desezoniranih indeksa koje smo prikazali u Grafikonu T2-6. Desezonirana industrijska proizvodnja je u Q4 zabeležila dubok pad od nešto preko 5% u odnosu na Q3, dok je prerađivačka industrija imala pad od skoro 6%. Budući da ovi rezultati prvenstveno odražavaju prekid proizvodnje u Rafinerija nafte Pančevo, njihov analitički značaj dosta je ograničen. Zbog toga ćemo za detaljniju analizu trendova desezonirane industrijske proizvodnje, koja je inače standardni deo

3 CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism) je mera EU za plaćanje naknade za emisiju ugljenika proizvoda koje Unija uvozi. Njen cilj je da se na uvoz određenih proizvoda u EU (poput čelika, cementa, aluminijuma, đubriva i električne energije) primeni trošak emisija CO₂ sličan onom koji već plaćaju proizvođači unutar EU kroz sistem trgovine emisijama, kako bi se sprečilo tzv. „curenje ugljenika“ i obezbedili ravnopravni uslovi konkurencije. Po najnovijim medijskim izveštajima uvođenje CBAM-a već je obustavilo izvoz električne energije iz Srbije u EU u prvim mesecima 2026. godini.

U EU i u zemljama CIE u Q4 nastavlja se postepeni oporavak industrijske proizvodnje, nakon dve godine loših rezultata

analiza u QM-u, sačekati da se proizvodnja u Rafineriji u potpunosti stabilizuje, odnosno da podaci u narednim mesecima ponovo počnu da odražavaju uobičajena kretanja industrijske aktivnosti.

Nakon što je u 2023. i 2024. industrijska proizvodnja u EU i regionu CIE bila u padu, od početka 2025. dolazi do njenog postepenog oporavka (Tabela T2-7). Na nivou EU industrijska proizvodnja u Q3 ostvarila je međugodišnji rast od 2%, dok je u zemljama CIE u proseku porasla za 1,1%. Iako su ovo još uvek relativno niske stope rasta (naročito u zemljama CIE), postepeno poboljšavanje rezultata iz kvartala u kvartal ukazuje da je otpočeo trajniji oporavak ovog sektora privrede u evropskim zemljama. Posebno značajan mogao bi biti rezultat Nemačke koja ima najveću industriju u EU. Industrijska proizvodnja u Nemačkoj je od izbijanja rata u Ukrajini zaključno sa Q3 2025. bila na relativno snažnom opadajućem trendu – pri čemu je kumulativni pad u tom periodu iznosio skoro 9%. U Q4 je, međutim, zabeležen rast desezonirane industrijske proizvodnje od 1% (anualizovano približno 4,1%), što predstavlja najveće kvartalno povećanje nemačke industrijske proizvodnje još od 2021. godine (kad se industrija relativno brzo oporavljala nakon ublažavanja zdravstvene krize).

Interesantno je primetiti i to da je Srbija u 2023. i u 2024. imala pozitivne i solidne stope rasta industrijske proizvodnje, što je bilo u suprotnosti s trendovima u EU i CIE. Ovo je bilo prilično neuobičajeno, budući da su u industrijska kretanja u Srbiji, EU i CIE obično visoko korelisana i uglavnom imaju zajedničke cikluse. Objašnjenje za ovaj fenomen našli smo u tome da je rast industrijske proizvodnje u Srbiji u periodu 2022-2024. bio vođen relativno malim brojem propulzivnih sektora i oblasti u kojima je u prethodnim godinama došlo do velikog priliva SDI (rudarstva, proizvodnje osnovnih metala, proizvodnje proizvoda od gume i drugo). Slična situacija nastavila se i u prva tri kvartala 2025. kad je ukupna industrijska proizvodnja Srbije i dalje prednjačila u odnosu na EU i prosek zemalja CIE. Međutim, nakon specifičnog i relativno dubokog pada industrijske proizvodnje u Srbiji u Q4 ova slika se promenila, pa je na nivou čitave 2025. rast industrijske proizvodnje Srbije sveden na svega 0,9%.

Tabela T2-7. Srbija i zemlje CIE: međugodišnji rast industrijske proizvodnje, 2020-2025. godine

Međugodišnji rast (%)														
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2024				2025			
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Srbija	-0,1	6,6	1,9	2,6	3,2	0,9	3,7	1,8	3,6	4,0	2,2	2,8	2,8	-3,9
EU (27)	-7,3	9,1	2,5	-1,5	-2,3	1,5	-3,9	-3,2	-1,4	-1,3	1,0	1,3	1,8	2,0
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	-5,1	10,9	5,7	-1,9	-0,9	0,6	-1,3	-0,6	-0,8	-0,5	0,0	0,3	1,0	1,1
Bosna i Hercegovina	-6,6	9,7	1,0	-3,8	-4,0	-1,7	-4,7	-6,5	-5,2	0,0	-2,5	0,6	-3,7	-1,0
Bugarska	-6,3	10,1	13,0	-8,4	-3,6	-7,3	-8,3	-3,4	-1,5	-1,0	-5,7	-8,0	-7,8	-7,7
Češka	-7,0	6,5	2,0	-0,8	-1,4	1,5	-1,1	-1,6	0,7	-2,2	0,7	1,4	0,5	3,5
Estonija	-2,7	12,8	1,6	-9,6	-3,8	1,7	-6,4	-2,9	-3,3	0,1	1,7	4,4	0,0	0,7
Hrvatska	-3,3	6,3	1,7	-0,2	-2,4	3,9	-4,0	-4,6	0,3	-1,2	5,2	3,5	0,5	6,2
Letonija	-1,7	6,5	0,8	-4,8	-2,3	3,9	-1,2	-4,8	0,7	-4,1	-0,8	4,7	5,9	5,6
Litvanija	-0,5	20,9	5,5	-5,2	4,1	3,0	3,0	3,6	5,5	4,4	8,2	2,3	-0,4	1,7
Mađarska	-7,0	9,6	6,1	-4,9	-3,8	-3,6	-1,5	-3,6	-6,3	-3,9	-5,3	-3,3	-2,4	-3,4
Severna Makedonija	-9,5	1,4	-0,2	0,6	-3,6	1,9	-3,0	-7,1	-2,1	-2,0	2,0	3,6	1,2	0,7
Poljska	-1,9	14,8	10,5	-1,0	0,5	2,6	-0,4	1,8	-0,2	0,9	2,2	1,2	3,9	3,2
Rumunija	-9,2	6,4	1,0	-2,5	-1,7	-0,3	-0,5	-1,2	-3,3	-1,7	-3,0	0,8	0,7	0,3
Slovačka	-9,0	10,7	-4,4	4,2	-0,6	-3,1	-4,2	0,0	3,6	1,5	-0,8	-2,7	-3,3	-5,4
Slovenija	-6,4	10,0	2,0	-4,9	-1,1	-1,8	-3,0	-3,2	1,0	0,8	-0,5	-3,0	-0,8	-2,8

Izvor: QM na osnovu podataka Eurostata

Građevinarstvo

Po proceni RZS-a, građevinarstvo je u Q4 imalo visok rast proizvodnje od 10,6%

U Q4 je, po podacima RZS-a, ostvaren međugodišnji rast BDV-a građevinarstva od 10,6% (Tabela T2-2). Procenu o rastu BDV-a građevinarstva RZS izvodi prvenstveno na osnovu kretanja Indeksa izvedenih građevinskih radova u zemlji u stalnim cenama, koji je u Q4 takođe imao međugodišnji rast od 10,6%. I pored visokog rasta u Q4, na nivou cele 2025. građevinarstvo je, po proceni RZS-a, zabeležilo pad BDV-a od 5,5%. Naime, kao što smo već pominjali i u prethodnom delu teksta, zvanični podaci pokazuju da je građevinarstvo imalo dubok pad u prva tri kvartala 2025. od preko 10%, nakon čega je u Q4 došlo do snažnog preokreta – koji ipak nije bio dovoljan da nadomesti prethodni pad.

U *QM*-u, međutim, stalno ističemo da je građevinarstvo delatnost koju zvanična statistika otežano prati. To je vrlo dinamičan sektor s velikim brojem preduzeća koja se brzo osnivaju i gase, a dobar deo delatnosti obavlja se i u sivoj zoni. Zbog toga se ponekad dešava da zvanični podaci o kretanju građevinske aktivnosti, naročito u kratkom roku, ne odslikavaju najbolje stvarna tržišna kretanja u ovom sektoru. Zapravo, u praksi se često dešava da su zvanični podaci o građevinarstvu prilično pristrasni ka aktivnosti velikih i državnih preduzeća, koja se lakše statistički prate. Upravo je 2025. dobar primer za to, jer je procenjena ukupna građevinska aktivnost tokom godine u velikoj meri pratila dinamiku državnih rashoda za investicije u infrastrukturu. Da bismo bolje razumeli i ocenili kratkoročna tržišna kretanja u ovom sektoru, *QM* zato redovno sprovodi dodatnu analizu ekonomskih indikatora koji su usko povezani s građevinarstvom. To su: 1) kretanje zarada i zaposlenosti u ovom sektoru i 2) proizvodnja cementa. Ovi dodatni indikatori često pokazuju drugačije kratkoročne trendove građevinske aktivnosti od zvanične statistike građevinarstva – iako se u dugom roku ne razlikuju mnogo. U 2025, na primer, ovi posredni indikatori ne ukazuju na toliko dubok pad tokom prva tri kvartala kao što je prikazivala zvanična statistika, kao ni na toliko snažan preokret u Q4.

**Posredni indikatori
načelno potvrđuju pad
građevinarstva u 2025,
ali ne pokazuju da je
došlo do toliko oštrog
zaokreta u trendu u Q4**

Podaci sa tržišta rada u sektoru građevinarstva pokazuju mešovite, ali relativno stabilne trendove tokom godine. Po ARS-u, koji meri ukupnu zaposlenost (i formalnu i neformalnu), u Q4 je došlo do blagog međugodišnjeg pada broja zaposlenih u građevinarstvu od oko 1,5%. Ovaj pad broja zaposlenih bio je primetno manji nego u prva tri kvartala 2025. kad je iznosio 6,7%. S druge strane, administrativni podaci, koji se odnose samo na registrovanu zaposlenost, u Q4, kao i tokom čitave 2025. pokazuju stagnaciju broja zaposlenih u odnosu na 2024. godinu. Naravno, trebalo bi imati u vidu da je registrovana zaposlenost inertnija na promenu trenda građevinarstva od drugih indikatora, tj. da prati samo formalizovanu zaposlenost. Takođe, plate formalno zaposlenih u građevinarstvu rasle su relativno stabilnim tempom tokom 2025. godine (nešto preko 11% nominalno u odnosu na 2024. godinu), pri čemu je njihov rast bio neznatno sporiji

**Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja cementa,
2014–2025. godine**

	Međugodišnji indeksi				ukupno
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	
2014	136,2	90,3	96,2	104,7	101,5
2015	77,9	112,4	104,5	108,7	103,1
2016	120,2	109,8	109,9	100,4	108,9
2017	110,4	104,1	96,4	118,7	105,9
2018	107,5	110,6	112,8	106,3	109,7
2019	112,2	96,7	103,3	104,1	102,8
2020	154,9	97,9	112,7	118,2	116,8
2021	80,2	130,8	101,9	101,2	103,9
2022	108,1	97,8	94,3	105,9	100,6
2023	100,3	96,6	108,6	100,9	101,6
2024	113,2	106,2	91,2	106,4	103,2
2025	94,4	91,2	100,2	89,5	93,6

Izvor: *QM* na osnovu podataka RZS

od rasta prosečne plate u zemlji. Na kraju, indeks proizvodnje cementa imao je tokom 2025. određene oscilacije po kvartalima, ali je na nivou čitave godine proizvedeno 6,4% manje cementa nego u 2024. godini (Tabela T2-8). Ovaj godišnji rezultat veoma je sličan procenjenom padu BDV-a građevinarstva u 2025, samo uz znatno drugačiju dinamiku po kvartalima. Uzimajući sve navedeno u obzir, može se zaključiti da je građevinska aktivnost u Srbiji tokom 2025. zaista imala pad od preko 5%, kako pokazuje i zvanična statistika. Međutim, niti je pad u prva tri kvartala 2025. bio toliko dubok kao što je zvanična statistika pokazivala, niti je preokret u Q4 bio toliko snažan (iako je do određenih poboljšanja došlo zbog povećanja državnih investicija).

**Pad građevinarstva u
2025. objašnjavamo
smanjenjem
javnih investicija
u infrastrukturu i
manjom investicionom
aktivnošću privrede,
naročito u segmentu SDI**

Budžetske investicije Republike u infrastrukturu prvi put su u 2025. nakon više godine imale nominalno smanjenje u odnosu na prethodnu godinu, koje se na osnovu dostupnih fiskalnih podataka može proceniti na oko 2%. Takođe, u 2025. došlo je do veoma snažnog smanjenja SDI, čiji je (bruto) priliv u Srbiju smanjen za trećinu u odnosu na 2024. godinu. Upravo ova dva činioca prepoznamo kao glavni razlog za pad građevinske aktivnosti u 2025. godini. S druge strane, stanogradnja je, po podacima RZS-a, nastavila sa solidnim rastom od oko 6% u stalnim cenama.

Nakon pada u 2025, verovatno je da će građevinarstvo imati u 2026. određeni oporavak koji je trenutno teško kvantifikovati. Deo kapitalnih projekata države ima fiksne rokove završetka

**Prognoze kretanja
građevinarstva u
2026. veoma su
neizvesne, i zasad
očekujemo njegov
umereni rast**

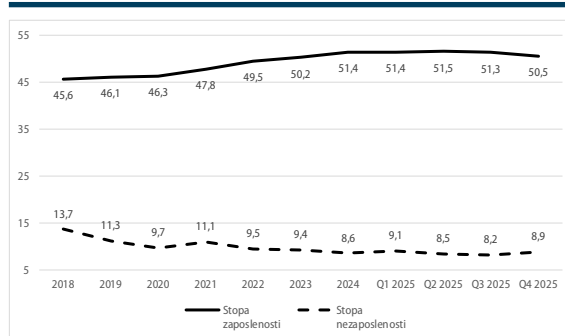
(npr. EKSPLO), što podrazumeva ubrzanje građevinskih radova koje finansira država.⁴ Pored toga, moguće je da će i SDI u 2026. donekle doći do daha. Ipak, iako je oporavak SDI u odnosu na 2025. verovatan teško je moguće da će SDI da se vrate na nivo kakav su imale pre 2025. godine. Kao što smo već pominjali u prethodnom delu teksta, moguće je da za njihov trenutni nepovoljan trend nije samo odgovorna sadašnja društveno-politička nestabilnost (koja se još uvek nije potpuno razrešila), već i trajniji strukturni činioci. Uzimajući sve u obzir, očekujemo da će građevinarstvo u 2026. imati određeni rast u odnosu na 2025, ali će taj rast verovatno biti umeren i nedovoljan da se nadoknadi pad iz 2025. godine. Naravno i ove prognoze su uslovne, tj. zavise od toga da li će Srbija uspeti da izbegne brojne rizike koji prete da znatno naruše investicionu aktivnost u 2026. godini.

⁴ Interesantno je primetiti da je u zvaničnim planovima države zapravo predviđeno smanjenje ukupnih javnih investicija sa 6,9% BDP-a koliko je ostvareno u 2025. na 6,7% BDP-a u 2026. godini. Međutim, ove investicije pored ulaganja u infrastrukturu obuhvataju i ulaganja u opremu, a trebalo bi imati u vidu i to da su u prethodnim godinama budžetski planovi javnih investicija često bili probijani.

3. Tržište rada

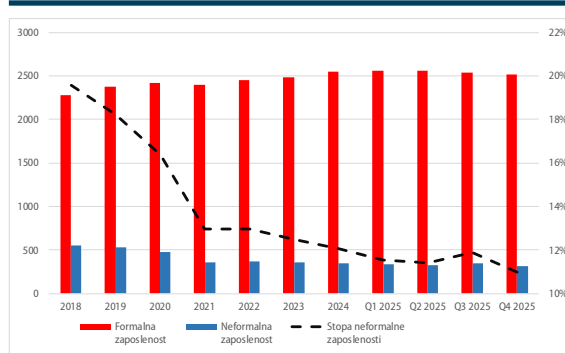
U četvrtom kvartalu 2025. godine primetna su blaga pogoršanja na tržištu rada kada su u pitanju i zaposlenost i nezaposlenost i u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa zaposlenosti je iznosila 50,5% i manja je za skoro 1 procentni poen (pp) i u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa nezaposlenosti je iznosila 8,9% i povećana je i u odnosu na prethodni kvartal (0,7 pp) i u odnosu na isti kvartal prethodne godine za (0,3 pp). Zaposlenost je smanjena prema oba izvora podataka, Anketi o radnoj snazi i Centralnom registru obaveznog socijalnog osiguranja. Broj zaposlenih je smanjen i u javnom i u privatnom sektoru u Q4 2025. i u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Zarade su realno porasle za 9,7% međugodišnje i za 3,5% u odnosu na prethodni kvartal. Brojne delatnosti su ostvarile dvocifreni realni rast zarada u odnosu na isti kvartal prethodne godine, na primer, 18,8% obrazovanje, 13,7% usluge smeštaja i ishrane, oko 10-11% trgovina, saobraćaj i skladištenje, poslovanje nekretninama, stručne naučne i tehničke delatnosti, dok su zarade stagnirale u delatnosti informisanje i komunikacije. Snažni realni rast zarada koji je ostvaren i pored pogoršanja osnovnih indikatora tržišta rada i manjeg realnog rasta privredne aktivnosti je posledica veće pregovaračke moći radnika usled negativnih demografskih trendova. Produktivnost rada je malo povećana u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok su realni jedinični troškovi rada značajnije porasli usled većeg realnog rasta zarada od realnog rasta bruto dodate vrednosti i produktivnosti rada.

Grafikon T3-1. Kretanje stope zaposlenosti i nezaposlenosti, 15+, %



Napomene: Podaci su revidirani za period 2018-2022.
Izvor: RZS, ARS

Grafikon T3-2. Formalna i neformalna zaposlenost u % od ukupne zaposlenosti, 15+



Napomene: Prekid u seriji 2021. godine. Revidirani podaci za 2022.
Izvor: RZS, ARS

Zaposlenost je smanjena u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prethodne godine

Zaposlenost i nezaposlenost

Podaci Ankete o radnoj snazi (ARS) pokazuju blaga pogoršanja na tržištu rada u četvrtom kvartalu 2025. godine, i u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prethodne godine (Grafikon T3-1). Stope aktivnosti i zaposlenosti su manje za skoro 1 procentni poen (pp) u odnosu na isti kvartal prethodne godine i iznosile su 55,5% i 50,5%, respektivno. Stopa nezaposlenosti je povećana za 0,3 pp međugodišnje i za 0,7 pp u odnosu na prethodni kvartal. U odnosu na isti kvartal prethodne godine, smanjio se broj zaposlenih za oko 67 hiljada lica, dok se broj nezaposlenih povećao za 3,8 hiljada. Smanjio se i broj formalno i neformalno zaposlenih, pri čemu je relativno smanjenje broja neformalno zaposlenih (-10,2%) veće od smanjenja formalno zaposlenih (1,2%) u odnosu na Q4 2024. godine. Stopa neformalne zaposlenosti je iznosila 11% u Q4 2025 (Grafikon T3-2).

Prema podacima Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) broj registrovanih zaposlenih lica bez individualnih poljoprivrednika je iznosio 2 miliona i 312 hiljada u Q4 2025. Broj zaposlenih je manji za oko 18 hiljada tj. za 0,8% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Smanjenje broja registrovanih zaposlenih u odnosu na isti kvartal prethodne godine je zabeležen u dosta delatnosti. U prerađivačkoj industriji

Smanjena je i registrovana zaposlenosti i ukupna (formalna i neformalna) zaposlenost

zmanjen je broj zaposlenih za oko 15,5 hiljada, u trgovini i u stručnim naučnim i tehničkim delatnostima za oko 5 hiljada (pojedinačno), saobraćaj i skladištenje za oko hiljadu i 700, u državnoj upravi za oko 2 hiljade. Veće međugodišnje povećanje broja zaposlenih od skoro 10 hiljada (tj. 9,2%) je ostvareno u administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima i za skoro 3 hiljade (tj. 2,5%) u informisanju i komunikacijama. Većina delatnosti u okviru prerađivačke industrije je imala pad broja zaposlenih. Najveće smanjenje broja zaposlenih je bilo u proizvodnji električne opreme i proizvodnji odevnih predmeta, oko 11 hiljada zaposlenih manje u Q4 2025. u odnosu na isti period prethodne godine. U proizvodnji kože i proizvodnji metalnih proizvoda je smanjen broj zaposlenih za oko 2 hiljade i 600. Smanjenje broja zaposlenih u prerađivačkoj industriji je posledica male produktivnosti rada prerađivačke industrije i rasta jediničnih troškova rada što je dovelo do zatvaranja fabrika i racionalizacije broja zaposlenih tokom 2025. godine.

Bruto dodata vrednost je realno smanjena u celoj industriji (prerađivačka, rudarstvo, energetika i snabdevanje vodom) za 3,4%, dok je zaposlenost smanjena za 2,9% u Q4 2025 (Tabela T3-1). Međugodišnje smanjenje broja zaposlenih u industriji je ostvareno tokom sva četiri kvartala 2025. godine. Zaposlenost je smanjena u poljoprivredi za 5,3% međugodišnje, dok je u uslugama ostvarena stagnacija zaposlenosti.

Tabela T3-1. Kretanje broja zaposlenih (15+) i realne bruto dodate vrednosti (BDV) prema sektorima delatnosti, međugodišnja promena, %

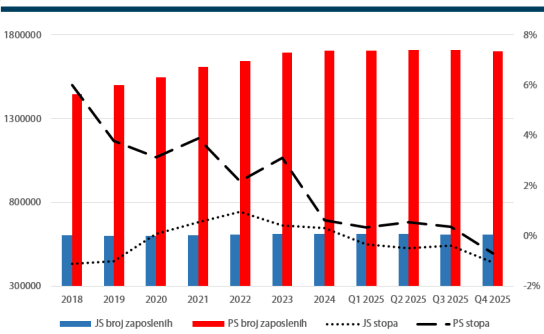
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
Zaposlenost CROSO	3,8	2,4	2,3	3,0	1,8	2,4	0,5	0,2	0,3	0,2	-0,8
BDV	5,0	4,8	-0,5	7,9	2,6	4,7	3,9	1,7	1,7	1,8	1,9
Zaposlenost poljoprivreda	-1,2	-5,5	-1,7	-1,8	-5,6	-2,0	-2,9	-4,8	-4,8	-5,0	-5,3
BDV poljoprivreda	12,5	-3,8	2,1	-2,4	-7,4	7,4	-7,0	-0,3	0,4	-0,2	-0,3
Zaposlenost industrija (B-E)	5,0	3,1	3,3	2,9	0,7	1,3	-0,6	-1,9	-1,8	-1,8	-2,9
BDV industrija (B-E)	0,9	-0,2	-1,5	6,3	4,2	1,8	4,3	2,1	2,9	3,0	-3,4
Zaposlenost građevinarstvo	7,9	9,7	9,1	4,8	1,7	2,0	2,5	0,6	1,0	1,6	-0,5
BDV građevinarstvo	12,0	33,4	-4,7	18,6	-9,5	10,5	4,0	-5,3	-15,8	-12,2	10,6
Zaposlenost usluge	3,2	1,8	1,5	2,9	2,5	2,9	0,9	1,0	1,1	0,9	0,1
BDV usluge	5,3	5,6	0,0	8,6	4,2	5,0	4,6	2,2	3,0	2,9	3,0

Napomene: Registrovana zaposlenost bez registrovanih individualnih poljoprivrednika je korišćena za zaposlenost (CROSO). Zaposlenost u Q4 2025. je prethodni podatak. Kvartalni podaci za BDV u periodu Q1–Q4 2025. su procenjene vrednosti. Godišnji podaci za BDV u 2023. i 2024. su procenjeni, dok su za sektor D revidirani za period 2017–2020. S obzirom na to da se kvartalni podaci za BDV objavljuju za sektore B–E, radi uporedivosti podataka, u zaposlenost u industriji takođe obuhvatamo delatnosti B–E.
Izvor: RZS, CROSO i SNR

Smanjen je broj zaposlenih i u javnom i u privatnom sektoru u Q4 2025.

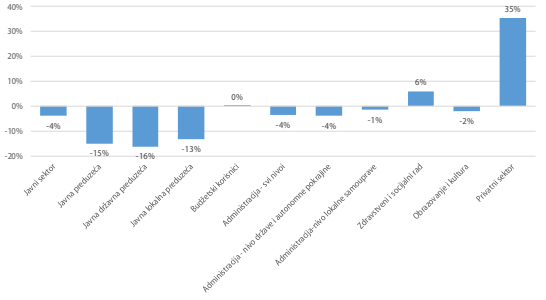
Broj zaposlenih u javnom sektoru je iznosio oko 608 hiljada, dok je u privatnom sektoru bilo zaposleno oko milion i 700 hiljada u Q4 2025 (Grafikon T3-3). Broj zaposlenih se smanjio i u privatnom i u javnom sektoru međugodišnje, za 0,7% i 1,1%, respektivno. U periodu od 10 godina, zaposlenost je smanjena u javnom sektoru za 4%, pri čemu su skoro svi delovi javnog sektora imali smanjenje broja zaposlenih (Grafikon T3-4). Jedino je povećan broj zaposlenih u zdravstvu i socijalnoj zaštiti za 6% u 2025. u odnosu na 2015, pri čemu je rast broja zaposlenih

Grafikon T3-3. Kretanje zaposlenosti u javnom i privatnom sektoru



Napomene: Podatak za Q4 2025. je prethodni podatak. Zaposlenost obuhvata broj zaposlenih u pravnim licima, preduzetnike i zaposlene kod njih, kao i lica koja samostalno obavljaju delatnost.
Izvor: RZS, CROSO

Grafikon T3-4. Promena broja zaposlenih u 2025. u odnosu na 2015. %

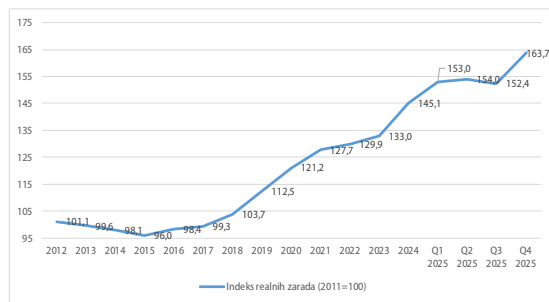


Napomene: Podatak za Q4 2025. je prethodni podatak. Zaposlenost obuhvata broj zaposlenih u pravnim licima, preduzetnike i zaposlene kod njih, kao i lica koja samostalno obavljaju delatnost.
Izvor: RZS, CROSO

počeo od 2020. godine, tj. sa pandemijom Covid-19. U javnim preduzećima je smanjen broj zaposlenih za čak 15%, dok je u administraciji smanjen za 4%.

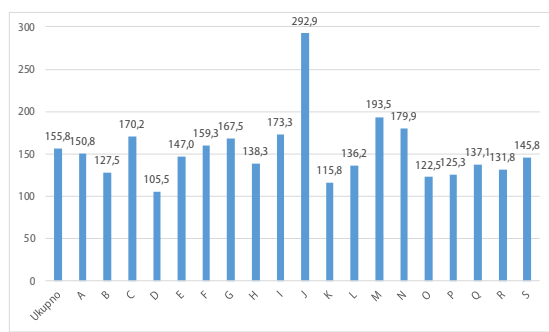
Promene na tržištu rada u poslednjoj deceniji su bile velikoj meri uzrokovane negativnim demografskim trendovima (starenje stanovništva, nizak fertilitet i velika emigracija radno sposobnog stanovništva). U narednom periodu, iako će se ti negativni trendovi nastaviti, promene na tržištu rada će biti oblikovane i tehnološkim progresom. Sve veća upotreba AI i robotike će uticati na promenu tražnje za radom, kao i zamena rada kapitalom. To će negativno uticati na niže obrazovanu i kvalifikovanu radnu snagu, ali će otvoriti neke nove poslove visoke dodate vrednosti.

Grafikon T3-5. Bazni indeks realnih zarada



Napomene: Prekid u seriji zarada u 2018. godini.
Izvor: Proračun autora na podacima RZS.

Grafikon T3-6. Indeks realnih zarada po delatnostima u 2025. (2011=100)



Legenda: A – Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo, B – Rudarstvo, C – Prerađivačka industrija, D – Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, E – Snabdevanje vodom; upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti, F – Građevinarstvo, G – Trgovina na veliko i trgovina na malo; popravka motornih vozila i motocikala, H – Saobraćaj i skladištenje, I – Usluge smeštaja i ishrane, J – Informisanje i komunikacije, K – Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja, L – Poslovanje nekretninama, M – Stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti, N – Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti, O – Državna uprava i odbrana; obavezno socijalno osiguranje, P – Obrazovanje, Q – Zdravstvena i socijalna zaštita, R – Umetnost, zabava i rekreacija, S – Ostale uslužne delatnosti.

Napomene: Prekid u seriji zarada u 2018. godini.
Izvor: Proračun autora na podacima RZS.

Zarade

Prosečna neto zarada je iznosila 115,5 hiljada dinara u Q4 2025, i realno je veća za 9,7% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. U odnosu na Q3 2025. godine zarada je realno veća za 3,5%. Realni međugodišnji rast zarada u četvrtom kvartalu je bio dosta veći u odnosu na prva tri kvartala 2025. godine (Grafikon T3-5). Na nivou cele godine, prosečna zarada je iznosila 109,5 hiljada dinara i realno je veća za 7,4% u odnosu na 2024. godinu. Posmatrano prema delatnostima, čak 12 delatnosti je imalo međugodišnji realni rast zarada od preko 10%. Najveći realni rast zarada je ostvaren u obrazovanju, 18,8%, potom snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama od 15,2%, usluge smeštaja i ishrane 13,7%, itd. Delatnost informisanje i komunikacije su imale stagnaciju zarada u Q4 2025. u odnosu na isti period prethodne godine. Iako su zarade u obrazovanju u Q4 2025. imale veliki međugodišnji realni rast, one su i dalje niže od prosečne zarade za 5,6%. Rastom zarada u obrazovanju tokom 2025. godine je nešto smanjena razlika između prosečne zarade u obrazovanju i ukupne prosečne zarade koja je prethodno iznosila 8-10% (u periodu 2022-2024). Posmatrano u dužem vremenskom periodu, zarade su realno porasle za 55,8% u 2025. u odnosu na 2011. godinu (Grafikon T3-6). Najveći rast je zabeležen u delatnosti informisanje i komunikacije, gde su zarade realno povećane skoro 3 puta. Na drugom mestu po realnom rastu zarada se nalaze

stručne, naučne i tehničke delatnosti, gde su zarade skoro duplirane. Skroman realni rast od 5,5% u periodu od 13 godina je ostvaren u delatnosti snabdevanje električnom energijom. Finansijska delatnost je takođe imala manji realni rast zarada, 15,8%.

Prosečna zarada u javnim preduzećima je iznosila 119,7 hiljada dinara, dok je u privatnom sektoru iznosila 115 hiljada dinara (Grafikon T3-7). U odnosu na isti period prethodne godine, realni rast zarada je bio veći u javnom u odnosu na privatni sektor, 11,9% i 8,8%, respektivno. U odnosu na Q3 2025, zarade su realno porasle u privatnom sektoru za 3,4% i za 4,2% u javnom sektoru. Premija na zarade u javnom sektoru u odnosu na privatni sektor je smanjena u Q4 2025.

Prosečna neto zarada je iznosila 115,5 hiljada dinara (986 evra)

Zarade su realno porasle za 9,7% u odnosu na Q4 2024. i 3,5% u odnosu na Q3 2025.

Realni međugodišnji rast zarada u Q4 2025. je bio dosta veći nego u prethodna tri kvartala

Medijalna zarada je iznosila 88 hiljada dinara

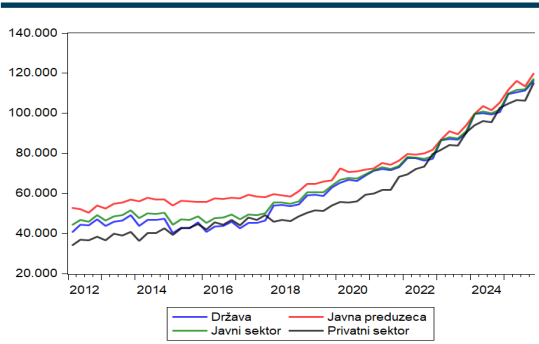
Zarade su realno porasle za skoro 9% u privatnom sektoru u odnosu na isti kvartal prethodne godine

U javnom sektoru, realni rast zarada je bio 11,9% veći u odnosu na isti kvartal prethodne godine

Nastavlja se trend većeg rasta realnih jediničnih troškova rada od produktivnosti rada

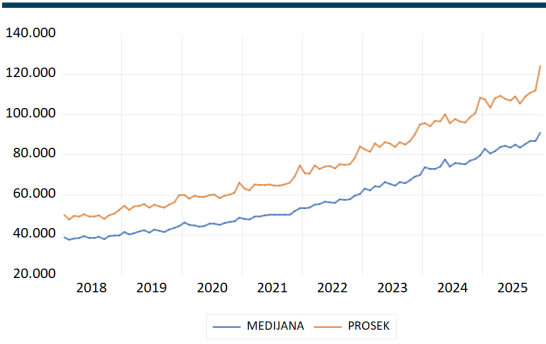
na 1,7%, što je uobičajeno za poslednji kvartal zbog isplate bonusa u privatnom sektoru. Polovina zaposlenih prima manje od 88 hiljada dinara (Grafikon T3-8). Medijalna zarada je manja od prosečne za 27,5 hiljada dinara, tj. 23,8%. Medijalna zarada je realno veća za 9,7% u odnosu na Q4 2024. godine. Odnos minimalne i prosečne neto zarade je iznosio 50% u 2025. godini. U 2026. godini očekujemo da će taj odnos biti veći, tj. oko 55% ukoliko prosečna zarada bude imala nominalni rast od oko 8%. Odnos minimalne i prosečne bruto zarade je relativno visok u odnosu na većinu zemalja OECD-a, ali u odnosu na Rumuniju, Bugarsku, Hrvatsku i Mađarsku gde je iznosio oko 40%.

Grafikon T3-7. Kretanje prosečnih zarada u javnom sektoru, javnim preduzećima, državi i privatnom sektoru, RSD



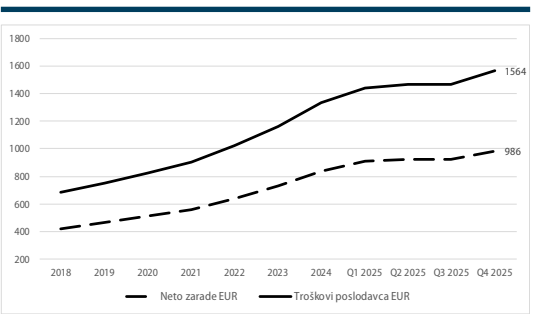
Napomene: Prekid u seriji 2018.

Grafikon T3-8. Kretanje medijalne i prosečne zarade



Izvor: RZS

Grafikon T3-9. Prosečne neto zarade i troškovi poslodavca u evrima



Izvor: RZS za plate, NBS za devizni kurs.

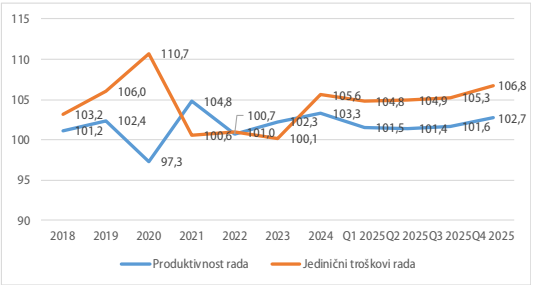
Prosečna neto zarada u evrima je iznosila 986 EUR, dok su troškovi poslodavca iznosili 1.564 EUR u Q4 2025. Nominalno su veći za 12,5% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, koliko je iznosio nominalni rast zarada u dinarima (12,7%).

Produktivnost rada

Produktivnost rada je porasla za 2,7% međugodišnje, usled manjeg realnog rasta privredne aktivnosti i manjeg smanjenja zaposlenosti. Snažni realni rast zarada je doveo do većeg rasta realnih jediničnih troškova rada od produktivnosti rada. Jedinični troškovi rada su porasli za 6,8% u Q4 2025. međugodišnje. Od 2024. godine, realni jedinični troškovi rada su nastavili trend snažnog rasta koji je postojao pre 2021. godine.

Produktivnost u prerađivačkoj industriji je izrazito niska. U periodu 2015-2024. godine, BDV je realno porasla za 14,7%, dok je zaposlenost porasla za 27,9%. Produktivnost po zaposlenom radniku je smanjena za 10,3% u istom periodu. Produktivnost je smanjena u većini delatnosti u okviru prerađivačke industrije, pri čemu značajno smanjenje produktivnosti rada je ostvareno u proizvodnji prehrambenih proizvoda, proizvodnji pića, proizvodnja tekstila, proizvodnja kože, prerada

Grafikon T3-10. Kretanje produktivnosti rada i realnih jediničnih troškova rada, godišnji i međugodišnji indeksi



Napomene: Registrovana zaposlenost bez registrovanih individualnih poljoprivrednika je korišćena za zaposlenost (CROSO). Zaposlenost u Q4 2025. je prethodni podatak. Kvartalni podaci za BDV za period Q1-Q4 2025. su procenjeni. Godišnji podatak za BDV za 2023. i 2024. godinu je prethodni podatak. Izvor: Proračun autora na podacima RZS.

drveta, proizvodnja papira, štampanje, proizvodnja koksa i derivata nafte, proizvodnja gume. Zarade su realno porasle u istom periodu za 65,3%, što dovodi do velikog rasta realnih jediničnih troškova rada. To je za posledicu imalo smanjenje broja zaposlenih u prerađivačkoj industriji tokom 2025. godine.

Dodatak

Table D3-1. Osnovni indikatori tržišta rada

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
Stopa aktivnosti (%)	52,9	51,9	51,3	53,8	54,7	55,4	56,2	56,6	56,2	55,9	55,5
Stopa zaposlenosti (%)	45,6	46,1	46,3	47,8	49,5	50,2	51,4	51,4	51,5	51,3	50,5
Stopa nezaposlenosti (%)	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	8,6	9,1	8,5	8,2	8,9
Stopa neformalne zaposlenosti (%)	19,5	18,2	16,4	13,0	13,0	12,5	12,0	11,5	11,4	11,9	11

Napomene: Revidirani podaci za period 2018-2022.
Izvor: RZS, ARS

Table D3-2. Prosečne neto zarade i troškovi poslodavca u EUR

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
Prosečne neto zarade ukupno (€)	420	466	511	560	638	734	838	908	922	921	986
Prosečne neto zarade industrija (€)	413	454	485	520	581	668	771	845	863	862	921
Troškovi poslodavca ukupno (€)	684	754	827	901	1022	1165	1332	1442	1466	1466	1564
Troškovi poslodavca industrija (€)	672	734	784	837	932	1062	1226	1342	1373	1374	1463

Napomene: Industrija obuhvata delatnosti B, C i D, ponderisani prosek zarada. Kurs dinara prema evru, prosek perioda (NBS).
Izvor: Proračun autora na podacima RZS i NBS.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Tokom 2025. godine Srbija je ostvarila deficit tekućeg računa platnog bilansa od 4,3 milijardi evra, tj. 4,9% BDP-a. U poređenju sa 2024. godinom, kada je deficit bio 3,79 mlrd evra (4,5% BDP-a), primetno je određeno povećanje. Viši nivo tekućeg deficita u 2025. godini proistekao je iz niže neto vrednosti sekundarnog dohotka, dok su deficiti na spoljnotrgovinskom i računu primarnog dohotka ostali na prošlogodišnjem nivou. Nepromenjen nivo spoljnotrgovinskog deficita u periodu 2024-2025. godine rezultat je činjenice da je smanjenje robnog deficita bilo u potpunosti neutralisano istovremenim padom suficita na računu usluga. Robni deficit je u 2025. godini iznosio 6,49 mlrd evra (7,3% BDP-a), te je na nižem nivou u poređenju sa deficitom iz prethodne godine. Ovakvo smanjenje robnog deficita je posledica bržeg rasta izvoza (8,7%) od uvoza robe (6,3%), a kretanje cena je rezultiralo poboljšanju odnosa razmene i doprinelo ovom rezultatu. U Q4 2025. deficit tekućeg računa iznosio je 1,5 milijarde evra, te je njegovo učešće u BDP-u od 6,2% na nivou proseka prethodna tri kvartala, a blago iznad nivoa iz Q4 2024. godine. Tokom Q4 izvoz nastavlja da raste brže od uvoza, čemu doprinose i povoljniji odnosi razmene, mada januarski podaci ukazuju na osetno međugodišnje smanjenje obe komponente međunarodne razmene. Tokom 2025. godine zabeležen je relativno nizak priliv kapitala od 2,75 mlrd evra, što je prvenstveno posledica pada stranih direktnih investicija (SDI) na 2,3 mlrd evra (2,6% BDP-a). S obzirom na to da se učešće neto priliva SDI u poslednjih deset godina kretalo u rasponu od 6% do 8% BDP-a, nivo ostvaren u 2025. godini je najniži godišnji iznos u ovom periodu i po prvi put ispod ostvarenog tekućeg deficita. Sukob na Bliskom istoku već uzrokuje snažan rast cena energenata, što bi, ukoliko se tenzije brzo ne smire, moglo značajno negativno da utiče na rezultat u spoljnotrgovinskoj razmeni, da ugrozi globalne investicione tokove i uspori priliv SDI u 2026. godini usled povećane neizvesnosti na tržištu.

U 2025. tekući deficit 4,3 mlrd evra, tj. 4,9% BDP-a, iznad deficita iz 2024. godine

Tokom 2025. godine, deficit tekućeg računa platnog bilansa je iznosio 4,3 mlrd evra (4,9% BDP-a), što predstavlja povećanje u odnosu na deficit od 3,79 mlrd evra (4,5% BDP-a) zabeležen 2024. godine. Posmatrano po ključnim komponentama tekućeg bilansa, promena od 2024. do 2025. je evidentirana kod količnika sekundarnog dohotka i BDP-a,¹ koji je u 2025. bio niži za 0,3 pp (za koliko je i tekući deficit porastao u ovom jednogodišnjem periodu), dok su učešće deficita na računu primarnog dohotka² i spoljnotrgovinskog deficita (tj. deficita robe i usluga) u BDP-u ostali nepromenjeni. Isti nivo spoljnotrgovinskog deficita u 2024. i 2025. godini zapravo je rezultat činjenice da je smanjenje robnog deficita bilo izjednačeno smanjenju suficita na računu usluga između posmatrane dve godine (za 0,8 pp BDP-a).

Niži suficit sekundarnog dohotka, uz nepromenjeni spoljnotrgovinski deficit i deficit primarnog dohotka

Deficit u robnoj razmeni je u 2025. godini iznosio 6,49 mlrd evra (7,3% BDP-a), te je na nižem nivou u poređenju sa deficitom iz prethodne godine od 6,77 mlrd evra (8,1% BDP-a). Ovakvo smanjenje robnog deficita od 2024. do 2025. je posledica činjenice da je rast izvoza (8,7%) bio iznad povećanja uvoza (6,3%)³. U 2025. cene izvoza su 1,2% bile iznad, a uvoza za 1,4% ispod onih iz 2024. Takvo kretanje cena izvoza i uvoza robe je rezultiralo poboljšanju odnosa razmene (indeks 102,7), dok je kretanje vrednosti robnog uvoza i izvoza vodilo povećanju pokrivenosti uvoza izvozom na 83%. Spoljnotrgovinski deficit je iznosio 4,16 mlrd evra u 2025. godini i 3,95 mlrd evra godinu dana ranije. Zanimljiva činjenica je da je spoljnotrgovinski deficit izražen kao procenat godišnje vrednosti BDP-a već tri godine zaredom (2023, 2024. i 2025) na nepromenjenom nivou od 4,7%. Nepromenjeni nivo spoljnotrgovinskog deficita od 2024. do 2025. godine posledica je istovremenog podjednagog smanjenja suficita na računu usluga i deficita u robnoj razmeni za 0,8 pp BDP-a. Najveći uticaj na smanjenje suficita na računu usluga je imao porast neto uvoza turističkih usluga, dok je sektor informaciono-komunikacionih

Učešće spoljnotrgovinskog deficita u BDP-u 4,7%

1 Ova stavka u platnom bilansu obuhvata doznake, donacije i druge vrste transfera.
2 Ova stavka u platnom bilansu obuhvata naknade za zaposlene, dividende, reinvestiranu dobit, kamate i druge dohotke od faktora proizvodnje.
3 Podaci NBS za uvoz i izvoz robe, kao i robni bilans, razlikuju se od podataka RZS-a (koje koristimo u narednim delovima teksta: Izvoz i Uvoz) jer ne uključuju robu na doradi (v. Okvir 1 o izmeni metodologije obračuna Platnog bilansa u QM37). Stoga postoji određena razlika u nivoima izvoza i uvoza, kao i stopama rasta, u zavisnosti da li je izvor podataka NBS ili RZS.

**Pad robnog deficita
usled bržeg rasta izvoza
od uvoza neutralisan
smanjenjem neto
izvoza od usluga**

tehnologija nastavio sa trendom dvocifrenog rasta izvoza. Relativno niže cene uvozne robe (za 1,4%) uz porast cena izvoznih proizvoda (za 2,3%) u 2025. godini u poređenju sa prethodnom godinom, uslovile su da je u 2025. izvoz robe dostigao 36,6% BDP-a, te porastao za 0,7 pp u odnosu na 2024, a uvoz u BDP-u iznosio 43,9%, te ostao gotovo nepromenjen (v. Tabelu T4-1). Istovremeno, izvoz i uvoz robe i usluga su porasli za oko 0,5 pp, čime dostižu 53,8% i 58,5% BDP-a, respektivno.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2023	2024	2025	2025			
				Q1	Q2	Q3	Q4
	u milionima evra						
TEKUĆI RAČUN	-1.804	-3.788	-4.302	-651	-1.354	-808	-1.489
Roba	-6.628	-6.770	-6.487	-1.594	-1.598	-1.438	-1.856
Izvoz robe	27.932	29.859	32.457	7.988	8.269	7.959	8.242
Uvoz robe	34.560	36.628	38.944	9.582	9.868	9.397	10.097
Usluge	3.104	2.820	2.323	665	520	274	864
Prihodi	13.086	14.459	15.229	3.563	3.590	3.892	4.183
Rashodi	9.982	11.639	12.906	2.898	3.071	3.618	3.319
Primarni dohodak	-3.918	-5.219	-5.574	-866	-1.595	-1.171	-1.942
Prihodi	1.052	1.415	1.375	323	351	322	379
Rashodi	4.969	6.634	6.949	1.189	1.946	1.493	2.321
Sekundarni dohodak	5.639	5.382	5.437	1.144	1.320	1.528	1.445
Prihodi	6.934	6.829	7.458	1.589	1.875	2.037	1.958
Rashodi	1.296	1.447	2.021	444	555	509	513
Lični transferi, neto ¹⁾	4.602	4.470	4.571	876	1.127	1.350	1.217
od čega: Doznake radnika	3.719	3.562	3.757	693	924	1.144	996
KAPITALNI RAČUN- neto	1	146	163	110	37	11	6
FINANSIJSKI RAČUN	-1.559	-3.196	-4.648	-783	-1.384	-816	-1.665
Direktne investicije	-4.262	-4.602	-2.278	-318	-502	-797	-661
Portfolio investicije	-884	-428	881	334	209	182	157
Finansijski derivati	-73	-36	-37	-5	-10	0	-22
Ostale investicije	-1.444	-964	-1.666	341	-517	-1.080	-411
Ostali vlasnički kapital	-15	-43	-34	-27	-6	-1	1
Gotov novac i depoziti	39	471	-336	469	-51	-811	56
Krediti	-1.564	-1.509	-2.580	-595	-551	-181	-1.253
Centralna banka	0	0	0	0	0	0	0
Depozitne institucije osim centralne bank	595	210	-598	-78	17	-156	-380
Država	-1.497	-1.081	-438	-113	156	204	-685
Ostali sektori	-662	-639	-1.543	-404	-723	-229	-187
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	-12	-13	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	108	129	1.284	494	91	-86	785
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0
Devizne rezerve	5.104	2.834	-1.548	-1.135	-565	879	-728
GREŠKE I PROPUSTI- neto	243	446	-510	-241	-67	-19	-182
PRO MEMORIA							
	u % BDP-a						
Bilans tekućih transakcija	-2,4	-4,5	-4,9	-3,2	-6,1	-3,6	-6,2
Bilans robne razmene	-8,8	-8,1	-7,3	-7,8	-7,3	-6,5	-7,7
Izvoz robe	37,1	35,9	36,6	39,3	37,5	35,7	34,4
Uvoz robe	46,0	44,0	43,9	47,1	44,8	42,2	42,1
Bilans robe i usluga	-4,7	-4,7	-4,7	-4,6	-4,9	-5,2	-4,1
Lični transferi - neto	6,1	5,4	5,2	4,3	5,1	6,1	5,1
BDP u evrima ²⁾	75.205	83.260	88.672	20.350	22.046	22.285	23.990

Napomena: Platni bilans Republike Srbije je usklađen sa međunarodnim smernicama sadržanim u Priručniku za izradu platnog bilansa br. 6 MMF-a (BPM6). Izvor: NBS

1) Lični transferi predstavljaju tekuće transfere između rezidentnih i nerezidentnih domaćinstava.

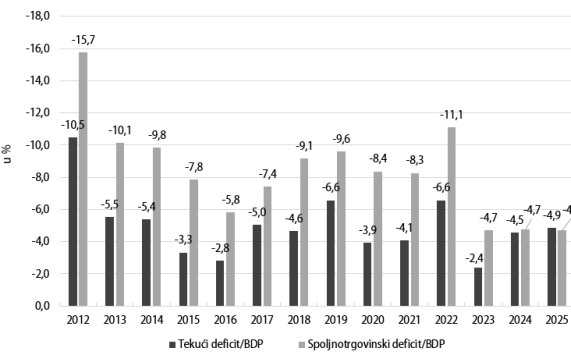
2) Kvartalne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Tokom 2025. ostvaren je priliv kapitala od 2,75 mlrd evra⁴, od čega najveći deo predstavlja priliv po osnovu SDI od 2,28 mlrd evra, neto, tj. 2,6% BDP-a. Ovakav neto priliv SDI je u znatnoj meri ispod zabeleženog u 2024. godine od 4,6 mlrd evra, tj. 5,5% BDP-a. Takođe, posmatrano od 2016. godine učešće neto priliva od SDI je bilo oko 6-8% BDP-a, te je neto iznos SDI u 2025. najniži i osetno ispod prosečnog nivoa, a po prvi put i nedovoljan za pokriće tekućeg deficita. Sam

4 3,26 mlrd evra bez računa Greške i propusti.

U 2025. znatno niži priliv kapitala posledica osetnog smanjenja priliva SDI, koje su nakon deset godina prvi put ispod nivoa tekućeg deficita

Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spoljnotrgovinski deficit, 2012-2025.



Izvor: NBS, QM

evra. U okviru ostalih investicija, zabeležen je znatan neto priliv po osnovu finansijskih kredita, dok je bitan odliv evidentiran na računu trgovinskih kredita i avansa. U okviru kredita, posebno je povećano zaduživanje ostalih sektora (1,54 mlrd evra), zatim banaka (598 miliona evra) i države (438 milina evra). Ostvareni tokovi uticali su da su devizne rezerve tokom 2025. smanjene za 1,55 mlrd evra (Tabela T4-1).

U Q4 tekući deficit približno 1,5 mlrd evra, tj. 6,2% BDP-a

...iznad nivoa iz Q4 2024...

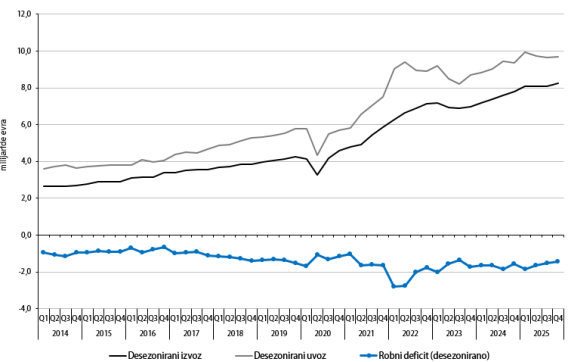
... kao neto rezultat rasta deficita primarnog dohotka i smanjenja spoljnotrgovinskog deficita, uz nepromenjen deficit sekundarnog dohotka

Kvartalni podaci ukazuju da je tokom Q4 2025 deficit tekućeg računa iznosio 1,49 mlrd evra, tj. 6,2% BDP-a (Tabela T4-1). Time, učešće tekućeg deficita u BDP-u je na nivou onog iz Q2 2025, a značajno iznad nivoa iz Q1 i Q3 2025. godine. Posmatrano međugodišnje tekući deficit je za 1 pp BDP-a iznad nivoa iz Q4 2024 (5,2% BDP-a). Do ovog povećanja tekućeg deficita je došlo usled porasta deficita na računu primarnog dohotka (za 1,3 pp BDP-a), koji je delom kompenzovan smanjenjem spoljnotrgovinskog deficita, dok je nivo deficita na računu sekundarnog dohotka gotovo nepromenjen.

U Q4 2025. robni deficit iznosi 1,86 mlrd evra. Time, robni deficit čini 7,7% BDP-a i na nivou onog iz Q1, a blago iznad ostvarenih deficita u Q2 i Q3. Istovremeno, suficit na računu usluga iznosi 864 miliona evra, čini 3,6% BDP-a i dostiže najvišu kvartalnu vrednost u 2025. godini. Time, iznos spoljnotrgovinskog deficita od 992 miliona evra, te je izražen kao procenat BDP-a (4,1%) ispod nivoa iz prva tri kvartala 2025. godine.

U Q4 2025. deficit robne razmene i suficit na računu usluga su niži nego u Q4 2024. godine - za 1 pp BDP-a i za 0,7 pp BDP-a, respektivno, te je spoljnotrgovinski deficit (deficita robe i usluga) u ovom periodu smanjen za 0,3 pp BDP-a. Tokom Q4 2025. izvezeno je robe u vrednosti od 8,24 mlrd evra, što čini 34,4% BDP-a, a uvezeno 10,1 mlrd evra, što je 42,1% BDP-a. U

Grafikon T4-3. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2014-2025



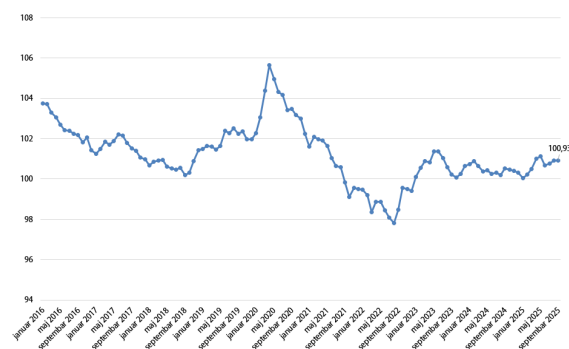
Izvor: NBS, RZS, QM

priliv od SDI je iznosio 3,5 mlrd evra, ali je zabeležen i znatan odliv po ovom osnovu, koji se objašnjava povećanim ulaganjem rezidenata u inostranstvo.⁵ Rat na Bliskom istoku već narušava globalnu stabilnost i, ukoliko se ubrzo ne okonča, mogao bi značajno da ugrozi investiciona kretanja, što bi se u 2026. godini odrazilo kroz suzdržanost stranih investitora i manji priliv SDI.

U 2025. godini neto priliv po osnovu ostalih investicija iznosi 1,67 mlrd evra, neto odliv po osnovu portfolio investicija je 881 miliona evra, dok je prisutan i skroman neto priliv na računu finansijskih derivata od 37 miliona

Q4 i izvoz i uvoz ostvaruju međugodišnji rast, ali je rast izvoz brži od rasta uvoza (5,9% i 3,5%, respektivno). Desezonirane vrednosti potvrđuju ovakav trend kretanja komponenata spoljnotrgovinske razmene, pa je izvoz u Q4 2025. viši za 1,9% u odnosu na vrednost iz Q3 2025, dok je uvoz u istom periodu zabeležio povećanje za 0,5% (Grafikon T4-3). Istovremeno, prema podacima RZS-a, indeks odnosa razmene iznosi 106,9, što ukazuje na poboljšanje odnosa razmene u odnosu na Q4 2024, imajući u vidu da cene izvoza porasle (za 1%), a cene uvoza opale u ovom periodu (za 5,5%).

⁵ Izveštaj o inflaciji, NBS, februar 2026, str. 3.

Grafikon T4-4. Indeks odnosa razmene, januar 2012-oktobar 2025, jun 2012=100

Izvor: MMF, QM

Napomena: Na grafikonu su prikazani podaci koji predstavljaju bazni indeks odnosa razmene za Srbiju, gde je baza 2012. godine, čiji je izvor MMF. Poslednje dostupne podatke trenutno se odnosi na oktobar 2025. U tekstu se koriste međugodišnji indeksi, gde su raspoloživi podaci za Q4 2025, čije vrednosti razlikuju od prikazanih usled metodoloških razlika.

Suficit na računu sekundarnog dohotka je u Q4 iznosio 1,45 mlrd evra. Čini 6,0% BDP-a, što je na nivou proseka prethodna tri kvartala 2025. U okviru sekundarnog dohotka, priliv po osnovu ličnih transfera iznosi 1,22 mlrd evra (5,1% BDP-a), od čega su doznake radnika 996 miliona evra (4,2% BDP-a), takođe ne odstupajući značajno od prosečnog priliva u prethodnim kvartalima 2025, ali na nešto višem nivou nego u Q4 2024. Deficit primarnog dohotka je 1,94 mlrd evra i čini 8,1% BDP-a, što je iznad nivoa prethodna tri kvartala 2025. i Q4 2024.

Tokom Q4 2025. zabeležen je priliv kapitala od 761 miliona evra⁶ (Tabela T4-1). On uključuje neto priliv SDI od 661 miliona evra (što iznosi 2,8% BDP-a), neto priliv po osnovu ostalih investicija u iznosu od 411

miliona evra, neto priliv po osnovu finansijskih derivata od 22 miliona evra i neto odliv po osnovu portfolio investicija u iznosu od 157 miliona evra. U okviru ostalih investicija, ostvaren je znatniji rast zaduživanja po osnovu kredita od 1,25 mlrd evra, najvećim delom od strane javnog sektora (685 miliona evra), zatim banaka (380 miliona evra) i privrede (187 miliona evra). Istovremeno, zabeležen je manji neto odliv sredstava na računu *Gotov novac i depoziti* (od 56 miliona evra). Bitan neto odliv je evidentiran na računu *Trgovinski krediti i avansi* od 785 miliona evra. Tokom Q4 devizne rezerve su smanjenje za 728 miliona evra, dok su u prvih devet meseci 2025. godine kumulativno umanjene za 820 miliona evra.

Izvoz

Izvoz dostiže 33,07 mlrd evra u 2025, što je za 8,4% iznad izvezene vrednosti u 2024. godini....

Izvoz robe iz Srbije dostiže 33,07 mlrd evra u 2025, što je za 8,4% iznad izvezene vrednosti u 2024. godini. To je solidan rast izvoza uprkos i dalje niskoj eksternoj tražnji. Značajan doprinos izvoznom rezultatu dala je prerađivačka industrija.⁷ Poseban značaj su imale grane povezane sa automobilskom industrijom. Evidentno je da izvoz po isključenju drumskih vozila beleži skromnije kvartalne stope rasta, kao i izraženije usporavanje u drugoj polovini 2025. godine.

Skromniji rast izvoza u drugoj polovini 2025. godini nego u prvoj polovini, dok je u januaru 2026. ispod vrednosti iz januara 2025. godine

U 2025. godini ukupan izvoz je porastao za 8,4% međugodišnje. Izvoz svih proizvodnih grupa, osim kategorije Ostalo, je zabeležio rast u odnosu na 2024. godinu. Primarne grupacije proizvoda, *Intermedijarni* i *Kapitalni* proizvodi, čiji izvoz čini 42,8% i 25,1% ukupnog izvoza, zabeležile su međugodišnji rast od 8,2% i 15,4%, respektivno. Međugodišnji rast tokom 2025. godine je evidentiran i u slučaju Energije (7,4%), Trajnih (7,8%) i Netrajnih proizvoda za široku potrošnju (7,3%). Sa druge strane, smanjenje izvozne vrednosti u slučaju Ostalog izvoza je iznosilo 16,8%.

Tokom Q4 2025 izvoz je na nivou od 8,28 mlrd evra i za 5,3% je viši od prošlogodišnjeg nivoa (Tabela T4-5). Tome je pozitivno doprineo rast izvoza motornih vozila, proizvoda od gume i plastike,⁸ kao i rast izvoza sektora rudarstva,⁹ dok je opao izvoz poljoprivrednih proizvoda (usled prošlogodišnje suše i smanjenih zaliha) i nižeg izvoza električne energije. Nakon značajnog međugodišnjeg rasta izvoza u Q2 2025 (10,3%) i ubrzanja rasta u odnosu na Q1, izvoz beleži skromniji rast u drugoj polovini godine. Čak, po isključenju drumskih vozila izvoz evidentno usporava rast u Q3 (Q2 6,1%) i ostvaruje međugodišnje smanjenje vrednosti u Q4 (-1,1%, Tabela T4-5). Pored ukupnog izvoza bez drumskih vozila, niži nivo izvoza u Q4 2025 u poređenju

⁶ 944 miliona evra bez računa *Greške i propusti*.

⁷ Izveštaj o inflaciji, NBS, februar 2026, str. 3.

⁸ Rastu izvoza u Q4 najviše doprinosi porast izvoza motornih vozila, gume i plastike, što je rezultat prethodnih intenzivnih ulaganja u automobilske sektor, posebno pokretanja serijske proizvodnje električnih automobila i automobilske guma.

⁹ Izveštaj o inflaciji, NBS, februar 2026, str. 41.

sa stanjem godinu dana ranije imaju i *Kapitalni proizvodi bez drumskih vozila*, kao i *Energija*, *Trajni proizvodi za široku potrošnju* i neklasifikovan izvoz (tzv. *Ostalo*). U januaru 2026. se izvozni rezultat dodatno pogoršava, te je i ukupna izvezena vrednost, kao i izvoz svih kategorija proizvoda po nameni (osim *Kapitalnih proizvoda*) ispod vrednosti iz januara 2025. godine (v. Tabelu T4-5).

Podaci za Q4 2025. i januar 2026. ukazuju da je rast izvoza zabeležen u slučaju *Kapitalnih proizvoda*, mada taj rast blago usporava – 22,0% i 20,2%, respektivno (Tabela T4-5). Ovo je zahvaljujući i dalje značajnom izvozu drumskih vozila, jer Kapitalni proizvodi bez drumskih vozila beleže negativne međugodišnje stope rasta: -5,3% u Q4 i -9,7% u januaru. Izvoz Intermedijarnih proizvoda beleži rast u Q4 od 4,6% u poređenju sa Q4 2024, da bi u januaru 2026. bio niži za 8,6% u odnosu na januar 2025. *Ostali izvoz* (Neklasifikovano po nameni) tokom svih kvartala 2025. godine beleži međugodišnje smanjenje vrednosti, a to se nastavlja i u prvom mesecu 2026. Sa druge strane, izražen pad je ostvaren kada je u pitanju izvoz *Energije* u Q4 i januaru, nakon međugodišnjeg rasta izvoza energetskih proizvoda u prva tri kvartala 2025. Iako izvoz energije sa učešćem od 3,8% nema presudan značaj za ukupnu vrednost izvoza, posledice uvođenja sankcija NIS-u i obustava rada rafinerije sada su jasno vidljive u spoljnotrgovinskom rezultatu kroz smanjen izvoz energetskih proizvoda. Kraj 2025. i početka 2026. godine potvrdili su negativan uticaj sankcija, koje su za sada samo privremeno ukinute, dok se trajno ne reši pitanje vlasništva NIS-a. Izvoz je Netrajnih proizvoda za široku potrošnju je viši za 4,6% u Q4 i niži za 13,4% u januaru u odnosu na isti period godinu dana ranije. Niži nivo izvoza, posmatrano međugodišnje, je zabeležen u Q4 i januaru kod *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* (1,0% i 14,9%, respektivno, v. Tabelu T4-5).

Glavni rizici za srpski izvoz u 2026. godini obuhvataju primenu evropskih ekoloških taksi (CBAM), produženu geopolitičku nestabilnost na Bliskom istoku koja utiče na cene i dostupnost energenata, kao i usporen oporavak ključnih spoljnotrgovinskih partnera uz rastući globalni protekcionizam.

Tabela T4-5. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2025–januar 2026.

	Učešće u ukupnom izvozu, 2025	2025				2026			
		Q2	Q3	Q4	Januar	Q2	Q3	Q4	Januar
	u %	u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	8.501	7.952	8.281	2.360	10,3	4,2	5,3	-5,7
Ukupno bez drum. vozila	93,2	7.780	7.393	7.467	2.106	6,1	0,9	-1,1	-12,6
Energija	3,8	293	331	243	74	15,9	14,6	-31,6	-40,3
Intermedijarni proizvodi	42,8	3.465	3.334	3.450	1.005	2,8	1,7	4,6	-8,6
Kapitalni proizvodi	25,1	2.417	1.904	2.304	677	34,9	9,3	22,0	20,2
Kapitalni proizvodi bez drum. vozi	18,3	1.697	1.344	1.490	422	19,3	-6,5	-5,3	-9,7
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,1	435	415	409	102	9,5	7,0	-1,0	-14,9
Netrajni proizvodi za široku potrošnj	19,4	1.586	1.650	1.612	429	6,0	6,8	4,6	-13,4
Ostalo	3,8	305	318	264	74	-23,3	-17,6	-28,7	-27,5

Izvor: RZS

Uvoz

Uvoz u 2025. 41,86 mlrd evra, što je međugodišnji rast od 7,2%

Međugodišnje stope rasta uvoza su bile više u prvoj polovini nego u drugoj polovini 2025. godine

Ukupna vrednost uvezene robe u Srbiju tokom 2025. godine je iznosio 41,86 mlrd evra, što je za 7,2% više u poređenju sa vrednošću uvoza u 2024. godini. Kvartalni podaci ukazuju da u Q4 uvoz iznosi 10,81 mlrd evra, što je rast od 4,3% u odnosu na Q4 2024. (v. Tabelu T4-6).¹⁰ Međugodišnje stope rasta uvoza su bile više u prvoj polovini nego u drugoj polovini 2025. godine, sugerisući određeno usporavanje rasta uvoza robe posmatrano na nivou godine. Desezonirane podaci uvoza za 2025. godinu ukazuju na skromniji međukvartalni porast na samom kraju godine, tj. rast od 0,5% u Q4 u odnosu na Q3, nakon toga što je u dva prethodna kvartala ostvareno smanjivanje ove vrednosti (za 2,0% u Q2 u poređenju sa Q1 i 1,0% u Q3 u poređenju sa Q2). U januaru 2026. dolazi do značajnog međugodišnjeg smanjenja uvoza, jer je uvezena vrednost čak 15% ispod one iz januara 2025. godine.

10 Rast se pre svega duuguje rastu uvoza opreme i reproduccionog materijala, Izveštaj o inflaciji, NBS, februar 2026, str. 41.

U januaru 2026. uvezena vrednost čak 15% ispod one iz januara 2025. godine

Glavni razlozi opadajućeg trenda uvoza robe u najvećem delu 2025. godine i početkom 2026. godine bili su pad cena energenata na globalnom tržištu¹¹, realna aprecijacija dinara u odnosu na evro, te rast domaće tražnje. Uvoz Energije je niži za 3,2% u 2025. godini u odnosu na 2024, gde su negativne međugodišnje stope rasta zabeležene u drugoj polovini godine (-22,3% u Q3 i 17,2% u Q4, Tabela T4-6). Time, kada se analizira uvoz po isključenju energetskih proizvoda, primetno je da je međugodišnji rast nešto iznad rasta ukupnog uvoza. Tokom Q4 uvoz energenata je niži za 17,2% nego godinu dana ranije, pri čemu je cena nafte u evrima međugodišnje niža za 22%, što ukazuje na rast uvezenih količina energetskih proizvoda za 6%. U januaru 2026. vrednost uvezenih energenata je čak niža za trećinu u odnosu na isti mesec 2025. godine, pri čemu su cene energenata u evrima 26% niže, što ukazuje na pad i uvezene količine ovih proizvoda (Tabela T4-6).

Na nivou 2025. godine u slučaju svih ostalih proizvoda po nameni, osim Energije, zabeležen je porast uvoza. Takav rezultat je zabeležen i u Q4, gde je ostvaren porast uvoza kod svih proizvoda osim kod Energije. U januaru 2026. dolazi do naglog pogoršanja uvoznog rezultata, pa je kod svih pojedinačnih proizvoda ostvaren niži uvoz nego u januaru 2025. godine.

U Q4 rast uvoza *Intermedijarnih proizvoda*, koji čine trećinu ukupnog uvoza, iznosi 5,7% međugodišnje, da bi u januaru uvoz ovih proizvoda opao za 12,3% u odnosu na isti mesec godinu dana ranije. Najbrži rast u Q4 zabeležen je kod *Kapitalnih proizvoda* (16,9% međugodišnje) – druge najveće kategorije proizvoda, koja dostiže skoro petinu ukupnog uvoza. Ipak, u januaru 2026. uvoz Kapitalnih proizvoda je za 16,4% niži nego u januaru 2025. Isti trend imalo je uvoz robe široke potrošnje – međugodišnji rast vrednosti u Q4 2025. (10,2% kod *Trajnih* i 1,9% kod *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*), praćen međugodišnjim smanjenjem u januaru 2026 (13,1% kod *Trajnih* i 6,7% kod *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*). Istovremeno, Ostali uvoz je iznad prošlogodišnjeg za 4,8% u Q4 2025. i ispod prošlogodišnjeg za 11,6% u januaru 2026. (Tabela T4-6).

Geopolitička neizvesnost, posebno zbog situacije na Bliskom istoku, imaće veliki uticaj na uvoz kroz već prisutan i očekivani skok cena energenata i ostalih proizvoda na svetskom tržištu.

Tabela T4-6. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2025-januar 2026

	Učešće u ukupnom uvozu, 2025	2025			2026	2025			2026
		Q2	Q3	Q4	Januar	Q2	Q3	Q4	Januar
	u %	u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	10.601	10.117	10.807	2.530	8,7	3,1	4,3	-15,4
Energija	10,4	965	924	993	342	6,5	-22,3	-17,2	-32,2
Intermedijarni proizvodi	33,8	3.491	3.482	3.607	844	0,9	-2,4	5,7	-12,3
Kapitalni proizvodi	19,5	2.111	2.041	2.303	446	1,1	18,1	16,9	-16,4
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,2	213	204	263	54	1,1	1,3	10,2	-13,1
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	17,1	1.715	1.754	1.831	438	6,6	8,3	1,9	-6,7
Ostalo	17,0	2.105	1.714	1.810	407	42,5	14,0	4,1	-11,6
Uvoz bez energije	89,6	9.636	9.193	9.814	2.188	8,9	6,6	7,2	-12,0

Izvor: RZS

Spoljni dug

Spoljni dug Srbije je na kraju Q3 2025 iznosi 48,95 mlrd evra, tj. 56,1% BDP-a

Spoljni dug Srbije je na kraju Q3 2025.¹² dostigao 48,95 mlrd evra, te čini 56,1% BDP-a. U poređenju sa krajem 2024. godine zabeležen je rast spoljnog duga od 180 miliona evra. Ipak, učešće spoljnog duga u BDP-u je u ovom periodu opao za 2,5 pp, jer je inflacija uticala na brži rast vrednosti imenioca (BDP-a). Zabeleženi rast duga od početka 2025. godine je neto rezultat osetnog zaduživanja privatnog sektora i znatnog razduživanja javnog sektora (v. Tabelu T4-7).

11 Prosečna cena nafte tipa *Brent* je iznosila 69 dolara za barel u 2025. godini, dok je u 2024. bila 81 dolara za barel. U Q4 cena je 64 dolara, a u januaru 67 dolara za barel, što je pad od 15% u odnosu na isti period godinu dana ranije. U evrima međugodišnji pad cena je još izraženiji, usled apresijacije evra, te iznosi 22% u Q4 i 26% u januaru. Izvor: izračunavanje autora na osnovu podataka Svetske banke.

12 Izvor podataka za spoljni dug i međunarodnu investicionu poziciju je NBS, a poslednji raspoloživi podaci se odnose na septembar 2025. godine.

Rast duga od početka 2025. godine neto rezultat zaduživanja privatnog i razduživanja javnog sektora

Javni sektor je tokom prvih devet meseci 2025. smanjio svoj spoljni dug za 1,31 mlrd evra. Nasuprot tome, privatni sektor je zabeležio znatan porast duga od 1,49 mlrd evra (Tabela T4-7). Od ukupnog rasta duga privatnog sektora dugoročni dug je porastao za 491 miliona evra, dok je kratkoročni dug viši za milijardu evra u septembru u poređenju sa stanjem devet meseci ranije. Najveći deo ovog povećanja duga privatnog sektora odnosi se na zaduživanje privrede, s obzirom da su i dugoročni i kratkoročni dug privredne znatno viši na kraju septembra u odnosu na stanje devet meseci ranije - 565,5 miliona evra i 683,5 miliona evra, respektivno.

Tokom Q3 2025. godine, ukupni spoljni dug je uvećan za 413 miliona evra, pri čemu se javni sektor razdužio za 212,3 miliona evra, uz istovremeno zaduživanje privatnog sektora za 625,2 miliona evra. Ukupnom porastu spoljnog duga privatnog sektora u periodu jul-septembar doprinelo je dodatno dugoročno zaduživanje (268,7 miliona evra) i kratkoročno zaduživanje (356,5 miliona evra).

Tabela T4-7. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2023–Q3 2025

	2023	2024	2025		
			Mar.	Jun	Sep.
stanja, u milionima evra, kraj perioda					
Ukupan spoljni dug	44.173	48.771	48.836	48.539	48.951
(U % BDP-a) ⁴⁾	58,7	58,6	57,8	56,5	56,1
Javni spoljni dug ¹⁾	24.701	26.663	26.375	25.563	25.350
(U % BDP-a) ⁴⁾	32,8	32,0	31,2	29,8	29,1
Dugoročni	24.701	26.663	26.375	25.563	25.350
od čega MMF	0	0	0	0	0
specijalna prava vučenja	1.232	1.273	1.243	1.189	1.186
Kratkoročni	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug ²⁾	19.472	22.109	22.461	22.976	23.601
(U % BDP-a) ⁴⁾	25,9	26,6	26,6	26,8	27,1
Dugoročni	18.810	21.135	21.302	21.358	21.626
od čega banke	3.281	3.219	3.186	3.158	3.138
od čega privreda	15.503	17.884	18.083	18.161	18.449
od čega ostali	26	32	33	39	40
Kratkoročni	662	974	1.158	1.618	1.975
od čega banke	326	236	319	325	554
od čega privreda	336	737	838	1.292	1.420
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	25,6	23,4	24,0	24,6	22,8

Napomena: Spoljni dug Republike Srbije obračunava se po principu „dospelog duga“, koji obuhvata iznos duga po glavnici i iznos obračunate kamate koja nije plaćena u momentu ugovorenog dospeća.

Izvor: NBS, QM

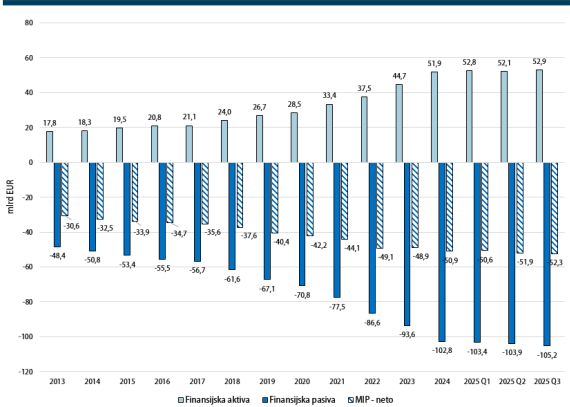
1) Spoljni dug javnog sektora Republike Srbije obuhvata dug države (u koji je uključen dug Kosova i Metohije po kreditima koji su zaključeni pre dolaska misije KFOR-a, neregulisan dug prema Libiji i klirinški dug prema bivšoj Čehoslovačkoj), Narodne banke Srbije, lokalne samouprave, fondova i agencija koje je osnovala država i dug za koji je izdata državna garancija.

2) Spoljni dug privatnog sektora Republike Srbije obuhvata dug banaka, preduzeća i ostalih sektora, za koji nije izdata državna garancija. Spoljnim dugom privatnog sektora nisu obuhvaćeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (905,6 miliona evra, od čega se 399,7 miliona evra odnosi na domaće banke, a 505,9 miliona evra na domaća preduzeća).

3) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

4) Koristi se zbir vrednosti BDP-a posmatranog kvartala i prethodne tri kvartalne vrednosti BDP-a.

Grafikon T4-8. Srbija: neto međunarodna investiciona pozicija, u mlrd EUR



Izvor: NBS

Napomena: Neto finansijska pasiva prikazana kao negativna vrednost na grafikonu

Međunarodna investiciona pozicija

Međunarodna investiciona pozicija (MIP) Srbije iznosila je 52,3 mlrd evra (Grafikon T4-8) na kraju septembra 2025. godine. To predstavlja neto rezultat potraživanja od 52,9 mlrd evra, sa jedne strane, i obaveza prema inostranstvu od 105,2 mlrd evra, sa druge strane. Tokom prvih devet meseci 2025. godine MIP je povećana za 1,4 mlrd evra, usled istovremenog porasta na računu finansijske aktive - za 1,01 mlrd evra i finansijske pasive - za 2,41 mlrd evra.

MIP Srbije 52,3 mlrd evra na kraju Q3 2025.

U okviru finansijske pasive, SDI iznose 62,1 mlrd evra, portfolio investicije 10,74 mlrd evra i krediti iznose 25,73 mlrd evra. Na kraju Q3 2025, u poređenju sa stanjem devet meseci ranije (na kraju 2024), ukupne obaveze Srbije prema inostranstvu su više za 2,41 mlrd evra i dominantno je rezultat porasta obaveza po osnovu SDI (za 2,22 mlrd evra). Istovremeno, zabeležen je rast obaveza po osnovu kredita od 598 miliona evra, dok su smanjenje obaveze po osnovu portfolio investicija za 438,27 miliona evra.

5. Cene i devizni kurs

Kretanje cena u Q4 2025. i na početku 2026. godine obeležila je jasna divergencija između ukupne inflacije, koja je pod uticajem administrativnih mera snažno usporila, i bazne inflacije koja sugerise da inflatorni pritisci u srpskoj ekonomiji još uvek nisu otklonjeni. Srbija je 2025. završila sa međugodišnjom inflacijom od 2,8%, koja se u februaru dodatno spustila na 2,4%, dok je prosečna inflacija u 2025. iznosila 3,9%. Oba pokazatelja potvrđuju uspešan povratak inflacije u granice ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$), međutim, važno je istaći da je ovaj rezultat delom posledica uvođenja ograničenja na trgovačke marže za veliki deo asortimana robe široke potrošnje – što se najviše odrazilo na osetan pad cena prehrambenih proizvoda u prethodnih šest meseci. Dok je inflacija u segmentu hrane administrativno umirena, bazna inflacija ponovo ispoljava tendenciju ubrzanja, porastavši sa 3,8% u oktobru na 4,2% u februaru 2026. Glavni uzrok otpornosti bazne inflacije su cene u sektoru usluga (međugodišnji rast od 5,7% u februaru), što se može direktno dovesti u vezu sa strukturnim pritiscima na tržištu rada. Pored relativno snažnog rasta prosečnih zarada u 2025. godini, poseban izazov predstavlja povećanje minimalne cene rada za čak 37% u proteklih godinu dana. Pored domaćih cenovnih pritisaka, početak 2026. doneo je egzogeni šok bez presedana. Izbijanje rata u Iranu i *de facto* blokada Ormuskog moreuza doveli su do gotovo momentalnog rasta svetskih cena nafte za 50-60%, a konačne razmere ovog šoka još uvek je nemoguće sagledati zbog ogromne neizvesnosti u pogledu krajnjeg ishoda krize na Bliskom Istoku. Imajući u vidu kratkoročne implikacije ovog energetskeg šoka, kao i očekivani efekat „potisnute inflacije“ nakon ukidanja vladine Uredbe o ograničenju trgovačkih marži od marta, procenjujemo da bi inflacija već u prvoj polovini godini mogla da dostigne nivo od 4-5% – što je osetno iznad aktuelnih projekcija NBS (oko 3%). Kretanje inflacije u drugoj polovini godine zavisice presudno od trajanja i intenziteta poremećaja na globalnom energetskeg tržištu, što trenutno nije moguće pouzdano proceniti. NBS je opravdano zadržala referentnu kamatnu stopu na restriktivnih 5,75%, uzimajući u obzir privremenost mere administrativne kontrole cena i povišene neizvesnosti u međunarodnom okruženju. U svetlu novih rizika i eskalacije krize na Bliskom istoku, mogućnost nastavka ciklusa monetarne relaksacije najverovatnije se pomera za kraj 2026. Na deviznom tržištu, stabilnost nominalnog kursa očuvana je uz česte i obimne intervencije NBS. Naime, 2025. je prva godina posle pandemije u kojoj je NBS bila neto prodavac deviza (580 mln evra) u cilju sprečavanja oscilacija deviznog kursa, pri čemu su deprecijacijski pritisci na dinar nastavljeni i u prva dva meseca 2026. (neto prodaja dodatnih 810 mln evra). Pored egzogenih šokova koji su doveli do privremenog rasta tražnje za devizama (poput uvođenja sankcija prema NIS-u), kao strukturni faktor ističe se fundamentalni zaokret u platnom bilansu: priliv SDI se u 2025. prepolovio na 2,3 mlrd evra (2,6% BDP-a) i više ni izbliza ne pokriva deficit tekućeg računa, ostavljajući jaz u finansiranju od oko 2 mlrd evra.

Cene

U 2025. došlo je do primetnog usporavanja inflacije, ali je dezinflacija uglavnom bila administrativno vođena uz još uvek prisutne strukturne cenovne pritiske

Srbija je 2025. završila sa inflacijom od 2,8%, što je osetno manji rast potrošačkih cena u poređenju sa krajem prethodne godine, kada je iznosila 4,3% (Tabela T5-1). Prosečna godišnja inflacija iznosila je 3,9%, što je takođe niže u odnosu na njen nivo u 2024. (4,7%). Premda ovi podaci ilustruju uspešan povratak međugodišnje inflacije u granice ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$), detaljnija analiza ukazuje na to da je dezinflaciona putanja bila prilično volatilna i dominantno uslovljena nemonetarnim činiocima. Naime, u 2025. mogu se identifikovati tri specifična inflaciona perioda: 1) *januar-maj*: period postepenog usporavanja inflacije sa 4,7 na 3,9%, pod uticajem visoke baze kod cena hrane iz prethodne godine i pada cena energenata na svetskom tržištu; 2) *jun-avgust*: nagli zaokret i ubrzanje inflacije do 4,9% u julu, usled šoka na strani ponude neprerađene hrane, budući da su nepovoljni vremenski uslovi desetkovali rod svežeg voća i povrća; 3) *septembar-decembar*: period oštrog administrativnog kočenja inflacije do decembarskih 2,8%. Usporavanje

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

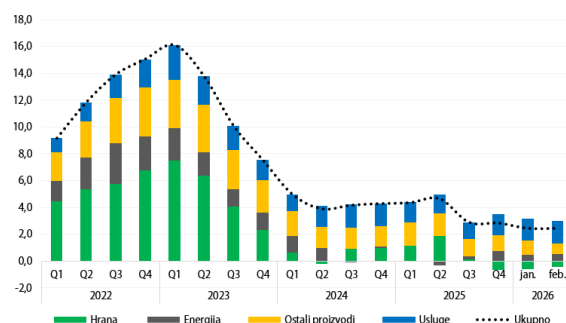
	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (2025 = 100)	međugodišnji rast	kumulativni godišnji rast	mesečni rast	kvartalni rast
2023					
mar	90,3	16,2	3,7	0,9	3,3
jun	92,4	13,7	6,0	0,7	2,5
sep	92,9	10,2	6,7	0,3	1,1
dec	93,8	7,6	7,6	0,1	1,0
2024					
mar	94,8	5,0	1,1	0,3	1,0
jun	95,9	3,8	2,3	0,1	1,3
sep	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	-

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

Izvor: RZS

Energenti su zbirno doprineli inflaciji sa 0,7 procentnih poena, prvenstveno zbog poskupljenja električne energije za domaćinstva. Specifičnost ovog poskupljenja u tome što je, pored rasta cene samog kilovat-časa, promena tarifnih pragova uslovila znatno veći efektivni skok troška za prosečno domaćinstvo od 9,6%. Od preostalih proizvoda ističemo doprinos cena bezalkoholnih pića inflaciji u 2025. godini, pre svega kafe čija je cena porasla međugodišnje za 24,4%, usled ekstremnog skoka cena sirovine na svetskim berzama.

Premda Srbija u 2026. godinu ulazi sa relativno niskom stopom inflacije (ispod 3%), perzistentno povišena bazna inflacija, koja se i dalje kreće iznad 4%, sugeriše da fundamentalni cenovni

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

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS

Kvartalna inflacija u Q4, merena rastom potrošačkih cena u odnosu na prosek prethodnog tromesečja, bila je negativna i iznosila je -0,3% (Tabela T5-1). Ova deflacija na kvartalnom

inflacije od septembra je prvenstveno rezultat državne intervencije kroz Uredbu o ograničavanju trgovačkih marži na širok spektar robe široke potrošnje, koja je *de facto* neutralisala prethodne cenovne pritiske u segmentu prehrambenih proizvoda.

Struktura doprinosa inflaciji u 2025. takođe ukazuje na divergenciju cena u segmentima koji su bili pod direktnom kontrolom države i onih u kojima cene dominantno zavise od tržišnih pritisaka. Glavni dezinflatorni impuls potekao je od cena prehrambenih proizvoda, koji su u proseku pojeftinili za 2,3% dajući negativan doprinos inflaciji od -0,7 p.p. (Grafikon T5-2). Kao što je već pomenuto, ovaj trend je mahom bio direktna posledica privremene administrativne kontrole cena, a ne tržišnih kretanja. Nasuprot tome, glavni pokretač inflacije postale su cene usluga, sa zbirnim doprinosom od 1,4 p.p. Unutar ovog sektora zabeležen je visok međugodišnji rast cena kod niza uslužnih delatnosti.¹

pritisци u ekonomiji nisu otklonjeni. Dok su glavni dezinflatorni činioci (pad cena hrane) bili administrativnog i privremenog karaktera, povišena inflacija u uslužnom sektoru bila je strukturno utemeljena u relativno snažnom rastu zarada – kako prosečnih, tako i minimalnih. Posledično, nakon prestanka važenja vladine Uredbe o ograničenju trgovačkih marži, od marta 2026. godine realno je očekivati određeno ubrzanje rasta potrošačkih cena – naročito kod dela proizvoda koji su bili obuhvaćeni administrativnom merom zbog efekta „potisnute inflacije“.

¹ Dvocifren rast cena zabeležen je kod komunalnih usluga (10,2%), turističkih paket-aranžmana (16,8%), usluga održavanja vozila (12,3%) i usluga lične nege (12,4%).

U Q4 je zabeležena negativna inflacija na kvartalnom nivou, što je statistički efekat pada opšteg nivoa cena koji se desio u septembru

nivou zapravo je posledica jednokratnog spuštanja opšteg nivoa cena u septembru usled stupanja na snagu vladine Uredbe o ograničenju marži, a taj niži nivo cena je zatim prenet u poslednje tromesečje. Ovu ocenu potvrđuju podaci o mesečnoj inflaciji tokom Q4: u oktobru je iznosila 0,5%, u novembru 0,3%, a u decembru 0,1%. Dakle, uprkos tome što su mesečne stope bile pozitivne, prosečan nivo cena u Q4 ostao je neznatno niži nego u Q3 upravo zbog septembarskog spuštanja baze.

U periodu oktobar-decembar potrošačke cene u proseku su porasle za 0,9% kao rezultat divergentnih trendova. S jedne strane, hrana je u proseku pojeftinila za 2,4%, dajući negativan doprinos inflaciji od -0,7 p.p. Unutar ove grupe, najznačajnije pojeftinjenje zabeleženo je kod svežeg voća (-10,9%) i mesa (-4,6%), što je posledica sinergije sezonskih faktora i administrativne kontrole cena. Nasuprot tome, kod većine ostalih kategorija IPC-a zabeležen je porast cena. Usluge stanovanja poskupele su za 5,2%, uz doprinos ukupnoj inflaciji od 0,7 procentnih poena, prvenstveno zbog korekcije cene električne energije za domaćinstva od oktobra. Premda je cena po kilovat-času u proseku porasla za 6,6%, metodologija obračuna je registrovala efektivni skok od 9,6% zbog istovremenog spuštanja praga za ulazak u najskuplju tarifu sa 1.600 na 1.200 kWh. Dodatni inflatorni impulsi potekli su od alkoholnih pića i duvana (rast 2,2%, doprinos 0,2 p.p.), budući da su cene cigareta korigovane u decembru uoči zakonskog povećanja akciza od 1. januara 2026. godine, kao i od sezonskog poskupljenja odeće i obuće od 2%. Ostale kategorije, poput zdravlja i transporta, zabeležile su umeren rast cena sa pojedinačnim doprinosima inflaciji od po 0,1 procentni poen.

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

	učesće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2025.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena januar 2026.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena februar 2026.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,9	0,9	0,3	0,3	0,5	0,5
Hrana i bezalkoholna pića	31,6	-2,1	-0,7	0,5	0,2	0,8	0,3
Hrana	28,2	-2,4	-0,7	0,6	0,2	0,9	0,3
Alkoholna pića i duvan	7,1	2,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Duvan	4,5	2,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,7	2,0	0,1	-0,9	0,0	-0,8	0,0
Usluge stanovanja	13,7	5,2	0,7	1,5	0,2	0,7	0,1
Električna energija	5,2	9,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Oprema za stan i održavanje	4,3	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Zdravlje	5,3	2,3	0,1	0,1	0,0	1,0	0,1
Transport	12,7	0,9	0,1	-1,1	-0,1	0,9	0,1
Goriva za putnička vozila	6,3	0,7	0,0	-2,5	-0,2	1,4	0,1
Komunikacije	7,8	1,2	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Ostalo	12,8		0,2		0,1		0,0

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS

Međugodišnja inflacija je dodatno usporila na početku 2026. godine, ali uz prve naznake iscrpljivanja efekata administrativnih mera

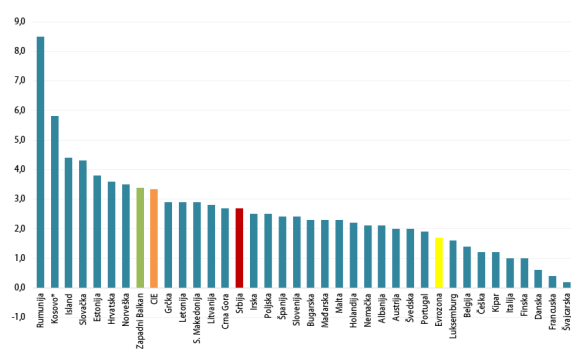
Na samom početku 2026. zabeleženo je blago ubrzanje mesečne inflacije (0,3 i 0,5%, respektivno), ali je zbog visoke baze iz prethodne godine međugodišnja inflacija zapravo usporila na 2,4% u januaru i februaru. Posmatrano u strukturi, ključna promena u odnosu na trendove iz Q4 desila se u segmentu hrane – nakon četiri uzastopna meseca smanjivanja cena, tokom januara i februara je zabeleženo kumulativno poskupljenje hrane za 1,6%, što je doprinelo ukupnoj inflaciji sa 0,5 procentnih poena. Ponovni rast cena hrane je po svemu sudeći rezultat dva činioca. Pored uobičajenog sezonskog poskupljenja voća i povrća u ovom delu godine, tome je doprinelo i delimično ublažavanje administrativne kontrole cena. Naime, Vlada je krajem januara ukinula odredbu o zamrzavanju fakturnih cena na nivou od 1. avgusta 2025. godine, čime je dobavljačima omogućeno da slobodno formiraju cene prema trgovcima. Iako su trgovačke marže ostale ograničene na 20%, taj procenat se sada primenjuje na novu, višu nabavnu osnovicu. Od ostalih činilaca na početku godine izdvaja se januarski porast cena komunalnih usluga od 8,7%, dok su kod ostalih proizvoda i usluga zabeležene tek blage korekcije cena, sa zbirnim doprinosom inflaciji od 0,2 p.p.

Trend usporavanja međugodišnje inflacije prisutan je u većini evropskih zemalja, a pokreću ga slični faktori koji ublažavaju rast cena u Srbiji

Tokom Q4 i na samom početku 2026. zabeležen je trend usporavanja međugodišnje inflacije u gotovo svim evropskim zemljama. U Evrozoni je rast potrošačkih cena usporio sa 2,6% u septembru na ciljanih 2% u januaru 2026. godine, dok je u zemljama Centralne i Istočne Evrope inflacija u istom periodu opala sa 4,1 na 3,3%. Srbija se sa januarskom stopom inflacije od 2,7% (mereno harmonizovanim indeksom potrošačkih cena – HIPC) pozicionirala blizu sredine evropske lestvice (Grafikon T5-4). Kao što se može videti na grafikonu, međugodišnja inflacija se spustila ispod nivoa od 4% u većini evropskih zemalja, dok je jedini drastični izuzetak Rumunija, gde je rast potrošačkih cena u januaru iznosio visokih 8,5%.

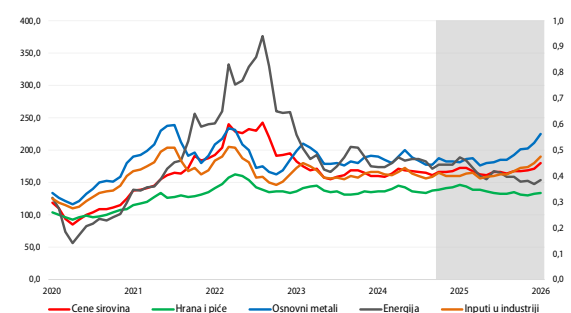
Analiza pokretača dezinflacije na nivou Evrope otkriva slične obrasce koji su zabeleženi i u srpskoj ekonomiji. Usporavanje je uglavnom bilo vođeno smanjenjem doprinosa cena robe, prvenstveno usled pada svetskih cena nafte, ali i nešto povoljnijih berzanskih cena najvažnijih poljoprivrednih proizvoda. Nasuprot tome, doprinos cena usluga ukupnoj inflaciji u većini zemalja ostao je stabilan ili je čak blago porastao (izuzev Češke i Estonije u kojima je doprinos cena usluga blago opao). Ovakva upornost inflacije u sektoru usluga može se direktno povezati sa kretanjima na tržištu rada: istorijski niska nezaposlenost i relativno visok rast zarada gura cene usluga naviše kako kroz kanal tražnje (zbog realnog rasta raspoloživog dohotka), tako i kroz kanal ponude, budući da troškovi rada čine značajnu stavku u strukturi rashoda ovog sektora. Strukturni pritisci su naročito vidljivi u regionu CIE,

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



Izvor: Evrostat

Grafikon T5-5. Indeksi cena sirovina na svetskim berzama, 2000-2026.



Izvor: IMF Primary Commodity Prices

CIE, dok je u Srbiji taj efekat dodatno bio pojačan administrativnom kontrolom cena velikog dela asortimana robe široke potrošnje.

Međutim, nagoveštaji kraja relativno mirnog perioda na svetskim berzama počeli su da se naziru već u Q4. MMF-ov kompozitni indeks cena sirovina zabeležio je rast od 7,4% u periodu od

pritisci su naročito vidljivi u regionu CIE, gde je međugodišnja inflacija u uslužnom sektoru u januaru prosečno iznosila 5,7%, pri čemu ni Srbija ne odstupa od ovog regionalnog trenda (5,8%). Činjenica da je ukupna inflacija u Srbiji trenutno nešto niža od proseka CIE posledica je toga što je rast cena robe bio primetno niži u poređenju sa regionalnim prosekom.² Upravo zbog rigidnosti cena u uslužnom sektoru bazna inflacija u regionu CIE (3,6%) trenutno je iznad nivoa ukupne inflacije (3,3%), što je signal da su fundamentalni inflatorni pritisci i dalje prisutni u većini evropskih ekonomija uprkos opadajućem trendu ukupne inflacije u prethodnim mesecima.

Tokom veće dela 2025. troškovni pritisci iz međunarodnog okruženja bili su stabilni ili su čak delovali dezinflatorno na evropske ekonomije. Kompozitni indeks cena sirovina Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) pokazuje da su cene primarnih proizvoda u 2025. prosečno porasle za svega 1,8% u odnosu na prethodnu godinu (Grafikon T5-5). Ovakvom trendu presudno je doprineo pad cena energenata za 9,1%, pri čemu je cena sirove nafte na svetskom tržištu bila u proseku niža za čak 15,8% u poređenju sa 2024. Upravo su niži troškovi energije i hrane bili ključni dezinflatorni faktori u većini zemalja

² Međugodišnji rast cena robe u januaru 2026. godine iznosio je 2,2% u zemljama CIE, naspram 1,7% u Srbiji.

Nakon relativne stabilnosti svetskih robnih tržišta tokom 2025. godine, globalna privreda se na početku tekuće godine suočava sa novim energetsom šokom

septembra do januara, signalizirajući ponovno jačanje cenovnih pritisaka na strani ponude. Zaokret se prvenstveno desio zbog osetnog rasta cena osnovnih metala i inputa u industrijskoj proizvodnji³, što se često uzima kao rani pokazatelj rasta proizvođačkih troškova u prerađivačkoj industriji. Premda su već ovi trendovi nalagali oprez, pravi potres na svetskom tržištu usledio je krajem februara 2026. godine sa izbijanjem rata u Iranu. Ovaj geopolitički konflikt izazvao je do sad nezabeležen šok na energetskom tržištu, uzrokujući skok cena nafte između 50 i 60% (u zavisnosti od tipa nafte) za svega nedelju dana. Ovako naglo i snažno poskupljenje ključnog energenta, uz ogromne neizvesnosti oko daljeg toka konflikta, preti da u potpunosti poništi dezinflatorne dobitke iz prethodne godine i gurne globalnu ekonomiju u novi ciklus stagflacionih pritisaka (v. Okvir 1).

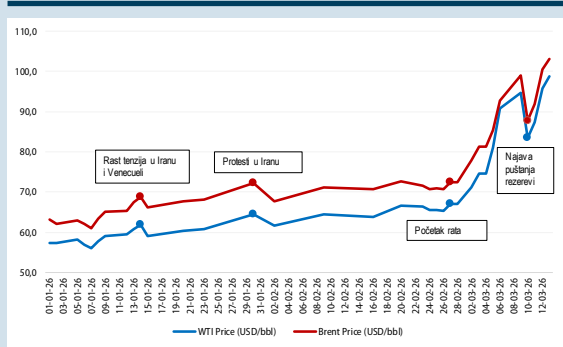
Okvir 1. Globalno energetsko tržište pod pritiskom rata u Iranu: uzroci, posledice i scenariji

Početak 2026. godine obeležila je relativna stabilnost svetskog tržišta nafte, koja je počivala na pretpostavci o obilnom snabdevanju iz zemalja izvan saveza OPEC+ (prvenstveno SAD, Brazila i Gvajane) i očekivanom usporavanju globalne tražnje. Referentne cene nafte tipa Brent kretale su se oko 70 dolara po barelu, uz blago povišenu premiju rizika zbog januarskih tenzija u Iranu (Grafikon T5-6). Međutim, izbijanje otvorenog sukoba između SAD, Izraela i Irana krajem februara 2026. godine iza-

zvalo je jedan od najvećih energetskih šokova u istoriji, rezultirajući skoro trenutnim skokom cena nafte za 50% do 60% u zavisnosti od tipa nafte (sa 65-70 dolara za barel na oko 100 dolara).

Glavni uzrok ovako ekstremnog rasta cena nafte leži u sinergiji fizičkog prekida snabdevanja i kolapsa logističkih lanaca. De facto zatvaranje Ormuskog moreuza, kroz koji prolazi približno petina globalne potrošnje nafte (oko 20 miliona barela dnevno), potpuno je paralisalo transport nafte i tečnog prirodnog gasa. O razmerama blokade svedoči podatak da je broj brodova koji prolaze kroz moreuz pao sa prosečnih 150-175 dnevno na svega 8-10 u prvoj nedelji sukoba. Ključni proizvođači u Persijskom zalivu

Grafikon T5-6. Kretanje cena nafte od početka 2026. godine



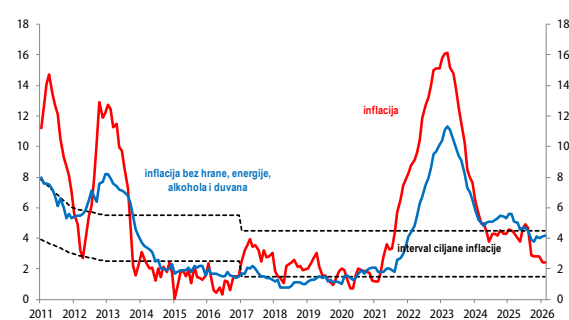
snabdevanja: prekid isporuka helijuma ugrožava proizvodnju poluprovodnika, dok potencijalni skok cena đubriva i aluminijuma prethodi da izazove novi talas poskupljenja hrane i industrijskih proizvoda širom sveta.

Među analitičarima tržišta energenata postoji konsenzus da projekcije trendova do kraja 2026. godine zavise isključivo od trajanja i intenziteta sukoba na Bliskom Istoku, a trenutno se razmatraju tri potencijalna scenarija. **Scenario brze normalizacije** – ukoliko bi se Ormuski moreuz otvorio za transportni saobraćaj u roku od pet nedelja, postoji realna mogućnost da se cena nafte tipa Brent stabilizuje na nivou 70-75 dolara do kraja 2026. godine. **Scenario dugotrajnog sukoba** – cena nafte bi se zadržala na nivou iznad 100 dolara tokom većeg dela godine, što bi imalo ozbiljne implikacije na privredni rast, uz značajno ubrzanje globalne inflacije. **„Crni“ scenario** – podrazumeva trajno uništenje energetske infrastrukture u Persijskom zalivu, što dovelo do energetske deficita koji je nemoguće nadoknaditi iz strateških rezervi i drugih izvora. U tom slučaju se predviđa skok cena nafte na preko 150 dolara za barel, uz ogroman rizik od globalne ekonomske depresije.

Nasuprot ukupnoj inflaciji koja je primetno usporila, bazna inflacija je ponovo na uzlaznom trendu od početka Q4

Bazna inflacija, koja isključuje volatilne cene hrane, energije, alkohola i duvana, predstavlja precizniju meru opštih inflatornih pritisaka u ekonomiji, a fokusira se na komponente IPC-a na koje monetarna politika ima najdirektniji uticaj. Tokom većeg dela 2024. i 2025. godine, ovaj pokazatelj se u Srbiji nalazio na višem nivou od ukupne inflacije (Grafikon T5-7), što dodatno potvrđuje prethodnu ocenu da je usporavanje međugodišnje inflacije dominantno poteklo od eksternih faktora – pada cena hrane zbog ograničenja trgovačkih marži i povoljnog kretanja cena energenata na svetskom tržištu. Jedini izuzetak zabeležen je tokom jula i avgusta 2025. godine, kada šok na strani ponude neprerađene hrane privremeno povećao ukupnu inflaciju iznad nivoa bazne. Međutim, od početka Q4 došlo je do ponovnog razdvajanja trendova ova dva indikatora. Dok je ukupna inflacija naglo usporila pod uticajem vladine Uredbe, bazna inflacija se ponovo našla na uzlaznom trendu, porastavši sa 3,8% u oktobru na 4,2% u februaru. Ovaj trend signalizira da su cenovni pritisci u srpskoj ekonomiji još uvek izraženi, a da je usporavanje ukupne inflacije prethodnih meseci mahom bilo posledica administrativne mere.

Grafikon T5-7. Međugodišnja stopa, noseća inflacija i ciljani koridor NBS, 2011-2026.



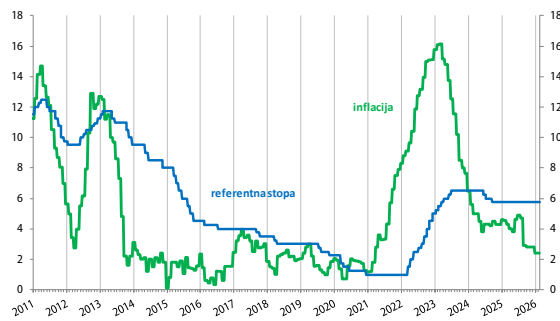
Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS i NBS

Presudan uticaj na kretanje bazne inflacije u proteklih godinu dana imao je rast cena usluga, koji ne samo da ostaje povišen, već se dodatno ubrzava. Međugodišnja inflacija u uslužnom sektoru porasla je sa 4,7% u oktobru na 5,7% u februaru, čime je njen doprinos ukupnoj inflaciji dostigao 1,3 p.p. Mogu se izdvojiti dva ključna faktora koji podstiču ovaj trend: 1) cene komunalnih usluga, poput vodosnabdevanja i odnošenja smeća, beleže snažan međugodišnji rast (u februaru 16,3%), uz doprinos ukupnoj inflaciji od 0,3 procentna poena; 2) primaran izvor cenovnih pritisaka predstavlja snažan rast zarada, koje čine znatan deo troškova u uslužnom sektoru. Pored toga što je prosečna zarada u 2025. nominalno porasla za visokih 11,5%, verovatno još veći uticaj imalo je drastično povećanje minimalne zarade u prethodnih godinu dana. Kroz tri uzastopna povećanja — od redovnog u januaru 2025. do vanrednog u oktobru i ponovnog na početku 2026. godine — minimalna cena rada je kumulativno porasla za oko 37%. Intenzivan rast troškova rada u kratkom periodu neminovno se prelijeva na cene u radno intenzivnim uslužnim delatnostima, a kako realni rast raspoloživog dohotka podstiče i tražnju za uslugama, realno je očekivati da će ovaj sektor ostati važan generator inflatornih pritisaka tokom čitave godine.

U periodu od oktobra 2025. do februara 2026. godine, Izvršni odbor Narodne banke Srbije (NBS) zadržao je restriktivan stav monetarne politike, držeći referentnu kamatnu stopu na nivou od 5,75% (Grafikon T5-8). Na nepromenjenom nivou ostale su i kamatne stope na depozitne (4,5%) i kreditne olakšice (7%). Činjenica da je centralna banka odoljela relaksaciji monetarne politike uprkos tome što se međugodišnja inflacija od septembra čak kretala ispod

NBS je zadržala restriktivnu monetarnu politiku, imajući u vidu privremenost efekata administrativne kontrole cena i pojačane geopolitičke tenzije

Grafikon T5-8. Referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2011-2026.

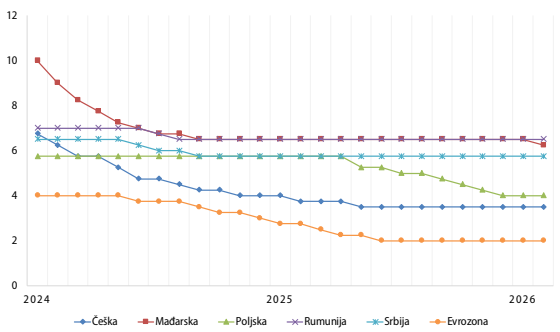


Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS i NBS

obzir povećana volatilnost svetskih cena energenata i primarnih proizvoda na početku tekuće godine, kao i rast protekcionizma i geopolitičkih tenzija. Premda je pre eskalacije sukoba na Bliskom Istoku postojala realna mogućnost da NBS u prvoj polovini 2026. nastavi ciklus relaksacije prekinut još u septembru 2024, novi naftni šok će gotovo izvesno odložiti naredno smanjenje referentne kamatne stope. S obzirom na to da se očekuje snažan rast cena energenata, kao i ubrzanje inflacije nakon prestanka važenja vladine Uredbe, nastavak relaksacije monetarne politike se teško može očekivati pre poslednjeg kvartala 2026.

U evropskim okvirima, monetarna politika je tokom 2025. godine ušla u period oprezne normalizacije. Dok je Evropska centralna banka (ECB) nastojala da spusti svoje stope do neutralnog nivoa zbog toga što se inflacija u Evrozoni stabilizovala oko ciljanih 2%, centralne banke u regionu CIE demonstrirale su različite pristupe diktirane nacionalnim specifičnostima. Poljska centralna banka je pristupila postepenoj monetarnoj relaksaciji koristeći kao argument snažnu dezinflaciju u segmentu roba, uprkos nekim izraženim rizicima, poput visokog fiskalnog deficita (Grafikon T5-9). Češka je zadržala konzervativniji stav uz održavanje kamatne stope na 3,5%, imajući u vidu nepovoljnu strukturu inflacije (visok rast cena usluga) i rizik od

Grafikon T5-9. Referentne kamatne stope evropskih centralnih banaka, 2024-2026 (u%)



Izvor: Trading Economics

centralne vrednosti ciljanog intervala ($3 \pm 1,5\%$) sugerise da je trenutno apsolutni prioritet NBS očuvanje makroekonomske stabilnosti, uključujući i stabilnost deviznog kursa. Ključni argumenti za zadržavanje restriktivne monetarne politike bili su privremenost dezinflacionih trendova u prethodnim mesecima, kao i povišena neizvesnost u međunarodnom okruženju. Naime, NBS je ispravno procenila da je naglo usporavanje rasta cena prvenstveno rezultat administrativne kontrole cena, čiji je efekat od početka bio privremen i oročen na šest meseci. Takođe, kao rizik je uzeta u pregrevanja tržišta nekretnina. Mađarska je nakon dužeg perioda u kojem je fokus bio na stabilizaciji kursa forinte, početkom 2026. godine promenila narativ ka podršci privrednom rastu, što je rezultovalo prvim smanjenjem referentne kamatne stope u februaru. Rumunija je trenutno zemlja sa najrestriktivnijom monetarnom politikom u regionu, što nije iznenađenje imajući u vidu veoma visoku inflaciju i potrebu za stabilizacijom deviznog kursa kako bi se kontrolisala uvozna inflacija. Monetarna politika u Srbiji je, nalik rumunskom modelu, trenutno takođe čvrsto fokusirana na stabilnost deviznog kursa kao ključno sidro.

NBS je u svom februarskom Izveštaju o inflaciji zadržala projekciju koja je u velikoj meri konzistentna sa prethodnim, novembarskim procenama. Prema viđenju centralne banke, međugodišnja inflacija bi u kratkom roku – preciznije do septembra 2026. godine – trebalo da se kreće oko centralne vrednosti cilja od 3%. Tek se za sam kraj godine predviđa rast na nivo od oko 4%, što se prvenstveno pripisuje efektu niske baze kod cena hrane, s obzirom na to da su u istom periodu 2025. ove cene bile pod uticajem administrativnog sniženja. Aktuelna projekcija NBS identifikuje nekoliko glavnih rizika. Iz međunarodnog okruženja su istaknute geopolitičke tenzije i njihov potencijalni uticaj na svetska robna i finansijska tržišta, lance snabdevanja i investicionu klimu, uz rastući protekcionizam u globalnoj trgovini. Od domaćih rizika fokus

Zvanične projekcije inflacije su i pre eskalacije krize na Bliskom Istoku bile umereno optimistične, a novi naftni šok preti da pokrene novu inflacionu spiralu na globalnom nivou

je na mogućnosti bržeg rasta domaće tražnje usled snažnog realnog rasta plata i penzija, kao i na rezultatima predstojeće poljoprivredne sezone (iz ugla inflacije važan pre svega rod voća i povrća, dok je rod žitarica važniji za projekciju privrednog rasta). NBS pretpostavlja povratak poljoprivredne proizvodnje na nivo višegodišnjeg proseka nakon dve loše godine, ali priznaje da ovaj scenario nije sasvim izvestan zbog izmenjenih klimatskih uslova, tako da su odstupanja moguća u oba smera.

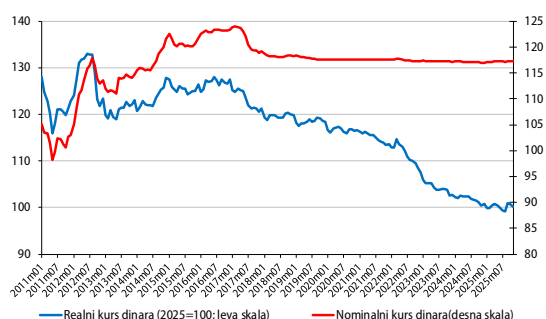
U prethodnom broju Kvartalnog monitora (QM 82) već smo istakli da je kratkoročna projekcija NBS verovatno umereno optimistična, jer potcenjuje inflatorni efekat prestanka važenja Uredbe o ograničavanju trgovačkih marži od marta. Imajući u vidu da još uvek nije usvojen adekvatan regulatorni okvir koji bi sprečio nepoštene trgovačke prakse nakon ukidanja administrativne kontrole (Vlada je usvojila nacrt zakona, ali bi tek trebalo da prođe skupštinsku proceduru), raste rizik od pojave efekta „potisnute inflacije“ – dobro dokumentovanog fenomena u kojem trgovinski lanci teže da kroz korekcije cena navise nadoknade gubitke nastale tokom perioda ograničenja cena. Drugi, i trenutno važniji razlog zbog kojeg je neophodno korigovati navise aktuelnu projekciju NBS, jeste dramatičan skok cena nafte usled izbijanja rata u Iranu. Uprkos tome što Vlada poseduje određene mehanizme za ublažavanje cenovnog šoka – poput već preduzetog smanjenja akciza na naftne derivate – trajniji poremećaj na svetskom tržištu bi se neminovno prelio na rast opšteg nivoa cena. Ovaj uticaj je dvostruk: direktan, preko rasta cena goriva, i indirektan, kroz rast troškova proizvodnje u gotovo svim sektorima. Trebalo bi istaći bi visoke cene energenata delovale i deflatorno, kroz kanal usporavanja tražnje zbog pada raspoloživog dohotka građana. S obzirom na neuobičajeno visoku neizvesnost, sve prognoze u ovom trenutku moraju se shvatiti uslovno. Ipak, analize QM-a pokazuju da bi u osnovnom scenariju inflacija već u narednih nekoliko meseci mogla da dostigne nivo od 4-5% (najmanje 1 p.p. iznad trenutnih projekcija NBS), dok će rast potrošačkih cena u drugoj polovini godine pre svega zavisiti od trajanja krize na globalnom energetskom tržištu.

Devizni kurs

U 2025. godini je očuvana relativna stabilnost nominalnog deviznog kursa, ali uz značajne intervencije NBS i na strani prodaje i na strani kupovine deviza

Tokom 2025. godine očuvana je stabilnost nominalnog deviznog kursa, uprkos veoma izraženoj volatilnosti na domaćem deviznom tržištu. Na kraju decembra, kurs je iznosio 117,3 dinara za evro, što predstavlja minimalnu nominalnu deprecijaciju od svega 0,2% na nivou cele godine (Grafikon T5-10). Premda ovi podaci na prvi pogled signaliziraju mirnu godinu, stabilnost je zapravo postignuta kroz tri fundamentalno različite faze koje su zahtevale obimne intervencije Narodne banke Srbije. U periodu od januara do maja preovladavali su deprecijacijski pritisci na dinar, koje je NBS neutralisala neto prodajom deviza u iznosu od 1 milijarde evra. Od juna do septembra je došlo do preokreta i pojave aprecijacijskih pritisaka, usled povećanog odobravanja kredita indeksiranih u evrima i ponude deviza preduzeća, na šta je NBS reagovala neto kupovinom od 1,43 milijarde evra. U poslednjem tromesečju ponovo su dominirali snažni pritisci na slabljenje dinara. Stupanje na snagu sankcija prema NIS-u, u kombinaciji sa uobičajenim uvozom energenata i isplatom dividendi stranih preduzeća, značajno je povećalo tražnju za devizama. Kako bi odbranila kurs, NBS je u ovom periodu intervenisala neto prodajom od oko 1 milijarde evra.⁴ Kao

Grafikon T5-10. Nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2011-2026.



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS, NBS i Evrostat

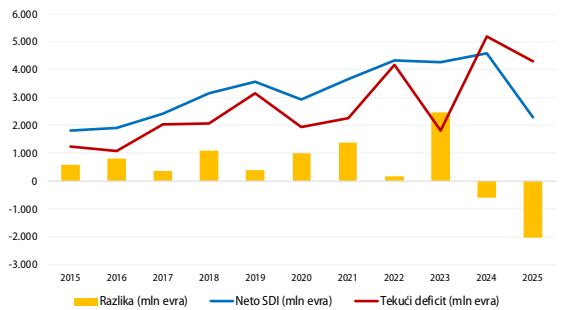
⁴ Pored intervencija na deviznom tržištu NBS je krajem 2025. godine uvela i niz mera usmerenih na menjačko poslovanje, kako bi neutralisala psihološke pritiske nakon uvođenja sankcija prema NIS-u i stabilizovala devizno tržište. Doneta je privremena mera kojom je menjačnicama potpuno ukinuta mogućnost naplate provizije prilikom otkupa i prodaje efektivnog stranog novca građanima u cilju suzbijanja spekulativnih kurseva. Takođe, preduzete su mere za nesmetano funkcionisanje kanala snabdevanja menjača stranim gotovim novcem, uz intenziviranje nadzora i kontrole zakonitosti poslovanja menjačnica.

Jedan od fundamentalnih razloga za jačanje deprecijacijskih pritisaka na dinar je pad priliva SDI, koje više ne pokrivaju tekući deficit platnog bilansa

rezultat ovakvih kretanja, NBS je u 2025. prvi put od pandemijske 2020. godine, bila neto prodavac deviza u iznosu od 580 miliona evra. Trend pritiska na slabljenje domaće valute nastavljen je i na samom početku tekuće godine, pa je centralna banka tokom januara i februara prodala dodatnih 810 miliona evra kako bi nominalnu deprecijaciju dinara zadržala na svega 0,1%.

Pored eksternih šokova koji su doprineli privremenom skoku tražnje za devizama u 2025. godini (poput uvođenja američkih sankcija prema NIS-u), jedan od osnovnih strukturnih razloga koji su doprineli manjku ponude deviza na domaćem tržištu bio je drastičan pad priliva stranih direktnih investicija (SDI). Neto priliv SDI se u 2025. praktično prepолоvio u odnosu na prethodnu godinu, spuštajući se na oko 2,3 milijarde evra (2,6% BDP-a). Ono što ovaj podatak čini kritičnim jeste činjenica da SDI već drugu godinu zaredom ne pokrivaju deficit tekućeg računa platnog bilansa (Grafikon T5-10). Dok je u periodu 2015–2023. priliv SDI redovno nadmašivao ovaj deficit i generisao strukturne pritiske na jačanje dinara, u 2024. se pojavio jaz od oko 600 mln evra, koji je u 2025. narastao na čak 2 mlrd evra. Za razliku od nekih drugih činilaca koji su po svemu sudeći doveli do kratkotrajnih turbulencija na domaćem deviznom, pad SDI ispod nivoa koji je potreban za pokrivanje deficita tekućeg računa platnog bilansa najverovatnije je dobrim delom strukturne prirode, i mogao bi da uslovljava deprecijacijske pritiske na dinar i u srednjem roku. Istrajavanje u politici gotovo fiksnog kursa od strane NBS bi u tom slučaju zahtevalo nešto obimnije intervencije na strani prodaje deviza u poređenju sa prethodnim godinama.

Grafikon T5-11. Pokrivenost deficita tekućeg računa prilivom SDI, 2015-2025.



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka NBS

Zbog smanjenja inflacionog diferencijala između Srbije i Evrozone dinar je u realnom iznosu zadržao skoro nepromenjenu vrednost u odnosu na evro

Kao što se može videti na Grafikonu T5-10, realni kurs dinara prema evru se tokom 2025. godine nije bitnije menjao, tako da je zabeležena blaga realna aprecijacija od 0,4%. Ovaj rezultat zapravo bitno odstupa od regionalnih trendova, budući da su valute zemalja sa sličnim monetarnim režimom znatno oštrije realno aprecirale u 2025. godini — od poljskog zlota (1,6%) do mađarske forinte (7,7%). Relativna stabilnost realnog kursa posledica je gotovo fiksnog nominalnog kursa dinara, ali i smanjenja razlike u rastu potrošačkih cena između Srbije i Evrozone – što je dominantno rezultat administrativnog obaranja domaće inflacije u poslednja četiri meseca 2025. Na taj način je usporen dugogodišnji trend realnog jačanja dinara, koji je od 2016. godine realno aprecio preme evru za ukupno 21,8%. Međutim, važno je istaći da se najverovatnije radi samo o privremenom zatišju, budući da se od marta 2026. očekuje ubrzanje domaće inflacije, što će uz nastavak vođenja čvrste politike nominalnog kursa od strane NBS ponovo dovesti do izraženijeg realnog jačanja dinara. Dugotrajna realna aprecijacija, u kombinaciji sa rastom realnih plata koji nadmašuje produktivnost, nastavlja da vrši snažan pritisak na jedinične troškove rada (ULC) izražene u evrima. Ovakav trend direktno podriva cenovnu konkurentnost srpske izvozne privrede, čineći postojeći model rasta sve teže održivim u srednjem roku.

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q4 2025. godine međugodišnji realni rast javnih prihoda je ubrzan (na 9%) – po osnovu solidnog rasta poreskih prihoda i snažnog rasta neporeskih prihoda usled prodaje licence za 5G mrežu. Ipak, na nivo cele 2025. godine realan rast javnih prihoda (4%) bio je manji od planiranog (5,2%), pre svega usled slabije naplate neporeskih prihoda. Poreski prihodi su u Q4 ubrzali rast (na 6,2% međugodišnje) – usled nastavka snažnog rasta prihoda od poreza na dohodak i doprinosa podstaknutog snažnim realnim rastom zarada, rasta poreza na dobit i blagog oporavka poreza na potrošnju. I pored kolebanja tokom godine i sporijeg rasta privrede od planiranog, poreski prihodi su u 2025. godini zabeležili solidan realan međugodišnji rast (4,2%), koji je bio na nivou inicijalno planiranog rasta, pre svega usled snažnog realnog rasta zarada. S druge strane, i javni rashodi su u Q4 nastavili međugodišnji rast (4,7%) usled osetnog rasta tekućih rashoda i blagog pada kapitalnih rashoda. U 2025. godini javni rashodi su ostvarili realan rast od 5% – nešto sporije od planiranog (5,6%), što je neto efekat snažnog rasta rashoda na plate – iznad plana, usled vanrednih povećanja plata tokom godine u obrazovanju i još nekoliko sektora, znatno manjeg rasta rashoda kamata od očekivanog i ušteda na diskrecionim rashodima u kontekstu prilagođavanja fiskalne politike slabijoj naplati prihoda tokom godine i vanrednom uvećanju nekih sistemskih rashoda. Kapitalni rashodi su na nivou cele godine zabeležili blagi realan pad, te su shodno tome realizovani u iznosu manjem od planiranog, ali su na nivou godine i dalje iznosili visokih 6,9% BDP-a. Shodno ovakvim kretanjima, u Q4 je ostvaren vrlo visok fiskalni deficit od 190,5 mlrd. dinara, pre svega usled delovanja sezonskih faktora. Na nivou cele 2025. godine fiskalni deficit je iznosio 252,8 mlrd. dinara, tj. 2,4% BDP-a, dok je primarni deficit iznosio 0,6% BDP-a. Deficit ostvaren u 2025. godini je, u skladu sa procenama iz prethodnog broja Kvartalnog monitora, bio manji od planiranih 3% BDP-a. Fiskalni deficit u Srbiji u 2025. godini niži je u odnosu na prosečne iznose deficita u zemljama CIE (4,2% BDP-a) i Zapadnog Balkana (3,2% BDP-a). Na kraju 2025. godine javni dug je iznosio 38,3 mlrd. evra (44,4% BDP), što je za oko 470 mil. evra više nego na kraju 2024. godine. Ipak, usled nominalnog rasta BDP-a, odnos javnog duga i BDP-a je u 2025. opao za 2,3 pp. Nivo javnog duga Srbije krajem 2025. godine bio je niži od prosečnog nivoa duga u zemljama CIE (55% BDP-a) i Zapadnog Balkana (49,1% BDP-a). Iako navedeni rezultati ukazuju da je u 2025. godini zadržana fiskalna održivost javnih finansija, čime je fiskalna politika dala pozitivan doprinos makroekonomskoj stabilnosti, izostanak unapređenja strukturnih karakteristika fiskalne politike čini njen ukupan doprinos privrednom rastu i društvenom razvoju manjim od potencijalnog.

Opšta fiskalna kretanja

U Q4 je došlo do ubrzanja rasta javnih prihoda, koji su na nivou cele 2025. godine realno porasli za 4%

U Q4 je ubrzan realan međugodišnji rast javnih prihoda, koji je iznosio 9% – usled ubrzanja realnog rasta poreskih prihoda (na 6,3% međugodišnje) i skokovitog rasta neporeskih prihoda (za 32,9% međugodišnje – usled prodaje licence za 5G). Na nivou cele godine, javni prihodi su realno međugodišnje porasli za 4%, što je manje od inicijalno projektovanog rasta od oko 5,2%.

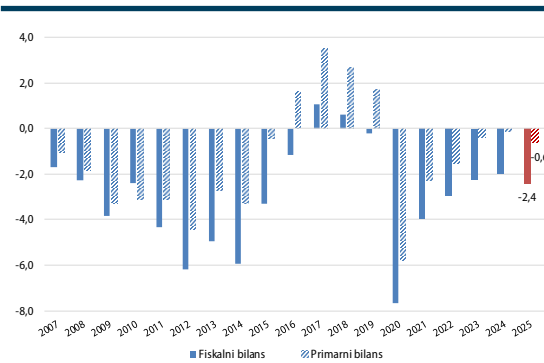
I javni rashodi su u Q4 nastavili realan međugodišnji rast, koji je iznosio 4,7% i ipak bio nešto sporiji nego u prethodna dva kvartala. Na nivou cele 2025. godine javni rashodi su realno međugodišnje porasli za 5%, što je nešto sporije u odnosu na planirani godišnji rast u 2025. godini od oko 5,6%, ukazujući na to da je država ograničenjem nekih diskrecionih rashoda reagovala na slabiju naplatu javnih prihoda od planiranih.

Usled realnog rasta i sezonskih faktora u Q4 je ostvaren visok fiskalni deficit od 190,5 mlrd. dinara (6,8% kvartalnog BDP-a), dok je po isključenju troškova kamata, iskazan primarni deficit od 138,7 mlrd. dinara (4,9% BDP-a). Ipak, na nivou cele 2025. godine ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 252,8 mlrd. dinara (2,4% BDP-a), te primarni deficit 63,9 mlrd. dinara (0,6%

I javni rashodi su nastavili umereni rast u Q4, tako da su na nivou cele 2025. godine realno porasli za 5%

U 2025. godini ostvaren je fiskalni deficit od 2,4% BDP-a – što je za 0,6 pp manje u odnosu na plan, te primarni deficit od 0,6% BDP-a

Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans i primarni bilans (% BDP)



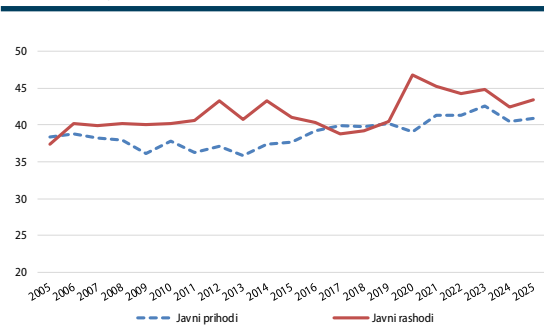
Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Fiskalna politika pozitivno doprinosi makroekonomskoj stabilnosti, ali izostaju unapređenja njenih strukturnih karakteristika

Sa umerenim deficitom od 2,4% BDP-a u 2025. godini i planiranim deficitom od 3% BDP-a u 2026. godini, fiskalna politika u Srbiji pozitivno doprinosi makroekonomskoj stabilnosti i održivosti javnih finansija. Ipak, izostanak iskoraka u pogledu unapređenja strukturnih karakteristika fiskalne politike – na strani poreske politike, kao i politike javnih rashoda, čini doprinos fiskalne politike privrednom rastu i održivom razvoju manjim od potencijalnog.

U januaru 2026. godine nastavljen je rast javnih prihoda, iako nešto sporiji nego krajem 2025. godine – javni prihodi su u januaru međugodišnje realno porasli za 3,7%, pri čemu je rast samih poreskih prihoda bio sporiji i iznosio oko 1,8%.

Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)

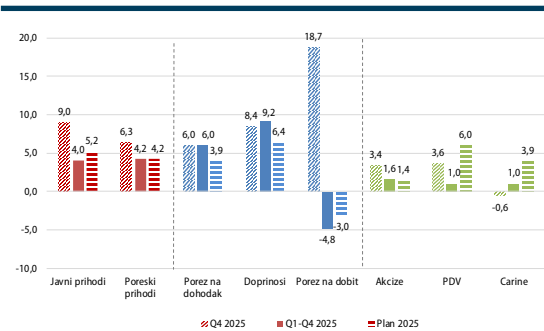


Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

U januaru 2026. prihodi nastavljaju rast, iako nešto sporiji, a umereno rastu i tekući rashodi, dok su kapitalni rashodi skokovito porasli

Rast poreskih prihoda u Q4 ubrzava – na nivou cele godine naplata dostigla planirani iznos

Grafikon T6-3. Srbija: Stope međugodišnjeg realnog rasta javnih prihoda u 2025. (%)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

U Q4 je došlo do dodatnog ubrzanja rasta poreskih prihoda, koji su međugodišnje realno porasli za 6,3%. U odnosu na Q3, sezonski porasli su za 2,5%, pri čemu je sezonski rast zabeležen kod svih poreskih oblika. Na nivou cele 2025. godine poreski prihodi su realno međugodišnje porasli za 4,2%, čime je ostvaren inicijalni plan u pogledu realnog rasta poreskih prihoda. Budući da je privredni rast u 2025. bio

BDP-a). Budući da je za 2025. godinu bio planiran konsolidovani fiskalni deficit od 3% BDP-a, ostvareni deficit je, u skladu sa prognozama iznetim u prethodnom broju Kvartalnog monitora, bio za 0,6% BDP-a manji od planiranog, usled ubrzanja naplate prihoda u drugom delu godine, ušteda na diskrecionim rashodima i vanrednoj naplati neporeskih prihoda. Ostvareni fiskalni deficit u Srbiji u 2025. godini bio je niži u odnosu na prosečan deficit u zemljama EU-27 (2,9% BDP-a), kao i u odnosu na zemlje CIE (4,2% BDP-a) i Zapadnog Balkana (3,2% BDP-a).

Dinamika javnih prihoda

Ubrzanje rasta javnih prihoda u Q4 posledica je solidnog rasta poreskih i snažnog rasta neporeskih prihoda.

PORESKI PRIHODI

U Q4 je došlo do dodatnog ubrzanja rasta poreskih prihoda, koji su međugodišnje realno porasli za 6,3%. U odnosu na Q3, sezonski porasli su za 2,5%, pri čemu je sezonski rast zabeležen kod svih poreskih oblika. Na nivou cele 2025. godine poreski prihodi su realno međugodišnje porasli za 4,2%, čime je ostvaren inicijalni plan u pogledu realnog rasta poreskih prihoda. Budući da je privredni rast u 2025. bio

za 2 pp. sporiji od planiranog, realizacija poreskih prihoda na u planiranom iznosu predstavlja posledicu snažnijeg rasta osnovice za naplatu poreza na dohodak i doprinosa, usled većeg realnog rasta zarada.

U Q4 prihodi od PDV-a solidno ubrzavaju, ali su na nivou cele godine su znatno ispod plana

Nakon pada u Q2, i blagog realnog međugodišnjeg rasta u Q3, prihodi od PDV-a su u Q4 osetnije ubrzali – ostvaren je međugodišnji realan rast od 3,6%, dok je desezonirani realan rast u odnosu na Q3 dostigao 3,9%. Ovakva kretanja mogu predstavljati posledicu rasta potrošnje (lična potrošnja je u Q4 realno porasla za 3,7%), na šta je pored kretanja nominalne potrošnje uticao i nagli pad inflacije. Ipak, prihodi od PDV-a, kao drugi bilansno najznačajniji instrument javnih prihoda, su na nivou cele 2025. godine ostvarili realan međugodišnji rast od svega 1%, iako je planirani rast iznosio 6%. Slabija naplata prihoda od PDV-a predstavlja odraz slabijeg rasta privredne aktivnosti, odnosno potrošnje, usled izraženih neizvesnosti.

...a ubrjava i naplata prihoda od akciza, koja je na nivou cele godine blago premašila plan

Posle pada zabeleženog u Q1 i blagog rasta u Q2 i Q3, prihodi od akciza su u Q4 dodatno ubrzali – ostvaren je realan međugodišnji rast od 3,4%. Na nivou cele 2025. godine prihodi od akciza su realno porasli za 1,6%, što je nešto iznad inicijalnog plana. Kriza u naftnom sektoru, izazvana uvođenjem sankcija kompaniji NIS se nije reflektovala na dostupnost i promet naftnih derivata, što je učinilo da izostanu i negativne posledice po naplatu akciza.

Prihodi od poreza na dohodak i doprinosa u Q4 nastavljaju rast, usled snažnog rasta realnih zarada – na nivou cele 2025. godine su znatno premašili plan

I pored pada zaposlenosti, odnosno rasta nezaposlenosti koji su u Q4 postali nešto izraženiji, prihodi od poreza na dohodak građana i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje su u Q4 2025. godine nastavili snažan realan međugodišnji rast (za 6% i 8,4% respektivno), pre svega usled snažnog rasta realnih zarada (za 9,7%). Umereni desezonirani rast (za 1,2%, odnosno 1,9%) zabeležen je i u odnosu na Q3. Na nivou cele 2025. godine prihodi od poreza na dohodak i doprinosa su ostvarili snažan realan međugodišnji rast (za 6% i 9,2% respektivno), što je znatno iznad planiranog rasta, pre svega usled snažnog rasta realnih zarada i stabilnih kretanja na tržištu rada u većem delu godine.

Prihodi od poreza na dobit su 2025. umereno opali, nešto više u odnosu na plan – reflektujući dinamiku profitabilnosti privrede

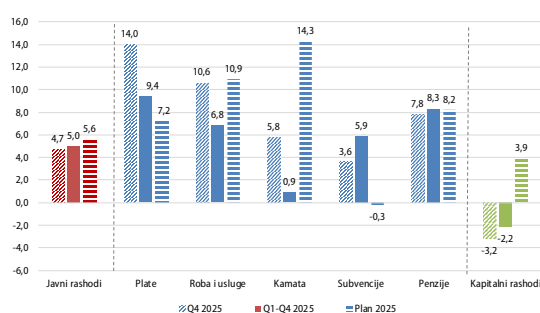
Nakon realnog pada za 10% u prva tri kvartala, prihodi od poreza na dobit u Q4 beleže snažan međugodišnji rast za 18,7%. Na nivou cele 2025. godine prihodi od poreza na dobit su realno međugodišnje opali za 4,8%, što predstavlja nešto dublji pad od planiranog (3%), reflektujući kretanja u pogledu profitabilnosti privrede.

Neporeski prihodi

U Q4 naplaćeno 300 mil. evra za 5G licencu

Nakon kolebljivih kretanja u prva tri kvartala, neporeski prihodi su u Q4 skokovito porasli – za 32,9% međugodišnje, usled jednokratne naplate naknade za 5G licencu u iznosu od 300 miliona evra. Ipak, na nivou cele godine, rast neporeskih prihoda od 4% bio je znatno manji od planiranog (13,8%).

Grafikon T6-4. Srbija: Stope međugodišnjeg realnog rasta javnih rashoda u 2025. (%)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Dinamika javnih rashoda

Rast javnih rashoda zabeležen u Q4 2025. godine posledica je solidnog rasta tekućih rashoda, dok su kapitalni rashodi i izdaci na aktivirane garancije ponovo bili manji u odnosu na isti kvartal 2024. godine.

Tekući rashodi

Tekući rashodi su u Q4 nastavili relativno snažan realan međugodišnji rast, koji je iznosio 8,2% i bio široko rasprostranjen

na sve vrste tekućih rashoda. Na nivou cele 2025. godine tekući rashodi su ostvarili realan međugodišnji rast od 6,7%.

Tekući rashodi snažno rastu, dok kapitalni i rashodi na aktivirane garancije opadaju

6. Fiskalni tokovi i politika

Realan rashoda na plate se ubrzava – na nivou cele godine rast bio je veći od planiranog, ali ukupni rashodi na plate su i dalje u održivim okvirima

Rashodi na plate su u Q4 nastavili međugodišnji realan rast koji je ubrzao na 14%, usled redovne godišnje indeksacije početkom godine, vanrednog povećanja plata za zaposlene u obrazovanju i još nekim sektorima tokom godine tokom proleća i jeseni, nadoknade neisplaćenih zarada zaposlenima u obrazovanju, rasta minimalne zarade od oktobra, kao i obaranja inflacije u septembru. Na nivou cele 2025. godine rashodi na plate su realno međugodišnje povećani za 9,4%, što je iznad planiranog rasta od 7,2%, pre svega usled vanrednog povećanja plata u pojedinim sektorima. I pored toga, rashodi na plate su u 2025. godini ostali u održivim okvirima – iznosili su 9,9% BDP-a.

Rashodi na penzije rastu u skladu sa planom

I rashodi na penzije su u Q4 nastavili međugodišnji realan rast (7,8%), što predstavlja preneti efekat povećanja penzija u decembru prošle godine i obaranja inflacije u septembru. Na nivou cele 2025. godine realan rast penzija iznosio je 8,3%, približno planiranom godišnjem rastu (8,2%), tako da su godišnji rashodi na penzije iznosili 10,1% BDP-a.

Rashodi na robu i usluge nastavljaju rast, ali znatno ispod planiranog

Rashodi na robu i usluge u Q4 ubrzavaju međugodišnji realan rast, što je verovatno posledica i odlaganja nekih nabavki u prvom delu godine kada je naplata prihoda bila slabija, a neizvesnosti izražene. Na nivou cele godine rashodi na robu i usluge su realno porasli za 6,8%, što je za oko 4 pp. sporiji rast od planiranog, reflektujući primenu diskrecionih mera ograničavanja rashoda, u cilju prilagođavanja fiskalne politike sporijoj naplati prihoda od planirane.

U Q4 rast subvencija usporava, ali su na nivou cele 2025. bile znatno iznad plana

Nakon snažnog rasta u Q2 i Q3, rashodi na subvencije u Q4 beleže nešto sporiji međugodišnji rast (3,6%). Ipak, na nivou cele godine izdaci na subvencije su realno porasli (za 5,9%), iako je inicijalnim fiskalnim okvirom bio planiran njihov blagi realan pad (za 0,3%). Rast ove vrste rashoda predstavlja posledicu uvođenja novih programa subvencija (npr. za stanovanje) i povećanja postojećih programa (npr. za poljoprivredu), što je u određenoj meri efekat i povećane osetljivosti vlade na društvene pritiske u uslovima izraženih neizvesnosti. Na nivou cele 2025. godine rashodi na subvencije su iznosili 2,5% BDP-a.

Rashodi na kamatu u 2025. tek blago rastu – znatno manje nego što je bilo planirano

Nakon osetnog pada u Q1 i Q2, i snažnog rasta u Q3, rashodi na kamatu su u Q4 zabeležili umeren realan međugodišnji rast (za 5,8% međugodišnje). Na nivou cele godine, rashodi kamata su porasli realno za svega 0,9%, iako je bio planiran rast od preko 14%, tako da su ukupno iznosili oko 1,8% BDP-a. Osetno odstupanje rashoda na kamate u odnosu na plan može predstavljati posledicu povoljnijih uslova zaduživanja u odnosu na očekivane i nešto manjeg deficita.

Kapitalni rashodi

Kapitalni rashodi se realizuju slabije od plana, ali su na nivou cele godine iznosili 6,9% BDP-a

Nakon kolebljivih kretanja u prva tri kvartala, kapitalni rashodi su u Q4 zabeležili umereni realan pad od 3,2%. Na nivou cele godine realno su bili manji za 2,2% iako je bio planiran njihov rast od 3,9%, što predstavlja posledicu slabije realizacije investicionih projekata u odnosu na plan, a moguće i odustajanja od nekih manjih projekata, u kontekstu fiskalnog prilagođavanja slabijoj naplati prihoda tokom većeg dela godine. Ipak, ukupan iznos kapitalnih rashoda u 2025. godini iznosio je visokih 6,9% BDP-a.

Javni dug

Javni dug na kraju 2025. godine iznosio je 38,3 mlrd. evra (44,4% BDP-a)

Na kraju 2025. godine javni dug Srbije iznosio je 38,3 mlrd. evra (44,4 % BDP¹), što je za oko 1,2 mlrd. evra više nego na kraju Q3 2024. godine, pre svega usled povećanja direktnog duga (za oko 1,16 mlrd. evra) - od čega je 2/3 ostvareno zaduživanjem u inostranstvu, a 1/3 zaduživanjem u zemlji, dok je indirektni dug tek blago povećan (za oko 70 mil. evra). U relativnom iznosu, odnos javnog duga i BDP-a u Q4 je porastao za 0,7% BDP-a. Rast javnog duga u Q4 bio je manji od deficita ostvarenog u tom periodu (koji je iznosio oko 1,6 mlrd. evra), što ukazuje na to da je deo deficita tekućeg perioda finansiran iz depozita države formiranih prethodnim zaduživanjem.

U odnosu na kraj 2025. godine javni dug je povećan za oko 470 mil. evra – usled rasta direktnog duga za oko 570 mil. evra (dominantno zaduživanjem u zemlji) i smanjenja indirektnog duga

1 Od Kvartalnog monitora br. 78 relativni nivo BDP-a se računa na osnovu revidirane serije podataka o BDP-u, objavljene od strane Republičkog zavoda za statistiku, nakon velike revizije sprovedene u 2024. godini.

**U Q4 javni dug povećan
za 1,2 mlrd. evra...**

**...a tokom cele 2025. za
oko 470 mil. 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.**

**Devizni kurs u Q4 nije
uticao na kretanje
duga, dok je tokom cele
2025. uticao povoljno**

**Dominira dug u
dinarima, evrima i
dolarima, a u pogledu
kamatne strukture
dominantan je udeo
duga po fiksnim
kamatnim stopama**

**Javni dug Srbije je niži
u odnosu na prosek CIE
i Zapadnog Balkana,
ali su troškovi kamata i
dalje značajni**

za oko 100 mil. evra. Budući da je nominalni rast BDP-a u 2025. bio veći, odnos javnu duga i BDP-a je u 2025. godini smanjen za oko 2,3 procentna poena, tako da je javni dug na kraju 2025. godine bio na nivou od 44,4% BDP-a. Nominalni porast javnog duga tokom 2025. godine bio je znatno manji od fiskalnog deficita ostvarenog u tom periodu (koji je iznosio oko 2,15 mlrd. evra), budući da je znatan deo deficita finansiran rezervama nastalim zaduživanjem pre 2025. godine.

Kurs dinara prema evru i američkom dolaru tokom Q4 je bio nominalno gotovo nepromenjen, tako da devizni kurs u tom periodu nije značajnije uticao na visinu javnog duga. Tokom cele 2025. godine, kurs dinara prema evru je bio gotovo nepromenjen (nominalna deprecijacija je iznosila 0,2%), dok je u odnosu na američki dolar dinar aprecioirao za oko 11%. Budući da dug nominiran u dolarima čini oko približno osminu ukupnog javnog duga Srbije, nominalna aprecijacija dinara u odnosu na dolar uticala je povoljno na dinamiku duga, tj. na njegovo nominalno smanjenje za oko 540 mil. evra.

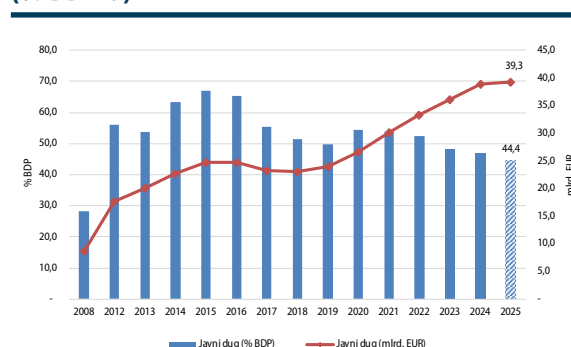
Od 39,3 mlrd. evra, koliko je javni dug iznosio na kraju 2025. godine, najveći deo (oko 95,6%) činio je direktni dug, dok je udeo indirektnog duga bio relativno mali (4,4%). U pogledu valutne strukture duga, na kraju 2025. godine veći deo (58,4%) činio je dinarski dug, te dug u evrima (22,9%) i američkim dolarima (12,9%), pri čemu tokom 2025. godine nije došlo do osetnije promene valutne strukture duga. S druge strane, u pogledu kamatne strukture duga, 70% čini dug na koji se kamate plaćaju po fiksnim stopama, a 30% zaduživanje po varijabilnim kamatnim stopama (najčešće vezanim za EURIBOR), što valutnu strukturu čini relativno povoljnom iz perspektive kamatnog rizika.²

Tabela T6-5. Srbija: Javni dug¹ 2000-2025. (mlrd. evra)²

	2000	2008	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
I. Ukupne direktne obaveze	14,2	7,9	15,1	17,3	20,2	22,4	22,7	21,4	21,5	22,5	25,2	28,8	31,8	34,3	37,0	37,3	36,8	36,4	37,6
Unutrašnji dug	4,1	3,2	6,5	7,0	8,2	9,1	8,8	9,1	9,4	9,8	11,2	11,3	11,3	10,3	10,6	10,9	11,0	10,8	11,2
Spoljni dug	10,1	4,7	8,6	10,2	12,0	13,4	13,9	12,4	12,1	12,6	14,0	17,4	20,5	24,1	26,5	26,4	25,8	25,6	26,4
II. Indirektne obaveze	-	0,9	2,6	2,8	2,5	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5	1,4	1,4	1,55	1,82	1,83	1,79	1,73	1,67	1,74
III. Javni dug (I+II)	14,2	8,8	17,7	20,1	22,8	24,8	24,8	23,2	23,0	23,9	26,7	30,1	33,3	36,2	38,9	39,1	38,6	38,1	39,3
Javni dug/BDP (QM)²	169,3%	28,3%	56,1%	53,6%	63,4%	67,1%	65,5%	55,5%	53,7%	52,0%	54,4%	53,9%	53,9%	53,9%	46,7%	46,2%	44,9%	43,7%	44,4%

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

**Grafikon T6-6. Srbija: Dinamika javnog duga
(% BDP-a)**



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

BDP-a. To ukazuje da je fiskalnu politiku i narednom periodu potrebno voditi na način koji će obezbeđivati zadržavanje javnog duga u održivim okvirima.

Srbija je 2025. godinu završila sa umerenim nivoom javno duga od 44,4% BDP-a – znatno nižim u odnosu na prosek EU-27 (69,5% BDP-a), CIE (55% BDP-a) i Zapadnog Balkana (49,1% BDP-a). Održanje nivoa javnog duga na nivou ispod 45% BDP-a, shodno fiskalnim pravilima, predstavlja važan preduslov za obezbeđenje makroekonomske stabilnosti. Ipak, usled nižeg nivoa razvijenosti i kreditnog rejtinga u odnosu na većinu zemalja CIE i EU, prosečna kamatna stopa na javni dug Srbije u 2025. godini iznosila je oko 4%, usled čega su troškovi kamata iznosili oko 1,8%

² Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključuje Republika, po osnovu hartija od vrednosti, po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima, dug Republike koji nastaje po osnovu date garancije Republike ili po osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije, odnosno po osnovu kontragarancije koju daje Republika, dug lokalne vlasti za koje je Republika dala garanciju.

Prilozi

Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2012-2025. (mlrd. dinara)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025				
														Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
I UKUPNI PRIHODI	1.472,1	1.538,1	1.620,8	1.694,8	1.842,7	1.973,4	2.105,3	2.278,6	2.255,0	2.711,9	3.075,8	3.473,3	3.941,0	921,9	1.112,7	1.028,4	1.190,5	4.253,4
1. Tekući prihodi	1.393,8	1.461,3	1.540,8	1.687,6	1.833,3	1.964,9	2.090,6	2.263,7	2.243,8	2.692,6	3.060,1	3.430,6	3.919,7	918,5	1.109,3	1.024,3	1.186,5	4.238,6
Poreksi prihodi	1.225,9	1.296,4	1.369,9	1.463,6	1.585,8	1.717,9	1.822,2	1.993,7	1.990,8	2.420,1	2.759,7	3.078,7	3.497,4	838,8	1.010,3	924,5	1.009,1	3.782,7
Porez na dohodak	35,3	156,1	146,5	146,8	155,1	167,9	179,4	203,7	204,2	255,9	302,4	347,7	403,0	94,0	122,0	105,3	122,1	443,4
Porez na dobit	54,8	60,7	72,7	62,7	80,4	111,8	112,5	126,7	122,9	159,5	209,3	272,2	297,1	46,8	124,7	58,6	63,5	293,5
PDV	367,5	380,6	409,6	416,1	453,5	479,3	499,8	550,6	549,3	658,9	779,5	842,9	951,8	234,6	247,8	245,2	270,6	998,2
Akcize	181,1	204,8	212,5	235,8	265,6	279,9	290,0	306,5	306,0	330,0	337,8	366,9	415,1	104,0	109,9	108,6	115,4	437,9
Carine	35,8	32,5	31,2	33,3	36,4	39,7	43,6	48,1	51,9	62,0	79,0	81,1	89,4	22,1	23,2	23,2	25,2	93,7
Ostali poreksi prihodi	42,6	43,5	57,3	63,3	67,3	567,4	77,1	82,1	82,7	91,8	99,6	107,1	116,0	29,4	32,5	32,7	32,9	127,5
Doprinosi	378,9	418,3	440,3	505,7	527,5	71,9	619,7	675,9	673,7	862,0	952,2	1.060,9	1.225,0	308,0	350,2	350,9	379,4	1.388,5
Neporeksi prihodi	37,9	34,9	170,9	224,0	247,5	247,0	268,4	270,0	253,0	272,5	300,4	351,9	422,3	79,7	99,0	99,8	177,5	455,9
II UKUPNI RASHODI	-1.717,3	-1.750,2	-1.878,9	-1.844,0	-1.899,7	-1.921,1	-2.073,0	-2.289,7	-2.697,7	-2.971,3	-3.297,1	-3.654,4	-4.132,8	-950,5	-1.105,4	-1.069,3	-1.381,0	-4.506,2
1. Tekući rashodi	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-1.696,6	-1.717,9	-1.745,3	-1.847,2	-2.001,7	-2.352,9	-2.445,5	-2.565,5	-2.988,6	-3.379,3	-845,7	-925,3	-934,0	-1.038,2	-3.743,2
Rashodi za zaposlene	-374,7	-392,7	-388,6	-419,2	-417,7	-426,3	-468,8	-516,3	-578,9	-629,0	-683,5	-774,9	-907,2	-243,2	-253,8	-260,1	-272,7	-1.029,8
Kupovina roba i usluga	-235,7	-236,9	-256,8	-257,6	-283,6	-301,6	-343,4	-379,3	-441,0	-490,3	-540,2	-628,1	-676,1	-144,0	-179,2	-180,7	-245,9	-749,7
Otplata kamata	-68,2	-94,5	-115,2	-129,9	-131,6	-121,2	-108,6	-108,9	-110,2	-108,7	-107,0	-149,3	-180,5	-56,3	-38,8	-42,1	-51,8	-189,0
Subvencije	-111,5	-101,2	-117,0	-134,7	-112,7	-113,3	-109,7	-121,2	-251,5	-206,3	-160,5	-213,8	-236,7	-33,6	-70,2	-73,7	-82,8	-260,3
Socijalni transferi	-652,5	-687,6	-696,8	-710,0	-716,8	-720,1	-746,0	-782,9	-806,3	-850,0	-929,0	-1.098,6	-1.260,2	-341,3	-344,6	-347,8	-352,8	-1.386,4
od čega: penzije	-473,7	-498,0	-508,1	-490,2	-494,2	-497,8	-525,2	-559,3	-583,5	-608,7	-637,8	-774,0	-929,6	-261,3	-261,2	-261,8	-260,5	-1.044,8
2. Kapitalni rashodi	-126,3	-84,0	-96,7	-114,5	-139,3	-133,9	-199,3	-266,3	-293,2	-466,6	-508,2	-568,6	-704,6	-92,3	-165,9	-124,6	-332,5	-715,4
3. Aktivirane garancije	-3,7	-7,9	-29,7	-30,1	-39,1	-28,8	-19,7	-10,8	-7,5	-7,7	-17,7	-23,8	-27,9	-7,1	-6,1	-5,3	-4,8	-23,3
4. Budžetske pozajmice	-38,2	-35,6	-55,4	-2,7	-3,3	-13,2	-6,8	-10,9	-44,2	-51,5	-205,6	-73,3	-20,9	-5,4	-8,1	-5,4	-5,6	-24,4
III KONSOLIDOVANI BILANS	-245,2	-212,1	-258,1	-149,1	-57,1	52,3	32,2	-11,1	-442,8	-259,4	-221,2	-181,1	-191,9	-28,6	7,4	-41,0	190,5	252,8

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2012-2025. (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025				
														Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
I UKUPNI PRIHODI	0,6	-2,2	3,2	3,1	7,5	4,0	4,6	6,2	-2,6	15,5	1,4	-0,2	8,4	0,3	3,4	2,3	9,0	4,0
1. Tekući prihodi	0,1	-2,6	3,3	3,3	7,4	4,1	4,3	6,3	-2,4	15,3	1,6	-0,9	9,2	0,4	3,4	2,4	9,5	4,2
Poreksi prihodi	1,0	-1,7	3,5	0,3	7,2	5,2	4,0	7,4	-1,7	16,8	1,9	-0,5	8,5	2,0	3,2	4,9	6,3	4,2
Porez na dohodak	2,1	-12,2	-8,1	-1,2	4,5	5,1	4,8	11,4	-1,4	20,4	5,6	2,6	10,7	5,3	3,2	10,0	6,0	6,0
Porez na dobit	35,1	2,9	17,4	-15,0	26,9	35,0	-1,3	10,6	-4,5	24,7	17,3	16,0	4,3	-18,0	-6,3	-10,3	18,7	-4,8
PDV	0,0	-3,8	5,4	0,2	7,8	2,6	2,2	8,1	-1,8	15,3	5,7	-3,5	7,9	0,6	-0,9	0,4	3,6	1,0
Akcize	-1,2	5,1	1,6	9,4	11,4	2,3	1,6	3,7	-1,7	3,6	-8,5	-3,1	8,1	-3,2	2,1	4,0	3,4	1,6
Carine	-14,0	-15,6	-6,5	5,9	8,1	5,8	7,8	8,1	6,3	14,7	13,9	-8,5	5,3	0,7	4,1	-0,1	-0,6	1,0
Ostali poreksi prihodi	-8,8	-5,2	29,2	8,9	5,1	4,4	5,2	4,5	-0,9	6,6	-3,1	-4,1	3,5	4,8	13,7	4,8	0,8	5,9
Doprinosi	1,9	2,6	3,1	-2,1	3,2	3,8	7,1	7,0	-1,9	22,9	-1,3	-0,6	10,3	7,8	9,7	10,7	8,4	9,2
Neporeksi prihodi	-6,2	-8,7	1,5	27,9	9,3	-3,1	6,5	-1,3	-7,8	3,5	-1,5	-4,1	14,7	-13,9	5,8	-16,0	32,9	4,0
II UKUPNI RASHODI	4,3	-0,3	5,2	-3,2	1,9	-1,7	5,8	8,4	16,0	5,8	-0,8	-2,0	8,0	1,3	8,0	6,0	4,7	5,0
1. Tekući rashodi	4,1	-2,7	2,9	-1,4	0,2	-1,2	3,8	6,3	15,7	-0,1	-6,2	3,4	8,0	2,4	5,9	9,8	8,2	6,7
Rashodi za zaposlene	2,0	-2,6	-3,1	-9,7	-1,4	-0,9	7,8	8,1	10,4	4,4	-2,9	-0,5	11,8	5,7	6,4	10,9	14,0	9,4
Kupovina roba i usluga	1,5	-6,6	6,2	-1,1	8,9	3,3	11,6	8,4	14,5	6,8	-1,5	0,6	2,9	-1,0	8,1	7,5	10,6	6,8
Otplata kamata	41,9	28,8	19,3	11,2	0,2	-10,6	-12,1	-1,6	-0,4	-5,2	-12,0	24,2	15,5	-13,4	-10,3	38,9	5,8	0,9
Subvencije	29,1	-15,6	13,2	13,6	-17,3	-2,3	-5,1	8,4	104,3	-21,2	-30,5	18,8	5,8	-14,2	13,8	13,7	3,5	5,9
Socijalni transferi	-0,1	-2,1	-0,7	0,5	-0,1	-2,1	1,6	3,0	1,4	1,3	-2,3	5,8	9,6	9,3	4,3	5,4	4,8	6,0
od čega: penzije	4,4	-2,3	-0,1	-4,8	-0,3	-2,2	3,4	4,5	2,7	0,2	-6,4	8,3	14,7	11,3	6,6	7,2	7,8	8,3
2. Kapitalni rashodi	6,0	-38,2	12,7	16,8	20,3	-6,7	45,9	31,1	8,4	52,9	-2,7	-3,6	18,4	-7,8	18,5	-14,6	-3,2	-2,2
3. Aktivirane garancije	-3,7	248,7	267,8	0,1	28,5	-28,5	-32,9	-46,3	-31,8	-1,6	107,2	19,8	12,0	0,7	-3,0	-32,0	-39,6	-19,8
4. Budžetske pozajmice	-38,2	44,2	52,2	-95,1	20,8	283,9	-49,3	57,0	299,3	12,0	256,7	-68,2	-72,7	-4,2	178,8	9,5	-32,6	12,3

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

7. Monetarni tokovi i politika

NBS je opravdano zadržala referentnu kamatnu stopu na 5,75% tokom celog četvrtog kvartala i od početka 2026. godine, imajući u vidu privremenost administrativne kontrole cena, ubrzanje bazne inflacije i rastuće neizvesnosti u međunarodnom okruženju. Dok je ukupna inflacija administrativno umirena na nivo ispod centralne vrednosti cilja, bazna inflacija je ponovo ubrzala na preko 4%, odražavajući strukturne pritiske na tržištu rada. Istek Uredbe o maržama u martu, rat u Iranu i nerešena situacija oko NIS-a predstavljaju rizike koji mogućnost za nastavak ciklusa monetarne relaksacije pomeraju najranije na kraj 2026. godine. Na međubankarskom deviznom tržištu u četvrtom kvartalu došlo je do preokreta sa aprecijacijskih na deprecijacijske pritiske, usled čega je NBS neto prodala preko milijardu evra. Na godišnjem nivou NBS je po prvi put od 2020. godine bila neto prodavac deviza, a deprecijacijski pritisci nastavljeni su i na početku 2026. godine. Uprkos prodaji deviza, neto sopstvene rezerve su porasle u četvrtom kvartalu, prevashodno usled promene strukture depozita države kod centralne banke i rasta cena zlata. Međugodišnji nominalni rast M2 osetno je usporio u četvrtom kvartalu na najniži nivo od sredine 2022. godine, uz pad doprinosa svih komponenata, a naročito M1 agregata. Nasuprot tome, kreditna aktivnost je nastavila da ubrzava, pri čemu je realni rast kredita dostigao dvocifrene stope. Neto plasmani privredi i stanovništvu u četvrtom kvartalu su bili najveći u godini, a na nivou cele 2025. godine gotovo su udvostručeni u odnosu na 2024. U strukturi plasmana prisutno je preusmeravanje sredstava banaka sa repo plasmana ka kreditiranju realnog sektora. Izvori sredstava za nove plasmane porasli su u četvrtom kvartalu, ali na godišnjem nivou beleže gotovo upola manji rast nego u prethodnoj godini, što u kombinaciji sa bržim rastom plasmana sugerise sužavanje likvidnosnog prostora. Učešće loših kredita smanjeno je na novi minimum u svim segmentima. Posmatrano na nivou cele 2025. godine, indeksirane stope na sve vrste kredita zabeležile su pad, dok su realne stope na dinarske kredite istovremeno porasle usled pada inflacije koji je nadmašio smanjenje nominalnih stopa.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Inflacija nastavlja pad u četvrtom kvartalu...

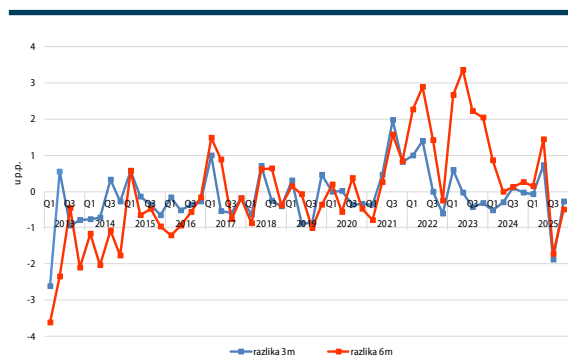
... ali bazna inflacija ponovo ubrzava, ukazujući na istrajne strukturne pritiske

Međugodišnja inflacija u Srbiji nastavila je da usporava tokom četvrtog kvartala 2025, spuštajući se na 2,7% u decembru sa 2,9% koliko je iznosila na kraju Q3. Time se inflacija stabilizovala neznatno ispod centralne vrednosti cilja NBS od $3 \pm 1,5\%$. Na obaranje cena u velikoj meri uticala je primena Uredbe o posebnim uslovima za obavljanje trgovine, kojom su od septembra ograničene trgovinske marže u veletrgovini i maloprodaji na 20%, na period od šest meseci (do marta 2026). Cene hrane i bezalkoholnih pića, koje su bile ključni generator inflacije u prvoj polovini godine, znatno su usporile rast – u januaru 2026. bile su u proseku niže za 1,0% u odnosu na isti mesec prethodne godine. Januarska inflacija dodatno je usporila na 2,4%, a februarski podaci

ukazuju na blagi porast na 2,5%. Međutim, dok je ukupna inflacija administrativno umirena, bazna inflacija ponovo ispoljava tendenciju ubrzanja – porastavši sa 3,8% u oktobru na 4,2% u februaru 2026. Glavni uzrok otpornosti bazne inflacije su cene u sektoru usluga, što se može dovesti u vezu sa strukturnim pritiscima na tržištu rada, uključujući relativno snažan rast prosečnih zarada i povećanje minimalne cene rada za 37% u proteklih godinu dana.

Na svim sednicama Izvršnog odbora održanim tokom četvrtog kvartala (oktobar, novembar i decembar), kao i na sednicama u

Grafikon T7-1. Odstupanje projektovane inflacije za 3 i 6 meseci unapred od stvarne 2013-2025



Izvor: NBS

Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2023-2025.

	2023				2024				2025			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
Repo stok (u milionima evra)	2.563,86	3.198,11	3.782,17	3.511,99	3.820,29	3.365,13	3.888,28	3.346,57	3.499,97	2.845,62	3.627,73	2.471,57
Repo stopa NBS	5,75	6,25	6,50	6,50	6,50	6,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
repo stopa korigovana za inflaciju	-2,74	-2,28	2,74	5,23	2,74	4,98	4,49	4,49	4,49	0,00	9,19	2,42
repo stopa korigovana za promene kursa	5,75	6,25	6,50	6,50	6,50	6,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	465,00	1.860,00	3.385,00	3.940,00	320,00	1.330,00	1.735,00	2.725,00	-955,00	-400,00	430,00	-580,00
u milionima evra, kumulativni od početka godine												
Neto sopstvene rezerve ¹⁾	1095,6943	2.387,74	4.239,01	5.073,22	321,22	1.185,79	2.069,23	2.604,08	62,75	-686,88	1.023,78	1.591,49
Neto Domaća aktiva (NDA)	-1.547,15	-3.290,03	-3.652,36	-3.309,77	-1.160,12	-1.271,62	-2.381,43	-837,47	-1.531,75	-797,15	-1.869,00	-1.706,85
Dinarski depoziti države ²⁾	132,80855	-1.001,34	-325,83	-74,10	-241,63	-839,21	-1.097,76	504,00	-785,02	-1.065,70	-442,15	-846,12
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-1619,7086	-2.216,63	-2.815,45	-2.518,16	-342,66	128,74	-426,78	128,60	-170,18	511,81	-298,47	852,15
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-60,254334	-72,06	-511,08	-717,51	-575,83	-561,15	-856,90	-1.470,08	-576,55	-243,26	-1.128,37	-1.712,88
Primarni novac	-451,46002	-902,29	586,66	1.763,45	-838,90	-85,83	-312,21	1.766,61	-1.469,00	-1.484,03	-845,22	-115,36
od čega: gotovina u opticaju	-155,01957	-82,70	121,62	499,25	-179,16	-136,51	-97,10	258,75	-181,03	-104,98	-1,93	258,53
od čega: slobodne rezerve	-339,3593	-906,26	-620,89	95,62	-754,66	-94,94	-468,73	1.148,47	-1.409,27	-1.485,08	-1.072,80	-699,03
u milionima evra, kumulativni od početka godine												
Narodna banka Srbije, neto	2950,8903	4.155,17	5.767,51	6.491,83	6.514,34	9.089,70	9.886,46	10.904,55	10.132,14	8.989,10	10.648,49	10.614,94
Bruto rezerve	1967,3654	3.171,92	4.782,31	5.306,72	5.529,12	8.105,00	8.901,20	9.919,65	9.148,53	8.005,22	9.663,13	9.629,91
Obaveze	983,52485	983,26	985,20	985,11	985,22	984,70	985,26	984,90	983,61	983,88	985,36	985,03
MMF	981,91183	981,91	981,91	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88
Ostale obaveze	1,6130186	1,34	3,29	3,23	3,34	2,82	3,38	3,02	1,73	2,00	3,48	3,14
STRUKTURA NETO REZERV NBS												
1. Narodna banka Srbije, neto	2950,8903	4.155,17	5.767,51	6.491,83	22,51	2.597,88	3.394,63	4.412,73	3.640,31	2.497,28	4.156,67	4.123,11
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-92,754977	-213,51	-7,75	59,52	-102,06	-107,58	-105,45	-459,55	-346,39	-225,61	-311,21	-314,53
1.2 Depoziti države	-1762,441	-1.553,92	-1.520,75	-1.478,13	400,77	-1.304,50	-1.219,95	-1.349,10	-627,09	-354,47	-217,60	386,98
1.3 NBS sopstvene rezerve	1095,6943	2.387,74	4.239,01	5.073,22	321,22	1.185,79	2.069,23	2.604,08	2.666,83	1.917,20	3.627,86	4.195,57
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)												

Izvor: NBS.
1) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8, „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.
2) U „država“ uključeni su svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.
3) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.
4) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

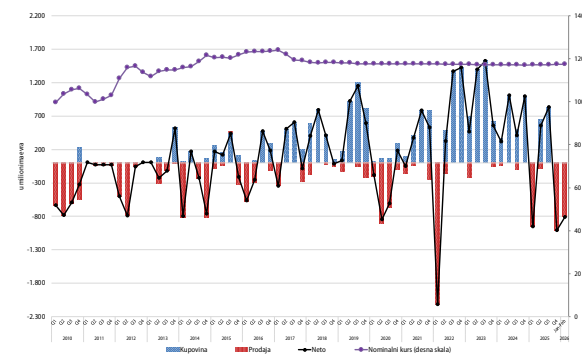
januaru, februaru i martu 2026, NBS je zadržala referentnu kamatnu stopu na nivou od 5,75%, uz nepromenjene stope na depozitne (4,5%) i kreditne olakšice (7,0%). Referentna stopa se na ovom nivou nalazi neprekidno od septembra 2024, što znači da je NBS provela čitavu 2025. godinu bez promene ključne stope. Imajući u vidu privremenost administrativne kontrole cena, povišenu baznu inflaciju i rastuće neizvesnosti u međunarodnom okruženju, ova odluka je opravdana. U obrazloženjima odluka, Izvršni odbor je isticao potrebu za pojačanim oprezom usled viših carina, rasta protekcionizma i izraženih geopolitičkih tenzija. NBS očekuje da će inflacija ostati oko centralne vrednosti cilja do marta, tokom važenja Uredbe, a u granicama cilja i nakon njenog isteka, do kraja 2026. godine. Tome bi, prema oceni NBS, trebalo da doprinesu najavljeni sistemski zakoni protiv nepoštenih trgovačkih praksi i dolazak nove poljoprivredne sezone.

Ipak, izgledi za inflaciju u nastavku 2026. godine opterećeni su višestrukim rizicima. Uredba o ograničenju marži istekla je 1. marta 2026, a reakcija tržišta bila je gotovo momentalna – prema izjavi ministarke trgovine, veliki trgovci su već nakon šest dana vratili rabate na nivoe od pre septembra 2025, a u pojedinim slučajevima ih i podigli. Vlada je 5. marta usvojila Predlog zakona o trgovačkim praksama za određene vrste proizvoda, koji bi trebalo da trajno zabrani nepoštene trgovačke prakse poput neosnovanog zaračunavanja rabata i pritisaka na dobavljače. Međutim, ovaj zakon ne predviđa direktno ograničenje marži kakvo je bilo na snazi pod Uredbom, a do njegovog stupanja na snagu i primene (predviđen je rok od četiri meseca za usklađivanje ugovora) postoji vakuum u kome je realno očekivati određeni efekat „potisnute inflacije” – naročito kod prehrambenih proizvoda koji su bili obuhvaćeni administrativnom merom. Pored ovog domaćeg faktora, i dalje nerešena situacija oko sankcija NIS-u predstavlja značajan rizik za snabdevanje naftnim derivatima i energetske stabilnost. Konačno, vojni sukob SAD i Izraela protiv Irana koji je započeo 28. februara 2026. donosi egzogeni šok bez presedana – skok berzanskih cena nafte za preko 60 % i cena gasa za preko 70% od sredine februara do 21 marta i gotovo potpuni prekid saobraćaja kroz Hormuški moreuz direktno podižu troškove uvoza energenata i sirovina. Konačne razmere ovog šoka još uvek je nemoguće sagledati zbog ogromne neizvesnosti u pogledu trajanja rata i obim oštećenja energetske infrastrukture na Bliskom istoku. Uzimajući u obzir kratkoročne implikacije energetske šoka, vakuum između isteka Uredbe i primene novog zakona, kao i očekivani efekat potisnute inflacije, inflacija bi već u prvoj polovini godine

Preokret na MDT – NBS prelazi u neto prodaju deviza u četvrtom kvartalu...

...dok na godišnjem nivou 2025. beleži prvu neto prodaju deviza

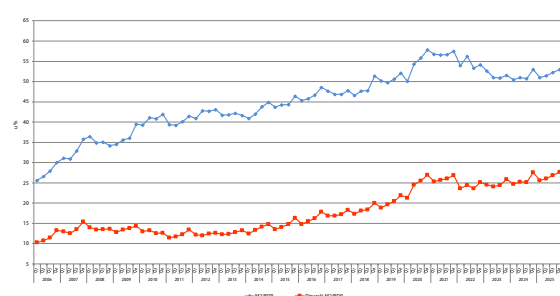
Grafikon T7-3. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2025



Izvor: NBS

evra u 2024. i 2023. godini respektivno (Tabela T7-2). Deprecijacioni pritisci nastavili su se i u prva dva meseca 2026. godine, tokom kojih je NBS neto prodala dodatnih 810 miliona evra, što u kontekstu vojnog sukoba u Iranu i rasta cena nafte dodatno pojačava zabrinutost oko stabilnosti deviznog kursa u narednom periodu. Uprkos značajnoj neto prodaji deviza u četvrtom kvartalu, neto sopstvene rezerve NBS ostvarile su rast od 568 miliona evra. Istovremeno je zabeležen i rast neto domaće aktive (NDA) od 163 miliona evra. Rast NDA je u potpunosti posledica povlačenja poslovnih banaka iz REPO plasmana. Plasmani u REPO zabeležili su pad od 1,15 milijardi evra u Q4, usled čega je repo stok dostigao najniži nivo od početka 2023. godine. Na nivou cele godine, kumulativni rast neto sopstvenih rezervi iznosio je 1,6 milijardi evra, što je ispod nivoa iz 2024. godine (2,6 milijardi evra). Najveći deo pozitivnog efekta smanjenja repo stoka na rast NDA neutralisan je usled povećanja dinarskih depozita države kod NBS za 404 miliona evra, kao i pada koji se beleži na strani ostale domaće aktive od 584 miliona evra. Pitanje koje se nameće za naredni period jeste da li će NBS nastaviti da brani kurs prodajom deviza u uslovima smanjenog priliva i povećanog odliva deviza? Na osnovu iskustva iz prethodnih 8-9 godina verovatno je da će NBS nastaviti sa odbranom fiksnog kursa dinara iako je sada stanje na deviznom tržištu bitno drugačije, NBS prodaje devize kako bi sprečila slabljenje dinara, dok je ranije kupovala devize kako bi sprečila njegovo jačanje. NBS raspolaže sa dovoljno visokim deviznim rezervama koje joj omogućuju da ovakvu politiku primenjuju nekoliko godine. Međutim, prodajom deviza NBS povlači dinare čime smanjuje likvidnost banaka, što usporava kreditnu aktivnost, a to utiče na usporavanje rasta privrede.

Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2025



Izvor: Proračun QM-a

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

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 (Tabela T7-5). Nasuprot usporavanju rasta novčane mase, kreditna aktivnost je nastavila da ubrzava. Međugodišnji nominalni rast kredita nedržavnom sektoru ubrzao je na 15,1% u Q4, pri čemu su krediti domaćinstvima ubrzali na 19,2%, a

Izrazito usporavanje rasta M2 u četvrtom kvartalu.....

...uz nastavak ubrzanja kreditne aktivnosti

privredni krediti na 11,6%. U realnom izrazu, kreditni rast je još izraženiji – realni rast kredita dostigao je 12,4%, sa posebno snažnom dinamikom kod domaćinstava i privrede od 16,5% i 9% respektivno. Zabeleženi rast realnih međugodišnjih stopa posledica je kombinovanog efekta ubrzanja nominalnih stopa rasta i usporavanja inflacije koje krajem 2025. godine.

Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2023–2025

	2023				2024				2025			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
M2 ¹⁾	11,9	12,2	11,8	12,7	12-m, u %				10,8	9,5	10,5	6,5
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	3,7	0,9	0,1	1,1	11,2	14,0	12,0	13,5	10,1	10,8	12,7	15,3
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	4,0	1,0	0,2	1,2	1,3	4,9	6,7	8,7	10,0	10,8	12,6	15,1
Domaćinstva	4,5	2,7	1,7	1,2	1,4	5,0	6,8	8,8	11,5	13,9	16,0	19,2
Privreda	3,5	-0,4	-1,0	1,1	2,7	4,9	7,7	10,3	8,8	8,1	9,8	11,6
					12-m realni, u %							
M2 ⁴⁾	-3,7	-1,5	1,2	4,6	5,8	9,6	7,4	8,7	6,1	4,6	7,5	3,8
Kreditni nedržavnom sektoru ⁴⁾ (korigovani tokovi za promenu nivoa cena)	-10,8	-11,5	-9,4	-6,2	-3,6	0,9	2,3	4,2	5,5	6,0	9,6	12,4
Domaćinstva	-10,3	-9,9	-8,0	-6,1	-2,4	0,8	3,2	5,6	6,9	9,0	12,9	16,4
Privreda	-11,1	-12,7	-10,4	-6,3	-4,6	0,9	1,6	3,0	4,3	3,4	6,8	9,0
					u milijardama dinara na kraju perioda							
Novčana masa: M2 ¹⁾	4.103,0	4.150,6	4.312,8	4.548,2	4.562,8	4.730,8	4.829,6	5.163,0	5.055,2	5.178,0	5.338,8	5.499,1
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	1.910,3	1.957,3	2.074,5	2.281,0	2.235,3	2.346,6	2.396,4	2.685,4	2.534,5	2.625,0	2.748,9	2.871,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	2.192,6	2.193,3	2.238,3	2.267,2	2.327,5	2.384,2	2.433,2	2.477,6	2.520,7	2.553,0	2.589,9	2.627,6
					kvartalni rast M2 i učešća							
M2 ¹⁾	1,6	1,2	3,9	5,5	0,3	3,7	2,1	6,9	-2,1	2,4	3,1	3,0
Neto domaća aktiva (NDA)	0,8	1,1	2,8	4,8	-1,0	2,4	1,1	6,0	-2,9	1,8	2,4	2,3
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	0,8	0,0	1,1	0,7	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7

Izvor: NBS
1) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.
2) Krediti nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.
3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.
4) Tokovi su korigovani za promenu kursa i inflaciju. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

Pad doprinosa svih komponenata rastu M2...
...a naročito M1 agregata

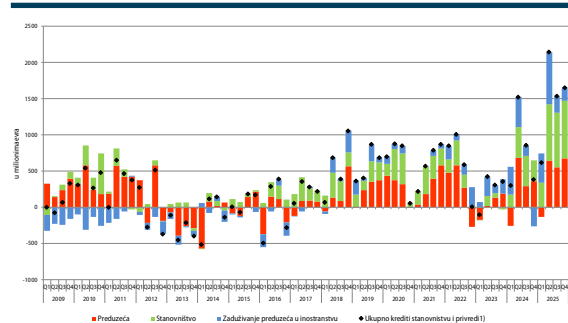
Razlaganje doprinosa međugodišnjeg rasta M2 na sastavne delove otkriva značajan strukturni preokret: doprinos M1 agregata opao je sa 5,95 p.p. u trećem kvartalu na svega 2,69 p.p. u četvrtom, dok su štedni i oročeni depoziti nastavili pad doprinosa na samo 0,92 p.p. (sa 1,35 p.p. u trećem kvartalu), a devizni depoziti na 2,91 p.p. (sa 3,24 p.p.). Ovaj pad doprinosa svih komponenata, a naročito M1, signalizira na moguće smanjenje likvidnosti u privredi i kod stanovništva.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Tokom Q4 ukupan rast neto plasmana je usporio na 749 miliona evra ali je u okviru toga rast neto plasmana privredi i stanovništvu bio praktično duplo veći. U poslednjem kvartalu 2025. godine, neto plasmani privredi i stanovništvu uvećani su za 1,47 milijardi evra, što je ujedno i najveći kvartalni rast neto plasmana privredi i stanovništvu u godini (Tabela T7-7). U okviru Q4, krediti stanovništvu ponovo su bili vodeći generator rasta sa 790 miliona evra, dok su krediti privredi neto povećani za 679 miliona evra. Na godišnjem nivou, kumulativni rast neto plasmana stanovništvu dostigao je 2,67 milijardi evra (u poređenju sa 1,30 milijardi evra u 2024), dok je rast neto plasmana privredi iznosio 1,74 milijarde evra (naspram 1,08 milijardi evra u 2024). Razlika u odnosu na prethodnu godinu je ne samo u većem ukupnom rastu neto kredita nedržavnom sektoru već i u sve bržem rastu plasmana stanovništvu u poređenju sa privredom. Značajne promene u Q4 zabeležene su i u strukturi ostalih plasmana. Plasmani u hartije NBS smanjeni su za oko 1,15 milijardi evra, što je najveći pad u celoj godini i korespondira sa značajnim smanjenjem repo stoka. Na godišnjem nivou, plasmani u hartije NBS pali su za 863 miliona evra, u poređenju sa padom od svega 172 miliona evra u 2024, što ukazuje na to da su banke preusmeravale sredstva sa repo operacija ka kreditiranju realnog sektora. Neto kreditiranje države ostvarilo je rast u Q4 za 431 milion evra, čime je zajedno sa rastom neto plasmana privredi i stanovništvu više nego nadomešten pad plasmana u REPO zapise. Na nivou cele 2025. godine, država je povećala svoju zaduženost kod domaćih poslovnih banaka za 864 miliona evra, što je nešto niže nego u 2024. godini (1,08 milijardi evra). U celini, struktura plasmana u 2025. pokazuje izraženo preusmeravanje bankarskog sektora ka kreditiranju privrede i stanovništva nauštrb plasmana u hartije NBS. Rezultati januarske ankete NBS o kreditnoj aktivnosti pokazuju da su banke

u Q4 2025. godine nastavile sa ublažavanjem standarda za odobravanje kredita i privredi i stanovništvu. U segmentu privrede, ublažavanje je zabeleženo kod dugoročnih kredita za mala i srednja preduzeća, dok su standardi za kratkoročne kredite i kredite za velika preduzeća ostali nepromenjeni. Banke su ublažile cenovne uslove – smanjene su kamatne marže, provizije i ročnost je produžena – ali su istovremeno pooštrile zahteve za kolateral i smanjile maksimalne iznose kredita, što ukazuje na rastuću opreznost uprkos konkurentnijem cenovnom pozicioniranju. Tražnja privrede je porasla za gotovo sve vrste kredita, vođena potrebama za obrtnim sredstvima i investicijama, mada banke za prvi kvartal 2026. očekuju umeren pad tražnje. Kod stanovništva, ublažavanje standarda bilo je široko zasnovano, podstaknuto konkurencijom među bankama,

Grafikon T7-6. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2025



Izvor: Proračun QM-a
V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5

većom spremnošću na preuzimanje rizika i povoljnijim izgledima na tržištu nekretnina. Tražnja je povećana za gotovo svim vrstama kredita (gotovinskim, potrošačkim, za refinansiranje i stambenim), uz rast zarada i kupovinu nepokretnosti kao ključne pokretače, a banke očekuju nastavak ovog trenda i u prvom kvartalu 2026. uz dalje smanjenje kamatnih marži. S obzirom na to da su ova očekivanja formulisana pre eskalacije sukoba na Bliskom istoku, ostaje otvoreno pitanje u kojoj meri će energetska šok i potencijalni rast inflacije dovesti do revizije optimističnih projekcija banaka.

Ukupan prirast kredita privredi i stanovništvu iz svih izvora u Q4 2025. godine iznosio je 1,66 milijardi evra, što predstavlja ubrzanje u odnosu na treći kvartal (1,54 milijarde evra). Krediti stanovništvu ponovo su činili najveću pojedinačnu komponentu sa prirastom od 790 miliona evra (blago iznad 754 miliona u prethodnom kvartalu), dok su krediti privredi iz domaćih izvora

Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2023-2025

	2023				2024				2025			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
u milionima evra, kumulativni od početka godine												
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-25	-562	-2.061	-4.329	461	-1.548	-2.929	-5.788	2.216	805	-1.058	-2.892
Domaći depoziti	-606	-826	-2.195	-4.000	-269	-1.721	-2.466	-5.001	791	-101	-1.336	-2.411
Depoziti stanovništva	-65	-295	-810	-1.783	-409	-1.026	-1.487	-2.581	-7	-561	-1.223	-1.587
dinarski depoziti	-2	-192	-521	-1.211	-57	-434	-773	-1.636	289	-34	-498	-577
devizni depoziti	-63	-103	-290	-572	-352	-592	-714	-945	-296	-527	-726	-1.010
Depoziti privrede	-541	-531	-1.385	-2.217	139	-694	-979	-2.419	797	460	-113	-824
dinarski depoziti	-376	-503	-1.046	-1.882	262	-277	-290	-1.521	778	497	61	-594
devizni depoziti	-165	-28	-338	-334	-123	-418	-689	-898	20	-37	-174	-230
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	170	211	439	350	62	217	78	94	132	295	95	-293
Kapital i rezerve	411	53	-304	-679	669	-44	-541	-882	1.294	611	184	-188
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-27	-175	-43	397	897	888	634	599	261	71	-640	-679
Plasmani¹⁾	1.081	2.091	2.089	2.641	239	1129	2.655	3.287	544	1.707	3.663	4.412
Ukupno privreda i stanovništvo	-176	-24	169	324	-79	1025	1.733	2.382	211	1.634	2.942	4.411
Privreda	-174	-157	-23	164	-254	428	721	1.080	-130	510	1.063	1.742
Stanovništvo	-2	132	192	160	175	597	1.012	1.302	341	1.125	1.879	2.669
Plasmani u hartije NBS ²⁾	1.585	2.219	2.801	2.529	309	-151	372	-172	159	-494	287	-863
Neto kreditiranje države ³⁾	-328	-103	-881	-212	10	255	550	1.077	173	567	433	864
PROMEMORIA												
Obavezne rezerve i depoziti	-372	-626	338	503	-151	893	386	1.606	-1.064	-805	-646	-366
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	188	30	393	880	-275	-628	-371	459	-312	-783	-353	-170
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	67	-150	-3	580	-473	-947	-787	-84	-362	-904	-490	-480
Ostale stavke ⁵⁾	-843	-751	-706	-80	-1.169	-722	-366	-148	-1.669	-1.016	-990	-338
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	17	17	19	18	18	20	18	20	18	18	18	18

Izvor: NBS

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.

2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.

3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoje vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubanarski odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.

6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

zabeležili ubrzanje na 679 miliona evra, sa 554 miliona evra koliko su iznosili u Q3 2025. godine. Nasuprot tome, prekogranično zaduživanje privrede nastavilo je da usporava na 187 miliona u Q4. Ukupno na nivou 2025. godine, plasmani privredi i stanovništvu iz domaćih izvora porasli su za 4,41 milijardu evra (gotovo dvostruko više nego 2,38 milijardi evra u 2024. godini), dok je zaduživanje iz inostranstva povećano za 1,54 milijarde evra. Time je ukupan rast kredita iz svih izvora dostigao je 5,95 milijardi evra, što je gotovo dvostruko više nego 3,07 milijardi evra u 2024. godini.

Rast izvora za nove plasmane u četvrtom kvartalu...

...ali se na godišnjem nivou beleži usporavanje

Izvori sredstava za nove plasmane nastavili su da rastu i tokom Q4 2025. godine, sa povećanjem kreditnog potencijala od 1,83 milijarde evra (Tabela T7-7). Time je na nivou cele 2025. godine ostvaren ukupan rast izvora od 2,89 milijardi evra što je, međutim, gotovo upola manje nego u 2024. godini kada su izvori porasli za 5,79 milijardi evra. Rast u četvrtom kvartalu bio je ravnomerno raspoređen po sve tri ključne komponente. Domaći depoziti porasli su za 1,08 milijardi evra, od čega se najveći deo odnosi na depozite privrede (711 miliona evra povećanja, od čega 655 miliona evra u dinarskom znaku), dok su depoziti stanovništva porasli za 364 miliona evra, dominantno u deviznoj komponenti (285 miliona evra). Na rast kreditnog potencijala pozitivno je delovalo i dodatno zaduživanje bankarskog sektora prema inostranstvu za 388 miliona evra, usled čega je na nivou 2025. godine zabeležen rast od 293 miliona evra naspram pada od 94 miliona evra u celoj 2024. godini. Kapital i rezerve banaka porasli su za 372 miliona evra u Q4, nakon tri kvartala u kojima su uglavnom beležili pad, dostigavši godišnji rast od 188 miliona evra. U celini, struktura izvora u četvrtom kvartalu ukazuje na snažnije prikupljanje sredstava iz svih kanala u odnosu na prethodni period godine, ali dinamika ukupnih izvora u 2025. značajno zaostaje za 2024. godinom, što bi moglo da ograniči prostor za dalji rast kreditne aktivnosti u narednom periodu.

Tabela T7-8. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2025

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023				2024				2025				2026	
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Jan	
	stanje na kraju perioda																											
Pravna lica	12.14	14.02	17.07	19.06	27.76	25.5	24.4	19.48	13.83	9.63	7.69	5.9	4.91	4.16	4.18	3.98	3.82	3.83	4.41	3.94	3.45	3.54	3.46	3.28	3.23	3	2.96	
Preduzetnici	11.21	15.8	17.07	15.92	20.82	43.29	29.92	27.42	16.96	9.07	7.82	6.1	6.01	6.41	6.38	6.76	6.88	6.82	6.96	6.3	5.88	5.6	5.52	5.36	4.71	4.49	4.45	
Fizička lica	6.69	6.71	7.24	8.32	8.59	9.97	10.53	9.66	6.43	4.72	4.36	3.46	3.9	3.85	3.42	3.76	3.95	3.74	3.38	3.6	3.47	3.34	2.95	2.87	2.17	2.04	2.05	
Imovinski ostaci duga po kreditima u decembru (u milijardama evra)	1.58	1.94	2.63	3.19	4.09	3.69	3.52	2.83	2.16	1.52	1.37	1.19	1.2	1.16	1.11	1.14	1.15	1.13	1.18	1.19	1.12	1.12	1.08	1.08	0.99	0.97	0.97	

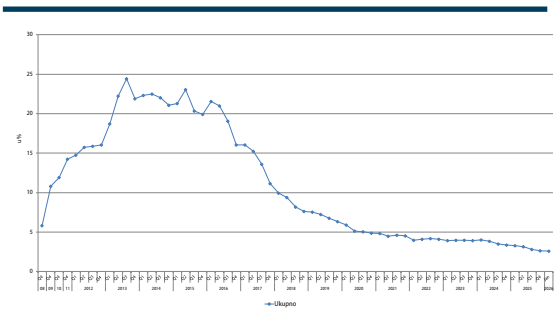
Izvor: Proračun QM-a

Učešće loših kredita pada na novi minimum...

...uz smanjenje učešća u svim segmentima

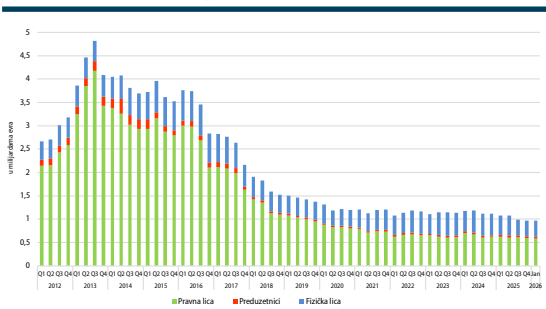
Učešće loših kredita u ukupnim kreditima nastavilo je silazni trend i u Q4 2025, smanjujući se na novi istorijski minimum od 2,61%. U apsolutnom iznosu, stanje loših kredita smanjeno je za 20 miliona evra tokom kvartala, smanjivši se na 971 milion evra, što predstavlja pad od oko 10,5% u odnosu na isti period prethodne godine. Najznačajnije smanjenje učešća zabeleženo je kod pravnih lica, gde je učešće smanjeno za 0,23 p.p, dok je u segmentu preduzetnika zabeleženo smanjenje za 0,22 p.p. a kod fizičkih lica 0,13 p.p. Ukupno posmatrano, pad je bio široko raspoređen po svim segmentima, pri čemu fizička lica i dalje beleže najniže učešće loših kredita, potvrđujući snažnu kreditnu disciplinu u sektoru stanovništva. Januarski podaci za 2026. godinu ukazuju na stabilizaciju ukupnog učešća loših kredita na 2,59%, uz marginalnu korekciju naviše kod fizičkih lica (na 2,05%), dok pravna lica nastavljaju postepen pad (2,96%). Pitanje koje se nameće za naredni period jeste u kojoj meri će rast realnih kamatnih stopa na dinarske kredite, naročito

Grafikon T7-9. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2025



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-10. Iznos ostatka duga po kreditima u decembru, 2012-2025



Izvor: Proračun QM-a

investicione, kao i potencijalni efekti energetske šoka usled konflikta na Bliskom istoku, uticati na servisiranje postojećeg duga i kvalitet kreditnog portfolija bankarskog sektora.

Kamatne stope: stanje i trendovi

Na poslednjem sastanku u 2025. godini sredinom decembra, Upravni savet ECB jednoglasno je zadržao stopu na depozitne olakšice na 2,00%, čime je potvrđena četvrta uzastopna pauza u ciklusu smanjenja, nakon osam rezova zabeleženih od juna 2024. godine. Ni na naredna dva sastanka tokom 2026. godine u februaru i martu, stope nisu menjane, tako da je depozitna stopa od 2,00% praktično nepromenjenom od juna 2025. Decembarske projekcije osoblja ECB bile su relativno optimistične: ukupna inflacija od 1,9% za 2026. godinu uz privredni rast od 1,2%, uz pozitivne ocene ekonomije evrozona. Međutim, izbijanje rata u Iranu krajem februara 2026. godine suštinski je promenilo projekcije. Nove projekcije sa martovskog sastanka, značajno su revidirane: ukupna inflacija za 2026. godinu podignuta je na 2,6%, prevashodno usled rasta cena energenata, dok je projekcija privrednog rasta snižena na 0,9%. Trenutna tržišna očekivanja uključuju mogućnost barem jednog povećanja kamatnih stopa tokom godine, iako većina ekonomskih eksperata i dalje očekuje zadržavanje trenutnih stopa do kraja 2026. godine. Federalne rezerve su na decembarskom sastanku (9-10. decembar) snizile referentnu stopu za 25 baznih poena na raspon od 3,50%-3,75%, što je predstavljalo treće uzastopno smanjenje tokom 2025. godine. Odluka je doneta glasanjem 9 prema 3, što je ujedno najmanja većina kojom je neka odluka doneta od 2019. godine, pri čemu su se dva člana zalagala za zadržavanje stopa, a jedan (guverner Miran, imenovan od strane predsednika Trampa) za dublje smanjenje od 50 baznih poena. Na narednim sastancima u januaru i sredinom marta 2026. godine, stope nisu više menjanje. U saopštenju sa martovskog sastanka, eksplicitno je navedeno da su „implikacije dešavanja na Bliskom istoku za američku ekonomiju neizvesne”. Ažurirane projekcije povećale su projektovanu inflaciju za 2026. godinu na 2,7% (i ukupnu i baznu), dok se po pitanju referentne kamatne stope očekuje po još jedno smanjenje tokom 2026. i 2027. godine. Predsednik FED-a Paul je na konferenciji za štampu naglasio da „niko ne zna” kakav će biti krajnji efekat rata na potrošnju, ali je ocenio da je „letvica za smanjenje referentne kamatne stopa sada nešto viša” nego pre sukoba. Goldman Sachs i dalje procenjuje da postoji prostor za dva smanjenja u 2026, ali da će njihov raspored u potpunosti zavisiti od trajanja konflikta. Ukupno posmatrano, obe vodeće centralne banke suočavaju se sa klasičnim stagflacionim šokom: gotovo potpuni prekid saobraćaja kroz Hormuški moreuz kroz koji prolazi oko petine svetske ponude nafte, doveo je do skoka cene nafte tipa Brent sa oko 70 na preko 100 dolara po barelu, sa očekivanjima da će se vrhunac naći blizu 120 dolara. Prema procenama MMF-a, svaki rast cene nafte od 10% podiže inflaciju za 0,4 p.p. uz smanjenje rasta od 0,15 p.p. Konačne razmere ovog šoka još uvek je nemoguće sagledati zbog ogromne neizvesnosti u pogledu krajnjeg ishoda krize na Bliskom istoku, ali prostor za prilagođavanje monetarne politike u oba pravca – i u evrozoni i u SAD – trenutno je izuzetno sužen.

**Realne stope na
dinarske kredite rastu
usled pada inflacije...**

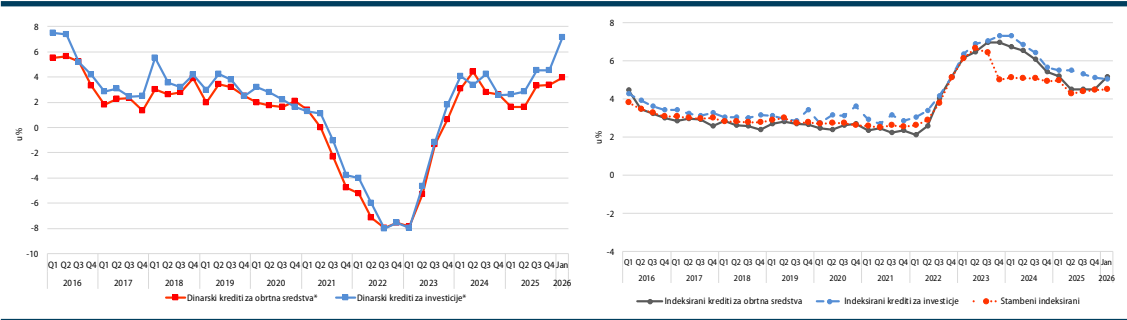
**...dok indeksirane
stope beleže pad na
godišnjem nivou**

Tokom četvrtog kvartala 2025. godine prosečne ponderisane kamatne stope na kredite u Srbiji beležile su pretežno blago opadajuća nominalna kretanja, ali je nastavak pada inflacije na 2,7% u Q4 rezultirao daljim rastom realnih kamatnih stopa na dinarske kredite. Kod indeksiranih stambenih kredita, prosečna stopa je blago porasla za 0,09 p.p, nastavljajući korekciju naviše nakon značajnog pada u drugom kvartalu. Indeksirani krediti za obrtna sredstva zadržali su stopu na nepromenjenom nivou od 4,50%, dok su indeksirani krediti za investicije nastavili trend postepenog smanjenja, za 0,19 p.p u Q4, što je njihov najniži nivo u prethodne tri godine (Grafikon T7-11).

Nominalne kamatne stope na dinarske kredite zabeležile su umereno smanjenje tokom Q4, ali usled daljeg pada inflacije na 2,7%, realne kamatne stope su ostale na povišenom nivou dostignutom u trećem kvartalu. Realna kamatna stopa na dinarske kredite za obrtna sredstva iznosila je 3,37% dok je za investicije bila na nivou od 4,54%, što je gotovo nepromenjeno stanje u odnosu na Q3 2025. godine. Ovo je ipak i značajno pooštavanje uslova finansiranja u poređenju sa prvom polovinom 2025. godine kada su realne stope iznosile 1,62-1,64% za obrtna sredstva

i 2,61-2,86% za investicije. Januarski podaci za 2026. godinu dodatno potvrđuju ovaj trend, uz dalji pad inflacije na 2,4%, realna stopa za obrtna sredstva raste na 3,98%, dok realna stopa za investicione kredite beleži skok na 7,15%, delom i usled izrazitog povećanja nominalne stope na dinarske investicione kredite na 9,55%. Posmatrano na nivou cele 2025. godine, indeksirane stope na sve vrste kredita zabeležile su pad od 0,4 do 0,9 procentnih poena u odnosu na kraj 2024, dok su realne stope na dinarske kredite istovremeno porasle za 0,8 do 2,0 procentna poena, odražavajući pre svega uticaj pada inflacije koji je nadmašio smanjenje nominalnih stopa.

Grafikon T7-11. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2016–2025



Izvor: Proračun QM-a
* realne kamatne sto