

UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

FREI

kvartalni monitor

ekonomskih trendova i politika u Srbiji



kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 85 • april–jun 2026.

Beograd, septembar 2026.

IZDAVAČ

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu
i 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
Jurij Bajec
Pavle Petrović
Branko Urošević

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Milojko Arsić

IZVRŠNI UREDNIK

Saša Randelović

AUTORI

Milojko Arsić, 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 Randelović, Fiskalni tokovi i politika
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

SARADNIK U OVOM BROJU

Nemanja Vuksanović

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	18
4. Platni bilans i spoljna trgovina	23
5. Cene i devizni kurs	29
6. Fiskalni tokovi i politika	38
7. Monetarni tokovi i politika	46

OSVRT

Osvrt 1. Srbija u globalnim trendovima obrazovnih postignuća: rezultati PISA 2025	53
--	----

Nemanja Vuksanović

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



Privreda Srbije je u prvoj polovini ove godine ostvarila solidne, ali ne izuzetne, rezultate. Privredni rast iznosi u prvoj polovini ove godine 3,5% po čemu je Srbija deli 6 i 7 mesto u Evropi, dok je u drugom kvartalu ove godine ostvarila rast od 3,8% tako da deli 7 i 8 mesto u Evropi. Rezultati privrede ne ocenjuju se na osnovu podataka za jednu godinu ili kvartal jer su pod velikim uticajem privremenih i slučajnih faktora, zbog čega ne mogu da budu osnova za ocenu privrednog napretka jedne zemlje. Uspeh zemlje u oblasti ekonomije meri se njenim rezultatima u toku jedne ili nekoliko decenija.

Rast privrede u dugom roku zavisi od velikog broja faktora od kojih su neki pod kontrolom Vlade, dok drugi nisu. Od faktora pod kontrolom ili značajnim uticajem vlade za rast privrede u dugom roku važni su: makroekonomska stabilnost, otvorenost privrede, kvalitet institucija, obrazovanost radne snaga, sposobnost da se usvajaju i kreiraju inovacije, visina investicija i domaće štednje, kvalitet infrastrukture i dr. Van kontrole vlade su kretanja na svetskom tržištu kao što su ekonomski napredak zemalja glavnih trgovinskih partnera, kretanje odnosa izvoznih i uvoznih cena, kretanja na tržištu kapitala i dr. Van kontrole ili pod malim uticajem vlade su geografski i demografski faktori, istorijsko nasleđe, sistem vrednosti građana i dr. Predmet ovog teksta je aktuelno stanje determinanti dugoročnog rasta koje se nalaze pod kontrolom vlade.

Srbija je tokom prethodne dve i po decenije ostvarila značajan napredak u uspostavljanju makroekonomske stabilnosti. Inflacija je uglavnom niska i stabilna, kurs dinara je stabilan, fiskalni deficit i javni dug su umereni, a spoljni deficiti održivi. Iako je makroekonomska stabilnost u Srbiji nakon 2000. godine, a naročito u poslednjih 10-tak godina solidna, uvek postoji rizik da se ona naruši. Brojni primeri zemalja u razvoju, ali i razvijenih zemalja dokazuju da postoji rizik da vlade usvoje mere kojima ugrožavaju makroekonomsku stabilnost, a time i privredni napredak. Stoga je važno da se u budućnosti očuva nezavisnost NBS, nastavi sa primenom čvrste monetarne politike, kao i da se Vlada pridržava fiskalnih pravila koja se odnose na visinu fiskalnog deficita i javnog duga.

Otvorenost privrede predstavlja jedan od važnih pokretača rasta privrede u dugom roku, a naročito je važna za male privrede kao što je srpska, jer se na taj način proširuje tržište za domaće proizvođače i investitore, jača konkurencija na domaćem tržištu, obezbeđuje nedostajući kapital i usvaja nova tehnologija. Potpisivanjem većeg broja ugovora o slobodnoj trgovini (EU, CEFTA, Rusija, Turska i dr.) Srbija

je otklonila ili značajno redukovala carinske barijere za spoljnu trgovinu. Međutim, i dalje su prisutne značajne vancarinske barijere kojima se usporava, a time i posklupljuje trgovina sa zemljama sa kojima su potpisani ugovori o slobodnoj trgovini. Stoga je uklanjanje ili ublažavanje ovih barijera važno za unapređenje poslovanja u Srbiji. Srbija je uglavnom liberalizovala kapitalne transakcije, osim špekulativnih, a u narednom periodu treba nastaviti sa takvom politikom.

Prema brojnim istraživanjima kvalitet institucija predstavlja ključnu determinantu privrednog rasta u dugom roku. Kvalitet institucija utiče direktno na privredni rast preko smanjenja rizika i troškova poslovanja i kreiranje podsticaja za produktivne aktivnosti kao što su investicije, inovacije i dr. Dodatna važnost institucija je u tome što one utiču na druge determinante rasta kao što su makroekonomska stabilnost, obrazovanje, izgradnja infrastrukture i dr. Srbija je u oblasti unapređenja institucija tokom poslednjih 25 godina ostvarila skroman napredak, pri čemu kvalitet institucija u poslednjih 10-tak godina opada kako prema apsolutnoj oceni, tako i prema relativnoj pozicije u odnosu na zemlje centralne i istočne Evrope (CIE). Prema istraživanju Svetske banke kvalitet institucija u Srbiji u 2024 godine je zaostajao u proseku za 18,2% u odnosu na 16 zemalja iz CIE. Iako je opšti kvalitet institucija u Srbiji nedovoljan, naročito je loše stanje u oblasti borbe protiv korupcije gde Srbije zaostaje za čak 30% u odnosu na zemlje CIE. Kvalitet institucija u Srbiji je u 2024. godini bio za 7,3% niži nego u 2014. godini pri čemu pogoršanje u suzbijanju korupcije iznosi 15,9%, dok pogoršanje u odgovornosti vlade iznosi čak 17,5%. Nizak kvalitet institucija odvraća ljude od produktivnih aktivnosti, kao što su obrazovanje, štednja, investicije, inovacije i usmerava ih ka aktivnostima koje su neproduktivne sa stanovišta društva, kao što su traženje veza, podmićivanje i dr. Neproduktivno rasipanje resursa negativno utiče na privredni rast jer smanjuje resurse za produktivne aktivnosti. Sa obzirom da Srbija ima nizak kvalitet institucija u odnosu na zemlje na sličnom nivou razvijenosti, njihovo poboljšanje predstavlja neophodan uslov za brz rast privrede u dugom roku. Naravno, to neće biti lak i brz proces jer su korupcija, neformalne veze (partijske, zemljačke i dr.) i labava primena zakona duboko ukorenjene u srpsko društvo, dok je slaba tradicija meritokratske administracije i vladavine prava.

Savremena ekonomska istraživanja kao ključni pokretač rasta privrede identifikuju ljudski kapital, koji uključuje znanje i veštine radne snage, ali i njenu sposobnost da usvaja i kreira nove tehnologije. Visoka obuhvatnost stanovništva

obrazovanjem je neophodna da bi zemlja dostigla srednji nivo razvijenosti, dok je kvalitetno obrazovanje uslov za dostizanje visokog nivoa razvijenosti. Srbija je tokom 20-tog veka otklonila veliko zaostajanje za evropskim zemljama prema obuhvatu stanovništva obrazovanjem, pa se krajem 20-tog veka prema obuhvatu obrazovanjem i prosečnim brojem godina školovanja nalazi na nivou razvijenih zemalja. Nešto veći procenat nepismenih ili lica sa nepotpunom osnovnom školom nalazi se dominantno među starijom populacijom rođenom 40-tih i 50-tih godina prošlog veka, koja nije deo kontigenta radne snage. Kvalitet obrazovanja u osnovnim školama već nekoliko decenija meri se sa standardizovanim PISA testovima koji se primenjuju na preko 90 zemalja. Od početka učešća u programu PISA testova 2006. godine Srbija je bila slabo plasirana u odnosu na zemlje srednje i zapadne Evrope. Pri tome je nepovoljna okolnost da je pozicija Srbije prema testovima sprovedenim 2025. godine dodatno pogoršana kako prema broju ostvarenih poena na testovima tako i prema poziciju u odnosu na druge zemlje. Zaostajanje za zemljama srednje Evrope na testovima sprovedenim 2025. godine ekvivalentno je dodatnom školovanju u trajanju od 1,4 godine (videti detaljnije u Osvrtu). Ovo zaostajanje se ne može objasniti protestima učenika u toj godini, jer je na testovima proveravano znanje i sposobnost rasudjivanja koji su stečeni tokom prethodnih devet godina školovanja. Kvalitet visokog obrazovanja se meri kvalitetom univerziteta u nekoj zemlji, pri čemu se kao pokazatelji kvaliteta koriste naučni rezultati profesora, mogućnost zapošljavanja, sposobnost napredovanja u preduzećima i državnoj upravi nakon završetka školovanja i dr. Prema relevantnim međunarodnim rang listama univerziteta u Srbiji su relativno dobro plasirani, naročito ako se imaju u vidu mala ulaganja u visoko obrazovanje i naučna istraživanja. Beogradski univerzitet je u 2026. godini nalazio između 500 i 600 mesta u svetu, u centralnoj istočnoj Evropi od njega su bolje plasirana samo tri univerziteta. Obrazovanje predstavlja ključni kanal kroz koji se formira ljudski kapital, pa je stoga za dugoročno ekonomski rast Srbije važno da se očuva visoka obuhvatnost stanovništva obrazovanjem i poboljša kvalitet obrazovanja. Potreban uslov za unapredjenje kvaliteta obrazovanja u Srbiji je povećanje sadašnjih ulaganja sa oko 3,3% BDP na nivo proseka zemalja iz Centralne Evrope od oko 5% BDP, ali i niz reformi kao što su unapredjenje selekcije nastavnika, modernizacija udžbenika i načina izvođenja nastave, prilagođavanje sadržaja obrazovanja potrebama tržišta, internacionalizacije visokog obrazovanja, prelaz na delimično finansiranje obrazovnih ustanova prema rezultatima i dr.

U većem delu ljudske istorije naučna otkrića su nastajala kao rezultat entuzijazma nadarenih pojedinaca, dok su tehnološka otkrića velikim delom ostvarivala kroz rad. Rezultat toga bilo je da su naučna i tehnološka otkrića bila retka, a ekonomski napredak čovečanstva je omogućavao rast broja stanovnika i skroman rast standarda. U modernom društvu naučna otkrića su rezultat sistematskih ulaganja u nauku i istraživanje i razvoj novih tehnologija od strane države i privrede. Rezultat toga je veća učestalost naučnih i tehničkih

otkrića i skoro kontinuirani rast broja stanovnika i standarda ljudi tokom poslednja dva veka. Ukupna ulaganja u istraživanja i razvoj u Srbiji su u 2024. godini iznosila 0,94% BDP, dok su u EU ulaganja iznosila 2,2% BDP. Pri tome su naročito niska ulaganja privatnih preduzeća koja iznose samo 0,4% BDP, dok u EU u proseku iznose 1,5% BDP. Sadašnja niska ulaganja privrede u istraživanje i razvoj sugerišu, da većina preduzeća još uvek percipira da unapredjenje tehnologije nije presudno za njihovu poziciju na tržištu. Prema visini ulaganja u nauku i istraživanja i razvoj Srbija se nalazi na samom evropskom dnu, što nije bila prepreka za dostizanje srednjeg nivoa razvijenosti, ali će predstavljati ozbiljnu prepreku za dostizanje visokog nivoa razvijenosti. Za unapredjenje nauke i tehnologije, potrebno je da se značajno povećaju ulaganja države i privrede u ovu oblast, ali i da se stvori privredni ambijent u kome bi pozicija preduzeća zavisila od kvaliteta njegovih proizvoda, cena i dr. a ne od odnosa njegovog vlasnika sa državom. Da bi veća ulaganja države u punoj meri uticala na poboljšanje rezultata naučnih i tehnoloških istraživanja neophodno je da se poboljša selekcija istraživanja od strane države, kao i da se sistematski prate i ocenjuju rezultati istraživanja.

Investicije, kojima se povećava količina i produktivnost fizičkog kapitala, predstavljaju neposrednu determinantu rasta privrede, što znači da su visoke investicije u fizički kapital jedan od uslova za brz privredni rast. Srbija je tokom poslednjih 7-8 godina imala investicije u fizički kapital između 22-23% BDP, što je predstavljao jedan od ključnih pokretača solidnog rasta njene privrede u ovom periodu. Iako su ukupne investicije u Srbiji bile umereno visoke njihova struktura je dugoročno neodrživa – državne i strane investicije su visoke dok su domaće privatne investicije niske. Visoko učešće stranih investicija u BDP je dugoročno teško održivo usled rasta troškova poslovanja u Srbiji. Smanjenje stranih investicija je već započeto u 2025. i nastavljeno u ovoj godini, a može se očekivati u narednim godinama. Smanjenje stranih investicija, ukoliko se ne povećaju domaće investicije dovešće do pada ukupnih investicija, a time i do usporavanja rasta njene privrede. Jedini dugoročno održiv izvor za održanje visokog nivoa ukupnih investicija je povećanje domaćih privatnih investicija. Eventualno povećanje državnih investicija, koje su već sada visoke, impliciralo bi dodatno zaduživanje države što nije fiskalno održivo, a zbog niske efikasnosti ovih investicija njihov doprinos rastu bio bi skroman. Za povećanje domaćih privatnih investicija presudno je poboljšanje kvaliteta institucija, kao što su sigurnost vlasničkih prava i ugovora, jednak tretman preduzeća od strane države, suzbijanje korupcije, unapredjenje efikasnosti rada administracije i dr. Osim boljih institucija za povećanje privatnih investicija važno je da se nastavi sa održavanjem makroekonomske stabilnosti, unapredi kvalitet obrazovanja, kao i da se nastavi izgradnja infrastrukture.

TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomski trendovi sredinom 2026. bili su uglavnom nešto povoljniji nego početkom godine, ali se u njihovoj pozadini sve jasnije ispoljavaju strukturni problemi koji će imati uticaj na srednjoročnu i dugoročnu perspektivu domaće privrede. Međugodišnji rast BDP-a ubrzao je u Q2 na 3,8% (naspram 3,2% u Q1), po čemu se Srbija svrstava među iznadprosečne, mada ne i najbrže rastuće evropske privrede. Inflacija je nakon maja krenula putanjom osetnog usporavanja i u julu i avgustu spustila se na oko 2% međugodišnje, vrativši se time u donji deo ciljanog koridora NBS. Međutim, trebalo bi imati u vidu i to da su inflatorni pritisci, i pored usporavanja rasta cena, ostali još uvek relativno snažni. Tekući deficit platnog bilansa u Q2 iznosio je 5,3% BDP-a, što jeste pogoršanje u odnosu na neuobičajeno nizak deficit iz Q1 od 0,6% BDP-a, ali je i dalje niže u odnosu na isti period prethodne godine, kad je tekući deficit iznosio 6,1% BDP-a. U grupu načelno povoljnih kratkoročnih indikatora uslovno se može uključiti i rekordno niska stopa nezaposlenosti od 7,2%. Međutim, upravo ovaj podatak dobra je ilustracija toga da solidni makroekonomski pokazatelji iz Q2 imaju i svoje nepovoljno naličje. Tržište rada, naime, pokazuje strukturno slabljenje uprkos rekordno niskoj nezaposlenosti – koja ne odražava otvaranje novih radnih mesta, već kontrakciju radne snage uz povećanje broja neaktivnog stanovništva. Smanjenje broja zaposlenih koje traje već nekoliko kvartala, nizak priliv SDI i usporen rast pojedinih naprednih sektora, poput IT-a, signaliziraju da je dosadašnji model privrednog rasta u velikoj meri iscrpljen.

Ekonomске politike su se sredinom 2026. jasno razile: dok je monetarna politika zadržala opreznost, fiskalna politika se podredila političkim prioritetima vladajuće većine. NBS je, i pored osetnog usporavanja inflacije, opravdano zadržala referentnu kamatnu stopu na nivou od 5,75%. Bazna inflacija i inflacija usluga i dalje su povišene, što ukazuje na prisustvo domaćih inflatornih pritisaka, dok je prostor za monetarno popuštanje dodatno sužen spolja nakon što je ECB u dva navrata, u junu i septembru, povećala svoju referentnu kamatnu stopu. Uz sve to, monetarno popuštanje otežava i nekoordinisana fiskalna politika koja će do kraja godine preći u ekspanziju, što takođe deluje inflatorno. Rebalansom budžeta koji je usvojen krajem avgusta planirani deficit konsolidovane države u 2026. povećan je s 3% na 3,5% BDP-a, pri čemu je predviđeni rast državne potrošnje pre svega posledica jednokratnih i neselektivnih davanja stanovništvu iz budžeta u iznosu od oko 600 mln evra, (kad se tome dodaju i isplate građanima iz Akcionarskog fonda, ovaj iznos raste na oko 850 mln evra). Ovakvo povećanje deficita i javne potrošnje ne može se oceniti kao ekonomski opravdano. Ono nije reakcija na privredni pad (koji se nije ni desio), niti donosi povećanje produktivnih ulaganja države koja bi ojačala dugoročni potencijal privrede. Ovde je zato, po svemu sudeći, reč o procikličnom impulsu tražnji koji se vremenski poklapa s političkim ciklusom, tj. zakazanim parlamentarnim izborima.

Međugodišnji rast BDP-a u Q2 iznosio je 3,8%, što se može oceniti kao dobar rezultat, nešto iznad naših prethodnih očekivanja (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”). U evropskim okvirima Srbija jeste spadala u grupu brže rastućih zemalja, mada u toj oceni ne treba preterivati – znatan broj zemalja iz regiona CIE imao je bržu stopu rasta: Slovenija (5%), Crna Gora (4,8%), Severna Makedonija (4,3%) i Litvanija (4,1%). Pored zemalja iz CIE, brži rast od Srbije u Q2 imale su i Malta i Danska, dok je Švedska imala identičan međugodišnji rast. Iza solidnog rezultata privrede Srbije u Q2 stoje visok rast građevinarstva, koji povezujemo s pojačanim državnim ulaganjima u infrastrukturu (pre svega EKSPLO), zatim visok rast poljoprivrede usled dobrog roda prolećnih i ranih letnjih kultura i poređenja sa sušnom 2025, kao i oporavak industrijske proizvodnje, nakon što je proizvodnja Rafinerije Pančevo tokom Q2 normalizovana (za razliku od Q1, opterećenog januarskim zastojem). Posmatrano s upotrebne strane BDP-a, rast i dalje najviše pokreće privatna potrošnja, dok je neto izvoz imao negativan doprinos. Ovakva struktura privrednog rasta, oslonjena velikim delom na privatnu potrošnju i državne investicije, može u

kratkom roku dati rezultate, ali nije dovoljna osnova za snažan i održiv rast u dužem roku. Iako je privredni rast u Q2 bio nešto bolji od očekivanja, zasad zadržavamo prognozu rasta BDP-a u 2026. od oko 3%, koju držimo nepromenjenom već tri izdanja QM-a zaredom. Međutim, bilans rizika ostvarenja ove prognoze sad se pomerio u pozitivnom smeru. U prethodnom izdanju ocenjivali smo da postoji izražen rizik da rast privrede neće dobaciti do 3%, dok sad smatramo da je verovatnije da će rast u 2026. biti nešto iznad nego ispod 3%. Trebalo bi ipak imati u vidu da su, u trenutno nestabilnom globalnom i domaćem okruženju, nova iznenađenja moguća i u narednim kvartalima.

Kretanja na tržištu rada u Q2 bila su neujednačena i zahtevaju pažljivo tumačenje (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Broj zaposlenih prema Anketi o radnoj snazi smanjen je za 1,6% u odnosu na isti period prethodne godine, dok je registrovana zaposlenost, koja se procenjuje na osnovu administrativnih podataka, bila manja za 0,6%. Tako je Q2 bio već peti uzastopni kvartal u kom je ukupna zaposlenost (merena ARS-om) bila u međugodišnjem padu i treći uzastopni kvartal u kom se to isto dešava i sa registrovanom zaposlenošću. Međutim, uprkos smanjenju zaposlenosti, stopa nezaposlenosti snažno je opala (sa 8,5% u Q2 2025. na 7,2% u Q2 2026. godine), što ne odražava poboljšanja na tržištu rada. Ovakva, naizgled protivrečna kretanja – istovremeni pad i zaposlenosti i nezaposlenosti – posledica su toga što se znatan broj nezaposlenih preliva u neaktivno stanovništvo. Jednim delom ovde je reč o demografskim trendovima, ali oni ne mogu u potpunosti da objasne naglo smanjenje broja nezaposlenih od čak 17,5% međugodišnje. Zato deo objašnjenja verovatno leži i u tome što su neki nezaposleni prestali aktivno da traže posao (pa se statistički više ne vode kao nezaposleni), a ne može se isključiti ni neka greška u anketnoj proceni RZS-a. U svakom slučaju, ove pokazatelje pažljivo ćemo pratiti u narednim kvartalima.

Indikativno je i to što pad zaposlenosti nije bio ravnomerno raspoređen među sektorima i regionima. Najizraženiji je bio u radno intenzivnim delatnostima niže dodate vrednosti, poput tekstilne industrije, u kojoj je registrovana zaposlenost smanjena u Q2 za oko 14% međugodišnje. Sličan obrazac vidljiv je i u regionalnoj slici. U regionu Južne i Istočne Srbije, gde su zarade niže od proseka, broj registrovanih zaposlenih smanjen je za 2,4%, dok je u Beogradu porastao (0,5%). Ovakva kretanja povezujemo s relativno brzim rastom zarada, dodatno podstaknutim snažnim povećanjem minimalne zarade. Preduzećima u radno intenzivnim delatnostima s nižom produktivnošću sve teže je da apsorbuju povećane troškove rada, što se delom već odražava i kroz povlačenje pojedinih stranih investitora iz sektora niže dodate vrednosti. Prosečna neto zarada u Q2 iznosila je 120 hiljada dinara (1.024 evra) uz realni međugodišnji rast od 7,9%, čime je nastavila da raste znatno brže od produktivnosti rada. Usled toga realni jedinični troškovi rada nastavili su da rastu. Ovakva kretanja doprinose rastu životnog standarda stanovništva, ali istovremeno generišu inflatorne pritiske i umanjuju cenovnu konkurentnost privrede Srbije – naročito uz politiku fiksiranog kursa dinara prema evru, koja traje već više godina.

Kretanje inflacije tokom leta na prvi pogled deluje ohrabrujuće, ali bi i ovde podatke trebalo tumačiti s velikim oprezom (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Nakon što je rast cena u maju dostigao vrhunac od 3,5% međugodišnje, inflacija je naglo usporila na 1,9% u julu (najniži nivo od marta 2021) i 2,2% u avgustu. Ovo usporavanje, međutim, ne odražava slabljenje inflatornih pritisaka u domaćoj ekonomiji, već je pre svega posledica privremenog šoka na strani ponude. Povoljna rana poljoprivredna sezona snažno je oborila cene neprerađene hrane (za oko 13% međugodišnje), što je bilo ključni razlog pada ukupne inflacije. Međutim, taj dezinflatorni šok najverovatnije je privremen – suša i toplotni talasi tokom jula i avgusta umanjili su prinose jesenjih kultura, pa se povoljan efekat neće u punoj meri zadržati u drugoj polovini godine. Nasuprot ukupnoj inflaciji, pokazatelji koji bolje odražavaju domaće cenovne pritiske ukazuju na njihovo jačanje. Bazna inflacija u avgustu je ubrzala na 4,7% i premašila gornju granicu ciljanog intervala NBS, rast cena usluga ostao je visok (6,6%), a međugodišnji rast proizvođačkih cena u industriji ponovo je ubrzao (na 9,1%). Uzimajući sve u obzir, trenutno procenjujemo da bi prosečna inflacija u 2026. mogla iznositi oko 3,3%, uz očekivanje da se međugodišnja inflacija od septembra ponovo približi 4% i da krajem godine dostigne oko 4,5%. Rizici su, pritom, asimetrični navise – pre svega zbog verovatno loše kasne poljoprivredne proizvodnje, neizvesnosti u vezi s međunarodnim

kretanjem cene energenata i domaćom politikom umanjenja akciza, moguće indeksacije cena električne energije i fiskalne ekspanzije koju je doneo rebalans budžeta.

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u Q2 iznosio je 1,27 mlrd evra, odnosno 5,3% BDP-a (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina”). To jeste osetno povećanje u odnosu na neuobičajeno nizak deficit iz Q1 (0,6% BDP-a), ali je u međugodišnjem poređenju reč o umerenom smanjenju, budući da je u Q2 2025. deficit iznosio 6,1% BDP-a. Izvoz robe i usluga je u Q2 imao nešto brži međugodišnji rast od uvoza (10% naspram 8,6% međugodišnje), ali delom i usled povoljnijih odnosa razmene, tj. bržeg rasta izvoznih nego uvoznih cena. Uz to, sezonski kvartalni podaci iz Q2 nagoveštavaju da bi robni deficit u nastavku godine ponovo mogao da raste, pošto uvoz – vođen relativno snažnom domaćom tražnjom – ubrzava snažnije od izvoza. Priliv stranih direktnih investicija u Q2 blago se oporavio. Neto SDI iznosile su 634 mln evra (2,7% BDP-a), naspram 502 mln evra u istom kvartalu prethodne godine (2,3% BDP-a), a poboljšanje je posledica smanjenja odliva SDI iz Srbije, dok je priliv opadao. Priliv SDI ostao je bio jer niži nego pre godinu dana i pokriva tek oko polovine tekućeg deficita, čime se nastavlja trend započet 2025. u kom priliv SDI nije dovoljan da samostalno finansira eksterni deficit privrede. Nedostajući devizni priliv u Q2 nadomešten je pre svega zaduživanjem države u inostranstvu (majskom emisijom evroobveznica), što je, uz neke dodatne činioce, dovelo do rasta deviznih rezervi za oko 1,9 mlrd evra i njihovog penjanja na rekordan nivo na kraju avgusta. Međutim, ovakva struktura deviznih priliva – u kojoj sve veću ulogu imaju zaduživanje države i drugi tokovi privremenog karaktera, a sve manju priliv SDI – potvrđuje ranije ocene o postojanim strukturnim slabostima u eksternoj poziciji domaće privrede.

Monetarnu politiku u Q2 karakterisala je opravdana opreznost, uz zaokret smera intervencija na deviznom tržištu (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika”). NBS je referentnu stopu zadržala na relativno visokom nivou od 5,75%, na kom se nalazi neprekidno već dve godine. Odluku o zadržavanju nepromenjene referentne kamatne stope ocenjujemo kao ispravnu, uzimajući u obzir da su domaći inflatorni pritisci i dalje povišeni, a fiskalna politika će ući u ekspanziju do kraja godine. Na deviznom tržištu došlo je do potpunog preokreta u odnosu na početak godine. Nakon neto prodaje preko 1.200 mln evra u Q1 radi sprečavanja depresijacije dinara, NBS je u narednim mesecima (do kraja avgusta) otkupila skoro isti iznos deviza radi sprečavanja njegove apresijacije. Kreditna aktivnost na domaćem tržištu bila je relativno snažna u svim segmentima, pri čemu je, nakon privremenog zastoja u Q1, došlo do novog ubrzanja kreditnih plasmana privredi. Ipak, ukupan prirast kredita iz svih izvora pao je gotovo na nulu, usled izrazito velikog neto razduživanja privrede prema inostranstvu. Učešće loših kredita u ukupnim plasmanima nastavilo je da opada i dostiglo je novi istorijski minimum na kraju avgusta od 2,45%. Međutim, trebalo bi imati u vidu da je do smanjenja ovog učešća došlo zbog rasta ukupnih plasmana, a ne zbog smanjenja loših kredita (koji su se u apsolutnom iznosu zapravo povećali).

Fiskalni tokovi u Q2, kao i tokom čitave prve polovine godine, bili su stabilni i nešto bolji od očekivanja (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika”). Javni prihodi rasli su brže od plana, pa je na nivou prvog polugodišta ostvaren relativno nizak deficit konsolidovane države (oko 1% BDP-a). Takva kretanja ukazivala su na to da će deficit u 2026. verovatno biti niži od prvobitnog budžetskog plana od 3% BDP-a i iznositi oko 2,5% BDP-a. Međutim, Vlada je krajem avgusta predložila, a Skupština po hitnoj proceduri usvojila rebalans budžeta kojim se planira snažno povećanje javnih rashoda i deficit od 3,5% BDP-a. Iza ovog zaokreta prvenstveno stoje jednokratna i vanredna davanja građanima. Najveći deo odnosi se na isplate penzionerima, stepenovane prema visini penzije: 35.000 dinara za one s penzijom do minimalnog iznosa (oko 31.000 dinara), 27.500 dinara za penzije između minimalne i prosečne (približno 57.000 dinara), i 20.000 dinara za penzije iznad tog iznosa. Uz to, po 25.000 dinara isplaćeno je korisnicima dečjeg dodatka, novčane socijalne pomoći i boračkog dodatka, dok je svim punoletnim građanima namenjena jednokratna naknada od 6.000 dinara. Ovakvu meru ocenjujemo kao ekonomski neopravdanu i socijalno nedovoljno targetiranu. Stoga rebalans, iako kratkoročnu održivost javnih finansija ne dovodi u pitanje, pogoršava kvalitet i kredibilitet fiskalne politike i pokazuje da je oblikovan pretežno političkim, a ne ekonomskim motivima. Na kraju jula javni dug opšte države iznosio je 42,1 mlrd evra, čemu je doprinela julska emisija evroobveznica od 500 mln evra, nakon nekoliko

1. Pregled

većih emisija sprovedenih u maju. Kao učešće u uporedivom BDP-u, javni dug time je dostigao 45,5% BDP-a, ali očekujemo da se do kraja godine vrati u zonu ispod 45% BDP-a. Iako je javni dug Srbije u održivim okvirima i osetno ispod proseka zemalja EU i CIE, činjenica je da se Srbija zadužuje po znatno višim kamatnim stopama nego zemlje EU. To je važan razlog zbog kog je očuvanje fiskalne discipline važnije nego što sam nivo duga sugeriše.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2023–2026

	2023	2024	2025	2024				2025				2026	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Privredna aktivnost													
BDP (u mlrd. dinara)	8.817,8	9.748,3	10.392,7	2.232,4	2.429,7	2.447,2	2.639,0	2.383,4	2.584,0	2.611,6	2.813,6	2.565,1	2.797,0
BDP	3,8	3,9	2,0	4,4	4,4	3,5	3,5	1,8	2,0	2,0	2,2	3,2	3,8
Nepoljoprivredna BDV	4,7	4,5	1,9	5,2	5,1	4,0	3,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,6	3,5
Industrijska proizvodnja	2,6	3,2	0,9	3,7	1,8	3,6	4,0	2,2	2,8	2,8	-3,9	-0,8	1,7
Prerađivačka industrija	1,0	4,7	1,1	4,1	3,1	6,7	5,6	3,7	3,7	1,6	-4,3	-0,4	3,4
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ⁽²⁾	86.007,0	98.143,0	109.462,0	95.624,7	97.529,3	96.866,0	102.530,0	106.337,0	108.016,0	107.937,0	115.574,0	118.735,3	120.201,3
Registrovana zaposlenost (CROSO) (u hiljadama)	2.360,6	2.368,9	2.364,3	2.364,6	2.367,2	2.365,7	2.378,4	2.364,9	2.370,1	2.365,7	2.356,5	2.355,9	2.355,9
Fiskalni podaci													
Javni prihodi	-0,2	8,4	4,0	7,7	9,5	10,2	6,5	0,3	3,4	2,3	9,0	10,6	6,5
Javni rashodi	-2,0	8,0	5,0	6,5	12,8	7,0	6,6	1,3	8,0	6,0	4,7	18,8	2,2
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁽³⁾	-181,1	-191,9	252,8	-18,0	-51,2	-4,1	-220,9	-28,6	7,4	-41,0	190,5	-112,9	-57,2
Platni bilans													
Uvoz robe ⁽⁴⁾	-34.560	-36.628	-38.944	-8.518	-9.149	-9.211	-9.751	-9.582	-9.868	-9.397	-10.097	-9.757	-10.685
Izvoz robe ⁽⁴⁾	27.932	29.859	32.457	7.076	7.548	7.453	7.781	7.988	8.269	7.959	8.242	8.658	9.024
Bilans tekućeg računa ⁽⁵⁾	-1.804	-3.788	-4.302	-413	-670	-1.530	-1.174	-651	-1.354	-808	-1.489	-129	-1.265
u % BDP ⁽⁵⁾	-2,4	-4,5	-4,9	-2,2	-3,2	-7,3	-5,2	-3,2	-6,1	-3,6	-6,2	-0,6	-5,3
Bilans finansijskog računa ⁽⁵⁾													
(i.e. znači priliv kapitala, tj. rast obaveza)	1.559	3.196	4.648	265	430	1.482	1.018	783	1.384	816	1.665	74	1.115
Strane direktne investicije ⁽⁵⁾	4.262	4.602	2.278	1.273	1.088	1.068	1.174	318	502	797	661	206	634
(i.e. znači priliv kapitala, tj. rast obaveza)													
NBS bruto devizne rezerve (i.e. znači povećanje)	5.104	2.834	-1.548	-320	2.296	549	309	-1.135	-565	879	-728	-1.181	1.855
Monetarni podaci													
NBS neto sopstvene rezerve ⁽⁶⁾	2.112.077	2.413.061	2.605.366	2.150.031	2.249.052	2.351.966	2.413.061	2.424.504	2.337.389	2.537.239	2.605.366	2.605.329	2.567.770
NBS neto sopstvene rezerve ⁽⁶⁾ , u mil.evra	18.025	20.629	22.221	18.346	19.211	20.094	20.629	20.692	19.942	21.653	22.221	22.189	21.874
Krediti nezdravnom sektoru	3.277.448	3.563.691	4.110.301	3.264.755	3.395.360	3.480.200	3.563.691	3.593.945	3.763.048	3.921.554	4.110.301	4.202.975	4.382.593
Devizna štednja stanovništva	1.570.372	1.678.861	1.801.177	1.611.126	-1.638.037	1.652.795	1.678.861	1.716.323	1.742.901	1.766.571	1.801.177	1.846.699	1.889.330
M2 (12-m realni rast, u %)	4,6	8,7	3,8	5,8	9,6	7,4	8,7	6,1	4,6	7,5	3,8	6,4	6,3
Krediti nezdravnom sektoru (12-m realni rast, u %)	-6,2	4,2	12,4	-3,6	0,9	2,3	4,2	5,5	6,0	9,6	12,4	13,9	13,5
Krediti nezdravnom sektoru, u % BDP	39,4	38,9	39,6	38,3	38,9	39,0	38,9	36,3	37,4	38,4	39,6	39,8	40,8
Cene i kurs													
Indeks potrošačkih cena ⁽⁷⁾	12,1	4,7	3,9	5,7	4,4	4,3	4,4	4,5	4,1	4,2	2,8	2,6	3,2
Realni kurs dinar/evro (prosek 2025=100) ⁽⁸⁾	104,2	101,8	100,1	102,3	102,4	101,7	100,8	100,1	100,3	99,8	100,3	99,8	100,3
Nominalni kurs dinar/evro ⁽⁸⁾	117,5	117,1	117,2	117,2	117,1	117,0	117,0	117,1	117,2	117,2	117,3	117,4	117,4

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 spoljnotrgovinske 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 QM37, 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 QM12, 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 QM37, 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 Indeksom 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

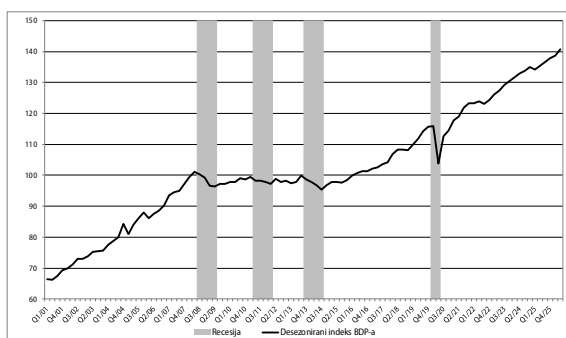
Rezultati privredne aktivnosti u Q2 bili su nešto bolji od očekivanja. Međugodišnji rast BDP-a iznosio je 3,8%, što je ujedno i najbrža stopa privrednog rasta koju je Srbija ostvarila u prethodne dve godine. Pritom, i desezonirani rast BDP-a u Q2 u odnosu na prethodni kvartal iznosio je neuobičajeno visokih 1,5% (anualizovano 6,1%). Ostvareni rezultat bio je povoljniji i u poređenju s drugim zemljama Centralne i Istočne Evrope (CIE), gde je prosečan (ponderisan) rast BDP-a iznosio oko 2%. Međutim, tvrdnje koje su se mogle čuti u javnosti, da je Srbija imala najbrži rast BDP-a u Evropi u Q2, nisu tačne. Po podacima Evrostata, šest evropskih zemalja imalo je brži rast od Srbije, i još jedna identičan. Pritom, trebalo bi imati u vidu i to da je relativno nizak prosek CIE u velikoj meri posledica veoma lošeg rezultata Rumunije, čiji je BDP smanjen za 2%. Bez Rumunije, rast zemalja CIE bio bi oko 3%. Takođe, jedan deo ostvarenih privrednih rezultata Srbije počiva na vanrednim i privremenim činocima. Na primer, procenjeni visok rast poljoprivrede od oko 12% u prvoj polovini godine zasnovan je na veoma dobrim prinosima ranih useva i voća, dok će konačan rezultat verovatno biti slabiji nakon uključivanja jesenjih kultura, na koje je nepovoljno uticala sušna sezona. Dakle, iako je rezultat privrede u Q2 bio nesporno dobar, on ipak nije bio toliko izuzetan da značajnije promeni osnovne ocene privrednih kretanja koje smo ranije iznosili. U prethodnom izdanju QM-a prognozirali smo da će BDP Srbije u 2026. porasti oko 3%, uz ocenu da su rizici usmereni naniže zbog neizvesnosti u međunarodnom okruženju, mogućeg usporavanja evropske privrede, geopolitičkih tenzija i nerešenog pitanja vlasništva NIS-a. U međuvremenu, ovi rizici se nisu materijalizovali u meri koja bi značajnije ugrozila domaću privrednu aktivnost, dok su pojedini činoci, uključujući kretanje evropske privrede, bili povoljniji od očekivanja. Zbog toga prognozu rasta BDP-a u 2026. zadržavamo na oko 3%, ali sada smatramo da je verovatnije da će rast biti nešto iznad nego ispod te stope.

Međugodišnji rast BDP-a u Q2 iznosio je 3,8%, što je iznad ostvarenih rezultata u prethodnim kvartalima

Prema proceni RZS-a, međugodišnji rast BDP-a Srbije u Q2 iznosio je 3,8%, što predstavlja приметно ubrzanje u odnosu na 3,2% iz Q1. Ostvareni rast BDP-a u Q2 ujedno je bio i najbrži u prethodne dve godine. Pritom, za razliku od prethodnog kvartala, ovo ubrzanje više ne pripisujemo statističkim efektima. Naime, u prethodnom izdanju QM-a objasnili smo da je solidan međugodišnji rast u Q1 dobrim delom bio posledica poređenja s niskom bazom, jer je Q1 2025. bio najslabiji kvartal prethodne godine.¹ Q2 2025, međutim, bio je kvartal uobičajenog nivoa aktivnosti, pa poređenje s njim daje relativno čistu sliku privrednih kretanja. Činjenica da je rast dodatno ubrzao i pošto se efekat niske baze iz Q1 istrošio predstavlja prvi jasan nagoveštaj da je u Q2 zaista došlo do приметnog ubrzanja privredne aktivnosti.

Desezonirani BDP porastao je u Q2 za 1,5%, što je neuobičajeno veliko ubrzanje

Grafikon T2-1. Srbija: indeks realnog desezoniranog BDP-a, 2001-2026. godina (2008=100)



Izvor: QM na osnovu podataka RZS

Napomena: osenčeni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu Bry-Boschan procedure. Zbog naknadne revizije desezoniranog BDP-a od strane RZS-a, rigorozna primena ove procedure više ne identifikuje pad privredne aktivnosti tokom pandemije COVID-19 kao recesiju – budući da je pad desezoniranog BDP-a postao ograničen samo na jedan kvartal (Q2 2020). Ipak, imajući u vidu izuzetnu prirodu tog šoka i njegov intenzitet, u Grafikonu je i Q2 2020. analitički označen kao recesija.

Kratkoročni trendovi privredne aktivnosti bolje se vide iz desezoniranih indeksa BDP-a, koje smo prikazali u Grafikonu T2-1. Desezonirani BDP sada daje приметno drugačiju sliku kretanja privredne aktivnosti u odnosu na onu koju smo analizirali u prethodnom izdanju QM-a. Pre svega, RZS je prvo revidirao navise prethodnu procenu desezoniranog rasta u Q1 2026. u odnosu na Q4 2025. godine sa 0,2% na 0,5% (anualizovano 2%). Jedan od glavnih razloga za ovu izmenu je revizija poljoprivredne proizvodnje u Q1 navise usled iznadprosečnog prinosa prolećnih i ranih letnjih poljoprivrednih kultura, zbog

¹ U Grafikonu T2-1 jasno se vidi da je u baznom periodu, tj. u Q1 2025. došlo do privremenog pada desezoniranog BDP-a.

2. Privredna aktivnost

**Ubrzanje
međugodišnjeg rasta
BDP-a u Q2 posledica
je snažnog skoka
građevinarstva i
oporavka industrije, uz
visok rast poljoprivrede**

čega je i međugodišnji rast poljoprivrede korigovan s prvobitno procenjenih 7,1 na 11,6%.² U Q2 je zatim desezonirani BDP u odnosu na Q1 kvartal dodatno ubrzao na 1,5% (anualizovano 6,1%), što je najsnažniji desezonirani rast još od početka 2023. godine. Kao i uvek, ovaj kratkoročni podatak treba tumačiti s oprezom – kvartalni desezonirani indeksi u maloj i otvorenoj privredi poput srpske veoma su volatilni, a u Q2 su dodatno bili izloženi vanrednim činionicima, poput normalizacije proizvodnje u NIS-u nakon zastoja iz prethodna dva kvartala. S tim u vezi, i sama visoka anualizovana stopa rasta desezoniranog BDP-a u Q2 od čak 6,1% jasno sugerise neodrživost sličnog trenda u budućnosti, tj. ukazuje na snažan uticaj vanrednih i privremenih činilaca na rezultate u Q2.

U Tabeli T2-2 prikazali smo podatke o međugodišnjem rastu BDP-a po *proizvodnom* principu, tj. po pojedinačnim sektorima privrede. Posmatrano po delatnostima, ovakvom rezultatu najviše su doprinela tri sektora. Poljoprivrede je po proceni RZS-a porasla za visokih 12,1% čime je dala doprinos ukupnom privrednom rastu od oko 0,4 p.p. Međutim, trebalo bi imati u vidu da ovaj rezultat i dalje delom počiva na statističkoj pretpostavci RZS-a o dobroj sezoni, a ne na do kraja potvrđenim prinosima. Naime, osnov za visok rast poljoprivrede u 2026. zvanična statistika je imala u izuzetno dobrom rodu prolećnih i ranih letnjih kultura. Međutim, jesenji deo poljoprivrede još uvek nije ušao u obračun, a on bi mogao da podbaci zbog suša u julu i avgustu. Zbog toga bi lako moglo da se desi da se trenutno visoke stope rasta poljoprivrede u Q1 i Q2 retroaktivno nešto smanje u narednim obračunima RZS. Građevinarstvo je imalo veliku promenu trenda u Q2 budući da je zabeležilo skok od 9,1%, čime je poništilo dubok pad iz Q1 od 9,7%. Ovakvi obrti iz kvartala u kvartal i dalje najvećim delom odražavaju dinamiku državnih kapitalnih građevinskih radova. To se ne vidi na prvi pogled jer konsolidovani fiskalni podaci u Q2 ne ukazuju na visok međugodišnji rast javnih investicija. Međutim, ovi pokazatelji „zamućeni“ su isplatom rate za nabavku Rafala u Q2 2025. godine. Kad se to uzme u obzir, grubo se može proceniti da su infrastrukturni radovi države u Q2 imali relativno visok međugodišnji rast, reda veličine oko 10%. Na kraju, industrija se u Q2 vratila u pozitivnu zonu s rastom od 1,5%, pošto je proizvodnja Rafinerije Pančevo tokom Q2 normalizovana, za razliku od Q1, opterećenog januarskim zastojem (Tabela T2-2).

Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2021–2026. godine¹⁾

	Međugodišnji indeksi											
	2021	2022	2023	2024	2025	2025				2026		Učešće
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	2024
Ukupno	107,9	102,7	103,7	103,9	102,0	101,8	102,0	102,0	102,2	103,2	103,8	100,0
Porezi minus subvencije	108,2	103,2	98,5	104,4	103,5	102,7	103,8	103,4	104,0	104,9	103,8	15,0
Bruto dodata vrednost	107,9	102,6	104,7	103,9	101,8	101,7	101,7	101,8	101,9	102,9	103,9	85,0
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	108,7	103,3	104,5	104,5	101,9	101,8	101,8	101,9	102,0	102,6	103,5	96,3 ²⁾
Poljoprivrede	97,6	92,6	107,4	93,0	99,9	99,7	100,4	99,8	99,7	111,6	112,1	3,7 ²⁾
Industrija	106,3	104,2	101,9	104,1	101,1	102,1	102,9	102,9	96,7	99,7	101,5	20,2 ²⁾
Građevinarstvo	118,6	90,5	110,5	104,0	94,5	94,7	84,2	87,8	110,6	90,3	109,1	5,9 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	114,6	100,0	105,6	105,5	100,5	98,9	101,1	101,3	100,6	104,9	104,4	18,2 ²⁾
Informisanje i komunikacije	109,5	114,1	113,8	106,8	105,6	107,0	105,2	106,0	104,3	103,4	103,7	10,0 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	109,5	100,7	101,5	105,6	102,6	103,3	103,2	101,8	102,0	107,1	105,2	6,2 ²⁾
Ostalo	105,1	104,6	102,9	103,2	103,1	102,0	103,0	103,4	103,8	104,2	103,3	35,7 ²⁾

Izvor: RZS
1) U cenama iz prethodne godine
2) Učešće u BDV-u

Od ostalih proizvodnih sektora pažnju nam i dalje privlači Informisanje i komunikacije (koje se odnosi uglavnom na IT industriju i telekomunikacije). Rast ovog sektora u Q2 iznosio je 3,7%, što je znatno niže od njegovog višegodišnjeg proseka. Pritom, prvi put u prethodnih deset godina desilo se to da je rast IKT sektora bio nešto sporiji od ukupnog privrednog rasta.³

2 Budući da stvarni rezultati poljoprivredne proizvodnje u 2026. nisu poznati početkom kalendarske godine, za procenu kretanja ovog sektora u Q1 preliminarano se koristi pretpostavka da će poljoprivredna sezona biti prosečna. Čim pristignu prvi pouzdani podaci o poljoprivrednoj sezoni, ova preliminarana procena se revidira što se sada desilo. O ovoj metodološkoj praksi za procenjivanje poljoprivredne delatnosti u Q1 pisali smo više puta u prethodnim izdanjima QM-a i ona nije sporna.
3 Formalno gledano i u Q2 2021. međugodišnji rast IKT sektora bio je niži od rasta ukupnog BDP-a. Međutim, tad je ukupan BDP imao jednokratno visok rast od 14,8%, usled poređenja s Q2 2020. tokom kog je trajalo vanredno stanje.

IKT je prvi put posle deset godina imao niži rast od ukupnog BDP-a, dok ostale usluge imaju solidan rast, verovatno usled relativno visokog rasta dohodaka

Ovaj rezultat, iako na prvi pogled ne deluje dramatično, ipak ima analitički značaj. Naime, u periodu 2016–2025. rast IKT sektora u proseku je iznosio 9,2%, što je bilo skoro tri puta brže od ukupnog rasta BDP-a (prosečan rast BDP-a u istom periodu iznosio je 3,4%). Međutim, rast ovog sektora u prethodnih nekoliko godina sistematski usporava što ukazuje da je reč o strukturnom usporavanju sektora, a ne o privremenoj oscilaciji. Tome u prilog idu i rezultati iz 2026. koji nagoveštavaju da je on izgubio potencijal da u budućnosti nastavi da bude važan pokretač privrednog rasta zemlje. Nasuprot tome, ostali uslužni sektori uglavnom su nastavili da rastu brže od rasta BDP-a. Na primer, Trgovina, saobraćaj i turizam porasli su za 4,4% (blago usporavanje sa 4,9% iz Q1), što povezujemo s relativno visokim realnim rastom raspoloživih dohodaka stanovništva. Vredan pažnje je i relativno snažan rast Finansijskih delatnosti od 5,2% (Tabela T2-2).

Podaci o upotrebi BDP-a pokazuju da je rast u Q2 najviše pokretala privatna potrošnja

Strukturu rasta BDP-a po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-3. Najveći doprinos rastu u Q2 dala je privatna potrošnja, koja je ostvarila međugodišnji rast od 4% i ima relativno veliko učešće u BDP-u Srbije od oko 63%. Državna potrošnja osetno je usporila, na 2,5%, sa 5,1% u Q1, dok su se investicije oporavile na 3,3% (sa svega 0,3% u Q1), u skladu s obrtom u građevinarstvu. Promena se dogodila i u spoljnotrgovinskoj razmeni: izvoz je zadržao tempo rasta iz prethodnog kvartala (4,1%), ali je uvoz ubrzao na 5,2%, pa je neto izvoz, koji je u Q1 prvi put od sredine 2023. dao (blago) pozitivan doprinos rastu – u Q2 ponovo postao negativan. Prema gruboj proceni, doprinos neto izvoza prešao je iz oko +0,2 p.p u Q1 u oko -1,1 p.p u Q2.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2021-2026. godine

	Međugodišnji indeksi											
	2021	2022	2023	2024	2025	2025				2026		Učešće 2024
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
BDP	107,9	102,7	103,7	103,9	102,0	101,8	102,0	102,0	102,2	103,2	103,8	100,0
Privatna potrošnja	107,7	103,5	100,5	105,2	103,1	101,9	103,2	103,5	103,7	104,9	104,0	63,2
Državna potrošnja	104,2	101,3	97,6	104,0	103,1	100,4	103,9	103,9	104,1	105,1	102,5	17,4
Investicije	114,7	102,2	109,7	107,7	100,8	99,3	96,1	97,8	108,9	100,3	103,3	25,1
Izvoz	120,4	117,0	102,7	105,2	105,6	108,2	105,0	104,1	105,4	104,0	104,1	59,8
Uvoz	117,7	116,1	98,6	108,0	108,0	110,9	109,2	104,8	107,6	103,2	105,2	66,9

Izvor: RZS

Privredni rast EU osetno je ubrzao u Q2, što predstavlja pozitivno iznenađenje

U Tabeli T2-4 prikazali smo međugodišnje stope rasta BDP-a u EU i zemljama CIE.⁴ Privredni rast EU imao je u Q2 neočekivano snažan oporavak, koji je nadmašio prvobitne prognoze analitičara. Nakon gotovo potpune stagnacije u Q1 kad je desezonirani rast EU u odnosu na prethodni kvartal iznosio svega 0,1%, očekivao se nastavak slabog trenda pod uticajem geopolitičkih rizika, neizvesnosti u vezi carinske politike SAD i visokih cena energenata. Međutim, većina ovih rizika ostala je pod kontrolom, a sklopljen je i novi dogovor s SAD o carinama. Pritom, EU ekonomija se generalno pokazala otpornijom nego što se očekivalo. Desezonirani rast BDP-a na nivou EU tako je u Q2 ubrzao na relativno visokih 0,7% (anualizovano 2,6%),⁵ dok je međugodišnji rast podignut na 1,5% (Tabela T2-4). Zemlje CIE, koje su sličnije Srbiji, zadržale su u Q2 u proseku gotovo nepromenjen međugodišnji rast BDP-a kao u Q1 od oko 2%. Upoređujući taj rezultat sa Srbijom, na prvi pogled bi se reklo da je Srbija sa stopom rasta od 3,8% BDP-a bila znatno uspešnija od zemalja CIE. Međutim, na rezultat CIE u velikoj meri je uticala recesija u Rumuniji, tj. pad BDP-a od 2%, budući da je Rumunija jedna od većih ekonomija u CIE, a obračunati prosek rasta CIE ponderisan je veličinom privreda. Recesija u Rumuniji izazvana je oštrom fiskalnom konsolidacijom koja se sprovodi u uslovima vrlo visoke inflacije i posledično visokih kamatnih stopa. Bez Rumunije rast zemalja CIE iznosio bi 2,9%, pa bi se razlika u odnosu na Srbiju znatno umanjila. Takođe, trebalo bi imati u vidu i to da su četiri zemlje koje uključujemo u uzorak CIE imale brži rast BDP-a od Srbije. To su Slovenija (5%), Crna Gora (4,8%), Severna Makedonija (4,3%) i Litvanija (4,1%). Pored zemalja iz regiona CIE, brži rast od Srbije u Q2 imale su i Malta i Danska, dok je Švedska imala identičan rast. S tim u vezi, ocene

⁴ Uz zemlje CIE11 članice EU u naše podatke uključene su i zemlje Zapadnog Balkana.

⁵ Na prvi pogled deluje nedosledno da je kvartalni rast od 0,7% anualizovan na 2,6%, budući da bi anualizovanjem te stope trebalo dobiti oko 2,8%. Međutim, prikazana anualizovana stopa od 2,6% je tačna, jer stvarna kvartalna stopa rasta nije bila okruglih 0,7% već 0,651% (v. bazu Evrostat).

2. Privredna aktivnost

koje državni zvaničnici iznose u javnosti, da Srbija ima najbrži privredni rast u Evropi, daleko su od istine.

Tabela T2-4. Srbija i zemlje CIE: rast BDP-a u periodu 2021-2026. godine

		Međugodišnji indeksi										
		2021	2022	2023	2024	2025	2025				2026	
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Srbija	EU27	7,9	2,7	3,7	3,9	2,0	1,8	2,0	2,0	2,2	3,2	3,8
		6,4	3,5	0,5	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5	0,8	1,5
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)		6,6	4,1	0,9	2,2	2,4	2,1	2,4	2,7	2,3	1,9	2,0
Albanija		9,0	4,8	4,0	4,0	3,8	3,8	3,5	3,4	4,0	3,7	:
Bosna i Hercegovina		7,4	4,2	2,0	3,2	2,1	1,9	2,2	2,3	2,1	2,2	:
Bugarska		7,8	4,1	1,7	3,4	3,1	2,8	3,5	3,0	3,1	2,9	2,5
Crna Gora		13,0	7,7	6,5	3,2	2,7	1,2	4,0	4,3	0,9	1,5	4,8
Češka		4,0	2,8	0,0	1,3	2,6	2,5	2,4	3,1	2,5	2,2	1,9
Estonija		8,3	-1,2	-2,7	-0,1	0,6	-0,3	2,8	1,5	1,0	2,9	1,8
Hrvatska		12,6	7,3	3,8	3,8	3,4	3,6	3,8	2,6	3,9	2,2	1,7
Letonija		6,9	1,9	-0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	2,6	2,9	2,5	3,0
Litvanija		6,4	2,5	0,7	3,0	2,9	3,3	3,2	1,9	3,3	2,5	4,1
Mađarska		7,2	4,2	-0,8	0,7	0,5	0,0	0,3	0,8	0,8	1,7	1,7
Severna Makedonija		4,5	2,8	2,6	3,0	3,5	2,9	3,5	3,8	3,8	3,1	4,3
Poljska		6,9	5,3	0,2	3,2	3,6	3,2	2,9	4,0	4,2	3,3	3,7
Rumunija		5,6	4,2	2,3	0,9	0,7	0,6	2,5	1,3	-1,2	-1,5	-2,0
Slovačka		5,7	0,5	2,1	1,9	0,8	0,8	0,5	0,9	1,0	0,9	0,7
Slovenija		8,4	2,7	2,4	1,7	1,1	-0,6	0,8	1,9	2,0	3,2	5,0

Izvor: QM na osnovu podataka Eurostata. Podaci za BiH i Albaniju u Q1 još uvek nisu dostupni

Aktuelni naftni šok za sada ima znatno blaže globalne efekte nego energetska kriza iz 2022. godine

Rat na Bliskom istoku, koji je tokom 2026. doveo do poremećaja u snabdevanju naftom (uključujući privremeni prekid saobraćaja kroz Ormuski moreuz) i skoka cene nafte, ostaje glavni izvor spoljnih rizika. Ipak, preovlađujuće ocene vodećih institucija i dalje su da će prelivanje na globalni rast i inflaciju biti osetno slabije nego tokom energetske krize iz 2022. godine. U svojoj julskoj reviziji, MMF je procenu globalnog rasta za 2026. blago snizio na 3,0% (sa 3,1% u aprilu i 3,3% iz januara), uz treću uzastopnu korekciju inflacije naviše (na 4,7%). Ove revizije, međutim, višestruko su manje od onih iz 2022. godine – što potvrđuje ocenu da je današnja polazna tačka povoljnija: inflacija je pre šoka bila bliža ciljanim nivoima, fiskalna politika uravnoteženija, a energetska intenzivnost privreda manja. MMF u novim izveštajima ocenjuje da je svetska privreda podnela šok bolje od očekivanog, uz ograničene efekte drugog kruga, zbog čega su se poboljšale prognoze za 2027. u kojoj se sad očekuje globalni rast BDP-a od 3,4% – usled očekivanog smirivanja tenzija i snažnog zamajca koji globalnoj produktivnosti donosi masovna integracija veštačke inteligencije u privredne tokove. Za malu i otvorenu privredu poput srpske ovo je umereno ohrabrujuće, ali međunarodno okruženje ostaje važan izvor neizvesnosti.

Prognozu rasta BDP-a u 2026. od oko 3% zadržavamo, ali uz promenu bilansa rizika

Kao što je izneto u uvodniku ovog poglavlja, baznu prognozu rasta BDP-a u 2026. od oko 3%, koju držimo nepromenjenju već tri izdanja QM-a zaredom, i dalje zadržavamo. Međutim, sada ocenjujemo da je verovatnoća odstupanja od ove prognoze pomerena naviše (za razliku od Q1, kad je bila pretežno usmerena naniže). Činioci na kojima prognoza počiva i dalje su na snazi (solidan realni rast dohodaka, rast poljoprivrede, rastuća serijska proizvodnja u kompaniji Stellantis), dok se pojedini rizici koje smo pominjali u prethodnom izdanju QM-a nisu materijalizovali ili su bili slabiji od očekivanja. Uz to, bilo je i nekoliko pozitivnih iznenađenja, poput povoljnijih kretanja privrede EU u Q2. Ipak, u trenutno veoma nestabilnom globalnom, ali i domaćem okruženju, nova iznenađenja su i u narednim kvartalima moguća.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja vratila se u Q2 u pozitivnu zonu (rast od 1,7%)

Nakon pada od 0,6% u Q1, opterećenog januarskim zastojem Rafinerije Pančevo, industrijska proizvodnja je u Q2 porasla za 1,7% međugodišnje (Tabela T2-5). Ovaj rast nosila je prerađivačka industrija (3,4%), uz oporavak rudarstva (2,3%) koje je imalo privremeni zastoj u Q1. Za razliku od ova dva sektora, sektor snabdevanja električnom energijom smanjio je proizvodnju u Q2 za 8,9%, a sličan pad nastavio se i u julu (Tabela T2-5). Raspoloživi podaci upućuju na to da je neposredni uzrok ovog pada pre svega nepovoljna hidrologija i ispadi u termosektoru. Nakon što je proizvodnja hidroelektrana u Q1 bila na nivou srednjoročnog proseka, tokom proleća i leta dotoci su naglo opali. Vodostaj Dunava bio je među najnižima u istoriji, pa je EPS najavio

da će proizvodnja na Đerdapu 2026. biti jedna od najslabijih ikada. Tome se pridružio i veliki broj ispada termoblokova koji su u Q2 bili opterećeni više nego obično, uz nešto duže letnje remonte postrojenja. Iako se smanjenje proizvodnje električne energije sredinom 2026. ne može neposredno pripisati CBAM-u, on ostaje relevantan kao strukturni činilac koji može da negativno utiče na elektroenergetski sektor Srbije u srednjem i dugom roku.

Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2021–2026. godine

	Međugodišnji indeksi												
	2021	2022	2023	2024	2025	2025				2026		2024	
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Jul	Učešće
Ukupno	106,6	101,9	102,6	103,2	100,9	102,2	102,8	102,8	96,1	99,4	101,7	97,7	100,0
Rudarstvo	128,5	125,9	100,1	107,4	104,7	105,0	103,3	106,7	104,3	96,7	102,3	103,0	17,0
Prerađivačka industrija	106,2	101,4	101,0	104,7	101,1	103,7	103,7	101,6	95,7	99,6	103,4	98,4	73,6
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,7	92,9	112,6	93,5	98,2	94,5	98,3	109,1	93,9	99,3	91,1	91,2	9,4

Izvor: RZS

Izvor: RZS

Rast prerađivačke industrije u Q2 i dalje nosi ograničen broj oblasti

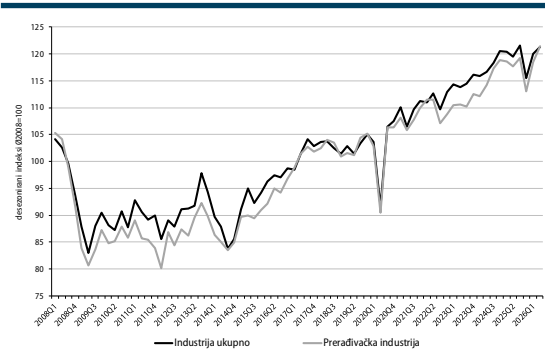
Prerađivačka industrija, najveći i najheterogeniji deo industrijske proizvodnje (24 oblasti), jeste porasla u Q2, ali uz divergentne trendove po pojedinačnim oblastima – pri čemu otprilike polovina oblasti beleži pad proizvodnje u odnosu na isti period prethodne godine. Time se potvrđuje ocena iz prethodnih izdanja QM-a da solidni agregatni rezultati domaće industrije koji se beleže u prethodnih nekoliko godina prevashodno počivaju na manjem broju oblasti u kojima su realizovane velike strane direktne investicije. Ubedljivo najveći doprinos prerađivačkoj industriji u Q2 ponovo daje proizvodnja motornih vozila, koja je i u tom kvartalu porasla za preko 40% zahvaljujući serijskoj proizvodnji novih modela u kragujevačkom Stellantisu (Fiat Grande Panda i Citroën C3), mada nešto sporije nego u Q1, kada je rast prelazio 50%. Snažan zamah dale su i proizvodnja hemikalija (oko 16%) i mašina i opreme (oko 14%), dok je proizvodnja koksa i derivata nafte – posle dubokog pada u Q1 izazvanog januarskim zastojem Rafinerije Pančevo – u Q2 snažno oporavljena (rast od oko 18%), što je jedan od glavnih razloga povratka celokupne industrije u pozitivnu zonu. Zabeleženi visok međugodišnji rast ove oblasti u Q2 trebalo bi ipak uzeti s rezervom jer je baza iz Q2 2025. bila vanredno niska (tad su sprovedeni veliki remontni proizvodnih postrojenja). Dakle, za pouzdaniju ocenu stvarnih trendova u proizvodnji naftnih derivata moraće da se sačeka sledeći kvartal.

Nasuprot oblastima koje imaju rast, dugoročno slabljenje radno-intenzivnih grana se nastavlja, iako nešto blaže nego ranije. Proizvodnja odevnih predmeta smanjena je za oko 8% (naspram 15% u Q1), uz sličan pad proizvodnje proizvoda od tekstila i kože. Važno je istaći i nastavak, tj. produbljivanje pada proizvodnje osnovnih metala (oko 15% u Q2, prema 8% u Q1). Ovaj pad verovatno odražava višegodišnje poslovanje smederevske Železare ispod kapaciteta i sa gubicima. Dodatan pritisak na ovu oblast tek predstoji. Nova zaštitna mera EU, na snazi od 1. jula, prepolovila je bescarinsku kvotu za srpski čelik i udvostručila vankvotnu carinu na 50%, pa će kretanje osnovnih metala biti važno pratiti u nastavku godine, kao i perspektivu proizvodnje smederevske železare. Na kraju, trebalo bi imati u vidu da najnoviji podaci iz jula unose dozu opreza. Industrijska proizvodnja u tom mesecu ponovo je zabeležila međugodišnji pad – ukupna za 2,3%, a prerađivačka za 1,6% (Tabela T2-5) – pri čemu je pad prerađivačke industrije prisutan i u desezoniranim podacima. To ukazuje da je oporavak prerađivačke industrije, kao i čitave industrijske proizvodnje i dalje veoma nestabilan.

Desezonirani indeksi industrijske proizvodnje postepeno ponovo dobijaju analitički značaj

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. U prethodnim izdanjima QM-a rekli smo da ćemo standardnu analizu desezoniranih indeksa industrijske proizvodnje privremeno staviti u drugi plan, dok se proizvodnja Rafinerije nafte Pančevo ne stabilizuje. Pošto se proizvodnja u NIS-u u Q2 u najvećoj meri normalizovala u odnosu na prethodna dva kvartala, desezonirani indeksi ponovo postaju upotrebljivi za ocenu kratkoročnog trenda industrijske proizvodnje, ali ćemo ih još uvek tumačiti s određenim oprezom. Ukratko, podaci za Q2 pokazuju da je prerađivačka industrija (svetlija linija na Grafikonu)

Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2026. godine



Izvor: RZS i Eurostat

Industrijska
proizvodnja u EU
blago se oporavila
u Q2

premašila svoj prethodni maksimum proizvodnje iz Q3 2025. za 1,8%. S druge strane, ukupna industrijska proizvodnja (tamnija linija) i dalje je ispod dostignutog nivoa proizvodnje iz Q3 2025. zbog dubokog pada proizvodnje električne energije.

Za razliku od naglog pada u Q1, industrijska proizvodnja u EU vratila se u Q2 u blagi plus (0,8% međugodišnje), dok je u zemljama CIE ubrzala na oko 1,5% (Tabela T2-7). Pad iz Q1 delom smo objašnjavali time što su američke firme krajem 2025. u velikoj meri unapred naručivale evropsku robu kako bi je nabavile pre najavljenih carina. Kad su se te

zalihe napunile, porudžbine su naglo stale i evropske fabrike su ostale bez značajnog dela tražnje. U Q2 se taj jednokratni udar istrošio, pa se proizvodnja delimično oporavila. U međuvremenu su i sama pravila američke trgovinske politike postala jasnija. Pošto je početkom godine ukinut prethodni sistem carina, EU i SAD su se dogovorile da roba iz EU od 1. jula podleže jedinstvenoj carini od 15% (uz posebnu, znatno višu carinu na čelik i aluminijum). Za evropske izvoznike to znači manje neizvesnosti nego na početku godine, ali uz trajno viši nivo carina nego ranije. Oporavak industrije u zemljama CIE u Q2 ostaje nesiguran i vrlo neujednačen. Rumunija je, na primer, produbila pad industrijske proizvodnje na 4,8%, dok su najveći pozitivan preokret u Q2 imali Severna Makedonija i Slovenija (Tabela T2-7).

Tabela T2-7. Srbija i zemlje CIE: međugodišnji rast industrijske proizvodnje, 2021-2026. godine

Međugodišnji rast (%)											
	2021	2022	2023	2024	2025	2025				2026	
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Srbija	6,6	1,9	2,6	3,2	0,9	2,2	2,8	2,8	-3,9	-0,6	1,7
EU (27)	9,2	2,6	-1,5	-2,4	1,5	1,3	1,4	1,8	2,0	-0,9	0,8
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	11,0	5,5	-2,2	-0,7	0,5	0,1	0,3	1,1	1,2	0,4	1,5
Bosna i Hercegovina	9,8	0,9	-3,9	-4,0	-1,8	-2,5	0,6	-3,7	-1,0	-5,9	-1,0
Bugarska	9,8	12,7	-8,3	-3,1	-7,7	-5,7	-8,0	-7,8	-7,7	-4,6	-3,9
Češka	6,8	2,1	-1,3	-0,7	1,9	1,1	2,3	1,2	4,2	1,4	2,5
Estonija	13,3	1,8	-9,7	-2,5	1,6	1,8	4,4	0,5	1,4	0,6	-3,8
Hrvatska	6,3	1,2	-0,3	-1,9	3,3	5,2	3,3	0,5	6,0	0,4	0,4
Letonija	6,6	0,9	-6,4	-2,2	3,6	-0,8	4,6	5,9	5,6	9,3	4,2
Litvanija	20,5	5,5	-5,3	4,0	3,3	8,2	2,3	-0,4	1,7	4,3	5,6
Mađarska	9,6	6,1	-5,5	-4,1	-3,1	-5,6	-3,5	-2,4	-2,9	1,0	3,4
Severna Makedonija	1,4	-0,2	0,6	-3,4	1,6	2,0	3,6	1,2	0,7	-2,4	4,1
Poljska	14,5	10,3	-1,2	0,6	2,6	2,2	1,2	3,9	3,2	1,7	4,0
Rumunija	7,1	0,5	-3,0	-1,5	-0,9	-3,0	0,8	0,7	0,3	-2,5	-4,8
Slovačka	11,1	-4,5	3,8	0,4	-3,1	-0,8	-2,8	-3,1	-5,2	-0,5	-1,1
Slovenija	10,1	1,2	-5,6	-1,0	-1,4	-0,5	-2,9	-0,9	-2,9	-2,0	3,0

Izvor: QM na osnovu podataka Eurostata

Srbija bi i tokom
2026. mogla
da zadrži nešto
povoljnije industrijske
trendove u odnosu
na EU

Kretanje industrijske proizvodnje u EU veoma je važno za Srbiju jer je to njeno ubedljivo najveće izvozno tržište s kojim domaća industrija ima relativno visok stepen integracije. Stoga su u dugom roku industrijska proizvodnje EU i Srbije visoko korelisane. Međutim, u prethodnim izdanjima QM-a primetili smo neuobičajen fenomen – da su industrijska kretanja u Srbiji i EU od 2023. bila privremeno razdvojena. Pritom, Srbija je imala primetno bolje trendove od EU. Divergencija industrijskih kretanja Srbije i EU u Q2 bila je manje izražena nego u Q1 (sad su obe u plusu), ali srpska industrija i dalje raste nešto brže od EU, pa i od proseka CIE (Tabela T2-7), pre svega zahvaljujući proizvodnji motornih vozila. Kako se efekti ranijih SDI budu postepeno iscrpljivali, a evropski ciklus ponovo postajao dominantan, očekujemo da će veza između industrijskih kretanja u Srbiji i EU postepeno jačati.

Građevinarstvo

Po proceni RZS-a, građevinarstvo je u Q2 imalo relativno visok rast proizvodnje od oko 9%

Po podacima RZS-a, BDV građevinarstva povećan je u Q2 za 9,1% međugodišnje (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 Q2 imao gotovo identičan međugodišnji rast kao BDV, od 9%. Ovim je nastavljena izuzetno volatilna dinamika građevinarstva koju prikazuje zvanična statistika. U prva tri kvartala 2025. zabeležen je pad od preko 10%, onda je u Q4 usledio nagli rast od 10,6%, koji je zamenio novi dubok pad u Q1 2026. od 9,7%, da bi poslednji podatak iz Q2 ponovo pokazao visok rast. Ovakve oscilacije teško mogu da odražavaju stvarna privredna kretanja, a u QM-u smo više puta objašnjavali da je njihov verovatni uzrok to što je zvanična statistika građevinarstva pristrasna ka aktivnosti velikih i državnih preduzeća, koja se lakše prate. Zbog toga procene građevinske aktivnosti u velikoj meri prate dinamiku državnih rashoda za infrastrukturu – koja je u prethodnih godinu dana zaista bila visoko povezana s prikazanim kretanjem građevinske aktivnosti. Interesantno je primetiti i to da je rast građevinarstva u Q2 u potpunosti došao iz visokogradnje. Vrednost radova na zgradama skočila je za 32,4% u stalnim cenama, dok su radovi na ostalim građevinama istovremeno smanjeni za 7,1%. Ovako snažan rast radova na zgradama verovatno je posledica ubrzane izgradnje kompleksa za specijalizovanu izložbu Ekspo 2027. u Surčinu, koja je tokom 2026. u punom jeku.

Posredni indikatori uglavnom potvrđuju visok rast građevinarstva u Q2

Podaci sa tržišta rada u sektoru građevinarstva pokazuju uglavnom pozitivna kretanja koja su u načelu konzistentna s visokim rastom ove delatnosti. Po ARS-u, koji meri ukupnu zaposlenost (i formalnu i neformalnu), u Q2 je došlo do neuobičajeno visokog međugodišnjeg rasta broja zaposlenih u građevinarstvu od 7,7%. S druge strane, administrativni podaci, koji se odnose samo na registrovanu zaposlenost, u Q2 pokazuju stagnaciju broja zaposlenih u ovom sektoru. Kad je kretanje zarada u pitanju, plate formalno zaposlenih u građevinarstvu imale su dosta brz međugodišnji rast u Q2 od 13,3% nominalno (9,9% realno) koji je bio nešto veći od prosečnog rasta zarada u zemlji (11,3% nominalno). Na kraju, i indeks proizvodnje cementa pokazuje snažan međugodišnji rast u Q2 od 12,8% (Tabela T2-8). Ipak trebalo bi imati u vidu da je deo visokog rasta cementa posledica i niske baze (u Q2 2025. proizvodnja cementa bila je smanjena za 8,8%). Posmatrani zajedno, posredni pokazatelji uglavnom potvrđuju pozitivna kretanja u ovoj delatnosti (ali dovode u sumnju podatke o dubokom padu u Q1).

Na nivou čitave 2026. očekujemo određeni oporavak građevinarstva u odnosu na 2025. godinu

Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja cementa, 2014–2026. godine

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
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
2026	97,0	112,8	-	-	-

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

Nakon slabog početka godine, snažan oporavak u Q2 potvrdio je našu ocenu iz prethodnog izdanja QM-a da je određeni oporavak građevinarstva tokom 2026. verovatan. Očekujemo da se povišena aktivnost održi i u nastavku godine, pre svega zbog kapitalnih projekata države s fiksnim rokovima završetka (prvenstveno EKSP0), koji nameću intenzivne građevinske radove do otvaranja izložbe 2027. godine. S druge strane, i dalje ne očekujemo da bi privatna građevinska aktivnost mogla snažnije da se oporavi. Prilivi SDI ostaju niski, a kao što smo objašnjavali u prethodnim izdanjima QM-a, njihov pad nije samo posledica lošeg privrednog ciklusa u EU i kratkoročnih činilaca, već je dobrim delom i strukturne prirode. Zbog toga tekući oporavak građevinarstva vidimo pre kao delimičnu, državnim projektima vođenu korekciju nakon pada iz 2025, nego kao povratak na visoke stope rasta koje je ovaj sektor beležio

u godinama snažnog investicionog ciklusa. Pritom, ovaj novi impuls građevinarstva u 2026. verovatno je i vremenski ograničen, budući da će po završetku radova za EKSP0 jedan od glavnih pokretača oslabiti. Naravno, i ova očekivanja su uslovna i indikativna, tim pre što je građevinarstvo specifičan sektor privrede čije je kratkoročne trendove, zbog nepouzdanosti statističkih pokazatelja i velike volatilnosti, teško precizno pratiti i ocenjivati.

3. Tržište rada

U drugom kvartalu 2026. došlo je do smanjenja stope nezaposlenosti i stope zaposlenosti u odnosu na isti kvartal prethodne godine i do rasta realnih zarada. Broj nezaposlenih, prema Anketi o radnoj snazi, je iznosio 220 hiljada u Q2 2026. i manji je za oko 56 hiljada (20,3%) u odnosu na prethodni kvartal i 47 hiljada (17,5%) u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Smanjenje nezaposlenosti, uz stagnaciju zaposlenosti i rast neaktivnosti ukazuje na to da je nezaposlenost smanjena zbog demografskih promena kao što su izlaska nezaposlenih sa tržišta rada i emigracije u inostranstvo. Registrovana zaposlenost nastavlja trend blagog smanjenja u Q2 2026. godine. Većina delatnosti ima pad ili stagnaciju zaposlenosti u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok poslovanje nekretninama ima veliki rast od 6,3% međugodišnje. Zaposlenost je smanjena i u javnom i u privatnom sektoru. Prosečna zarada je iznosila 120 hiljada dinara, odnosno oko 1.000 evra. Međugodišnji realni rast zarada od 7,9% je dosta veći u odnosu na rast realne bruto dodate vrednosti od 3,9%. Nastavlja se trend rasta produktivnosti rada, ali i realnih jediničnih troškova rada. Minimalna neto zarada je takođe imala veliki međugodišnji realni rast od 16,7%, što ubrzava realni rast jediničnih troškova rada.

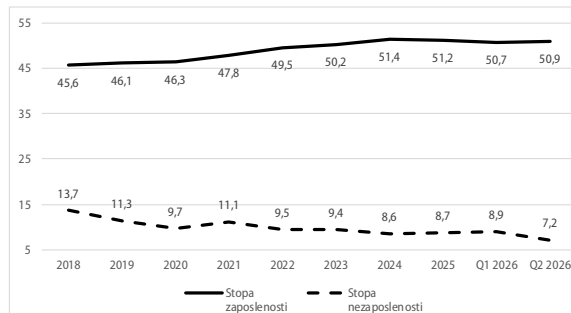
Zaposlenost i nezaposlenost

Stopa nezaposlenosti je na rekordno niskom nivou, 7,2% u Q2 2026.

Smanjena je nezaposlenost i u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prethodne godine

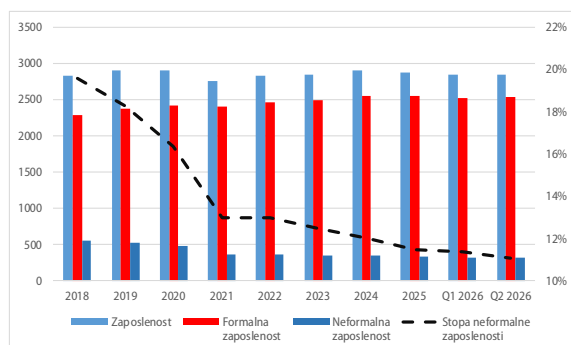
Podaci Ankete o radnoj snazi (ARS) pokazuju drastično smanjenje broja nezaposlenih i u odnosu na prethodni kvartal (-20,3%) i u odnosu na isti kvartal prethodne godine (-17,5%). Broj nezaposlenih u drugom kvartalu 2026. godine je prema ARS iznosio 220 hiljada, dok je

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



Napomene: Podaci su revidirani za period 2018-2022. su revidirani
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

stopa nezaposlenosti iznosila 7,2%. S druge strane, zaposlenost u odnosu na prethodni kvartal stagnira, a došlo je do većeg pada broja zaposlenih u odnosu na isti kvartal prethodne godine (-1,6%). Stopa zaposlenosti je iznosila 50,9% u Q2 2026. U odnosu na isti kvartal prethodne godine smanjena je i formalna i neformalna zaposlenost, za 30,1 i 15,7 hiljada, respektivno. Stopa neformalne zaposlenosti je iznosila 11%.

Prema podacima Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) u Q2 2026, zaposlenost (bez registrovanih individualnih poljoprivrednika) nastavlja trend blagog pada u odnosu na isti kvartal prethodne godine i pored solidnog međugodišnjeg realnog rasta bruto dodate vrednosti (BDV). Registrovana zaposlenost je smanjena u poljoprivredi i industriji, dok je stagnirala u građevinarstvu i uslugama (Tabela T3- 1).

Većina delatnosti ima pad ili stagnaciju zaposlenosti u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Najveći relativni rast zaposlenosti u odnosu na isti kvartal prethodne godine je ostvaren u delatnosti poslovanje nekretninama, 6,3%. U pitanju je delatnost koja zapošljava mali broj ljudi, oko 10.000, pa ne utiče značajnije na kretanje

ukupne zaposlenosti. Ipak, broj zaposlenih u poslovanju nekretninama je dupliran od 2015. godine sa 5 hiljada zaposlenih u 2015. na 9,5 hiljada u 2025, što je mnogo više u odnosu na rast realne BDV koji je u istom periodu iznosio 21,1%. Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti nastavljaju rast broja zaposlenih koji je u Q2 2026. u odnosu na isti kvartal prethodne godine iznosio 3,9%.

Zaposlenost stagnira i prema podacima CROSO i ARS

Prema CROSO zaposlenost stagnira u građevinarstvu i uslugama, a smanjena je u poljoprivredi i industriji

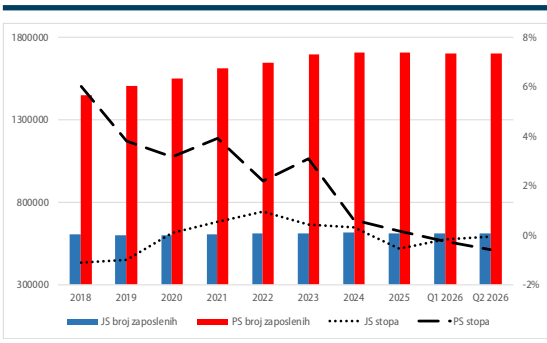
Zaposlenost je smanjena i u javnom i u privatnom sektoru

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	2025	Q1 2026	Q2 2026
Zaposlenost CROSO	3,8	2,4	2,3	3,0	1,8	2,4	0,5	-0,4	-0,2	-0,5
BDV	5,0	4,8	-0,5	7,9	2,6	4,7	3,9	1,8	2,9	3,9
Zaposlenost poljoprivreda	-1,2	-5,5	-1,7	-1,8	-5,6	-2,0	-2,9	-5,0	-2,4	-1,8
BDV poljoprivreda	12,5	-3,8	2,1	-2,4	-7,4	7,4	-7,0	-0,1	7,1	12,1
Zaposlenost industrija (B-E)	5,0	3,1	3,3	2,9	0,7	1,3	-0,6	-2,1	-2,9	-3,3
BDV industrija (B-E)	0,9	-0,2	-1,5	6,3	4,2	1,8	4,3	0,9	-0,7	1,5
Zaposlenost građevinarstvo	7,9	9,7	9,1	4,8	1,7	2,0	2,5	0,7	0,3	0,0
BDV građevinarstvo	12,0	33,4	-4,7	18,6	-9,5	10,5	4,0	-5,5	-5,1	9,1
Zaposlenost usluge	3,2	1,8	1,5	2,9	2,5	2,9	0,9	0,8	0,7	0,6
BDV usluge	5,3	5,6	0,0	8,6	4,2	5,0	4,6	2,8	4,5	3,7

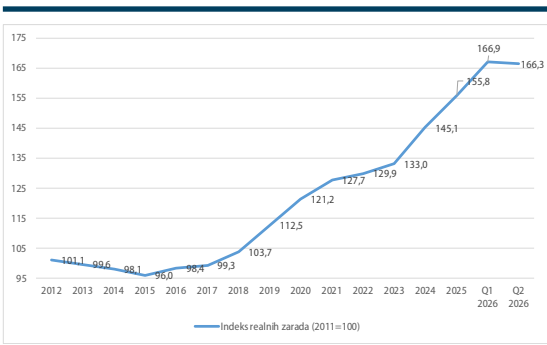
Napomene: Registrovana zaposlenost bez registrovanih individualnih poljoprivrednika je korišćena pro obračuna zaposlenosti u CROSO. Zaposlenost u Q2 2026. je prethodni podatak. Kvartalni podaci za BDV u periodu Q1 2025 – Q2 2026. su procenjene vrednosti, dok su za Q1-Q4 2024. prethodne vrednosti. Godišnji 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.

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



Napomene: Podatak za Q2 2026. 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. Bazni indeks realnih zarada



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

Premija na zarade u javnom sektoru u odnosu na privatni sektor u Q2 2026. je iznosila 6% (oko 7 hiljada dinara).

Medijalna zarada je iznosila 94 hiljade dinara (800 evra), i manja je od prosečne za 26 hiljade dinara, tj. za 22%. Medijalna zarada je realno bila veća za 8,6% međugodišnje.

U drugom kvartalu 2026. godine, broj zaposlenih u javnom sektoru je iznosio 612 hiljada, dok je u privatnom sektoru iznosio milion i 702 hiljade. Broj zaposlenih je smanjen u odnosu na isti kvartal prethodne godine za 0,1% u javnom sektoru i 0,6% u privatnom sektoru.

Zarade

Prosečna neto zarada je iznosila 120 hiljada dinara (1.024 evra) u drugom kvartalu 2026. godine, realno je veća za 1,1% u odnosu na prethodni kvartal i za 7,9% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Međugodišnji realni rast zarada je dosta veći u odnosu na rast realne bruto dodate vrednosti. Zarade su realno porasle za 66,3% u Q2 2026. u odnosu na 2011, što je neznatno manji rast u odnosu na prethodni kvartal (Grafikon T3-4).

Prosečne neto zarade su iznosile 125 hiljada u javnom sektoru i 118 hiljada u privatnom sektoru u drugom kvartalu 2026. godine (Grafikon T3-5). Realni međugodišnji rast je bio veći u javnom sektoru u odnosu na privatni sektor, 8,6% u odnosu 7,5%, respektivno. U odnosu na prethodni kvartal, zarade u javnom sektoru su realno veće za 1,1%, dok su u privatnom sektoru realno veće za 0,9%.

Prosečna neto zarada je iznosila 120 hiljada RSD – 1.024 EUR u Q2 2026.

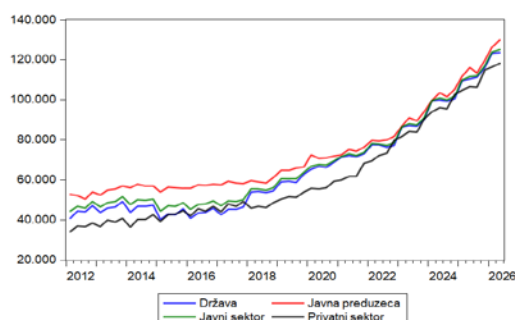
Realne zarade rastu brže nego realna bruto dodata vrednost

Zarade su realno porasle i u odnosu na prethodni kvartal (1,1%) i u odnosu na isti kvartal prethodne godine (7,9%)

Realni rast zarada je bio veći u javnom nego u privatnom sektoru

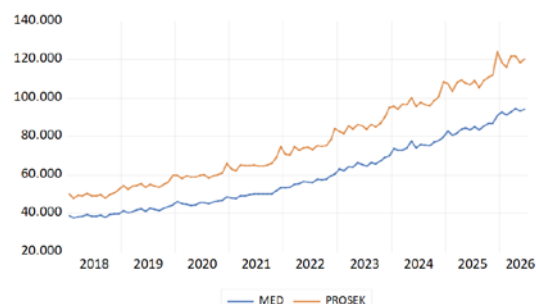
Medijalna zarada je iznosila 94 hiljade dinara i za oko petinu je manja od prosečne

Grafikon T3-5. Kretanje prosečnih zarada u javnom sektoru, javnim preduzećima, državi i privatnom sektoru, RSD



Izvor: RZS

Grafikon T3-6. Kretanje medijalne i prosečne zarade



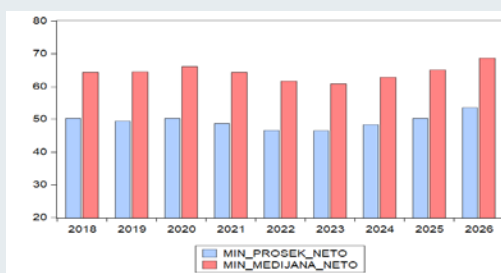
Izvor: RZS

Neto zarada u evrima je iznosila oko hiljadu evra, dok su troškovi poslodavaca iznosili oko hiljadu i 600 evra u Q2 2026. Zarade u evrima i troškovi poslodavaca su veći za 11% međugodišnje, što odgovara nominalnom rastu zarada u dinarima.

Okvir: Kretanje minimalne zarade

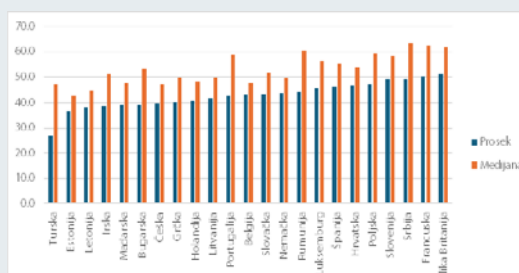
Minimalna zarada u Srbiji je relativno visoka i u odnosu na medijalnu i u odnosu na prosečnu zaradu, i taj odnos je povećan u poslednje dve godine. U prvoj polovini 2026. godine, odnos minimalne i prosečne neto zarade je iznosio 53,4%, dok je za bruto zarade odnos iznosio 52,3%, što je značajno veće u odnosu na prosek OECD-a (44% u 2025), ali i u odnosu na susedne zemlje EU (Hrvatsku, Bugarsku i Rumuniju). Zbog niske progresivnosti poreskog sistema u Srbiji, bruto i neto odnosi su gotovo identični. Ipak, primetan je značajniji realni rast neto minimalne zarade koji je bio dosta veći od realnog rasta prosečnih zarada, kao i od bruto dodate vrednosti. Nakon realnog pada minimalca u 2022. godini u odnosu na prethodnu godinu, usled visoke inflacije, i skromnog rasta u 2023. godini od 1,7%, minimalna neto zarada beleži dvocifrene stope realnog rasta od 2024. godine. Realni rast zarada u prvoj polovini 2026. u odnosu na prosek 2025. godine je iznosio 13,7%. U Q2 2026. u odnosu na isti kvartal prethodne godine minimalna zarada je realno porasla za 16,7%. Drastično veći realni rast minimalne zarade od kretanja privredne aktivnosti i produktivnosti rada ima negativne posledice na realne jedinične troškove rada i konkurentnost privrede. Grafikon 2. prikazuje odnos bruto minimalne i prosečne i medijalne zarade u 2025. godini za evropske zemlje OECD-a, kao i Bugarsku, Rumuniju, Hrvatsku i Srbiju. Vidimo da Srbija zauzima treće mesto po odnosu minimalne i prosečne bruto zarade među odabranim zemljama, a po odnosu minimalne i medijalne zarade ima najveću vrednost, 63,5%.

Grafikon 1. Odnos neto minimalne i prosečne/medijalne zarade



Napomena: Podatak za 2026. je prosek za prvih 6 meseci.
Izvor: RZS

Grafikon 2. Odnos bruto minimalne i prosečne i medijalne zarade, 2025.



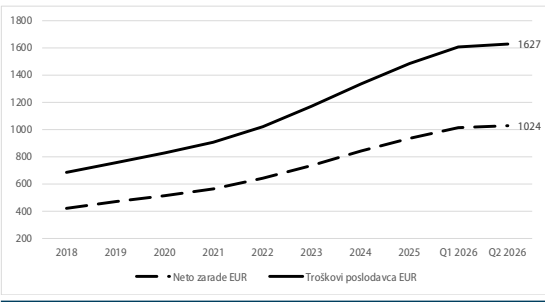
Izvor: RZS za Srbiju, OECD za ostale zemlje.

3. Tržište rada

Nastavlja se trend rasta produktivnosti rada, ali i realnih jediničnih troškova rada

Realni jedinični troškovi rada su veći za 3,3% međugodišnje

Grafikon T3-7. Prosečne neto zarade i troškovi poslodavca u evrima

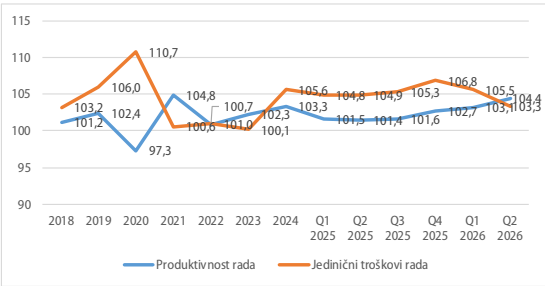


Izvor: RZS za plate, NBS za devizni kurs.

Produktivnost rada

Produktivnost rada nastavlja trend rasta u drugom kvartalu 2026. usled rasta realne bruto dodate vrednosti od 3,9% i blagog pada zaposlenosti od pola procenata. Realne zarade takođe nastavljaju trend rasta koji je brži od rasta produktivnosti rada. Realni jedinični troškovi rada su veći za 3,3% u odnosu na isti kvartal prethodne godine.

Grafikon T3-8. 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 Q2 2026. je prethodni podatak. Kvartalni podaci za BDV u periodu Q1 2025 – Q2 2026. su procenjene vrednosti, dok su za Q1-Q4 2024. prethodne vrednosti. Godišnji podatak za BDV za 2023. i 2024. godinu je prethodni podatak. Izvor: Proračun autora na podacima RZS.

Dodatak

Table D3-1. Osnovni indikatori tržišta rada

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q1 2026	Q2 2026
Stopa aktivnosti (%)	52,9	51,9	51,3	53,8	54,7	55,4	56,2	56	55,7	54,9
Stopa zaposlenosti (%)	45,6	46,1	46,3	47,8	49,5	50,2	51,4	51,2	50,7	50,9
Stopa nezaposlenosti (%)	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	8,6	8,7	8,9	7,2
Stopa neformalne zaposlenosti (%)	19,5	18,2	16,4	13,0	13,0	12,5	12,0	11,4	11,3	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	2025	Q1 2026	Q2 2026
Prosečne neto zarade ukupno (€)	420	466	511	560	638	734	838	934	1011	1024
Prosečne neto zarade industrija (€)	413	454	485	520	581	668	771	872	940	968
Troškovi poslodavca ukupno (€)	684	754	827	901	1022	1165	1332	1484	1604	1627
Troškovi poslodavca industrija (€)	672	734	784	837	932	1062	1226	1387	1492	1537

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

Deficit tekućeg računa u Q2 2026. godine je iznosio 1.265 miliona evra (5,3% BDP-a), što predstavlja znatno povećanje u odnosu na Q1 2026. godine (129 miliona evra ili 0,6% BDP-a), ali i smanjenje u poređenju sa Q2 2025. godine (1.354 miliona evra ili 6,1% BDP-a). Povećanje tekućeg deficita od početka 2026. godine rezultat je rasta spoljnotrgovinskog deficita i većeg deficita na računu primarnog dohotka, što je u manjoj meri kompenzovano višim suficitom na računima sekundarnog dohotka i usluga. Posmatrano međugodišnje, smanjenje tekućeg deficita ostvareno je zahvaljujući većem suficitu u razmeni usluga i na računu sekundarnog dohotka, uz umereno smanjenje robnog deficita, što je nadmašilo rast deficita na računu primarnog dohotka. U Q2 2026. izvoz robe je viši od prošlogodišnjeg za od 9,1%, dok je uvoz porastao za 8,3%. Međugodišnjem smanjenju robnog deficita doprinelo je i poboljšanje odnosa razmene, usled pada uvoznih i rasta izvoznih cena. Sa druge strane, desezonirana kretanja od početka 2026. godine ukazuju na ponovni rast robnog deficita usled različite dinamike spoljnotrgovinskih tokova - dok je izvoz robe u Q2 ostvario skromniji međukvartalni rast od 1,5%, uvoz je istovremeno povećan za 6,1%. Na finansijskom računu tokom Q2 zabeležen je visok priliv kapitala, primarno usled priliva portfolio investicija, odnosno zaduživanja države. Pored toga, ostvaren je i neto priliv po osnovu stranih direktnih investicija (634 miliona evra). Ukupna kretanja u platnom bilansu rezultirala su povećanjem deviznih rezervi za 1.855 miliona evra tokom Q2 2026. godine.

Tekući deficit u Q2 2026. godine 1,27 mlrd evra, tj. 5,3% BDP-a

Znatn porast tekućeg deficita od početka godine, ali niži nivo nego pre godinu dana

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u Q2 2026. godine iznosi 1,27 mlrd evra, odnosno 5,3% BDP-a, što predstavlja bitno povećanje u odnosu na Q1 2026. godine (kada je iznosio 129 miliona evra ili 0,6% BDP-a, v. Tabelu T4-1 i Grafikon T4-2). Međutim, posmatrano međugodišnje, tj. u poređenju sa Q2 2025. kada je iznosio 1,35 mlrd evra (6,1% BDP-a), tekući deficit je blago smanjen.

Porast tekućeg deficita u Q2 u odnosu na prva tri meseca 2026. dominantno je rezultat porasta deficita na računu primarnog dohotka¹, koji dostiže 1,84 mlrd evra (7,7% BDP-a), kao i robnog deficita, koji iznosi 1,66 mlrd evra (7,0% BDP-a). Sa druge strane ostvaren je suficit na računu sekundarnog dohotka² od 1,5 mlrd evra, kao i usluga od 703 miliona evra. Drugačija slika se dobija ako se tekući deficit i njegove komponente porede sa prošlogodišnjim nivoom. U Q2 2026. u poređenju sa Q2 2025. došlo je do blagog smanjenja tekućeg deficita (za 0,8 pp, tj. sa 6,1% na 5,3% BDP-a). Porast deficita primarnog dohotka (za 0,5 pp, sa 7,2% na 7,7% BDP-a) je kompenzovan blagim smanjenjem robnog deficita (za 0,3 pp, sa 7,3% na 7,0% BDP-a), manjim povećanjem suficita na računu usluga (za 0,5 pp, sa 2,4% na 2,9% BDP-a) i sekundarnog dohotka (za 0,4 pp, sa 6,0% na 6,4% BDP-a).

Nivo spoljnotrgovinskog deficita (roba i usluge) u Q2 2026. iznosi 958 miliona evra, što čini 4,0% BDP-a (Tabela T4-1 i Grafikon T4-2), kao neto rezultat izvoza robe i usluga od 13,0 mlrd evra (54,6% BDP-a) i uvoza od 13,96 mlrd evra (58,6% BDP-a). Vrednost izvezena robe³ iznosila je 9,02 mlrd evra (37,9% BDP-a), dok uvoz robe dostiže 10,69 mlrd evra (44,8% BDP-a). Robni deficit ublažen je suficitom na računu usluga u iznosu od 703 miliona evra, pri čemu su prihodi od usluga iznosili 3,98 mlrd evra, a rashodi 3,28 mlrd evra (Tabela T4-1). Iako uvoz značajnije ubrzava rast (8,3% međugodišnje), rast izvoza je i dalje brži (9,1% međugodišnje). Desezonirana kretanja od početka 2026. godine (Grafikon T4-3) ukazuju na ponovni rast robnog deficita, usled različite dinamike spoljnotrgovinskih tokova - dok je izvoz robe usled slabe eksterne tražnje u Q2 zabeležio blagi rast od 1,5% u odnosu na Q1, uvoz je nastavio trend oporavka uz međukvartalni rast od 6,1%, vođen jačanjem domaće privatne potrošnje i investicionog ciklusa

¹ Ova stavka u platnom bilansu obuhvata naknade za zaposlene, dividende, reinvestiranu dobit, kamate i druge dohotke od faktora proizvodnje.

² Ova stavka u platnom bilansu obuhvata doznake, donacije i druge vrste transfera.

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.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

i rasta cena energenata. Prema podacima RZS-a, povoljniji odnosi razmene u ovom periodu delovali su u smeru ublažavanja robnog deficita. Razlog tome je međugodišnji rast izvoznih cena od 4,1%, uz istovremeni pad uvoznih cena za 3,9%, što je dovelo do znatnog poboljšanja indeksa odnosa razmene na 108,6. Podaci MMF-a, bazirani na različitoj metodologiji, ukazuju da su odnosi razmene u martu u određenoj meri pogoršani, da bi se nakon toga uočio trend postepenog poboljšanja (Grafikon T4-4).

Visok deficit
na računu
primarnog
dohotka od 7,7%
BDP-a

Deficit na računu primarnog dohotka u Q2 2026. iznosi 1.838 miliona evra (7,7% BDP-a), uz prihode od 350 miliona evra i rashode od 2.189 miliona evra. Suficit na računu sekundarnog dohotka iznosi 1.532 miliona evra (6,3% BDP-a), gde lični transferi iznose 1.299 miliona evra, neto.

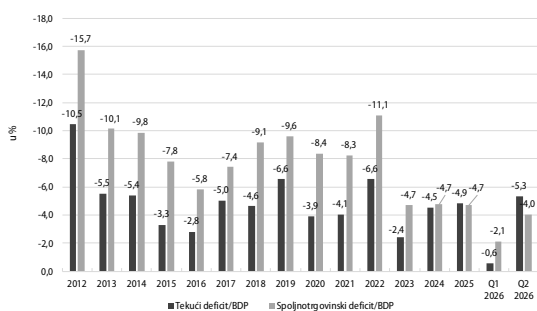
Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2024	2025	2025				2026	
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
			u milionima evra					
TEKUĆI RAČUN	-3.788	-4.302	-651	-1.354	-808	-1.489	-129	-1.265
Roba	-6.770	-6.487	-1.594	-1.598	-1.438	-1.856	-1.099	-1.661
Izvoz robe	29.859	32.457	7.988	8.269	7.959	8.242	8.658	9.024
Uvoz robe	36.628	38.944	9.582	9.868	9.397	10.097	9.757	10.685
Usluge	2.820	2.323	665	520	274	864	640	703
Prihodi	14.459	15.229	3.563	3.590	3.892	4.183	3.590	3.983
Rashodi	11.639	12.906	2.898	3.071	3.618	3.319	2.949	3.280
Primarni dohodak	-5.219	-5.574	-866	-1.595	-1.171	-1.942	-967	-1.838
Prihodi	1.415	1.375	323	351	322	379	311	350
Rashodi	6.634	6.949	1.189	1.946	1.493	2.321	1.278	2.189
Sekundarni dohodak	5.382	5.437	1.144	1.320	1.528	1.445	1.297	1.532
Prihodi	6.829	7.458	1.589	1.875	2.037	1.958	1.744	2.037
Rashodi	1.447	2.021	444	555	509	513	447	505
Lični transferi, neto ¹⁾	4.470	4.571	876	1.127	1.350	1.217	1.108	1.299
od čega: Doznake radnika	3.562	3.757	693	924	1.144	996	913	1.103
KAPITALNI RAČUN- neto	146	163	110	37	11	6	30	1
FINANSIJSKI RAČUN	-3.196	-4.648	-783	-1.384	-816	-1.665	-74	-1.115
Direktne investicije	-4.602	-2.278	-318	-502	-797	-661	-206	-634
Portfolio investicije	-428	881	334	209	182	157	76	-3.901
Finansijski derivati	-36	-37	-5	-10	0	-22	3	37
Ostale investicije	-964	-1.666	341	-517	-1.080	-411	1.233	1.527
Ostali vlasnički kapital	-43	-34	-27	-6	-1	1	-1	15
Gotov novac i depoziti	471	-336	469	-51	-811	56	613	-163
Kredit	-1.509	-2.580	-595	-551	-181	-1.253	-684	1.620
Centralna banka	0	0	0	0	0	0	0	0
Depozitne institucije osim centralne banke	210	-598	-78	17	-156	-380	-74	-340
Država	-1.081	-438	-113	156	204	-685	-356	387
Ostali sektori	-639	-1.543	-404	-723	-229	-187	-253	1.573
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	-13	0	0	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	129	1.284	494	91	-86	785	1.305	55
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0
Devizne rezerve	2.834	-1.548	-1.135	-565	879	-728	-1.181	1.855
GREŠKE I PROPUSTI- neto	446	-510	-241	-67	-19	-182	25	148
PRO MEMORIA								
			u % BDP-a					
Bilans tekućih transakcija	-4,5	-4,9	-3,2	-6,1	-3,6	-6,2	-0,6	-5,3
Bilans robne razmene	-8,1	-7,3	-7,8	-7,3	-6,5	-7,7	-5,0	-7,0
Izvoz robe	35,9	36,6	39,3	37,5	35,7	34,4	39,6	37,9
Uvoz robe	44,0	43,9	47,1	44,8	42,2	42,1	44,7	44,8
Bilans robe i usluga	-4,7	-4,7	-4,6	-4,9	-5,2	-4,1	-2,1	-4,0
Lični transferi - neto	5,4	5,2	4,3	5,1	6,1	5,1	5,1	5,5
BDP u evrima ²⁾	83.260	88.672	20.346	22.046	22.288	23.992	21.850	23.826

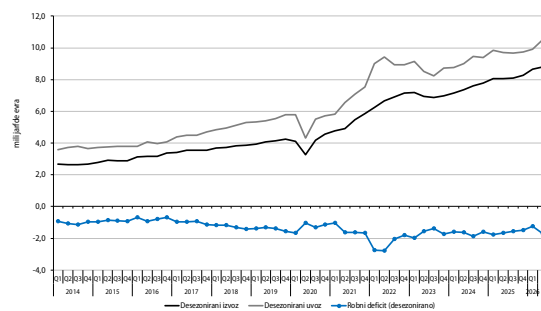
Napomena: Platni bilans Republike Srbije je usklađen sa međunarodnim smernicama sadržanim u Priručniku za izradu platnog bilansa br. 6 MMF-a (BPM6). Izvor: NBS.

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

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

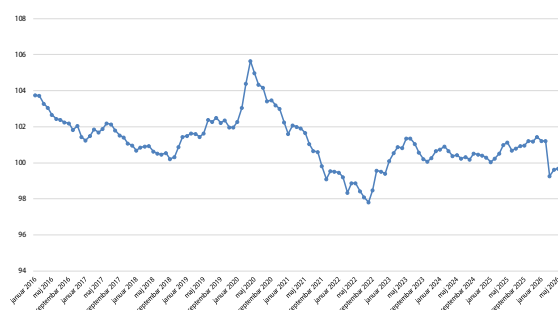
Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spolnotrgovinski deficit, 2012- Q2 2026

Izvor: NBS, QM

Grafikon T4-3. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2014-Q2 2026

Izvor: NBS, RZS, QM

U Q2 2026. znatan neto priliv kapitala i rast deviznih rezervi

Grafikon T4-4. Indeks odnosa razmene, januar 2016-maj 2026, jun 2012=100

Izvor: MMF, QM

priliv od 1,53 mlrd evra, prvenstveno po osnovu povećanja obaveza po osnovu kredita (1,6 mlrd evra). Time, tokom Q2 2026. godine devizne rezerve su porasle za 1,86 mlrd evra.

Izvoz

Izvoz 9,05 mlrd evra, što je za 7,0% iznad prošlogodišnjeg

Vrednost izvezeno robe iznosila je 9,05 mlrd evra u Q2 2026. i 3,05 mlrd evra u julu. Međugodišnje stope rasta izvoza ukazuju na stabilan uzlazni trend - nakon 5,9% u Q1 2026, u Q2 ostvaren je rast od 7,0%, dok je u julu zabeleženo dodatno ubrzanje na 8,9% (Tabela T4-5). Ukoliko se isključi izvoz drumskih vozila, izvoz beleži skromnije stope rasta (1,8% u Q2 i 3,6% u julu), što ukazuje na značajan doprinos automobilskeg sektora ukupnom izvoznom rezultatu.

Posmatrano po proizvodnim grupama, ključni pokretač rasta izvoza bili su kapitalni i intermedijarni proizvodi. Izvoz *Kapitalnih proizvoda* (koji čine 25,1% ukupnog izvoza) zabeležio je snažan međugodišnji rast od 22,3% u Q2 i čak 34,5% u julu. U okviru ove grupe, kapitalni proizvodi bez drumskih vozila rasli su po umerenijim stopama od 2,1% u Q2 i 14,6% u julu. *Intermedijarni proizvodi*, kao najzastupljenija kategorija sa udelom od 42,8%, ostvarili su stabilan međugodišnji rast izvoza od 6,0% u Q2, nakon čega je u julu usledila stagnacija uz blagi porast od 0,3%. Izvoz *Energije* (čija vrednost čini 3,8% ukupne izvezeno vrednosti) nastavio je da beleži visoko međugodišnje smanjenje od -34,0% u Q2 (193 miliona evra) i -20,6% u julu, uprkos međugodišnjem porastu svetskih cena energetskih proizvoda. Pad izvoz energije rezultat je većeg broja faktora među kojim su najvažniji zabrana izvoza derivata nafte, uvođenje carina na ugljenik pri izvozu u EU, kao i smanjenje proizvodnje električne energije usled suše i havarija na termoelektranama. *Trajni proizvodi za široku potrošnju* beleže pad izvoza od početka godine - 6,5 u Q1, 7,5% u Q2 i 15,5% u julu. Sa druge strane, izvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* je, nakon pada u Q1 (-3,2%), zabeležio rast od 1,5% u Q2 i 4,9% u julu. *Ostali izvoz* (koga čine neklasifikovani proizvodi), je krajem 2025. i početkom 2026. bio značajno ispod nivoa

4. Platni bilans i spoljna trgovina

godinu dana ranije, da bi tokom Q2 ostvario umeren međugodišnji pad (-1,3%), a u julu čak međugodišnji rast od 31,9% (Tabela T4-5).

Kretanje izvoza zavisiće od privredne aktivnosti glavnih partnera (EU i region) i svetskih cena. Dok se u EU uočavaju prve naznake oporavka, na izvoz će se u drugoj polovini godine negativno odraziti suša u domaćem poljoprivrednom sektoru i realna aprecijacija dinara prema evru.

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

	Učešće u ukupnom izvozu, 2025	2025		2026		2025		2026	
		Q4	Q1	Q2	Jul	Q4	Q1	Q2	Jul
	u %	u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	8.281	8.610	9.050	3.054	5,3	5,9	7,0	8,9
Ukupno bez drum. vozila	93,2	7.467	7.701	8.085	2.700	-1,1	-0,7	1,8	3,6
Energija	3,8	243	225	193	71	-31,6	-40,4	-34,0	-20,6
Intermedijarni proizvodi	42,8	3.450	3.699	3.829	1.241	4,6	5,3	6,0	0,3
Kapitalni proizvodi	25,1	2.304	2.471	2.703	861	22,0	30,6	22,3	34,5
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	18,3	1.490	1.562	1.738	508	-5,3	3,2	2,1	14,6
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,1	409	387	402	113	-1,0	-6,5	-7,5	-15,5
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	19,4	1.612	1.528	1.611	621	4,6	-3,2	1,5	4,9
Ostalo	3,9	264	301	311	147	-28,7	-16,3	-1,3	31,9

Izvor: RZS

Uvoz

Primetno ubrzanje
uvoza od početka
godine, te u Q2 dostiže
11,2 mlrd evra

U Q2 2026. godine uvoz robe iznosio je 11,2 mlrd evra. Nakon skromnog međugodišnjeg rasta od 0,1% u Q1, međugodišnje stope ukazuju na primetno ubrzanje rasta uvoza u Q2 (rast od 5,6%), kao i blago usporavanje rasta u julu (5,0%, Tabela T4-6). S druge strane, uvoz bez energije beleži kontinuirano ubrzanje od početka godine, ostvarivši međugodišnji rast od 4,3% u Q2 i 5,6% u julu, nakon skromnijeg rasta u Q1 od 3,4%. Desezonirani podaci potvrđuju oporavak i ubrzanje rasta uvoza, pri čemu je ovako posmatrana uvezena vrednost u Q2 6,1% viša u odnosu na Q1 2026. godine.

Tokom Q2 kod svih proizvodnih grupa ostvaren je međugodišnji rast uvezene vrednosti, osim u slučaju neklasifikovane robe (kategorija *Ostalo* u Tabeli T4-6). Uvoz *Intermedijarnih proizvoda* (koji čini trećinu ukupnog uvoza) zabeležio je međugodišnji rast od 6,9% u Q2 i 5,4% u julu. Uvoz *Kapitalnih proizvoda* (sa udelom od približno 20% u ukupnom uvozu) ubrzava rast, sa stopom od 6,4% u Q2 i čak 11,5% u julu. Uvoz *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* takođe ubrzava rast – za 13,0% viši u Q2 je i čak 22,8% u julu u odnosu na isti period prethodne godine. Uvezena vrednost *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* je u Q1 za 6,6% ispod one iz Q1 2025, dok je u Q2 i julu za 6,1% i 2,8%, respektivno, iznad vrednosti godinu dana ranije. Ostali uvoz je u Q2 za 5,1% ispod, a u julu za 5,1% iznad prošlogodišnje vrednosti.

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

	Učešće u ukupnom uvozu, 2025	2025		2026		2025		2026	
		Q4	Q1	Q2	Jul	Q4	Q1	Q2	Jul
	u %	u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	10.807	10.289	11.218	3.708	4,3	0,1	5,6	5,0
Energija	10,5	993	1.166	1.159	302	-17,2	-20,1	18,5	-0,8
Intermedijarni proizvodi	34,0	3.607	3.511	3.882	1.297	5,7	4,8	6,9	5,4
Kapitalni proizvodi	19,6	2.303	1.906	2.172	812	16,9	7,3	6,4	11,5
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,2	263	237	248	92	10,2	6,1	13,0	22,8
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	17,2	1.831	1.700	1.840	601	1,9	-6,6	6,1	-2,8
Ostalo	16,6	1.810	1.770	1.917	605	4,1	7,1	-5,1	5,1
Uvoz bez energije	89,5	9.814	9.123	10.058	3.406	7,2	3,4	4,3	5,6

Izvor: RZS

Uvoz energije (sa učešćem u ukupnom uvozu oko 10%, v. Tabelu T4-6) zabeležio je preokret u trendu u Q2 2026. godine. Nakon znatnog međugodišnjeg pada krajem 2025. i početkom 2026.

godine, u drugom kvartalu 2026. je ostvaren visok međugodišnji rast od 18,5%. U julu je uvoz energije bio na sličnom prošlogodišnjem nivou – tj. skromnih 0,8% niži u odnosu na isti mesec prethodne godine. Vrednost uvoza energenata u velikoj meri je određena kretanjem na svetskom tržištu, gde su cene počele da rastu od marta, zabeležile snažan rast u Q2 (posebno u aprilu i maju) i nastavile solidan rast u julu i avgustu.

Očekivano ubrzanje uvoza u narednom periodu, vođeno privatnom potrošnjom i investicijama, rezultiraće rastom robnog deficita i posledično većim deficitom tekućeg računa u drugoj polovini 2026. godine.

Spoljni dug

Spoljni dug na kraju marta 2026. 52,03 mlrd evra, što predstavlja 57,7% BDP-a

Spoljni dug Srbije na kraju marta 2026. godine⁵ je iznosio 52,03 mlrd evra, što predstavlja 57,7% BDP-a (Tabela T4-7). U prva tri meseca 2026. godine dug je uvećan za 858 miliona evra, dok je za godinu dana (mart 2025– mart 2026) zabeležen porast od 3,2 mlrd evra. Međutim, prateći rast BDP-a je uticao da se učešće spoljnog duga u BDP-u zadržalo na nepromenjenom nivou od 57,7% u poređenju sa krajem prethodne godine, kao i u odnosu na mart 2025. godine.

Tabela T4-7. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2024-Q1 2026

	2024	2025	2025				2026
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
stanja, u milionima evra, kraj perioda							
Ukupan spoljni dug	48.771	51.176	48.815	48.540	48.850	51.176	52.034
(U % BDP-a) ⁴⁾	58,6	57,7	57,7	56,5	56,0	57,7	57,7
Javni spoljni dug ¹⁾	26.663	26.049	26.375	25.563	25.355	26.049	26.569
(U % BDP-a) ⁴⁾	32,0	29,4	31,2	29,8	29,1	29,4	29,5
Dugoročni	26.663	26.049	26.375	25.563	25.355	26.049	26.569
od čega MMF	0	0	0	0	0	0	0
specijalna prava vučenja	1.273	1.186	1.243	1.189	1.186	1.186	1.203
Kratkoročni	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug ²⁾	22.109	25.127	22.440	22.977	23.495	25.127	25.465
(U % BDP-a) ⁴⁾	26,6	28,3	26,5	26,8	26,9	28,3	28,2
Dugoročni	21.135	23.105	21.293	21.373	21.607	23.105	24.005
od čega banke	3.219	3.201	3.186	3.158	3.138	3.201	3.387
od čega privreda	17.884	19.863	18.074	18.176	18.429	19.863	20.575
od čega ostali	32	41	33	39	41	41	42
Kratkoročni	974	2.022	1.146	1.604	1.888	2.022	1.460
od čega banke	236	880	319	325	504	880	834
od čega privreda	737	1.142	826	1.278	1.384	1.142	625
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	23,4	25,0	24,0	24,6	22,7	25,0	26,1

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 (908,1 miliona evra, od čega se 399,2 miliona evra odnosi na domaće banke, 508,9 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.

Tokom Q1 2026. godine zabeležen je porast spoljnog duga i javnog i privatnog sektora. Inostrano zaduženje javnog sektora poraslo je za 520 miliona evra, dok su obaveze privatnog sektora istovremeno povećane za 338 miliona evra. Unutar privatnog sektora primetan je zaokret ka dugoročnim izvorima finansiranja — dugoročni dug je porastao za 900 miliona evra, dok je kratkoročni smanjen za 562 miliona evra. Za rast duga u ovom kvartalu najzaslužnija su preduzeća sa dodatnih 712 miliona evra dugoročnih obaveza, dok je njihov kratkoročni dug smanjen za 517 miliona evra u odnosu na prethodni kvartal. Istovremeno, banke su povećale dugoročnu inostranu zaduženost za 186 miliona evra, uz kratkoročno razduživanje od 45 miliona evra.

⁵ Izvor podataka za spoljni dug i međunarodnu investicionu poziciju je NBS, a poslednji raspoloživi podaci se odnose na kraj marta 2026. godine.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

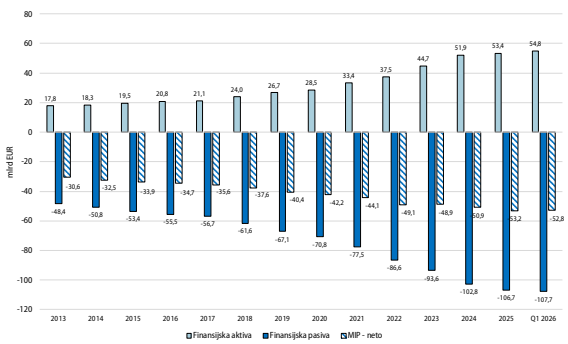
Posmatrano u odnosu na kraj marta 2025. godine, rast ukupnog spoljnog duga od 3,2 mlrd evra u najvećoj meri je rezultat zaduživanja privatnog sektora (3,03 mlrd evra), dok se manji deo odnosi na porast zaduživanja javnog sektora (194 miliona evra). Privatni dug je značajno porastao pre svega zbog novog dugoročnog zaduživanja preduzeća (2,5 mlrd evra) i banaka (202 miliona evra). Pored toga, kratkoročni dug privatnog sektora viši je za 314 miliona evra nego godinu dana ranije, uz rast duga banaka za 515 miliona evra i pad duga preduzeća za 201,4 miliona evra

Međunarodna investiciona pozicija

MIP Srbije 52,8
mlrd evra

Podaci za kraj marta 2026. godine pokazuju da međunarodna investiciona pozicija (MIP) Republike Srbije iznosi 52,8 mlrd evra, pri čemu potraživanja dostižu 54,8 mlrd evra, a obaveze prema inostranstvu 107,7 mlrd evra. Tokom prva tri meseca 2026. godine finansijska aktiva je porasla za 1,4 mlrd evra, a pasiva za 1 mlrd evra, čime je na kraju Q1, u poređenju sa stanjem na kraju 2025. godine, neto MIP smanjena za 407 miliona evra.

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



Izvor: NBS
Napomena: Neto finansijska pasiva prikazana kao negativna vrednost na grafikonu.

Posmatrano po ključnim komponentama finansijske pasive na kraju Q1 2026. godine, neto SDI su dostigle 63,4 mlrd evra, obaveze po osnovu kredita 27,9 mlrd evra, neto, dok su portfolio investicije iznosile 10,6 mlrd evra, neto. Tokom ovog perioda, najizraženiji rast zabeležen je kod kredita - 867 miliona evra - dok su obaveze po osnovu SDI porasle za 351 miliona evra. S druge strane, obaveze po osnovu portfolio investicija zabeležile su pad od 119,6 miliona evra u poređenju sa krajem 2025. godine.

5. Cene i devizni kurs

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

Cene

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

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

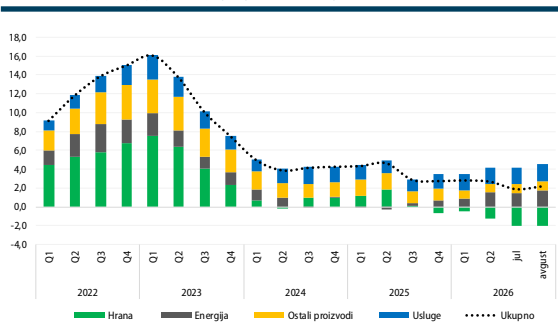
Tabela T5-1. Indeks potrošačkih cena i inflacija, 2023-2026.

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

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

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

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



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka RZS

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

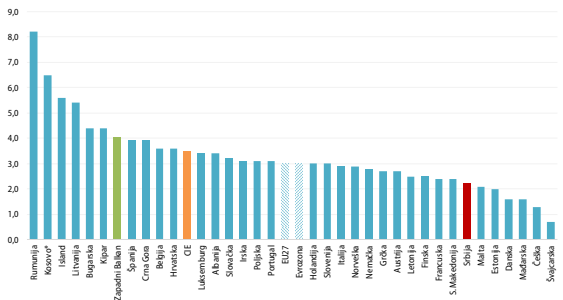
Potrošačke cene su u julu u proseku smanjene za 0,1%, što je bila prva mesečna deflacija od septembra 2025. Uzroci pada cena u ova dva perioda, međutim, bitno se razlikuju. Deflacija u septembru 2025. bila je posledica administrativne mere, odnosno uvođenja Uredbe o ograničenju trgovačkih marži, dok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

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

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

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

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



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka Evrostat

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

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

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

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

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

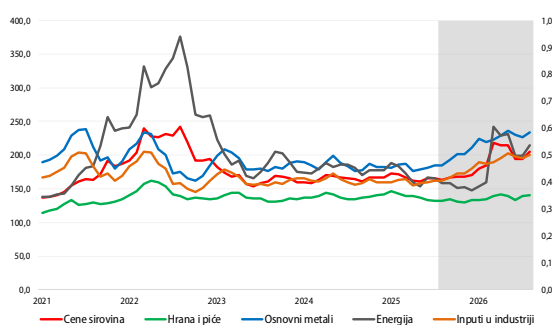
Ključna razlika između Srbije i drugih evropskih ekonomija, međutim, nije u ukupnoj, već u baznoj inflaciji. Bazna inflacija u Srbiji iznosila je 4,5% u julu, naspram prosečnih 3,7% u zemljama CIE i 2,5% u Evrozoni. Razlikuje se i njena dinamika. Od kraja 2025. do jula 2026, bazna inflacija u Srbiji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

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

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

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

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



Izvor: IMF Primary Commodity Prices

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

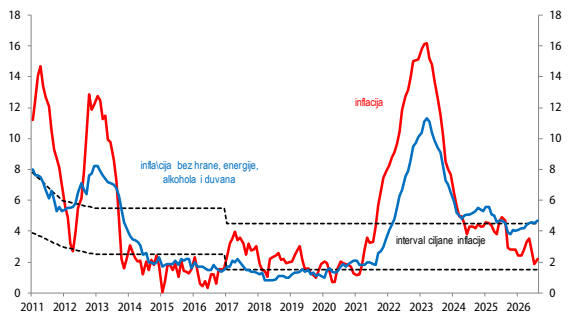
Bazna inflacija ubrzala je i premašila gornju granicu ciljanog intervala NBS, pod uticajem visokog rasta cena usluga i postepenog preliivanja troškovnih pritisaka na industrijske proizvode

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

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

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

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

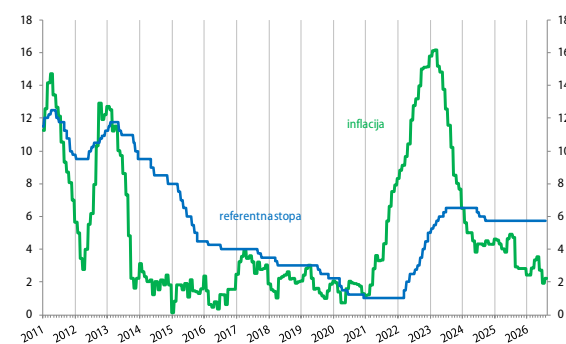


Izvor: NBS i obračun QM-a

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

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

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

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

Izvor: NBS

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

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

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

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

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

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

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

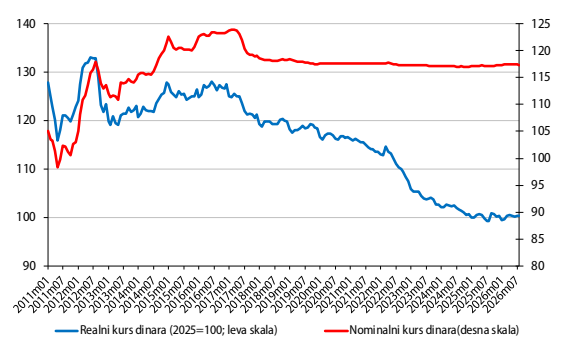
Devizni kurs

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q2 2026. godine nastavljen je solidan rast javnih prihoda, koji su realno međugodišnje porasli za 6,5%, usled rasta poreskih prihoda od 4% i snažnog povećanja neporeskih prihoda od 30,5%. Iako je rast prihoda usporio u odnosu na Q1, pre svega zbog pada prihoda od akciza usled privremenog umanjenja stope akciza na naftne derivate, na nivou prvih šest meseci tekuće godine javni prihodi su realno porasli za 7,4%, znatno iznad planiranog godišnjeg rasta od 2,5%. Poreski prihodi su u prvoj polovini godine takođe rasli brže od plana – usled nastavka snažnog rasta zarada i lične potrošnje, a uprkos padu zaposlenosti, pri čemu su porez na dohodak i PDV u Q2 ubrzali rast, dok su doprinosi i porez na dobit usporili nakon izuzetno snažne naplate u Q1. Istovremeno, prihodi od akciza nastavili su snažan pad usled privremenog smanjenja stope akciza, dok veoma visok rast neporeskih prihoda delom može biti posledica jednokratnih uplata. Istovremeno, javni rashodi su u Q2 realno porasli za 2,2%, kao neto rezultat rasta tekućih rashoda od 6,9% i pada kapitalnih rashoda od 20,8%. Na nivou prvog polugodišta javni rashodi su realno porasli za 8,9%, što je znatno iznad planiranog godišnjeg rasta od 2,6%, ali se, kada se izuzmu privremeni i vanredni faktori, osnovna dinamika javne potrošnje može oceniti kao uglavnom usklađena sa planom. I pored pada u Q2, na nivou prvog polugodišta kapitalni rashodi su realno povećani 8,6%. Pošto su prihodi u Q2 rasli brže od rashoda, ostvaren je fiskalni suficit od 57,2 mlrd. dinara, odnosno oko 2% kvartalnog BDP-a, dok je na nivou prvog polugodišta ostvaren deficit od 55,8 mlrd. dinara, odnosno oko 1% BDP-a, te primarni suficit od 0,7% BDP-a. U julu je nastavljen realan rast javnih prihoda od 2,8%, ali je snažan rast javnih rashoda od 20,6%, pre svega zbog kapitalnih izdataka, doveo do mesečnog deficita od 49,2 mlrd. dinara i kumulativnog deficita od gotovo 105 mlrd. dinara u prvih sedam meseci 2026. godine. I pored rasta za preko 1,9 mlrd. evra u Q2, javni dug je na kraju tog kvartala iznosio 41,3 mlrd. evra, odnosno 44,9% BDP-a, što je i dalje u održivom okvirima, ali uz sve uži prostor za dodatno zaduživanje. Imajući u vidu kretanja u prvoj polovini godine, bez rebalansa bi deficit u 2026. verovatno bio manji od prvobitno planiranih 3% BDP-a. Međutim, rebalansom je planiran zaokret ka povećanju ekspanzivnosti fiskalne politike kroz znatno povećanje javne potrošnje, tako da je i projektovani deficit u 2026. godini povećan na 3,5% BDP-a. Fiskalni prostor se time koristi u periodu kada je privredni rast blizu potencijalnog, što može uticati na rast inflatornih pritisaka, pri čemu je rast potrošnje pre svega posledica jednokratnih i neselektivnih davanja stanovništvu, što se nepovoljno ocenjuje sa stanovišta kvaliteta i kredibiliteta fiskalne politike, iako kratkoročna održivost javnih finansija rebalansom nije ugrožena.

Opšta fiskalna kretanja

U Q2 2026. je nastavljen solidan realan rast javnih prihoda – za 6,5% međugodišnje

Nakon snažnog ubrzanja u Q1, javni prihodi su i u Q2 2026. godine nastavili solidan međugodišnji rast, koji je iznosio 6,5% i posledica je nastavka rasta poreskih prihoda (za 4%), te snažnog rasta neporeskih prihoda (za 30,5%). Rast javnih prihoda u Q2 je bio nešto sporiji nego u Q1, pre svega usled pada prihoda od akciza, zbog privremenog umanjenja stope akciza na naftne derivate radi stabilizacije tržišta. Na nivou prvog polugodišta javni prihodi su ostvarili međugodišnji realan rast od 7,4%, što je znatno više u odnosu na planirani realan rast na nivou godine, od 2,5%.

Javni rashodi u Q2 rastu, ali sporije nego u Q1 – ipak, na nivou prvog polugodišta njihov rast je osetno veći od planiranog rasta na nivou godine

Istovremeno, javni rashodi su u Q2 porasli za 2,2% međugodišnje, kao neto rezultat umerenog rasta tekućih rashoda (od 6,9%) i pada kapitalnih rashoda (za 20,8%). Na nivou prvog polugodišta javni rashodi su ostvarili međugodišnji realan rast od 8,9%, što je znatno iznad planiranog godišnjeg rasta rashoda od 2,6%. Na osnovu navedenog zaključuje se da se država prilagodila boljoj naplati javnih prihoda u odnosu na plan, nešto većom, odnosno bržom realizacijom javnih rashoda.

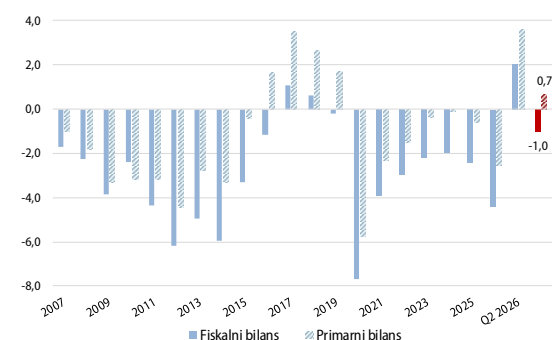
Kao posledica pre svega solidne naplate javnih prihoda, ali i sporijeg rasta rashoda u Q2 je ostvaren relativno značajan fiskalni suficit od 57,2 mlrd. dinara, tj. oko 2% kvartalnog BDP-a, dok je

U Q2 je ostvaren suficit od 2% BDP-a...

...dok je na nivou prvog polugodišta ostvaren fiskalni deficit od 1% BDP-a

U julu je ostvaren veliki deficit, usled rasta kapitalnih rashoda

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



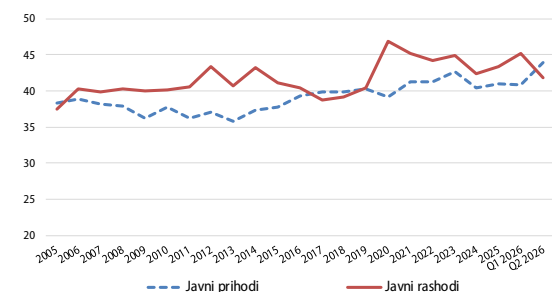
Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

nabavki i radova. U julu je shodno tome ostvaren deficit od 49,2 mlrd. dinara, dok je na nivou prvih sedam meseci 2026. godine fiskalni deficit iznosio blizu 105 mlrd. dinara.

Ukoliko bi se kretanja iz prve polovine godine nastavila, pod ostalim nepromenjenim uslovima, fiskalni deficit u 2026. godini bi verovatno bio manji od planiranih 3% BDP-a, za 0,5-1 procentni poen i iznosio bi oko 2-2,5% BDP-a.

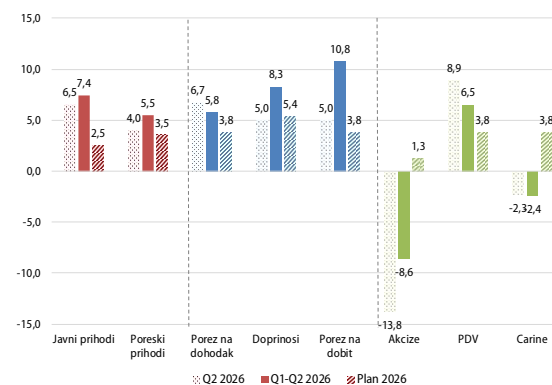
Ipak, rebalansom budžeta javni rashodi su povećani za preko 1% BDP-a, tako da se, ako se tekuća kretanja nastave, može očekivati da fiskalni deficit u 2026. godini bude u rasponu do 3,5% BDP-a (videti: Okvir 1).

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



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Grafikon T6-3. Srbija: Stope međugodišnjeg realnog rasta javnih prihoda u 2026. (%)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Rast poreskih prihoda usporava, ali ostaje iznad plana

primarni suficit iznosio 3,6% BDP-a. Na nivou prvog polugodišta, ostvaren je fiskalni deficit od 55,8 mlrd. dinara, odnosno oko 1% BDP-a, odnosno primarni suficit od oko 0,7% BDP-a.

U julu je nastavljen međugodišnji rast prihoda – javni prihodi su realno porasli za 2,8%, pre svega usled nastavka rasta poreskih prihoda. S druge strane, javni rashodi u julu su skokovito realno porasli za 20,6% međugodišnje, po osnovu znatnog rasta kapitalnih rashoda, što verovatno predstavlja posledicu plaćanja većeg iznosa dospelih obaveza po osnovu izvedenih kapitalnih

nabavki i radova. U julu je shodno tome ostvaren deficit od 49,2 mlrd. dinara, dok je na nivou prvih sedam meseci 2026. godine fiskalni deficit iznosio blizu 105 mlrd. dinara.

Ukoliko bi se kretanja iz prve polovine godine nastavila, pod ostalim nepromenjenim uslovima, fiskalni deficit u 2026. godini bi verovatno bio manji od planiranih 3% BDP-a, za 0,5-1 procentni poen i iznosio bi oko 2-2,5% BDP-a.

Ipak, rebalansom budžeta javni rashodi su povećani za preko 1% BDP-a, tako da se, ako se tekuća kretanja nastave, može očekivati da fiskalni deficit u 2026. godini bude u rasponu do 3,5% BDP-a (videti: Okvir 1).

Dinamika javnih prihoda

U Q2 2026. godine javni prihodi ostvarili su realan međugodišnji rast od 6,5%, čime je rast usporen u odnosu na početak godine, ali je i dalje bio znatno iznad budžetskog plana od 2,5%. Na nivou Q1-Q2, javni prihodi realno su porasli za 7,4%, gotovo tri puta brže od planirane godišnje stope rasta. Usporavanje u Q2 pre svega je posledica slabije dinamike poreskih prihoda, dok su neporeski prihodi nastavili da rastu veoma brzo. Iako se deo snažnog rasta prihoda iz Q1 može povezati s jednokratnim i privremenim faktorima, podaci za Q2 ukazuju da je prihodna strana budžeta i dalje relativno snažna i da će, ukoliko se ovakva kretanja nastave, ostvarenje prihoda na nivou cele godine verovatno biti povoljnije od prvobitnog plana.

Poreski prihodi

Poreski prihodi su u Q2 2026. realno porasli za 4,0%, što je manje nego u Q1 i samo neznatno iznad planirane godišnje stope rasta od 3,5%. Na nivou prvih šest meseci rast poreskih prihoda iznosio je 5,5%, čime je naplata i dalje osetno iznad inicijalnih

budžetskih projekcija. Usporavanje poreskih prihoda u Q2 najvećim delom je posledica slabije dinamike akciza, doprinosa i poreza na dobit, dok su prihodi od PDV-a i poreza na dohodak ubrzali rast. Ovakva struktura ukazuje da se početkom godine neuobičajeno snažan rast pojedinih kategorija prihoda postepeno normalizuje, ali da noseće poreske osnovice – dohodak i potrošnja i dalje imaju solidnu dinamiku.

Uprkos blagom padu zaposlenosti, porez na dohoda i doprinosi i dalje snažno rastu – usled rasta zarada

Prihodi od poreza na dohodak građana u Q2 2026. realno su porasli za 6,7%, čime je rast ubrzan u odnosu na Q1, a kumulativni rast u Q1-Q2 dostigao je 5,8%, iznad planirane godišnje stope od 3,8%. Ključni oslonac ovakvoj dinamici ostaje snažan rast zarada. Prema podacima RZS-a, prosečna neto zarada u prvih šest meseci 2026. godine bila je nominalno veća za 11,5%, odnosno realno za 8,4% u odnosu na isti period prethodne godine. Shodno tome i prihodi od doprinosa u Q2 realno su porasli za 5,0%, dok je njihov rast na nivou Q1-Q2 iznosio 8,3%, znatno iznad planiranih 5,4% na nivou cele godine. Iako je dinamika doprinosa usporila u odnosu na izuzetno snažan rast u Q1, ona ostaje relativno visoka, prvenstveno zahvaljujući pomenutom rastu zarada. Istovremeno, kretanja zaposlenosti predstavljaju nešto slabiju osnovu za dalji rast ovih prihoda. Prema Anketi o radnoj snazi, broj zaposlenih u Q2 bio je za 1,6% manji nego godinu dana ranije, dok je registrovana zaposlenost bila manja za 0,6%. To znači da se snažna naplata doprinosa sve više oslanja na rast zarada, dok uticaj zaposlenosti postaje manje povoljan.

Prihodi od poreza na dobit usporavaju nakon izuzetno snažnog rasta u Q1

Prihodi od poreza na dobit u Q2 realno su porasli za 5,0%, dok je kumulativni rast u Q1-Q2 iznosio čak 10,8%, naspram planiranih 3,8% na nivou cele godine. Ovo predstavlja značajno usporavanje u odnosu na Q1, kada je rast iznosio čak 29%. Imajući u vidu da se najveći deo poreza na dobit naplaćuje kroz akontacije, ovakva dinamika potvrđuje da je profitabilnost privrede u prethodnom periodu bila relativno povoljna, ali istovremeno sugerise da je deo izuzetno snažnog rasta zabeleženog u Q1 verovatno bio jednokratian. Stoga bi se za ocenu održivosti ovog izvora prihoda trebalo više osloniti na kretanja u narednim kvartalima.

PDV ubrzava rast, u skladu sa snažnom dinamikom potrošnje

Prihodi od PDV-a u Q2 2026. realno su porasli za 8,9%, što predstavlja ubrzanje u odnosu na Q1. Na nivou prvih šest meseci rast prihoda od PDV-a iznosio je 6,5%, znatno iznad planirane godišnje stope od 3,8%. Ovakva dinamika u skladu je sa snažnim rastom domaće potrošnje. Prema podacima RZS-a, izdaci za finalnu potrošnju domaćinstava realno su u Q2 porasli za 4,0%, nakon rasta od 4,9% u Q1. Ipak, budući da je rast prihoda od PDV-a bio veći od rasta lične potrošnje, moguće je da je u Q2 došlo i do rasta efikasnosti naplate.

Prihodi od akciza nastavljaju snažan pad zbog smanjenih akciza na naftne derivate

Prihodi od akciza u Q2 realno su smanjeni za čak 13,8%, čime je pad u odnosu na isti period prethodne godine dodatno produbljen. Na nivou Q1-Q2 prihodi od akciza bili su realno manji za 8,6%, naspram planiranog rasta od 1,3%. Ključni razlog ostaje privremeno smanjenje akciza na naftne derivate uvedeno radi ublažavanja posledica visokih svetskih cena nafte. Fiskalni efekti ove mere postaju sve značajniji kako se produžava period njene primene.

Prihodi od carina dodatno padaju, uz slabiju uvozu aktivnost

Prihodi od carina u Q2 realno su smanjeni za 2,3%, dok je pad na nivou Q1-Q2 iznosio 2,4%, nasuprot planiranom rastu od 3,8%. Ovakva dinamika je u skladu sa relativno skromnijim rastom uvoza u prvom delu godine, iako su u Q2 uvoz i investiciona aktivnost ubrzali. Prema RZS-u, realni uvoz robe i usluga porastao je u Q2 za 5,2%, nakon 3,2% u Q1, što sugerise da se slaba naplata carina ne može u potpunosti objasniti samo obimom uvoza, već verovatno i njegovom strukturom.

Neporeski prihodi

Neporeski prihodi nastavljaju izuzetno snažan rast

Neporeski prihodi u Q2 2026. realno su porasli za čak 30,5%, čime je njihov rast ostao veoma visok i nakon izuzetno povoljnog rezultata u Q1. Na nivou Q1-Q2 neporeski prihodi bili su realno veći za 25,5%, znatno iznad planirane godišnje stope rasta od 15,9%. Ipak, ovako snažna dinamika ne bi trebalo da se ekstrapolira na ostatak godine bez dodatnog opreza. Neporeski prihodi su po svojoj prirodi volatilniji od poreskih i mogu značajno zavisiti od jednokratnih uplata, dividendi, naknada i drugih prihoda koji nisu neposredno povezani sa ekonomskom aktivnošću. Stoga je njihova visoka naplata jedan od važnih razloga za trenutno povoljnu sliku javnih prihoda, ali ne predstavlja nužno trajno poboljšanje strukturne prihodovne pozicije države.

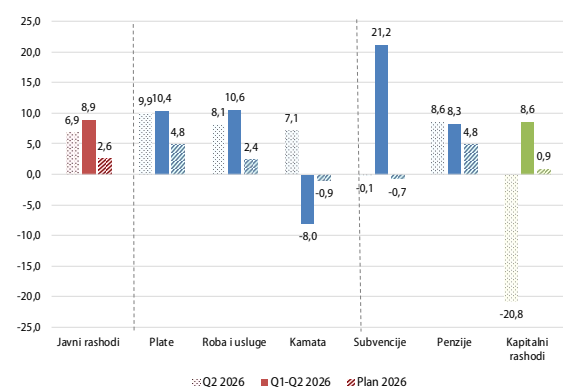
**Snažna naplata
ukupnih prihoda
potvrđuje povoljniju
fiskalnu poziciju, ali
se deo rasta ne može
smatrati trajnim**

Ukupno posmatrano, dinamika javnih prihoda u prvoj polovini 2026. godine povoljnija je od očekivanja pri izradi inicijalnog budžeta za 2026. godinu. Poreski prihodi rastu brže od plana, dok neporeski prihodi beleže izuzetno visok rast. Istovremeno, struktura rasta pokazuje određene rizike: rast prihoda od rada oslanja se pre svega na snažan rast zarada, dok je zaposlenost slabija nego godinu dana ranije; prihodi od akciza trpe značajan fiskalni gubitak zbog privremenih mera; a deo snažnog rasta poreza na dobit i neporeskih prihoda može biti jednokratne prirode. Stoga bi ekonomski opravdano bilo da se dosadašnja povoljna dinamika prihoda mogla iskoristiti za smanjenje fiskalnog deficita, a ne za povećanje rashoda.

Dinamika javnih rashoda

Javni rashodi su u Q2 2026. godine realno porasli za 6,9%, što predstavlja usporavanje u odnosu na veoma snažan rast u Q1. Ipak, na nivou prvih šest meseci rast javnih rashoda dostigao je 8,9%, što je više od tri puta iznad planiranog godišnjeg rasta od 2,6%. Rast rashoda u prvoj polovini godine i dalje je široko rasprostranjen, pri čemu se posebno izdvajaju izdaci za plate, robu i usluge, penzije i subvencije – iako je njihova dinamika uglavnom u skladu sa planom. Istovremeno, dinamika kapitalnih rashoda je znatno neujednačenija.

Grafikon T6-4. Srbija: Stope međugodišnjeg realnog rasta javnih rashoda u 2026. (%)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

**Rashodi na plate
nastavljaju snažan
rast, ali se dinamika
postepeno normalizuje**

**Rashodi na penzije
snažno rastu, ali za
sada ostaju u okvirima
očekivanog**

**Rashodi na robu i
usluge ostaju jedan
od najbrže rastućih
segmenata javne
potrošnje**

Tekući rashodi

Rashodi na plate u Q2 2026. realno su porasli za 9,9%, dok je njihov rast u Q1-Q2 dostigao 10,4%, naspram planiranog godišnjeg rasta od 4,8%. Rast je i dalje prvenstveno posledica januarske indeksacije zarada u javnom sektoru, kao i prenetog efekta vanrednih povećanja plata sprovedenih tokom 2025. godine. U odnosu na Q1, međutim, dinamika se očekivano usporava, budući da se tokom godine povećava baza za međugodišnje poređenje.

Rashodi na penzije realno su u Q2 porasli za 8,6%, dok je njihov rast u prvoj polovini godine iznosio 8,3%, naspram planiranih

4,8%. Iako je rast i dalje znatno iznad budžetskog plana, on je u Q2 nešto sporiji nego u Q1, kada je iznosio oko 10%. Dinamika penzionih rashoda prvenstveno odražava efekat prethodnog povećanja penzija i januarsku indeksaciju, dok relativno niska inflacija doprinosi njihovom visokom realnom rastu. Imajući u vidu da rashodi za penzije čine jednu od najvećih i najstabilnijih komponenti javne potrošnje, njihova dinamika će u značajnoj meri određivati ukupno izvršenje rashoda do kraja godine. Bez novih vanrednih povećanja, rashodi na plate i penzije u 2026. godini bi ostali u predviđenim okvirima.

Rashodi na robu i usluge u Q2 realno su porasli za 8,1%, dok je njihov rast u Q1-Q2 dostigao 10,6%, više od četiri puta iznad planiranog godišnjeg rasta od 2,4%. Iako je dinamika u Q2 usporila u odnosu na Q1, kada je rast bio veoma visok, ovi rashodi ostaju jedan od najznačajnijih pokretača povećanja tekuće javne potrošnje. Visok rast u prvoj polovini godine može delom biti posledica ubrzanja realizacije nabavki i operativnih troškova budžetskih korisnika nakon relativno restriktivne dinamike tokom prethodne godine. Istovremeno, činjenica da ova kategorija raste znatno brže od ukupne javne potrošnje zahteva oprez pri proceni njenog izvršenja do kraja godine, naročito zato što se deo ovih rashoda može prilagođavati tokom godine.

Rashodi na subvencije u Q2 2026. realno su porasli za čak 21,2%, dok su na nivou Q1-Q2 bili približno nepromenjeni, uz realan pad od svega 0,1%, naspram planiranog godišnjeg smanjenja od 0,7%. Ovakva dinamika pokazuje da se subvencije realizuju izrazito neravnomerno tokom godine i potvrđuje oprez iz prethodne analize da ocenu ovog rashoda nije moguće zasnivati samo

Rashodi na subvencije snažno ubrzavaju u Q2, ali kumulativno ostaju približno na nivou prethodne godine

na izvršenju u jednom ili dva kvartala. U Q2 je došlo do značajnog ubrzanja, ali kumulativno izvršenje i dalje ne ukazuje na pritisak da će prvobitni godišnji plan nužno biti premašen. Ipak, noviji podaci o rebalansu budžeta ukazuju na važan rizik za nastavak godine. Rebalansom se izdvajanja za subvencije javnim putarskim preduzećima povećavaju za više od 22 mlrd. dinara, sa oko 19 na preko 41 mlrd. dinara, pri čemu ovakvo povećanje nije dovoljno povezano sa jasno definisanim strateškim prioritetima, što ponovo otvara pitanje negativnog uticaja poslovanja javnih preduzeća na održivost javnih finansija.

Rashodi za kamate nastavljaju da opadaju i ublažavaju rast javne potrošnje

Rashodi za kamate su u Q2 realno smanjeni za 8,0%, dok je na nivou cele godine planiran njihov pad od svega 0,9%. Smanjenje je znatno blaže nego u Q1, kada je pad iznosio 17%, što je bilo pre svega posledica kalendara servisiranja javnog duga. Stoga se i u Q2 potvrđuje da dinamiku rashoda za kamate u velikoj meri određuje raspored dospeća obaveza, a ne samo kretanje kamatnih stopa i nivo javnog duga. S obzirom na to da je javni dug i dalje umeren u odnosu na BDP, ali da država nastavlja da se zadužuje radi finansiranja deficita i velikih investicionih programa, dugoročno smanjenje ovog rashoda zavisice pre svega od očuvanja fiskalne discipline i strukture, odnosno uslova finansiranja.

Kapitalni rashodi

Kapitalni rashodi snažno padaju u Q2, nakon skoka u Q1

Kapitalni rashodi su u Q2 2026. realno međugodišnje smanjeni za 20,8%, nakon izuzetno snažnog rasta u Q1. Ipak, zbog visoke realizacije na početku godine, na nivou Q1-Q2 kapitalni rashodi su i dalje realno veći za 8,6%, naspram planiranog godišnjeg rasta od 0,9%. Ovakva dinamika potvrđuje da je rezultat iz Q1 u velikoj meri bio posledica specifičnog jednokratnog izdatka – otplate rate za nabavku vojnih aviona Rafal.

Pad kapitalnih rashoda u Q2 stoga predstavlja svojevrsnu normalizaciju nakon veoma visoke realizacije u prvom kvartalu. Međutim, istovremeno je važno da se ne izgubi iz vida da je i pored visoke početne realizacije ukupan obim kapitalnih rashoda u prvih šest meseci relativno blizu godišnjem planu. Ipak, i dalje ostaje otvoreno pitanje povezivanja visokih izdvajanja za javne investicije sa jasno definisanim prioritetima i kvalitetnom pripremom projekata.

Nakon isključivanja privremenih i vanrednih efekata, za sada javna potrošnja ne iskače značajnije iz planiranog fiskalnog okvira

Posmatrano u celini, kada se izuzmu privremeni i vanredni faktori, dinamika javne potrošnje u Q2 i na nivou Q1-Q2 2026. godine bila je uglavnom u skladu sa planom. Naime, snažan rast pojedinih kategorija rashoda, iznad godišnjeg očekivanog rasta, u velikoj meri je posledica specifičnih faktora – indeksacije plata i penzija, prenetog efekta prošlogodišnjih povećanja zarada čiji efekat će se smanjivati u ostatku godine, kao i jednokratno visokih kapitalnih izdataka u Q1. U Q2 je rast ukupnih rashoda već usporen, dok su kapitalni rashodi, nakon jednokratnog skoka početkom godine, zabeležili snažan pad. Istovremeno, rast subvencija u Q2 treba posmatrati u kontekstu njihove neravnomerne realizacije tokom godine. Stoga, iako su ukupni rashodi u prvoj polovini godine rasli brže od plana, njihova osnovna dinamika, nakon isključivanja privremenih i vanrednih efekata, za sada ne ukazuje na značajnije odstupanje od planiranog fiskalnog okvira.

Javni dug

Javni dug u Q2 snažno raste – na kraju kvartala iznosio je 41,3 mlrd. evra (44,9% BDP-a)

Na kraju Q2 2026. godine javni dug Srbije iznosio je 41,3 mlrd. evra (44,9 % BDP¹), što je povećanje za preko 1,9 mlrd. evra u odnosu na kraj Q2, a budući da je javni dug u Q1 gotovo stagnirao povećanje je gotovo isto i u odnosu na kraj 2025. godine. Snažan rast nominalnog iznosa javnog duga u Q2 predstavlja pre svega posledicu zaduživanja u inostranstvu za 1,83 mlrd. evra, dok je unutrašnji dug porastao za 190 mil. evra, a indirektan dug države je opao za oko 70 mil. evra. Rast direktnog spoljnog duga posledica je emisije evroobveznica u ukupnom iznosu od 1,9 milijardi evra i 1,25 milijardi dolara u aprilu tekuće godine, uz istovremeni prevremeni otkup 870,8 miliona evra obveznica koje dospevaju 2027. godine.

Zaduživanje države u Q2, uprkos činjenici da je u tom periodu ostvaren konsolidovani fiskalni suficit od 487 mil. evra ukazuje da je reč o zaduživanju unapred radi finansiranja budućih obaveza,

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.

Okvir 1. Ocena fiskalne politike i rebalansa budžeta za 2026. godinu

Rebalans budžeta za 2026. godinu usvojen krajem avgusta predstavlja značajan zaokret ka ekspanzivnijoj fiskalnoj politici, koji nije dovoljno opravdan trenutnim ekonomskim okolnostima. Planirani deficit povećava se sa 3% na 3,5% BDP-a, odnosno za 59 mlrd. dinara, pri čemu bi bez rebalansa deficit verovatno bio manji od inicijalno planiranog i iznosio oko 2–2,5% BDP-a. U trenutku kada se privredni rast zvanično procenjuje na 3,3%, što je blizu potencijalnog rasta, država se opredeljuje za dodatno povećanje potrošnje i deficita. Takva politika nema ekonomsko odnosno razvojno opravdanje – jer podstiče agregatnu tražnju, uz rizik dodatnih inflatornih pritisaka. Rebalansom se omogućava dodatna potrošnja usmerena na jednokratna neselektivna davanja, umesto na produktivne investicije i reforme koje bi mogle povećati dugoročni potencijal privrede. Iako se rebalansom kapitalni rashodi neto povećavaju za 20 mlrd. dinara, reč je o posledici povećanja ulaganja u odbranu za više od 40 mlrd. i smanjenje investicija u drugim oblastima, što direktne i indirektne pozitivne efekte kapitalnih rashoda na rast privrede čini manjim.

Sa stanovišta održivosti javnih finansija, rebalans zasad ne predstavlja neposrednu pretnju, ali pogoršava kvalitet i kredibilitet fiskalne politike. I pored povećanja deficita, javni dug bi trebalo do kraja godine da ostane ispod 45% BDP-a i da nastavi da se smanjuje, dok je značajan deo dodatnih rashoda jednokratni. Međutim, negativno se ocenjuje to što se fiskalni prostor koristi u periodu kada za to nema izraženih cikličnih razloga, uz oslanjanje na vanredne prihode. Deficit od 3,5% BDP-a istovremeno bi bio iznad nivoa od 3% koji bi, da fiskalno pravilo nije suspendovano, predstavljao gornju granicu, čime se dodatno slabi predvidivost fiskalne politike.

Najveću dilemu predstavljaju nove mere raspodele novca građanima. Rebalansom je predviđeno gotovo 100 mlrd. dinara jednokratnih isplata stanovništvu: oko 53 mlrd. dinara za penzionere i pojedine socijalno ugrožene kategorije i oko 46 mlrd. dinara za isplatu po 6.000 dinara svim punoletnim građanima. Iako su isplate penzionerima delimično diferencirane prema visini penzije, što mu daje elemente progresivnosti, program u celini ostaje pretežno neselektivan i van sistemskog okvira socijalne zaštite. Takva davanja mogu kratkoročno povećati potrošnju, ali imaju ograničen efekat na trajno smanjenje siromaštva i nejednakosti, dok u uslovima rasta bliskog potencijalnom mogu više podstaći tražnju i inflaciju nego održivi privredni rast.

Osim toga, postojeći sistem socijalne zaštite omogućava bolje usmeravanje pomoći prema domaćinstvima sa najvećim potrebama, pa bi se istim sredstvima mogao postići veći socijalni efekat kroz ciljane transfere, odnosno reformu sistema socijalnih naknada zasnovanih na proveri dohodnog i imovinskog položaja primalaca. Posebno je teško ekonomski opravdati univerzalnu isplatu od 6.000 dinara punoletnim građanima, jer pravo na dodelu ovih sredstava, kao i njihov iznos nisu povezani sa ekonomskim položajem primalaca, što ovoj meri daje regresivni karakter. Dodatnu nejasnoću predstavlja finansiranje oko 28 mlrd. dinara (od ukupno 46 mlrd. dinara) ove mere iz Akcionarskog fonda, odnosno izvan obuhvata zvanične fiskalne statistike, što otežava sagledavanje njenog stvarnog fiskalnog efekta. To ukazuje da će ove mere imati veći negativan uticaj na neto imovinsku poziciju države nego što se može zaključiti na osnovu podataka o fiskalnom deficitu, odnosno javnom dugu.

Shodno navedenom, ukupna ocena rebalansa, odnosno fiskalne politike je stoga dvojaka - kratkoročna održivost javnih finansija nije ugrožena, ali se raspoloživi fiskalni prostor koristi na način koji ima relativno male razvojne i socijalne efekte i uz nepotrebno povećavanje fiskalnog rizika, što ukazuje da je rebalans oblikovan dominantno političkim, a ne ekonomskim faktorima.

Iako je u Q2 ostvaren fiskalni suficit, dug u Q2 raste radi finansiranja budućih obaveza

Kretanje kursa Q2 nije značajnije uticalo na javni dug

odnosno deficita koji će nastati u narednom periodu kao i otplata obaveza koje u narednom periodu dospevaju.

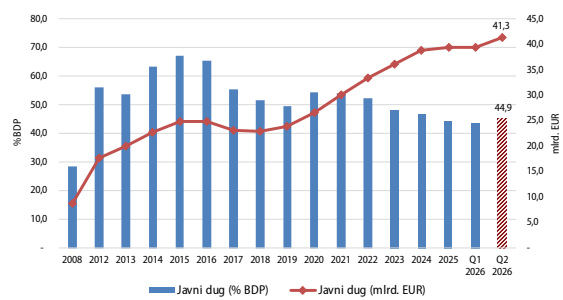
Budući da tokom Q2 nije bilo osetnijih nominalnih promena kursa dinara prema evru i američkom dolaru, kretanje kursa u tom periodu nije značajnije uticalo na nivo, odnosno dinamiku javnog duga Srbije.

Tabela T6-5. Srbija: Javni dug¹ 2000-2026. (mlrd. evra)²

	2000	2008	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q1 2026	Q2 2026
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	37,6	37,7	39,7
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	11,2	10,7	10,9
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	26,9	28,7
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	1,74	1,70	1,63
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	39,3	39,4	41,3
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%	52,4%	48,0%	46,7%	44,4%	43,7%	44,9%

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

Javni dug je i dalje održiv, ali uz sve uži prostor za dodatno zaduživanje i potrebu za očuvanjem fiskalne discipline

preduzećima, vanredna trošenja usled političkih/izbornih ciklusa, kao i visoke potrebe za finansiranjem javnih investicija. Ukupno posmatrano, javni dug Srbije sredinom 2026. godini ne predstavlja neposredan rizik za fiskalnu stabilnost, ali ograničen fiskalni prostor i rastući troškovi servisiranja duga zahtevaju očuvanje kontrole deficita i pažljivo upravljanje fiskalnim rizicima.

Održivost javnog duga Srbije u 2026. godini može se oceniti kao relativno visoka, uz prisutne rizike koji zahtevaju opreznju fiskalnu politiku. Odnos javnog duga i BDP-a od ispod 45% BDP-a i fiskalni deficit od oko 3,5% BDP-a i dalje predstavljaju relativno održive fiskalne parametre. Održivost duga podržavaju relativno umeren nivo zaduženosti, očuvan pristup domaćem i međunarodnom finansiranju i adekvatne fiskalne rezerve, dok se kao ključni rizici izdvajaju visoki troškovi zaduživanja, potencijalne obaveze povezane sa energetskektorom i javnim

2 Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi 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, 2012-2026. (mlrd. dinara)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2025				2026					
												Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q1-Q2			
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	1.045,9	1.228,3	2.274,1
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	1.040,1	1.223,1	2.263,1
Poreski 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	940,7	1.089,3	2.029,9
Porez na dohodak	35,3	15,61	14,65	14,68	15,51	16,79	17,94	20,37	20,4	25,59	30,24	34,77	40,30	94,0	122,0	105,3	122,1	443,4	102,8	134,9	237,8
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	61,9	135,7	197,6
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	254,7	279,7	534,4
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	105,2	98,2	203,4
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	22,5	23,5	46,0
Ostali poreski 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	32,8	36,1	68,8
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	360,7	381,1	741,8
Neporeski 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	99,4	133,8	233,2
II UKUPNI RASHODI	-1.717,3	-1.750,2	-1.878,9	-1.844,0	-1.899,7	-1.921,1	-2.073,0	-2.209,7	-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	-4.306,2	-1.158,8	-1.171,1	-2.329,9
1. Tekući rashodi	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-1.696,6	-1.777,9	-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	-992,0	-1.024,6	-2.016,6
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	-281,8	-289,0	-570,8
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	-171,0	-200,8	-371,8
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	-48,0	-43,1	-91,0
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	-58,2	-72,6	-130,8
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	-385,2	-388,4	-773,6
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	-294,9	-293,9	-588,8
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	-155,7	-136,2	-291,9
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	-5,1	-5,5	-10,6
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	-6,0	-4,7	-10,7
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	-112,9	-57,2	55,8

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2012-2026. (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025				2026			
														Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q1-Q2
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	10,6	6,5	7,4
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	10,4	6,4	7,3
Poreski 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	9,3	4,0	5,5
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	6,6	6,7	5,8	
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	29,0	5,0	10,8
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	5,8	8,9	6,5
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	-1,4	-13,8	-8,6
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	-0,6	-2,3	-2,4
Ostali poreski 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	8,7	7,1	6,9
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	14,1	5,0	8,3
Neporeski 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	21,6	30,5	25,5
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	18,8	2,2	8,9
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	14,3	6,9	9,4
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	12,9	9,9	10,4
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	15,7	8,1	10,6
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	-17,0	7,1	-8,0
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	68,8	-0,1	21,2
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	10,0	8,8	8,4
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	10,0	8,6	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	64,4	-20,8	8,6
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	-30,2	-12,1	-22,6
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	9,3	-43,2	-23,0

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

7. Monetarni tokovi i politika

Referentna kamatna stopa ostala je nepromenjena na 5,75% tokom celog Q2, kao i na sednicama u julu, avgustu i septembru, uprkos naglom padu ukupne inflacije tokom leta i baznoj inflaciji koja je u avgustu premašila gornju granicu cilja. Na međubankarskom deviznom tržištu došlo je do potpunog preokreta u odnosu na prvi kvartal: umesto obimne prodaje deviza radi odbrane dinara, NBS je u Q2 prešla u neto otkup deviza radi sprečavanja njegovog jačanja, pri čemu je slabljenje dinara iz prvog kvartala u potpunosti zaustavljeno. Uprkos otkupu deviza, neto sopstvene rezerve blago su smanjene, dok je smanjenje repo stoka pozitivno delovalo na nivo dinarske likvidnosti. Primarni novac je dodatno smanjen. Nominalni međugodišnji rast M2 blago usporava, ali je kvartalna dinamika znatno snažnija nego na početku godine i sada je vođena domaćom aktivom, dok kreditna aktivnost ostaje snažna uz blago usporavanje realnog rasta kredita. Neto plasmani banaka privredi i stanovništvu ostvarili su snažan rast, pri čemu se privreda oporavila nakon sezonski slabog prvog kvartala. Ukupan prirast kredita iz svih izvora ipak je pao gotovo na nulu, usled izrazito velikog neto razduživanja privrede prema inostranstvu. Izvori za nove plasmane snažno su porasli u Q2, pre svega zahvaljujući rastu domaćih depozita, uz prestanak preusmeravanja depozita privrede iz dinara u devize. Učešće loših kredita nastavilo je da pada na novi istorijski minimum, ali apsolutni iznos problematičnih plasmana beleži postepen rast, najviše kod pravnih lica. Kamatne stope na indeksirane kredite blago su porasle, dok su realne stope na dinarske kredite ostale na visokom nivou, budući da je pad inflacije održao realne uslove finansiranja restriktivnim.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

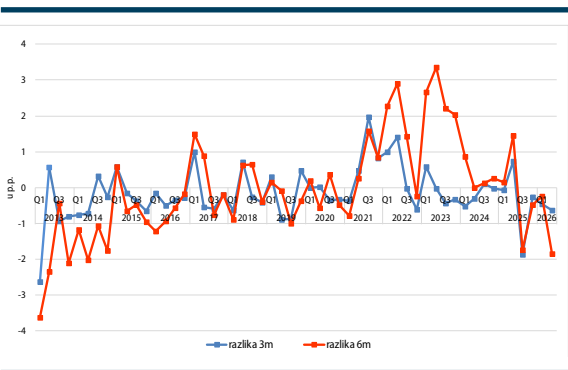
Referentna stopa nepromenjena već dve godine, ukupna inflacija je naglo opala dok je bazna uporno visoka...

Referentnu kamatnu stopu NBS je i u Q2, kao i na sednicama u julu, avgustu i septembru, zadržala na 5,75%, na kom se nivou nalazi neprekidno već dve godine. Ovakvu odluku treba tumačiti kao kompromis između naglog pada ukupne inflacije tokom leta, sa 3,5% u maju na 1,9% u julu, uz blago ubrzanje na 2,2% u avgustu i rasta bazne inflacije. To usporavanje ukupne inflacije ne treba tumačiti kao popuštanje cenovnih pritisaka. Ono je posledica privremenog poklapanja dva suprotna šoka na strani ponude: nastavka globalnog naftnog šoka, koji je preko cena goriva delovao inflatorno, i izuzetno povoljne poljoprivredne sezone, koja je snažno oborila cene neprerađene hrane (videti odeljak Cene i devizni kurs). Pokazatelji domaćih pritisaka istovremeno jačaju: bazna inflacija ubrzala je na 4,7% u avgustu i premašila gornju granicu cilja, a rast cena usluga ostao je visok, na 6,6%. Dok je u prvom kvartalu izostanak reakcije mogao da se brani obimnim intervencijama na deviznom tržištu radi odbrane kursa, u Q2 i tokom leta NBS

je prešla u otkup deviza radi sprečavanja jačanja dinara. Drugim rečima, monetarna politika ostaje potpuno nepromenjena, uz najavu same NBS da bi se ukupna inflacija od septembra mogla ponovo približiti nivou od 4%.

Nakon što je u prvom kvartalu neto prodala 1,22 milijarde evra u odbrani kursa, NBS je u Q2 2026. zabeležila potpun preokret na međubankarskom deviznom tržištu. Umesto prodaje, u Q2 je otkupljeno neto 465 miliona evra, čime je pritisak na slabljenje dinara iz prvog kvartala u potpunosti splasnulo (Grafikon T7-3). Dinar je pri tome ostao stabilan, na nivou od oko 117,4 dinara za evro, praktično nepromenjen tokom celog

Grafikon T7-1. Odstupanje projektovane inflacije za 3 i 6 meseci unapred od stvarne 2013-2026



Izvor: NBS

...dok NBS na deviznom tržištu prelazi iz odbrane dinara u sprečavanje njegovog jačanja

Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2024-2026.

	2024				2025				2026	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
Repo stok (u milionima evra)	3.820,29	3.365,13	3.888,28	3.346,57	3.499,97	2.845,62	3.627,73	2.471,57	2.561,16	2.069,36
Repo stopa NBS	6,50	6,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
repo stopa korigovana za inflaciju	2,74	4,98	4,49	4,49	4,49	0,00	9,19	2,42	0,40	0,40
repo stopa korigovana za promene kursa	6,50	6,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,76	5,75
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	320,00	1.330,00	1.735,00	2.725,00	-955,00	-400,00	430,00	-580,00	-1.220,00	-755,00
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Neto sopstvene rezerve ¹⁾	321,22	1.185,79	2.069,23	2.604,08	62,75	-686,88	1.023,78	1.591,49	-8,12	-322,94
Neto Domaća aktiva (NDA)	-1.160,12	-1.271,62	-2.381,43	-837,47	-1.531,75	-797,15	-1.869,00	-1.706,85	-451,76	-256,60
Dinarski depoziti države ²⁾	-241,63	-839,21	-1.097,76	504,00	-785,02	-1.065,70	-442,15	-846,12	468,17	-570,98
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-342,66	128,74	-426,78	128,60	-170,18	511,81	-298,47	852,15	-84,26	425,49
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-575,83	-561,15	-856,90	-1.470,08	-576,55	-243,26	-1.128,37	-1.712,88	-835,67	-111,10
Primarni novac	-838,90	-85,83	-312,21	1.766,61	-1.469,00	-1.484,03	-845,22	-115,36	-459,88	-579,53
od čega: gotovina u optičaju	-179,16	-136,51	-97,10	258,75	-181,03	-104,98	-1,93	258,53	-266,59	-220,86
od čega: slobodne rezerve	-754,66	-94,94	-468,73	1.148,47	-1.409,27	-1.485,08	-1.072,80	-699,03	-358,30	-608,54
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Narodna banka Srbije, neto	6.514,34	9.089,70	9.886,46	10.904,55	10.132,14	8.989,10	10.648,49	10.614,94	10.099,11	11.211,64
Bruto rezerve	5.529,12	8.105,00	8.901,20	9.919,65	9.148,53	8.005,22	9.663,13	9.629,91	9.114,07	10.226,79
Obaveze	985,22	984,70	985,26	984,90	983,61	983,88	985,36	985,03	985,04	984,85
MMF	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88	981,88
Ostale obaveze	3,34	2,82	3,38	3,02	1,73	2,00	3,48	3,14	3,16	2,97
STRUKTURA NETO REZERV NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	22,51	2.597,88	3.394,63	4.412,73	3.640,31	2.497,28	4.156,67	4.123,11	3.607,29	4.719,82
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-102,06	-107,58	-105,45	-459,55	-346,39	-225,61	-311,21	-314,53	-582,13	-702,98
1.2 Depoziti države	400,77	-1.304,50	-1.219,95	-1.349,10	-627,09	-354,47	-217,60	386,98	1.138,51	-167,98
1.3 NBS sopstvene rezerve	321,22	1.185,79	2.069,23	2.604,08	2.666,83	1.917,20	3.627,86	4.195,57	4.163,67	3.848,85
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)										

Izvor: NBS.

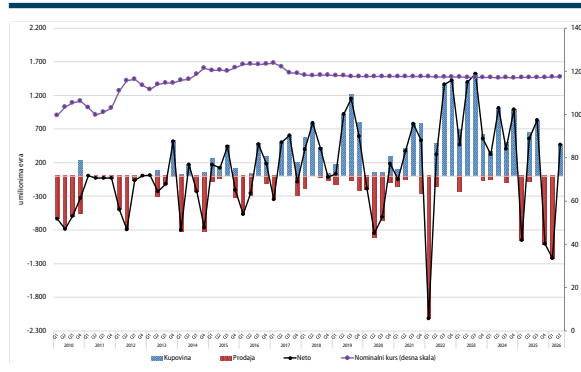
1) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.

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.

Grafikon T7-3. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2026



Izvor: NBS

polugodišta. Preokret je usledio nakon smirivanja tenzija na Bliskom istoku i pada svetske cene nafte, ali i uz naglo usporavanje domaće inflacije, koja je sa 3,5% u maju pala na 2,7% u junu. Uprkos otkupu deviza u Q2, neto sopstvene rezerve su na nivou polugodišta smanjene za 323 miliona evra, pri čemu je gotovo ceo pad ostvaren u Q2 (315 miliona). Neto domaća aktiva je u Q2 povećana za oko 195 miliona evra, ali su njene komponente delovale u suprotnim smerovima. Dinarski depoziti države kod NBS, koje je država u Q1 delom povlačila (468 miliona evra), u Q2 su povećani za više od milijarde evra, što je delovalo u smeru

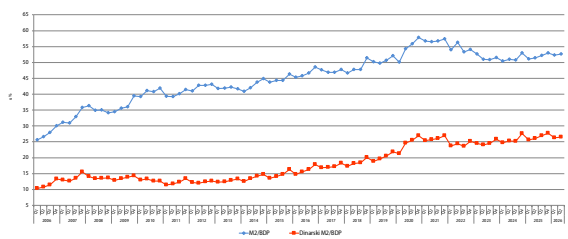
povlačenja dinarske likvidnosti. Nasuprot tome, repo stok je u Q2 smanjen za oko 490 miliona evra, čime je pozitivno delovano na nivo dinarske likvidnosti. Konačno, primarni novac u Q2 je ipak zabeležio dodatni pad za 120 miliona evra, pošto rast NDA nije bio dovoljan da kompenzuje smanjenje neto sopstvenih rezervi NBS.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Rast M2 blago usporava, ali je kvartalna dinamika znatno snažnija nego u Q1, sada vođena domaćom aktivom...

Međugodišnji nominalni rast novčane mase M2 iznosio je u Q2 2026. godine 9,0%, neznatno niže nego u prvom kvartalu (9,3%), pri čemu je novčana masa dostigla 5.646 milijardi dinara (Tabela T7-5). Za razliku od prvog kvartala, kada je ubrzanje međugodišnje stope bilo najvećim delom posledica efekta baze, u Q2 je i sama kvartalna dinamika bila znatno snažnija: kvartalni rast M2 iznosio je 2,2%, naspram svega 0,5% u Q1. Promenila se i struktura tog rasta. U prvom kvartalu rast M2 gotovo je u potpunosti počivao na neto stranoj aktivi, uz negativan doprinos neto domaće aktive. U Q2 situacija se preokrenula, pa je doprinos NDA kvartalnom rastu M2 bio pozitivan (+1,3 p.p.), a neto strane aktive nešto niži (+0,9 p.p.). Ovakav obrt u skladu je

Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2026



Izvor: Proračun QM-a

sa stopama od 16,9% kod stanovništva i 10,5% kod privrede. Nastavak snažnog rasta kredita stanovništvu prati i dalje solidna tražnja, budući da je privatna potrošnja u Q2 realno porasla za 4,0% (videti odeljak Privredna aktivnost).

Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2024-2026

	2024				2025				2026	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
M2 ¹⁾	11,2	14,0	12,0	13,5	12-m, u %					
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	1,3	4,9	6,7	8,7	10,8	9,5	10,5	6,5	9,3	9,0
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	1,4	5,0	6,8	8,8	10,0	10,8	12,6	15,1	16,8	16,3
Domaćinstva	2,7	4,9	7,7	10,3	11,5	13,9	16,0	19,2	20,7	19,9
Privreda	0,3	5,0	6,0	7,6	8,8	8,1	9,8	11,6	13,4	13,2
M2 ⁴⁾	5,8	9,6	7,4	8,7	12-m realni, u %					
Kreditni nedržavnom sektoru ⁴⁾ (korigovani tokovi za promenu nivoa cena)	-3,6	0,9	2,3	4,2	6,1	4,6	7,5	3,8	6,4	6,3
Domaćinstva	-2,4	0,8	3,2	5,6	6,9	9,0	12,9	16,4	17,7	16,9
Privreda	-4,6	0,9	1,6	3,0	4,3	3,4	6,8	9,0	10,6	10,5
u milijardama dinara na kraju perioda										
Novčana masa: M2 ¹⁾	4.562,8	4.730,8	4.829,6	5.163,0	5.055,2	5.178,0	5.338,8	5.499,1	5.524,1	5.646,3
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	2.235,3	2.346,6	2.396,4	2.685,4	2.534,5	2.625,0	2.748,9	2.871,5	2.770,6	2.844,4
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	2.327,5	2.384,2	2.433,2	2.477,6	2.520,7	2.553,0	2.589,9	2.627,6	2.753,5	2.802,0
kvartalni rast M2 i učešća										
M2 ¹⁾	0,3	3,7	2,1	6,9	-2,1	2,4	3,1	3,0	0,5	2,2
Neto domaća aktiva (NDA)	-1,0	2,4	1,1	6,0	-2,9	1,8	2,4	2,3	-1,8	1,3
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7	2,3	0,9

Izvor: NBS

1) Novčana masa: komponente - v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

2) Kreditni 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.

...dok unutar dinarskih komponenti sredstva prelaze iz transakcionog novca u oročenu štednju

Razlaganje međugodišnjeg rasta M2 na sastavne delove pokazuje da je u junu 2026. najveći doprinos rastu i dalje davala devizna komponenta. Doprinos deviznih depozita iznosio je 4,8 p.p. i blago je povećan u odnosu na kraj prethodnog kvartala (4,6 p.p. u martu). Istovremeno je došlo do приметnog premeštanja unutar dinarskih komponenti. Doprinos M1 agregata smanjen je na 2,4 p.p. (sa 3,5 p.p. u martu), dok je doprinos štednjih i oročenih dinarskih depozita porastao na 1,8 p.p. (sa 1,2 p.p. u martu). Drugim rečima, iako devizni depoziti i dalje predvode rast M2, unutar dinarskog dela novčane mase sredstva se sele iz transakcionog novca ka oročenoj štednji. Ovakvo kretanje moglo bi da bude povezano sa visokim realnim kamatnim stopama na dinarske depozite, koje oročavanje čine privlačnijim, ali i sa suzdržanošću u transakcionoj potrošnji privrede i stanovništva.

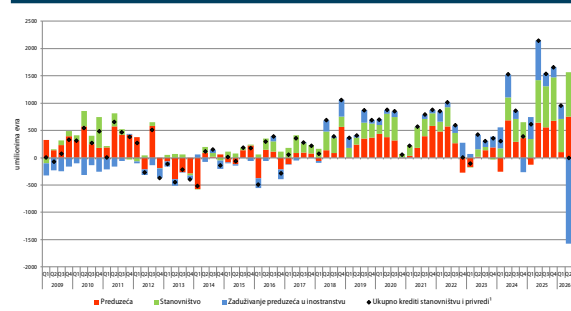
Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Tokom Q2 2026. godine ukupan rast neto plasmana iznosio je 1.283 miliona evra, čime je prirast na nivou prvog polugodišta dostigao 1.825 miliona evra (Tabela T7-7). Neto plasmani privredi i stanovništvu uvećani su u Q2 za 1.567 miliona evra, a na nivou polugodišta za 2.277 miliona, što je znatno iznad 1.634 miliona iz istog perioda prethodne godine. Za razliku od prvog kvartala, kada je rast plasmana gotovo u potpunosti nosilo stanovništvo, u Q2 dolazi do izražene

Snažan oporavak plasmana privredi u Q2, uz potvrdu da je slabost s početka godine bila sezonska...

korekcije. Neto plasmani privredi, koji su u Q1 bili praktično zaustavljeni na svega 100 miliona evra, u Q2 porasli su za 749 miliona, dok su plasmani stanovništvu uvećani za 818 miliona. Time se potvrđuje da je slabost kredita privredi s početka godine najvećim delom bila sezonskog karaktera. Oporavak plasmana privredi praćen je i rastom tražnje. Prema rezultatima julske ankete NBS o kreditnoj aktivnosti, privreda je u Q2 povećala tražnju za svim vrstama kredita, uz očekivani dalji rast u trećem tromesečju, predvođen tražnjom za dinarskim kreditima. Sa strane ponude, međutim, banke su drugi kvartal zaredom pooštrile standarde za odobravanje kredita privredi, a dalje zaoštavanje najavljuju i za treće tromesečje. U smeru pooštavanja delovali su viši troškovi izvora finansiranja, konkurencija banaka, veća percepcija rizika i smanjena spremnost na preuzimanje rizika. Kod stanovništva su standardi ostali nepromenjeni, uz očekivanje da tako ostane i u Q3, dok je tražnja povećana za gotovo sve vrste kredita, pri čemu banke za treće tromesečje predviđaju umeren pad tražnje, pre svega za devizno indeksiranim stambenim kreditima. Uprkos snažnom rastu plasmana, međugodišnji rast kredita nedržavnom sektoru blago je usporio, na 16,3% korigovano za promenu kursa, pri čemu su krediti stanovništvu usporili na 19,9%, a privredi na 13,2%. U realnom izrazu rast kredita iznosio je 13,5%, neznatno niže nego u

Grafikon T7-6. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2026



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

prethodnom kvartalu, sa stopama od 16,9% kod stanovništva i 10,5% kod privrede. Plasmani u hartije NBS smanjeni su u Q2 za 493 miliona evra, čime je na nivou polugodišta zabeležen pad od 402 miliona, dok je neto kreditiranje države u Q2 bilo pozitivno, u iznosu od 210 miliona evra, nakon negativnog salda iz Q1. U celini, drugi kvartal pokazuje da je kreditna aktivnost i dalje snažna, ali da se ispod površine odvija postepeno zaoštavanje uslova finansiranja privrede, koje bi tokom narednih tromesečja moglo da počne da usporava i sam rast plasmana.

...ali ukupan prirast iz svih izvora pada na nulu zbog naglog razduživanja privrede prema inostranstvu

Za razliku od plasmana domaćih banaka, ukupan prirast kredita privredi i stanovništvu iz svih izvora, koji uključuje i direktno zaduživanje privrede u inostranstvu, u Q2 2026. godine bio je praktično nula (-6 miliona evra), naspram 963 miliona u prvom kvartalu (Grafikon T7-6). Razlog ovako naglog pada nije slabljenje domaće kreditne aktivnosti, već snažno neto razduživanje privrede prema inostranstvu. Nakon što je u prvom kvartalu prekogranično zaduživanje privrede iznosilo 253 miliona evra, u Q2 zabeležena je neto otpлата inostranih obaveza od čak 1.573 miliona evra, čime je gotovo u potpunosti neutralisan snažan rast plasmana domaćih banaka. Na nivou prvog polugodišta, prekogranično zaduživanje privrede tako je negativno, u iznosu od oko 1.319 miliona evra. Ovakav obrt predstavlja ogledalnu sliku prethodnog kvartala, u kome je zaduživanje u inostranstvu bilo glavni kanal finansiranja privrede. Krediti stanovništvu, sa prirastom od 818 miliona evra, u Q2 su tako postali daleko najveći pojedinačni izvor rasta zaduženosti privatnog sektora. Pojedinačni kvartalni podaci o prekograničnom zaduživanju znaju da budu volatilni. Ipak, razmere neto otplate u Q2 ukazuju na to da je deo privrede iskoristio raspoloživu likvidnost i povoljnije domaće uslove za zamenu inostranog duga, što bi moglo biti povezano i sa neizvesnošću u međunarodnom okruženju. Ovo kretanje zasluđuje pažnju u narednim kvartalima, budući da bi nastavak neto razduživanja prema inostranstvu mogao da ograniči ukupan priliv sredstava u privredu, uprkos snažnoj aktivnosti domaćih banaka.

Snažan rast izvora u Q2, uz prestanak preusmeravanja depozita privrede u devize

Izvori sredstava za nove plasmane su u Q2 povećani za gotovo 1,9 milijardi evra, nakon sezonskog smanjenja od 348 miliona u Q1, pa je na nivou prvog polugodišta ostvaren rast od 1.538 miliona evra (Tabela T7-7). Rast u Q2 najvećim delom nose domaći depoziti, koji su u tom kvartalu povećani za 993 miliona evra, a na nivou polugodišta za 1,5 milijardi. Depoziti stanovništva porasli su u Q2 za 838 miliona evra, u obe valutne komponente, nešto više u dinarskoj (468 miliona) nego u deviznoj (370 miliona). Depoziti privrede povećani su za 155 miliona evra, uz zaokret u odnosu na prethodni kvartal. Dinarski depoziti privrede, koji su u Q1 smanjeni za 492 miliona evra, u Q2

su ponovo porasli, za 120 miliona, dok je rast deviznih depozita, koji je u Q1 iznosio 658 miliona, gotovo zaustavljen. Time je preusmeravanje sredstava privrede iz dinara u devize, primećeno tokom prvog kvartala, u Q2 uglavnom prestalo, što bi moglo da ukazuje na slabljenje deprecijacijskih pritisaka nakon stabilizacije kursa. Pored depozita, rastu izvora u Q2 doprineli su i zaduživanje banaka prema inostranstvu za 235 miliona evra, kao i povećanje kapitala i rezervi za 658 miliona. Ovo je delimično nadoknadilo pad iz Q1 nastao usled isplate dividendi. Rast izvora u Q2 premašio je rast plasmana privredi i stanovništvu (1.567 miliona evra), pa je snažna kreditna aktivnost u ovom kvartalu imala pun oslonac u novim izvorima.

Tabela T7-7. Poslovanje banaka - izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2024-2026

	2024				2025				2026	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Izvori sredstava (-, povlačenje)	461	-1.548	-2.929	-5.788	2.216	805	-1.058	-2.892	348	-1.538
Domaći depoziti	-269	-1.721	-2.466	-5.001	791	-101	-1.336	-2.411	-510	-1.503
Depoziti stanovništva	-409	-1.026	-1.487	-2.581	-7	-561	-1.223	-1.587	-345	-1.182
dinarski depoziti	-57	-434	-773	-1.636	289	-34	-498	-577	25	-443
devizni depoziti	-352	-592	-714	-945	-296	-527	-726	-1.010	-369	-740
Depoziti privrede	139	-694	-979	-2.419	797	460	-113	-824	-166	-320
dinarski depoziti	262	-277	-290	-1.521	778	497	61	-594	492	372
devizni depoziti	-123	-418	-689	-898	20	-37	-174	-230	-658	-693
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	62	217	78	94	132	295	95	-293	-240	-475
Kapital i rezerve	669	-44	-541	-882	1.294	611	184	-188	1.098	440
Devizne rezerve (-, povlačenje)	897	888	634	599	261	71	-640	-679	765	613
Plasmani ¹⁾	239	1129	2.655	3.287	544	1.707	3.663	4.412	542	1.825
Ukupno privreda i stanovništvo	-79	1025	1.733	2.382	211	1.634	2.942	4.411	710	2.277
Privreda	-254	428	721	1.080	-130	510	1.063	1.742	100	849
Stanovništvo	175	597	1.012	1.302	341	1.125	1.879	2.669	610	1.428
Plasmani u hartije NBS ²⁾	309	-151	372	-172	159	-494	287	-863	91	-402
Neto kreditiranje države ³⁾	10	255	550	1.077	173	567	433	864	-259	-49
PRO MEMORIA										
Obavezne rezerve i depoziti	-151	893	386	1.606	-1.064	-805	-646	-366	495	-196
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-275	-628	-371	459	-312	-783	-353	-170	-421	222
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-473	-947	-787	-84	-362	-904	-490	-480	-532	87
Ostale stavke ⁵⁾	-1.169	-722	-366	-148	-1.669	-1.016	-990	-338	-1.749	-939
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	18	20	18	20	18	18	18	18	19	17

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 nivoe 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

Učešće loših kredita na novom istorijskom minimumu...

...ali apsolutni iznos problematičnih plasmana nastavlja da raste, najviše kod pravnih lica

Učešće loših kredita u ukupnim kreditima nastavilo je silazni trend i u Q2 2026. godine, smanjivši se na novi istorijski minimum od 2,48% (Tabela T7-8). Pad se nastavio i tokom leta, pa je učešće u julu iznosilo 2,47%, a u avgustu 2,45%. Smanjenje učešća u Q2 zabeleženo je kod svih kategorija dužnika: kod pravnih lica na 2,90%, kod preduzetnika na 3,96% i kod fizičkih lica na 1,93%. Fizička lica tako ostaju ispod granice od 2%, što potvrđuje i dalje snažnu kreditnu disciplinu u sektoru stanovništva. Treba, međutim, primetiti da pad učešća gotovo u potpunosti počiva na efektu imenioca, odnosno na snažnom rastu ukupnih kredita, dok apsolutni iznos loših kredita nastavlja da raste. Stanje loših kredita povećano je u Q2 na oko 977 miliona evra, sa 967 miliona na kraju prvog kvartala, uz dalji rast na 989 miliona u julu i 994 miliona u avgustu (Grafikon T7-10). Rast apsolutnog iznosa zabeležen je u svim segmentima dužnika, a najizraženiji je kod pravnih lica. Iako učešće loših kredita ostaje na istorijski niskom nivou i za sada ne predstavlja izvor zabrinutosti za stabilnost bankarskog sektora, kontinuirani rast apsolutnog iznosa problematičnih plasmana tokom prve polovine godine zaslužuje pažnju. Ipak, vredi pratiti da li je to rani nagoveštaj da rast realnih kamatnih stopa na dinarske kredite iz prethodnih kvartala, kao i efekti energetske šoka na troškove poslovanja privrede, počinju da se prelivaju na servisiranje postojećeg duga, pre svega kod pravnih lica. Ovaj proces zaslužuje pažljivo praćenje u narednim kvartalima.

7. Monetarni tokovi i politika

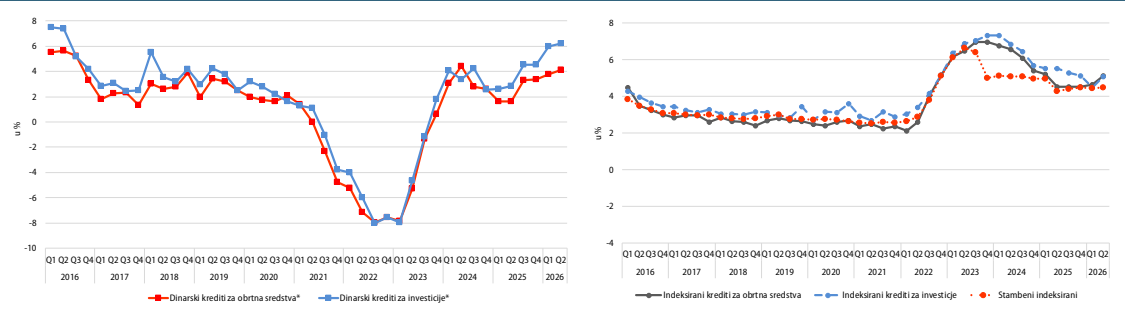
Kamatne stope na indeksirane kredite blago rastu...

...dok realne stope na dinarske kredite ostaju slične kao u prethodnom kvartalu

Rast stopa na indeksirane kredite privredi u skladu je sa junskim povećanjem referentne stope ECB i rastom kamatnih stopa u evrozoni.

Kod dinarskih kredita nominalne stope su takođe blago porasle, na 6,24% za investicione i 4,12% za kredite za obrtna sredstva. Znatno je, međutim, zanimljivije kretanje realnih stopa. Nakon što su u prvom kvartalu dostigle maksimum aktuelnog ciklusa, realne stope na dinarske kredite ostale su u Q2 na visokom nivou. Razlog je neočekivan pad inflacije, koja je sa 3,5% u maju usporila na 2,7% u junu, pre svega zahvaljujući dobrom rodu voća i povrća. Time se efekat imenioca ponovo okrenuo: pad inflacije održava realne uslove finansiranja restriktivnim uprkos stabilnim nominalnim stopama. Uz baznu inflaciju koja se zadržava na 4,5%, ovakvo kretanje potvrđuje da je u proteklom delu godine smer inflacije, a ne visina nominalne stope, bio ključan za realnu restriktivnost monetarne politike.

Grafikon T7-11. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2016–2026



Izvor: Proračun QM-a
* realne kamatne stope

OSVRTI

Osvrt 1. Srbija u globalnim trendovima obrazovnih postignuća: rezultati PISA 2025

Nemanja Vuksanović¹

Uvod

Međunarodno uporediva testiranja obrazovnih postignuća učenika danas predstavljaju jedan od najvažnijih izvora informacija o kvalitetu obrazovnih sistema. Njihov značaj proizlazi iz činjenice da omogućavaju da se obrazovna postignuća učenika mere na standardizovan način i uporede između zemalja, ali i da se rezultati povežu sa karakteristikama učenika, porodice, škole i šireg institucionalnog okruženja (OECD, 2026a; von Davier et al., 2024). Na taj način, ova testiranja pružaju uporedivu meru kognitivnih veština učenika, odnosno njihove sposobnosti da razumeju, primenjuju i povezuju stečena znanja pri rešavanju različitih problema. Ipak, PISA (engl. *Programme for International Student Assessment*), koju sprovodi OECD, ima posebno mesto jer ne ispituje prvenstveno u kojoj meri su učenici usvojili sadržaje nastavnog programa, već u kojoj meri mogu da primene stečena znanja i veštine iz domena čitalačke, matematičke i naučne pismenosti u rešavanju problema iz svakodnevnog života. U tom smislu, PISA pruža širu sliku funkcionalne pismenosti petnaestogodišnjaka i njihovih sposobnosti relevantnih za dalje obrazovanje, tržište rada i aktivno učešće u društvu (OECD, 2026a).

Značaj merenja kvaliteta obrazovanja daleko prevazilazi samu obrazovnu politiku. Jedna od najuticajnijih linija istraživanja u ekonomiji obrazovanja pokazuje da su kognitivne veštine snažno povezane sa individualnim zaradama, raspodelom dohotka i dugoročnim ekonomskim rastom (Hanushek i Woessmann, 2008, 2012). Hanushek i Woessmann (2008, 2012) pokazuju da kvalitet obrazovanja, meren rezultatima međunarodnih testiranja, ima znatno veću objašnjavajuću moć za razlike u stopama ekonomskog rasta od samog broja godina školovanja. Simulacije zasnovane na njihovim procenama ukazuju da bi povećanje prosečnog PISA rezultata za 25 poena u zemljama OECD moglo da generiše kumulativni rast bruto domaćeg proizvoda od oko 115 hiljada milijardi američkih dolara tokom životnog veka jedne generacije (OECD, 2010). Istovremeno, raspodela kognitivnih veština važna je i

za raspodelu dohotka: veće razlike u veštinama prenose se na veće razlike u produktivnosti i zaradama, dok širi pristup kvalitetnom obrazovanju može doprineti smanjenju nejednakosti na tržištu rada (Hanushek i Woessmann, 2008; Paccagnella, 2015).

Najnoviji ciklus PISA 2025 ima dodatni simbolički i analitički značaj jer je sproveden četvrt veka nakon prvog testiranja iz 2000. godine. Obuhvat programa se tokom tog perioda gotovo utrostručio. U prvom ciklusu učestvovala su 32 zemlje i oko 265 hiljada učenika, dok je u PISA 2025 učestvovalo više od 760 hiljada učenika iz 91 zemlje, koji reprezentuju približno 33 miliona petnaestogodišnjaka (OECD, 2001; OECD, 2026a). PISA je tako od inicijalno pretežno OECD projekta prerasla u najšire međunarodno komparativno istraživanje učeničkih postignuća. PISA 2025 je deveti ciklus istraživanja, a glavni domen bila je naučna pismenost, uz čitalačku i matematičku pismenost, kao i novu oblast učenja u digitalnom svetu, usmerenu na procenu sposobnosti učenika za računarsko rešavanje problema (OECD, 2026a; OECD, 2026b).

Srbija je prvi put učestvovala na PISA testiranju 2003. godine. Nakon toga učestvovala je u ciklusima 2006, 2009. i 2012. godine, dok 2015. godine nije učestvovala. U istraživanje se ponovo uključila 2018. godine, a učestvovala je i u ciklusima 2022. i 2025. godine (OECD, 2020a; OECD, 2026c). Kontinuitet učešća je naročito važan zato što omogućava da se, pored međunarodnog poređenja, prati promena kvaliteta obrazovnih postignuća kroz vreme. Upravo je to jedna od najvažnijih funkcija PISA podataka: rezultati ne predstavljaju samo rang-listu zemalja, već dijagnostički instrument za identifikovanje slabosti sistema i praćenje efekata obrazovnih politika (Breakspear, 2012).

Iskustvo više zemalja pokazuje da lošiji PISA rezultati mogu da budu snažan podsticaj reformama. Najpoznatiji primer je Nemačka, u kojoj su rezultati PISA 2000 otvorili široku javnu raspravu o kvalitetu i pravednosti školskog sistema. U godinama koje su usledile uvedeni su nacionalni obrazovni standardi, unapređeni mehanizmi praćenja postignuća i pojačana podrška učenicima iz nepovoljnijih i migrantskih sredina (OECD, 2013). Sličan efekat PISA rezultati imali su i u Danskoj, gde su slabiji od očekivanih rezultati PISA 2000 podstakli međunarodnu evaluaciju obrazovnog sistema i kasniju reformsku debatu (OECD, 2004; OECD, 2013). U Srbiji su slabi rezultati iz 2006. godine takođe povećali pažnju usmerenu na funkcionalnu pismenost i kvalitet nastave (Pavlović Babić i Baucal, 2011). U tom kontekstu, značajni napor na unapređenju osnovnog obrazovanja u Srbiji prisutni su i danas. Projekat unapređenja osnovnog obrazovanja i vaspitanja, koji je Svetska banka podržala 2025. godine zajmom od 75

¹ Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet, Docent
nemanja.vuksanovic@ekof.bg.ac.rs

miliona američkih dolara, usmeren je na unapređenje uslova za učenje i modernizaciju osnovnog obrazovanja, uz planirani direktni obuhvat oko 250 hiljada učenika i najmanje 20 hiljada nastavnika (World Bank, 2025).

Rezultati PISA 2025 istovremeno ukazuju na nekoliko novih i zabrinjavajućih globalnih tendencija. Prosečni rezultati zemalja OECD dostigli su najniže nivoe zabeležene od početka merenja u sva tri tradicionalna domena (OECD, 2026a). Pad je naročito izražen u domenu čitalačke pismenosti (OECD, 2026a). Posebno je važno što OECD beleži slabljenje upravo onih čitalačkih veština koje postaju ključne u uslovima brzog razvoja veštačke inteligencije – procene pouzdanosti informacija, povezivanja više izvora i kritičkog čitanja (OECD, 2026a). Udeo učenika koji brzo, ali netačno obrađuju tekst, odnosno takozvanih „brzopletih čitalaca“, snažno je porastao između 2018. i 2025. godine (OECD, 2026a). Novi podaci pokazuju i složen odnos između upotrebe veštačke inteligencije i učenčkih postignuća (OECD, 2026a). Istovremeno, socioekonomski status i dalje ostaje snažno povezan sa postignućima; u proseku zemalja OECD učenici iz povoljnijeg socioekonomskog okruženja ostvarili su u nauci 85 PISA poena više od učenika iz nepovoljnijeg okruženja (OECD, 2026a).

Predmet ovog Osvrta jeste analiza položaja Srbije u ovim novim globalnim trendovima. U prvom delu pažnja je usmerena na dugoročni trend i promenu prosečnih rezultata u čitalačkoj, matematičkoj i naučnoj pismenosti, uz poređenje Srbije sa globalnim prosekom, prosekom OECD zemalja i zemljama Centralne i Istočne Evrope. Zatim se posmatra promena udela učenika koji ne dostižu osnovni nivo postignuća, kao i udela učenika sa visokim nivoom postignuća, čime se analiza prosečnih rezultata dopunjuje uvidom u raspodelu obrazovnih ishoda. Posebna pažnja posvećena je poziciji Srbije u odnosu na zemlje Centralne i Istočne Evrope, postignućima u računarskom rešavanju problema, kao i novim pitanjima koja PISA 2025 otvara u vezi sa upotrebom veštačke inteligencije, načinom na koji učenici proveravaju izvore i njihovom sposobnošću da se oslone na naučno zasnovane informacije. Na taj način se rezultati Srbije posmatraju ne samo kroz pitanje koliko učenici znaju, već i kroz to kakve kompetencije razvijaju za učenje i donošenje odluka u sve više digitalizovanom okruženju.

Trendovi i promene obrazovnih postignuća Srbije u globalnom i regionalnom kontekstu

Grafikon 1 prikazuje trend prosečnih rezultata na PISA testiranju u domenu čitalačke, matematičke i naučne pismenosti u periodu 2003–2025. godine, i to za globalni prosek, prosek zemalja OECD, prosek zemalja

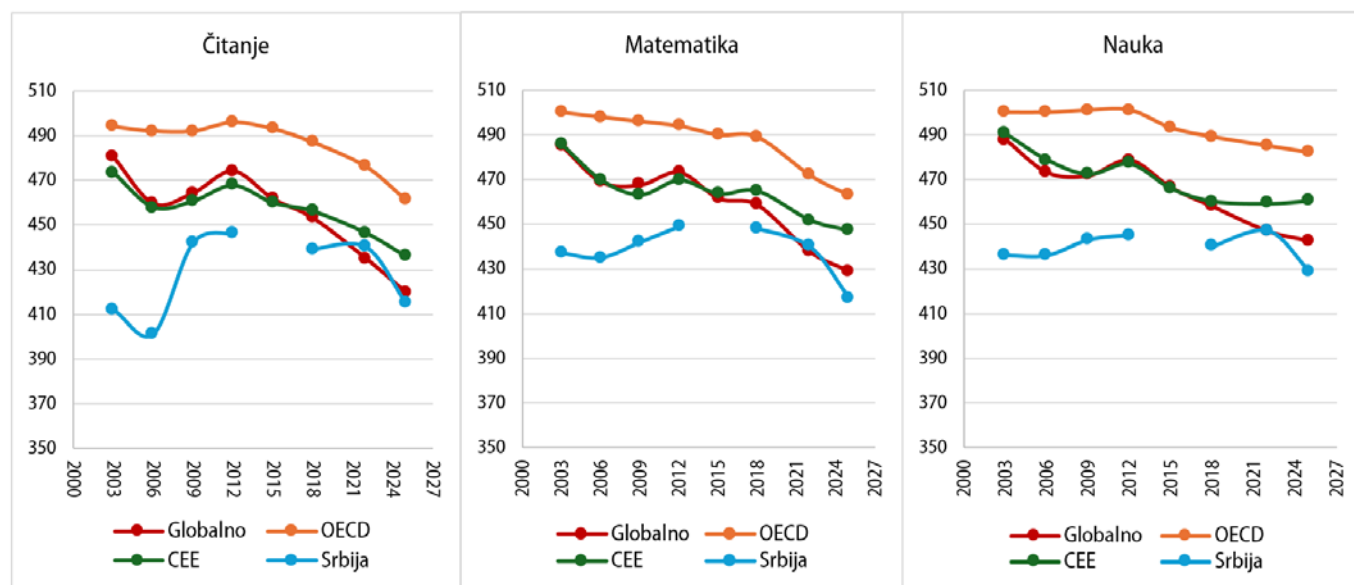
Centralne i Istočne Evrope (CEE)² i Srbiju. Posmatrano na globalnom nivou, u sva tri domena uočava se dugoročan silazni trend, koji je naročito izražen nakon 2012. godine. Globalni prosek u čitalačkoj pismenosti smanjen je sa 480 poena 2003. godine na 420 poena 2025. godine, dok je u matematičkoj pismenosti u istom periodu pao sa 485 na 429 poena. Pad je nešto blaži u naučnoj pismenosti, gde je globalni prosek smanjen sa 488 na 443 poena. Ovakva kretanja ukazuju da pogoršanje obrazovnih postignuća nije ograničeno na pojedinačne zemlje, već predstavlja širi međunarodni fenomen. OECD u tom kontekstu naglašava da slabljenje rezultata u mnogim zemljama nije započelo sa pandemijom COVID-19, već je bilo vidljivo i ranije, pri čemu se kao mogući faktori izdvajaju promene u navikama čitanja, rast vremena provedenog pred ekranima i šira digitalizacija svakodnevnog života učenika (OECD, 2026a).

Sličan obrazac vidljiv je i među zemljama OECD, mada su njihovi prosečni rezultati tokom celog posmatranog perioda viši od globalnog proseka. U čitalačkoj pismenosti prosek OECD smanjen je sa 494 poena 2003. godine na 461 poen 2025. godine, u matematičkoj sa 500 na 463 poena, dok je u naučnoj pismenosti pad bio blaži, sa 500 na 482 poena. U slučaju OECD zemalja, pogoršanje je posebno izraženo nakon 2018. godine. Nasuprot tome, zemlje CEE pokazuju nešto povoljnija kretanja, naročito u naučnoj pismenosti. Prosek CEE zemalja u nauci iznosio je 460 poena 2018. godine, 459 poena 2022. i 460 poena 2025. godine, što ukazuje na gotovo potpunu stabilnost rezultata. U čitalačkoj i matematičkoj pismenosti, međutim, i u ovoj grupi zemalja prisutan je pad, ali je on u poslednjem periodu slabiji nego na globalnom nivou i među zemljama OECD.

Kada je reč o Srbiji, dugoročni trend ima drugačiji oblik. Nakon veoma slabih rezultata u prvim ciklusima, posebno u čitalačkoj pismenosti, Srbija je između 2006. i 2012. godine ostvarila vidljivo poboljšanje. U čitanju³ je prosečan rezultat povećan sa 401 poena 2006. na 446 poena 2012. godine, dok je u matematici u istom periodu porastao sa 435 na 449 poena. U domenu nauke promene su bile manje, sa 436 na 445 poena. Nakon toga, međutim, rezultati uglavnom stagniraju ili se pogoršavaju. U 2018. i 2022. godini Srbija je u sva tri domena ostvarivala rezultate oko 440–450 poena, da bi 2025. godine došlo do izraženog pada: na 415 poena u

² CEE obuhvata Albaniju, Bosnu i Hercegovinu, Bugarsku, Hrvatsku, Češku, Estoniju, Mađarsku, Letoniju, Litvaniju, Crnu Goru, Severnu Makedoniju, Poljsku, Rumuniju, Srbiju, Slovačku i Sloveniju. Prosek CEE predstavlja neponderisani prosek prosečnih rezultata zemalja iz ove grupe za koje su podaci dostupni u odgovarajućem PISA ciklusu; zbog toga broj zemalja uključenih u izračunavanje proseka nije isti u svim godinama.

³ U daljem tekstu, termini „čitanje“, „matematika“ i „nauka“ koriste se kao skraćene oznake za domene čitalačke, matematičke i naučne pismenosti.

Grafikon 1. Trend prosečnih rezultata na PISA testiranju, 2003–2025.**(levi panel: čitalačka pismenost; centralni panel: matematička pismenost; desni panel: naučna pismenost)**Izvor: prikaz autora na osnovu podataka OECD (<https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>).

čitalačkoj, 417 u matematičkoj i 429 poena u naučnoj pismenosti. Tako je 2025. godine rezultat Srbije u čitanju i matematici ponovo približen nivou iz prvih ciklusa PISA testiranja.

Pri tumačenju ovog naglog pogoršanja posebno je važno uzeti u obzir specifične okolnosti u kojima je PISA 2025 sprovedena u Srbiji. OECD u svom izveštaju za Srbiju navodi da su testiranju prethodili višemesečni protesti i obustave rada, kao i da je zbog toga termin testiranja pomeren sa uobičajenog perioda mart–april na septembar–oktobar 2025. godine, odnosno na početak školske godine. OECD upozorava da testiranje na početku školske godine može dati niže rezultate nego testiranje iste uzrasne populacije pred kraj prethodne školske godine; u tehničkim pravilima PISA čak se navodi da se testiranje standardno ne sprovodi tokom prvih šest nedelja školske godine upravo zbog tog efekta. OECD eksplicitno upozorava da ovaj kontekst treba imati u vidu prilikom poređenja rezultata Srbije iz 2025. sa prethodnim ciklusima, iako su podaci ocenjeni kao dovoljno pouzdani za objavljivanje (OECD, 2026c). To ne znači da se pad može u potpunosti pripisati ovim okolnostima, ali one predstavljaju važan faktor koji otežava neposredno poređenje sa ranijim ciklusima.

Grafikon 2 prikazuje promenu prosečnih rezultata u 2025. godini u odnosu na 2018. i 2022. godinu i dodatno naglašava razmere pogoršanja u poslednjem periodu. Na globalnom nivou najveći pad u odnosu na 2018. godinu zabeležen je u čitalačkoj pismenosti, za 33 poena, zatim u matematici za oko 30 poena, dok je rezultat iz nauke niži za oko 15 poena. U odnosu na 2022. godinu pad

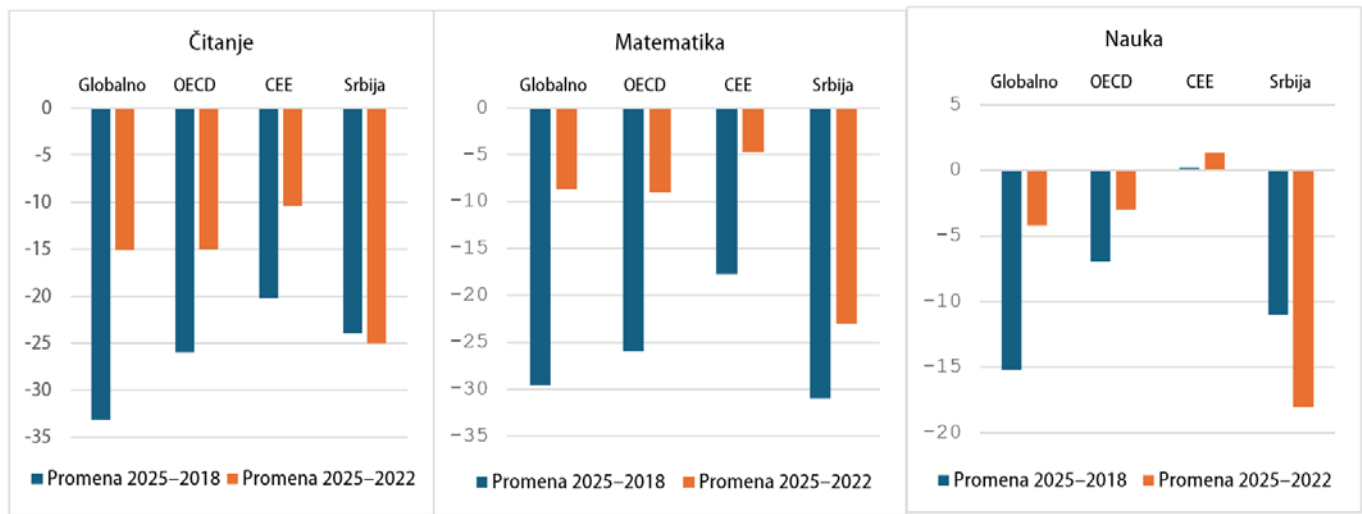
je manji, ali i dalje prisutan u sva tri domena: oko 15 poena u čitanju, 9 u matematici i 4 poena u nauci. Sličan obrazac prisutan je i među zemljama OECD, gde su rezultati u 2025. u odnosu na 2018. niži za 26 poena u čitanju i matematici i za 7 poena u nauci. Ilustrativno, pad proseka zemalja OECD od 26 PISA poena u čitalačkoj i matematičkoj pismenosti između 2018. i 2025. odgovara nešto više od jedne godine učenja.⁴ Ovi podaci potvrđuju da je pogoršanje rezultata dugoročnije prirode i da se ne može posmatrati isključivo kao posledica pandemijskog perioda (OECD, 2026a).

Zemlje CEE ponovo pokazuju relativno povoljniju sliku. U odnosu na 2018. godinu prosek u čitalačkoj pismenosti niži je za oko 20 poena, a u matematičkoj za oko 18 poena, dok u naučnoj pismenosti praktično nema promene. U odnosu na 2022. godinu pad iznosi oko 10 poena u čitanju i 5 poena u matematici, dok je u nauci zabeleženo blago poboljšanje od oko jednog poena. To ukazuje da se pogoršanje obrazovnih postignuća u regionu ne odvija jednakom brzinom u svim domenima i da je naučna pismenost u zemljama CEE pokazala veću otpornost.

Za Srbiju su promene znatno nepovoljnije. U 2025. u odnosu na 2018. godinu rezultat u čitalačkoj pismenosti niži je za 24 poena, u matematičkoj za 31 poen, a u naučnoj za 11 poena. Posmatrano kroz okvirnu OECD procenu prema kojoj oko 20 PISA poena odgovara jednoj godini učenja kod petnaestogodišnjaka, pad u

⁴ U starijim interpretacijama PISA rezultata razlika od oko 40 PISA poena često je korišćena kao približan ekvivalent jedne školske godine. U novijim OECD izveštajima koristi se niža referentna vrednost, prema kojoj oko 20 PISA poena odgovara približno jednoj godini učenja (OECD, 2026a).

Grafikon 2. Promena prosečnih rezultata na PISA testiranju u 2025. u odnosu na 2018. i 2022. godinu (levi panel: čitalačka pismenost; centralni panel: matematička pismenost; desni panel: naučna pismenost)



Izvor: prikaz autora na osnovu podataka OECD (<https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>).

čitalačkoj pismenosti približno odgovara gubitku nešto više od jedne godine učenja, dok pad u matematičkoj pismenosti odgovara približno godini i po učenja. U naučnoj pismenosti pad je manji i odgovara približno polovini godine učenja. Ove ekvivalente, ipak, treba tumačiti ilustrativno, budući da se tempo napredovanja učenika razlikuje između zemalja i domena (OECD, 2026a). Još je upečatljivije poređenje sa 2022. godinom: za samo jedan PISA ciklus rezultat Srbije smanjen je za 25 poena u čitanju, 23 poena u matematici i 18 poena u nauci. To znači da pad zabeležen za samo tri godine u čitanju i matematici po veličini odgovara približno jednoj godini učenja, dok je u nauci nešto manji od tog iznosa. Za razliku od globalnog i OECD proseka, gde je najveći deo pogoršanja u matematici i čitanju nastao već između 2018. i 2022. godine, u Srbiji je najveći pad koncentrisan upravo između 2022. i 2025. godine. Ovakvo kretanje predstavlja prekid prethodne relativne stabilnosti rezultata Srbije i zahteva kao što je istaknuto oprežno tumačenje.

Pored prosečnog rezultata, važan pokazatelj kvaliteta obrazovnog sistema predstavlja raspodela učenika prema nivoima postignuća. PISA rezultate u svakom domenu razvrstava prema nivoima kompetencija, pri čemu viši nivo podrazumeva sposobnost rešavanja složenijih zadataka i samostalnu primenu znanja. U čitalačkoj i matematičkoj pismenosti razlikuje se osam nivoa, dok se u naučnoj pismenosti razlikuje sedam nivoa. U analitičkom smislu posebno su važna dva praga: nivo 2, koji OECD smatra osnovnim, odnosno minimalnim nivoom funkcionalne pismenosti potrebnim za smislenu učešće u daljem obrazovanju i društvu, i nivoi 5 i 6, koji označavaju učenike sa visokim postignućima (OECD, 2026a).

Učenici koji ne dostižu nivo 2 označavaju se kao učenici sa niskim postignućima. Njihove kompetencije nisu jednake u sva tri domena, ali zajednička karakteristika jeste da još uvek nisu u stanju da pouzdano primenjuju stečena znanja u jednostavnim situacijama iz svakodnevnog života. U čitalačkoj pismenosti, dostizanje nivoa 2 podrazumeva, između ostalog, sposobnost da se prepozna glavna ideja teksta srednje dužine, pronađu informacije prema zadatim kriterijumima i, kada je učenik na to usmeren, razmotri svrha i forma teksta. U matematici učenici na ovom nivou mogu da prepoznaju kako se jednostavna realna situacija može predstaviti matematički, dok u nauci mogu da prepoznaju odgovarajuće objašnjenje poznate pojave i na osnovu jednostavnih podataka procene da li je određeni zaključak opravdan. Zbog toga udeo učenika ispod nivoa 2 predstavlja važan pokazatelj rasprostranjenosti nedovoljno razvijene funkcionalne pismenosti (OECD, 2026a; OECD, 2026c).

Tabela 1 prikazuje trend i promenu udela učenika koji ne dostižu osnovni nivo postignuća u čitalačkoj, matematičkoj i naučnoj pismenosti u periodu 2018–2025. godine. Posmatrano globalno, udeo učenika ispod nivoa 2 povećan je u sva tri domena. Najveće pogoršanje zabeleženo je u čitalačkoj pismenosti, gde je udeo učenika sa niskim postignućima porastao sa 35% u 2018. na 46% u 2025. godini, odnosno za 11 procentnih poena. U matematici je povećanje gotovo jednako izraženo, sa 37% na 47%, dok je u nauci rast bio manji, sa 34% na 39%. I u odnosu na 2022. godinu udeo učenika ispod osnovnog nivoa nastavlja da raste, mada sporije nego u prethodnom periodu.

Tabela 1. Trend i promena udela učenika ispod osnovnog nivoa postignuća prema domenu, 2018–2025.

Zemlja	Domen	2018 (%)	2022 (%)	2025 (%)	Promena 2025/2018 (pp)	Promena 2025/2022 (pp)
Globalno	Čitanje	35	41	46	11	5
OECD	Čitanje	23	26	31	8	5
CEE	Čitanje	33	36	40	7	3
Srbija	Čitanje	38	36	48	10	12
Globalno	Matematika	37	44	47	10	3
OECD	Matematika	24	31	35	11	4
CEE	Matematika	33	39	40	7	2
Srbija	Matematika	40	43	53	13	10
Globalno	Nauka	34	38	39	5	1
OECD	Nauka	22	25	26	4	1
CEE	Nauka	32	33	32	0	-1
Srbija	Nauka	38	35	43	5	8

Izvor: prikaz autora na osnovu podataka OECD (<https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>).

Sličan obrazac prisutan je među zemljama OECD, ali su udeli učenika sa niskim postignućima niži od globalnog proseka. U čitanju je njihov udeo porastao sa 23% u 2018. na 31% u 2025. godini, u matematici sa 24% na 35%, a u nauci sa 22% na 26%. Posebno je važno da je 2025. više od trećine učenika u zemljama OECD bilo ispod nivoa 2 u matematici. Zemlje CEE pokazuju nešto povoljniji trend: između 2018. i 2025. udeo učenika ispod osnovnog nivoa povećan je za 7 procentnih poena u čitanju i matematici, dok je u nauci ostao praktično nepromenjen, na oko 32%. Ovaj rezultat je u skladu sa već uočenom relativnom otpornošću naučne pismenosti u zemljama CEE.

U Srbiji je pogoršanje izraženije. U 2025. godini čak 48% učenika nije dostiglo nivo 2 u čitalačkoj pismenosti, 53% u matematičkoj i 43% u naučnoj pismenosti. To znači da osnovni nivo postignuća nije dostigao približno svaki drugi petnaestogodišnjak u čitanju, više od polovine učenika u matematici i više od dve petine učenika u nauci. U odnosu na 2018. godinu udeo učenika sa niskim postignućima povećan je za 10 procentnih poena u čitanju, 13 u matematici i 5 u nauci. Još je upečatljivija promena u odnosu na 2022. godinu: rast iznosi 12 procentnih poena u čitanju, 10 u matematici i 8 u nauci. Poređenja radi, u 2025. godini udeo učenika ispod nivoa 2 u Srbiji viši je od proseka OECD za 17 procentnih poena u čitanju, 18 u matematici i 17 u nauci. Ovakvi rezultati pokazuju da pad prosečnih PISA rezultata Srbije nije posledica samo pomeranja proseka naniže, već i značajnog povećanja dela učeničke populacije koji ne dostiže osnovni nivo funkcionalne pismenosti.

Tabela 2 prikazuje trend i promenu udela učenika sa visokim nivoom postignuća, odnosno učenika koji dostižu nivo 5 ili 6. To su učenici koji mogu da rešavaju složene i manje poznate probleme i da znanje primenjuju fleksibilno i samostalno. U čitanju učenici na ovim nivoima mogu da razumeju duge i složene tekstove, da rade sa apstraktnim ili kontraintuitivnim idejama i da, na osnovu implicitnih informacija, razlikuju činjenice od mišljenja. U matematici mogu da modeliraju složene situacije i biraju, porede i vrednuju različite strategije rešavanja problema. U nauci su sposobni da kreativno i samostalno primenjuju naučno znanje i procenjuju dokaze i objašnjenja i u nepoznatim situacijama (OECD, 2026a; OECD, 2026c).

Tabela 2. Trend i promena udela učenika sa visokim nivoom postignuća prema domenu, 2018–2025.

Zemlja	Domen	2018 (%)	2022 (%)	2025 (%)	Promena 2025/2018 (pp)	Promena 2025/2022 (pp)
Globalno	Čitanje	6	4	3	-3	-1
OECD prosek	Čitanje	9	7	6	-3	-1
CEE prosek	Čitanje	5	4	3	-2	-1
Srbija	Čitanje	3	2	1	-2	-1
Globalno	Matematika	8	6	5	-4	-1
OECD prosek	Matematika	11	9	8	-3	-1
CEE prosek	Matematika	7	6	6	-2	-1
Srbija	Matematika	5	4	2	-3	-2
Globalno	Nauka	5	4	4	-1	0
OECD prosek	Nauka	7	7	7	0	0
CEE prosek	Nauka	4	5	4	0	-1
Srbija	Nauka	2	2	1	-1	-1

Izvor: prikaz autora na osnovu podataka OECD (<https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>).

Na globalnom nivou udeo učenika sa visokim postignućima smanjen je između 2018. i 2025. godine u sva tri domena. U čitalačkoj pismenosti opao je sa 6% na 3%, u matematičkoj sa 8% na 5%, a u nauci sa 5% na 4%. Sličan trend postoji i u zemljama OECD: u čitanju je udeo učenika na nivoima 5 i 6 smanjen sa 9% na 6%, a u matematici sa 11% na 8%, dok je u nauci ostao stabilan na oko 7%. U zemljama CEE promena je nešto blaža. Udeo učenika sa visokim postignućima u čitanju smanjen je sa 5% na 3%, u matematici sa 7% na 6%, dok je u nauci 2025. iznosio 4%, isto koliko i 2018. godine.

U Srbiji je udeo učenika sa visokim postignućima veoma nizak i dodatno je smanjen u poslednjim ciklusima. U čitalačkoj pismenosti njihov udeo je sa 3% u 2018.

Osvrt 1: Srbija u globalnim trendovima obrazovnih postignuća: rezultati PISA 2025

smanjen na svega 1% u 2025. godini. U matematici je smanjen sa 5% na 2%, dok je u nauci opao sa 2% na 1%. U poređenju sa 2022. godinom pad je jedan procentni poen u čitanju i nauci i dva procentna poena u matematici. U 2025. godini Srbija tako ima šest puta manji udeo učenika sa visokim postignućima u čitanju i sedam puta manji u nauci od proseka OECD, dok je u matematici njihov udeo četiri puta manji. Posmatrane zajedno, Tabele 1 i 2 ukazuju na nepovoljnu promenu na oba kraja raspodele: istovremeno raste udeo učenika koji ne dostižu osnovni nivo, dok se smanjuje već mali udeo učenika koji ostvaruju najviša postignuća. To dodatno potvrđuje da problem PISA 2025 rezultata Srbije nije samo niži prosečan rezultat, već i pogoršanje strukture obrazovnih postignuća.

Grafikon 3 prikazuje rezultate zemalja CEE na PISA testiranju 2025. godine u sva tri tradicionalna domena pismenosti, uz Singapur kao najbolje rangirani obrazovni sistem na globalnom nivou, Estoniju kao najbolje rangiranu evropsku zemlju i prosek OECD kao dodatnu referentnu vrednost.

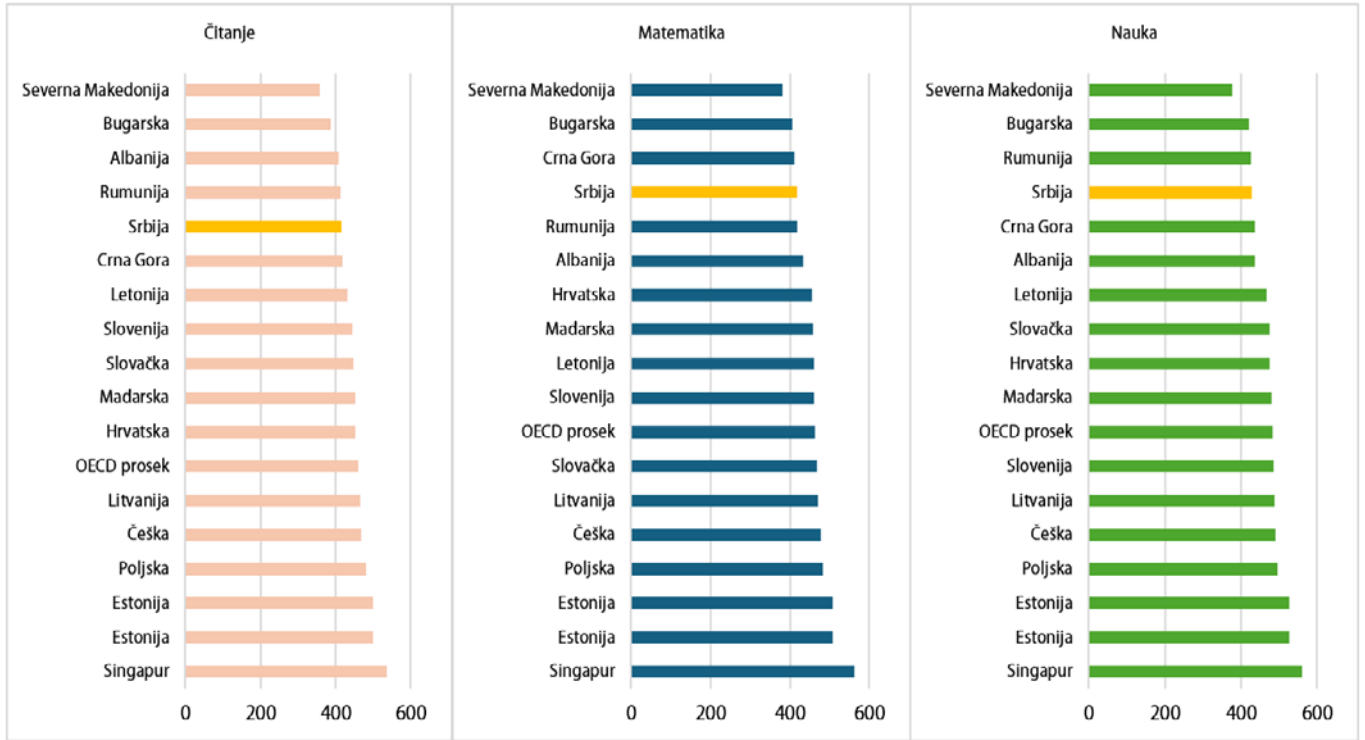
Na vrhu raspodele nalazi se Singapur, koji ostvaruje 535 poena u čitalačkoj, 563 u matematičkoj i 560 poena u naučnoj pismenosti. Među evropskim zemljama najbolji rezultat ostvaruje Estonija, sa 499 poena u čitanju, 508 u matematici i 527 u nauci. Rezultati Estonije su pritom iznad proseka OECD u sva tri domena, dok se među

zemljama CEE relativno visoko izdvajaju i Poljska, Češka i Litvanija. Na drugom kraju raspodele nalazi se Severna Makedonija, koja među posmatranim zemljama CEE ostvaruje najniže rezultate u sva tri domena – 357 poena u čitanju, 380 u matematici i 378 u nauci.

Pozicija Srbije je nepovoljnija i nalazi se bliže donjem nego gornjem delu raspodele CEE zemalja. Učenici iz Srbije ostvarili su 415 poena u čitalačkoj, 417 u matematičkoj i 429 poena u naučnoj pismenosti. U odnosu na Singapur, jaz iznosi čak 120 poena u čitanju, 146 poena u matematici i 131 poen u nauci. U odnosu na Estoniju, kao najbolje rangiranu evropsku zemlju, razlika je manja, ali i dalje veoma izražena: 84 poena u čitanju, 91 poen u matematici i 98 poena u nauci, odnosno približno četiri do pet godina učenja.

Istovremeno, Srbija nije na samom dnu regionalne raspodele, iako se u sva tri domena nalazi u njenom donjem delu. U čitalačkoj pismenosti rezultat Srbije od 415 poena neznatno je niži od rezultata Crne Gore (418), ali viši od rezultata Rumunije (413), Albanije (408), Bugarske (387) i Severne Makedonije (357). U matematičkoj pismenosti Srbija sa 417 poena zaostaje za Albanijom (433) i neznatno za Rumunijom (419), dok ostvaruje viši rezultat od Crne Gore (411), Bugarske (405) i Severne Makedonije (380). Slična pozicija Srbije prisutna je i u naučnoj pismenosti: rezultat od 429 poena niži je od rezultata Albanije i Crne Gore, koje

Grafikon 3. Rezultati CEE zemalja i referentne vrednosti na PISA testiranju 2025. godine (levi panel: čitalačka pismenost; centralni panel: matematička pismenost; desni panel: naučna pismenost)



Izvor: prikaz autora na osnovu podataka OECD (<https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>).

ostvaruju po 435 poena, ali viši od rezultata Rumunije (425), Bugarske (421) i Severne Makedonije (378). Posmatrano zajedno, ovi rezultati pokazuju da se Srbija u sva tri domena nalazi u donjoj grupi zemalja CEE, ali da iza nje ostaje svega nekoliko obrazovnih sistema, pri čemu se njen neposredni položaj u regionalnoj raspodeli donekle razlikuje između domena. Dodatno, u sva tri domena rezultat Srbije ostaje značajno ispod proseka OECD, a jaz je posebno izražen u naučnoj pismenosti i matematici. Posmatrano u odnosu na regionalne ekstreme, Srbija se tako nalazi između dve veoma različite grupe obrazovnih sistema. Sa jedne strane, Estonija, Poljska i Češka pokazuju da zemlje CEE mogu da ostvare rezultate na nivou ili iznad proseka OECD, dok sa druge strane Srbija, Bugarska i Severna Makedonija ostaju znatno ispod tog nivoa. Posebno je indikativno da je razlika između Srbije i najbolje rangirane CEE zemlje, Estonije, u sva tri domena veća od 80 PISA poena, što ukazuje na veoma velike razlike u obrazovnim postignućima unutar samog regiona.

Nove kompetencije u digitalnom dobu: rešavanje problema, AI i procena informacija

PISA 2025 prvi put u mnogo većoj meri pomera fokus sa pitanja koliko učenici znaju ka pitanju kako uče i kako koriste znanje u digitalnom okruženju. Razlog za to je ubrzana promena načina na koji petnaestogodišnjaci dolaze do informacija, rešavaju probleme i izvršavaju školske obaveze. Veštačka inteligencija, digitalni alati i stalna dostupnost informacija otvaraju nove mogućnosti za personalizovano učenje, brži pristup izvorima i dobijanje povratnih informacija, ali istovremeno povećavaju rizik od površnog procesiranja sadržaja, distrakcije i oslanjanja na tehnologiju umesto na sopstveno zaključivanje. Zbog toga OECD u PISA 2025 digitalnu spremnost ne svodi na pristup uređajima, već je posmatra kroz sposobnost učenika da rešavaju probleme, upravljaju sopstvenim učenjem, procenjuju kvalitet informacija i koriste digitalne alate na način koji podržava, a ne zamenjuje misaoni napor (OECD, 2026a).

Ovaj pomak je posebno važan u kontekstu naglog širenja generativne veštačke inteligencije. Konverzionici sistemi zasnovani na veštačkoj inteligenciji (engl. *AI chatbots*), poput *ChatGPT*, *Microsoft Copilot*, *Google Gemini*, *Claude*, postali su široko dostupni tek krajem 2022. godine, a već do 2025. većina učenika u većini zemalja i ekonomija uključenih u PISA navodi da ih koristi za školske obaveze (OECD, 2026a). Ipak, nalazi ne ukazuju na jednostavnu vezu između češće upotrebe AI i boljih postignuća. U proseku, učenici koji uopšte ne koriste AI četbotove za školske obaveze često ostvaruju

više rezultate od učenika koji ih koriste, dok se među samim korisnicima najpovoljniji obrazac javlja kod umerene i svrsishodne upotrebe. OECD zato naglašava da tehnologija može da bude podrška učenju samo kada podstiče aktivno razmišljanje, dok prekomerna ili nekritička upotreba može da skрати upravo onaj proces intelektualnog napora kroz koji se znanje izgrađuje (OECD, 2026a).

Slična poruka proizlazi i iz podataka o digitalnim uređajima u školi. Umerena upotreba digitalnih alata za učenje povezana je sa boljim rezultatima, dok se njihova upotreba u slobodne svrhe tokom nastave i digitalna distrakcija povezuju sa slabijim postignućima. U proseku zemalja OECD, 28% učenika navodi da su njihovi vršnjaci ometeni pametnim telefonima, internet stranicama ili aplikacijama tokom većine ili svih časova nauke. Ovaj udeo je nešto viši u socioekonomski nepovoljnijim školama, gde iznosi 31%, u odnosu na 26% u povoljnijim školama (OECD, 2026a). Ovi podaci pokazuju da izazov digitalizacije nije samo u obezbeđivanju pristupa tehnologiji, već i u uspostavljanju pravila i nastavnih praksi koje ograničavaju distrakciju i usmeravaju korišćenje uređaja ka učenju.

PISA 2025 ukazuje i na novu dimenziju obrazovne nejednakosti. Učenici koji ne koriste AI za školske obaveze češće potiču iz socioekonomski nepovoljnijih sredina, što može biti posledica slabijeg pristupa uređajima, stabilnoj internet vezi ili naprednijim, uključujući plaćene, AI alatima. Nasuprot tome, češća upotreba AI zastupljenija je među učenicima iz povoljnijih sredina. OECD zato upozorava na mogućnost nastanka novog oblika digitalne podele, u kojoj razlika više nije samo u tome ko ima pristup tehnologiji, već i ko ume da je koristi na način koji unapređuje učenje (OECD, 2026a).

U tom kontekstu, naredni grafikoni posmatraju nekoliko međusobno povezanih dimenzija spremnosti učenika za učenje u digitalnom svetu. Najpre se analizira računarsko rešavanje problema kao novi domen PISA 2025, a zatim odnos upotrebe veštačke inteligencije i postignuća, učestalost korišćenja AI za različite školske zadatke i obrasci procene informacija. Zajedno, ovi pokazatelji omogućavaju da se položaj Srbije sagleda ne samo kroz tradicionalna obrazovna postignuća, već i kroz kompetencije koje postaju sve značajnije za učenje, rad i donošenje odluka u okruženju u kome su digitalni alati i veštačka inteligencija svakodnevno prisutni.

Osvrt 1: Srbija u globalnim trendovima obrazovnih postignuća: rezultati PISA 2025

Grafikon 4 prikazuje raspodelu učenika prema nivoima postignuća u računarskom rešavanju problema u okviru PISA 2025.⁵ Ovo je novi oblik merenja kompetencija u PISA istraživanju i deo je inovativnog domena „učenje u digitalnom svetu“ (engl. *Learning in the Digital World*). Za razliku od tradicionalnih domena, cilj nije samo da se proverí da li učenici poseduju određeno znanje, već koliko uspešno mogu da koriste digitalne i računarske alate u procesu rešavanja problema i izgradnje novog znanja. OECD ovaj domen definiše kao sposobnost učenika da učestvuju u iterativnom i samoregulisano procesu rešavanja problema korišćenjem računarskih alata i praksi, pri čemu učenici tokom zadataka imaju pristup tutorijalima, povratnim informacijama i primerima koji im omogućavaju da prilagođavaju pristup i uče tokom samog testiranja (OECD, 2026a). Važnu ulogu ima i samoregulisano učenje: sposobnost učenika da zadrže motivaciju i pažnju, prate sopstveni napredak, menjaju

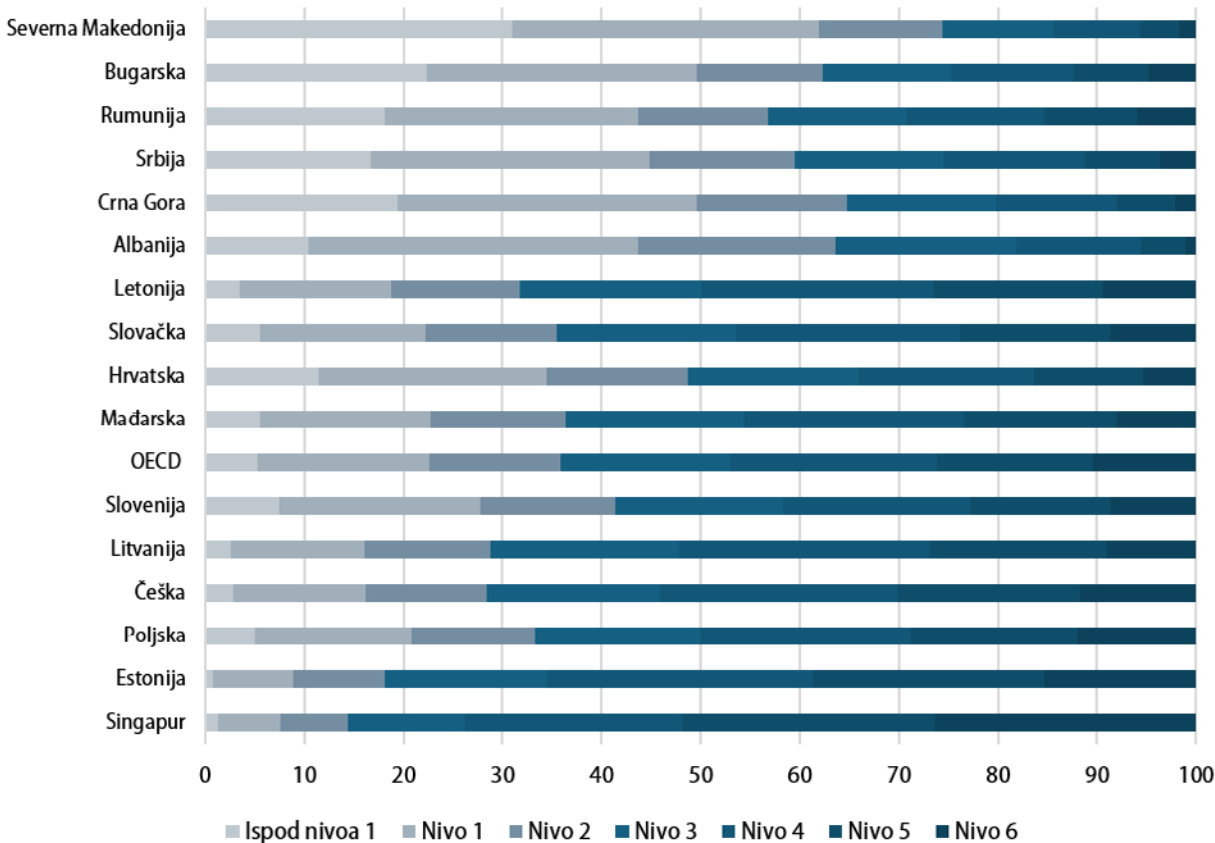
5 Nivoi postignuća odnose se na sposobnost učenika da rešavaju probleme pomoću jednostavnog programiranja i rada sa računarskim modelima. Na primer, na nižim nivoima učenik može da promeni jednu vrednost u modelu ili jednostavnu naredbu u programu i vidi šta se dešava. Na srednjim nivoima može da poveže više koraka, isproba različita rešenja i pronađe grešku, dok na najvišim nivoima može samostalno da planira složeniji postupak, poredi različite strategije i prilagođava rešenje na osnovu dobijenih rezultata. Nivo 6 predstavlja najviši nivo postignuća (OECD, 2026a).

strategiju kada je potrebno i procenjuju sopstveni učinak. Zbog toga ovaj domen meri nešto šire od same tehničke digitalne veštine – on povezuje rešavanje problema, upotrebu računarskih alata i sposobnost učenja u digitalnom okruženju (OECD, 2026a).

Rezultati prikazani na Grafikonu 4 ukazuju na veoma velike razlike između obrazovnih sistema. Singapur se jasno izdvaja sa izuzetno malim udelom učenika na najnižim nivoima i velikom koncentracijom učenika na nivoima 4–6. Nasuprot tome, u zemljama sa slabijim rezultatima znatan deo učenika ostaje ispod nivoa 3. Prosek OECD nalazi se između ova dva ekstrema: oko 64% učenika dostiže najmanje nivo 3, dok približno trećina ostaje ispod tog praga (OECD, 2026a). Među zemljama CEE povoljniju strukturu imaju Poljska i Litvanija, dok je u Rumuniji, Bugarskoj i Severnoj Makedoniji znatno veći udeo učenika koncentrisan na nižim nivoima postignuća.

Za Srbiju je slika nepovoljna. Prema podacima PISA 2025, oko 40% učenika u Srbiji dostiže najmanje nivo 3 u računarskom rešavanju problema, što je znatno ispod proseka OECD od 64% (OECD, 2026c). Istovremeno, oko 60% učenika ostaje ispod osnovnog praga: približno 17% je ispod nivoa 1, oko 28% na nivou 1 i oko 15% na

Grafikon 4. Udeo učenika prema nivoima postignuća u računarskom rešavanju problema, PISA 2025.



Izvor: prikaz autora na osnovu podataka OECD (<https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>).

nivou 2. Na višim nivoima struktura je znatno uža – oko 14% učenika nalazi se na nivou 4, oko 8% na nivou 5, a manje od 4% na najvišem nivou 6. Ovakva raspodela pokazuje da problem nije samo u prosečnom rezultatu, već i u tome što većina petnaestogodišnjaka još uvek ne dostiže nivo na kome mogu samostalnije i sistematičnije da koriste računarske alate za rešavanje problema.

Ovi rezultati imaju šire značenje za obrazovnu politiku. U uslovima sve veće zastupljenosti digitalnih tehnologija i veštačke inteligencije, posedovanje uređaja ili osnovna digitalna pismenost sami po sebi nisu dovoljni. PISA 2025 pokazuje da su za uspešno učenje u digitalnom svetu potrebne sposobnosti planiranja, eksperimentisanja, procene rezultata i prilagođavanja strategije. Za Srbiju to ukazuje na potrebu da se razvoj digitalnih kompetencija snažnije poveže sa rešavanjem problema i samostalnim učenjem, umesto da se digitalizacija obrazovanja posmatra pre svega kroz dostupnost opreme i korišćenje pojedinačnih aplikacija.

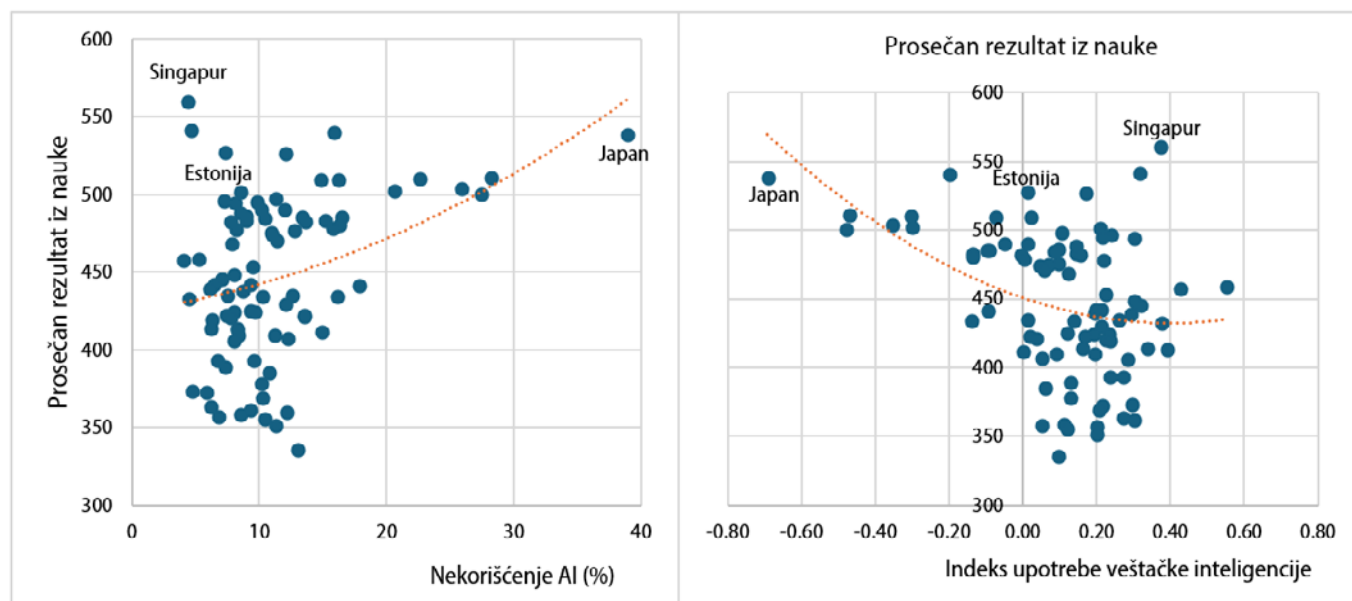
Dok Grafikon 4 pokazuje u kojoj meri učenici umeju da rešavaju probleme u digitalnom okruženju, Grafikon 5 prelazi na pitanje koliko se veštačka inteligencija već koristi u školskom radu i kako je ta upotreba povezana sa obrazovnim postignućima. Levi panel prikazuje vezu između udela učenika koji navode da AI četbotove ne koriste ili gotovo ne koriste ni za jednu od školskih aktivnosti obuhvaćenih istraživanjem i prosečnog rezultata iz nauke, dok desni panel koristi indeks upotrebe AI za školske obaveze. Ovaj indeks objedinjuje odgovore učenika o tome koliko često koriste AI četbotove za četiri namene: sažimanje teksta koji treba

da pročitaju, početno istraživanje nove teme, sastavljanje tekstova za pisane zadatke i pomoć u učenju. Viša vrednost indeksa označava češću upotrebu AI za školske obaveze (OECD, 2026a). Dakle, paneli su zapravo dve različite perspektive na istu pojavu: levi pokazuje koliko je nekorisćenje AI rasprostranjeno, a desni koliko je intenzivna ukupna upotreba AI među učenicima.

Levi panel ukazuje na pozitivnu vezu između udela učenika koji ne koriste AI i prosečnih rezultata iz nauke: obrazovni sistemi u kojima je nekorisćenje AI češće u proseku imaju više rezultate. Međutim, ovu vezu treba tumačiti isključivo kao indikativnu. Ona ne pokazuje da nekorisćenje AI samo po sebi dovodi do boljih postignuća, niti da upotreba AI nužno pogoršava učenje. Razlike između zemalja mogu odražavati brojne druge faktore, uključujući kvalitet obrazovnog sistema, način na koji je AI uveden u nastavu, digitalne politike, socioekonomski sastav učenika i svrhu za koju se AI koristi. To se vidi i po velikim razlikama među uspešnim sistemima: Japan kombinuje veoma visok rezultat iz nauke sa relativno velikim udelom učenika koji AI gotovo ne koriste, dok Singapur postiže još viši rezultat uz veoma mali udeo nekorisnika. Srbija se nalazi znatno niže po postignućima, sa 429 poena iz nauke, dok oko 12% učenika navodi da AI gotovo ne koristi za posmatrane školske aktivnosti. OECD zato naglašava da podaci ne omogućavaju zaključivanje o uzročno-posledičnoj vezi i da je važnije kako se AI koristi nego sama činjenica da se koristi (OECD, 2026a).

Desni panel dodatno potvrđuje da odnos između učestalosti upotrebe AI i postignuća nije jednostavan.

Grafikon 5. Povezanost upotrebe veštačke inteligencije za školske obaveze i postignuća iz nauke, PISA 2025.
(levi panel: udeo učenika koji ne koriste AI; desni panel: indeks upotrebe AI)



Osvrt 1: Srbija u globalnim trendovima obrazovnih postignuća: rezultati PISA 2025

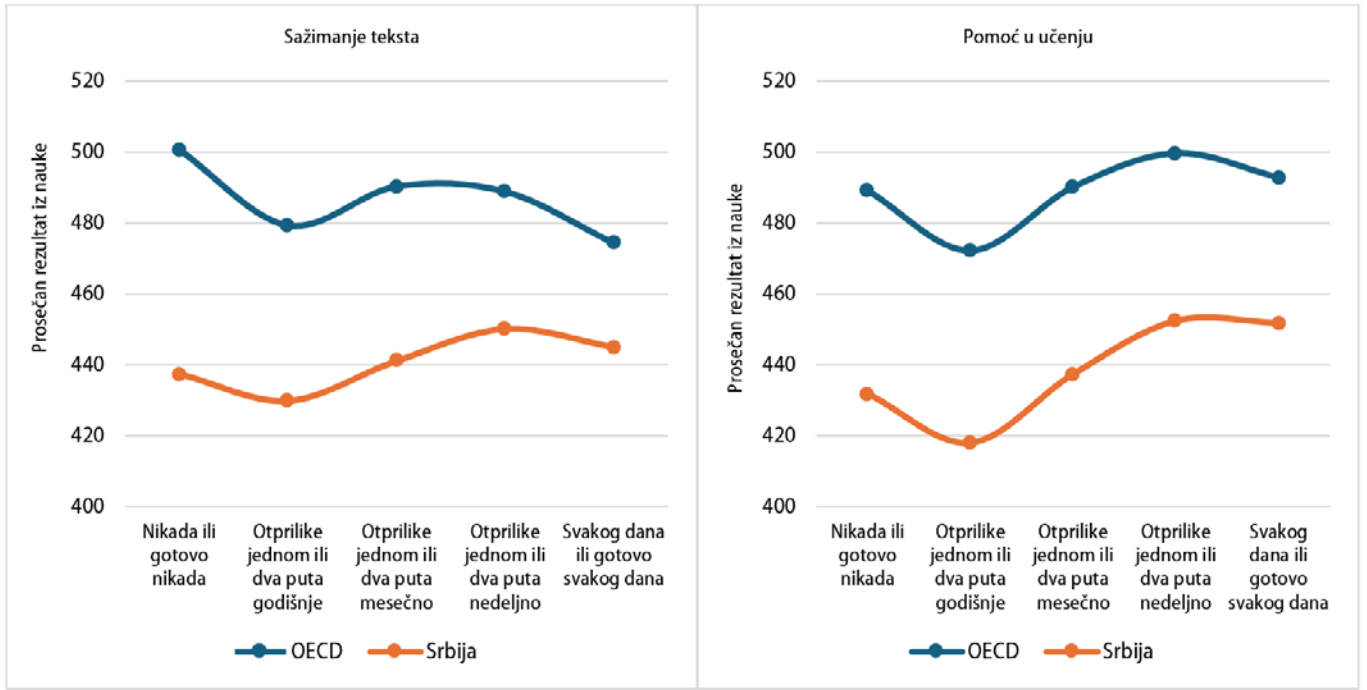
Među zemljama sa visokim rezultatima postoje sistemi sa veoma različitim nivoima korišćenja AI: Japan ima veoma nisku vrednost indeksa, Estonija je blizu sredine skale, dok Singapur istovremeno beleži visok nivo upotrebe AI i najviši rezultat među označenim zemljama. Srbija, sa vrednošću indeksa od oko 0,21 i rezultatom od 429 poena, pokazuje da relativno češća upotreba AI sama po sebi nije povezana sa visokim postignućima. Iza ovakvih obrazaca mogu da stoje različiti modeli primene tehnologije. OECD navodi da su pojedini uspešni sistemi, poput Singapura, razvili obuhvatnije politike digitalnog učenja koje eksplicitno uključuju AI, dok su drugi, poput Japana i Estonije, ostvarili visoka postignuća uz manje intenzivnu upotrebu. Takođe se iznosi mogućnost da su neki slabije rangirani sistemi AI brže prihvatili kao sredstvo za nadoknađivanje postojećih obrazovnih teškoća. Nalazi sugerišu da su usmeravanje nastavnika, kritička procena sadržaja i način uključivanja AI u proces učenja verovatno važniji od same učestalosti korišćenja (OECD, 2026a).

Grafikon 6 prikazuje prosečna postignuća iz nauke prema učestalosti korišćenja veštačke inteligencije za dve konkretne školske namene – sažimanje teksta koji učenik treba da pročita i korišćenje AI kao pomoći u učenju. U oba slučaja odnos nije linearan, što dodatno potvrđuje da sama učestalost korišćenja AI ne određuje obrazovni ishod. Kod sažimanja teksta, i u proseku zemalja OECD i u Srbiji najniže rezultate ne ostvaruju učenici koji AI nikada ne koriste, već oni koji ga koriste vrlo retko, dok

su rezultati nešto viši kod umerenih korisnika; ipak, kod najčešće upotrebe ponovo se uočava slabljenje rezultata. Sličan obrazac postoji i kada se AI koristi kao pomoć u učenju: u OECD zemljama najviši prosečan rezultat ostvaruju učenici koji AI koriste približno jednom ili dva puta nedeljno, dok su rezultati niži i kod veoma retke i kod gotovo svakodnevne upotrebe. U Srbiji je obrazac donekle sličan, pri čemu učenici koji AI koriste jednom ili dva puta nedeljno ili svakodnevno postižu više rezultate od onih koji ga koriste retko, ali i dalje ostaju znatno ispod proseka za OECD. Ovi nalazi su indikativni i ne znače da umerena upotreba AI sama po sebi povećava postignuća; verovatnije je da rezultat zavisi od toga kako se AI koristi, za koje zadatke i u kojoj meri podstiče samostalno razmišljanje umesto da ga zamenjuje. Upravo zato PISA 2025 naglašava da AI može biti podrška učenju kada se koristi svrsishodno i uz odgovarajuće usmeravanje, dok prekomerna ili površna upotreba može biti povezana sa slabijim angažovanjem i nižim postignućima.

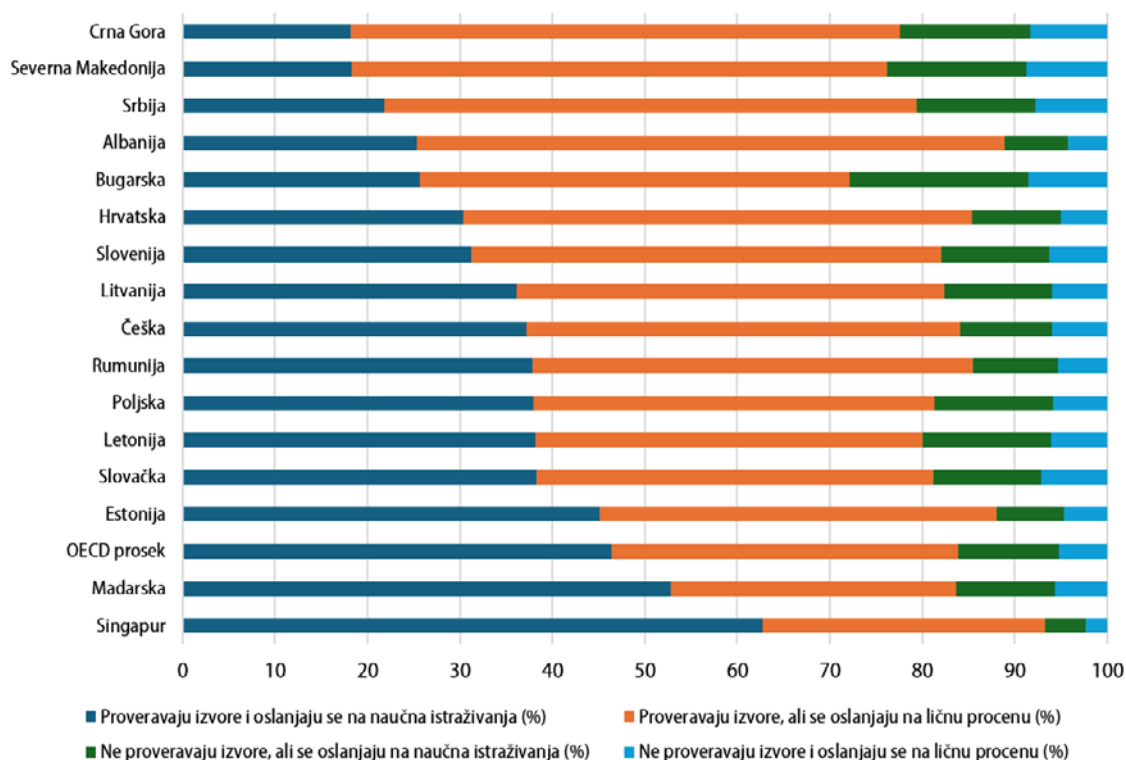
Konačno, Grafikon 7 prikazuje kako se učenici razlikuju prema dva povezana obrasca procene informacija: da li smatraju da informacije iz jednog izvora treba proveravati u drugim pouzdanim izvorima i da li se pri zaključivanju više oslanjaju na naučna istraživanja ili na ličnu procenu. PISA 2025 pokazuje da je upravo spremnost da se informacije proveravaju u više pouzdanih izvora jedna od dimenzija koja je najjače povezana sa boljim postignućima iz nauke. Na proseku OECD, 46% učenika pripada

Grafikon 6. Prosečna postignuća iz nauke prema učestalosti upotrebe veštačke inteligencije za školske obaveze, PISA 2025. (levi panel: korišćenje AI za sažimanje teksta; desni panel: korišćenje AI kao pomoći u učenju)



Izvor: prikaz autora na osnovu podataka OECD (<https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>).

Grafikon 7. Udeo učenika prema obrascima procene informacija: provera izvora i oslanjanje na naučna istraživanja, PISA 2025.



Izvor: prikaz autora na osnovu podataka OECD (<https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>).

profilu koji istovremeno proverava izvore i daje prednost naučnim istraživanjima, dok dodatnih 37% proverava izvore, ali se u većoj meri oslanja na ličnu procenu. To znači da većina učenika prihvata potrebu za proverom informacija, ali ne daje uvek prednost naučnim dokazima u odnosu na intuitivna objašnjenja. OECD zato naglašava da kritičko mišljenje ne podrazumeva samo proveravanje izvora, već i sposobnost da se proceni kvalitet dokaza i razlikuju pouzdaniji od manje pouzdanih osnova za zaključivanje (OECD, 2026a).

U tom pogledu položaj Srbije nije povoljan. Samo oko 22% učenika u Srbiji pripada grupi koja i proverava izvore i oslanja se na naučna istraživanja, što je znatno manje od proseka OECD od oko 46% i posebno daleko od Singapura, gde je taj udeo oko 63%. Istovremeno, najveća grupa učenika u Srbiji, oko 58%, navodi da proverava izvore, ali se pri proceni informacija više oslanja na ličnu procenu nego na naučne studije. Još oko petine učenika pripada grupama koje izvore uopšte ne proveravaju. Ovakva struktura je posebno važna u kontekstu sve veće količine informacija dostupnih preko društvenih mreža i AI alata: problem nije samo u tome da li učenici traže dodatne izvore, već i na osnovu čega procenjuju koji su izvori i argumenti pouzdani. Zbog toga nalazi za Srbiju ukazuju na potrebu snažnijeg razvoja veština procene dokaza, poređenja izvora i naučno zasnovanog zaključivanja kroz različite školske predmete.

Zaključak

Rezultati PISA 2025. potvrđuju da se pogoršanje obrazovnih postignuća više ne može posmatrati kao kratkoročna posledica pandemije, već kao deo šireg i dugoročnijeg procesa. Na globalnom nivou prosečna postignuća opadaju u sva tri tradicionalna domena, pri čemu je pad najizraženiji u čitalačkoj i matematičkoj pismenosti, dok je naučna pismenost pokazala veću otpornost. Sličan obrazac postoji i među zemljama OECD, koje su 2025. zabeležile najniže prosečne rezultate od početka merenja. Istovremeno, promene u zemljama CEE nešto su blaže, posebno u nauci, što pokazuje da negativni globalni trend nije jednako snažan u svim obrazovnim sistemima. Važna poruka je i da problem nije ograničen samo na pad proseka: raste udeo učenika koji ne dostižu osnovni nivo funkcionalne pismenosti, dok se istovremeno smanjuje udeo učenika sa najvišim postignućima. Drugim rečima, obrazovni sistemi se suočavaju sa pogoršanjem na oba kraja raspodele postignuća.

Za Srbiju je ključna činjenica da je 2025. prekinuta prethodna relativna stabilnost. Nakon perioda poboljšanja do 2012. i relativne stabilnosti u narednim ciklusima, PISA 2025 donosi izražen pad u sva tri domena. U odnosu na 2022. godinu rezultat je niži za 25 poena u čitanju, 23 u matematici i 18 u nauci, što

u čitanju i matematici približno odgovara jednoj godini učenja prema novijoj OECD aproksimaciji. Istovremeno, skoro svaki drugi učenik u Srbiji ne dostiže osnovni nivo u čitanju, više od polovine učenika u matematici i više od dve petine u nauci, dok je udeo učenika sa visokim postignućima sveden na svega 1–2%. Zato se slabiji rezultat Srbije ne može svesti na pomeranje proseka naniže: struktura postignuća se pogoršava, sa sve većim brojem učenika na nižim i sve manjim brojem učenika na najvišim nivoima. U regionalnom poređenju Srbija nije na samom dnu, ali ostaje znatno ispod proseka OECD i daleko od najuspešnijih evropskih sistema. Jaz u odnosu na Estoniju, kao najbolje rangiranu zemlju u Evropi, premašuje 80 PISA poena u sva tri domena. Treba ipak istaći da PISA 2025 signalizira pogoršanje obrazovnih postignuća, ali da nije moguće precizno utvrditi u kojoj meri zabeleženi pad odražava stvarno pogoršanje, a u kojoj meri efekat neuobičajenog termina testiranja.

Drugi važan zaključak odnosi se na promenu samog značenja obrazovnih kompetencija. PISA 2025 pokazuje da u digitalnom okruženju više nije dovoljno samo posedovati znanje ili pristup tehnologiji. U računarskom rešavanju problema oko 60% učenika u Srbiji ostaje ispod osnovnog praga, što ukazuje na ograničenu sposobnost da se digitalni alati koriste za planiranje, isprobavanje rešenja i prilagođavanje strategije. Istovremeno, nalazi o veštačkoj inteligenciji ne daju osnov za jednostavan zaključak da je češća upotreba AI dobra ili loša za postignuća. Veza je nelinearna i zavisi od svrhe i načina korišćenja: umerena i svrsishodna upotreba može biti povezana sa boljim rezultatima, dok prekomerna ili površna upotreba može pratiti slabija postignuća. Ključna poruka zato nije koliko često učenici koriste AI, već da li ga koriste kao podršku sopstvenom razmišljanju ili kao njegovu zamenu.

Konačno, PISA 2025 pokazuje da digitalno doba dodatno povećava značaj kritičkog vrednovanja informacija. U Srbiji tek oko petine učenika istovremeno proverava informacije u više izvora i daje prednost naučnim dokazima, dok se većina, i kada proverava izvore, u većoj meri oslanja na ličnu procenu. U okruženju u kome su AI alati, društvene mreže i velika količina informacija svakodnevno dostupni, ovo postaje jednako važno kao tradicionalna pismenost. Zbog toga glavna poruka PISA 2025 za Srbiju nije samo potreba da se podignu prosečni rezultati, već da se istovremeno ojačaju osnovna funkcionalna pismenost, razvoj učenika sa visokim postignućima, sposobnost rešavanja problema u digitalnom okruženju i veštine kritičkog procenjivanja izvora i dokaza. Takav pristup zahteva da digitalizacija obrazovanja bude povezana sa kvalitetom nastave, aktivnim učenjem i razvojem samostalnog mišljenja, a ne samo sa dostupnošću uređaja i novih tehnologija.

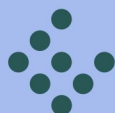
Reference

1. Breakspear, S. (2012). The Policy Impact of PISA: An Exploration of the Normative Effects of International Benchmarking in School System Performance. OECD Education Working Papers, No. 71, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/5k9fdqffr28-en>
2. von Davier, M., Kennedy, A., Reynolds, K. A., Fishbein, B., Khorramdel, L., Aldrich, C. E. A., Bookbinder, A., Bezirhan, U., & Yin, L. (2024). *TIMSS 2023 International Results in Mathematics and Science*. Boston College, TIMSS & PIRLS International Study Center.
3. Hanushek, E. A., & Woessmann, L. (2008). The Role of Cognitive Skills in Economic Development. *Journal of Economic Literature*, 46(3), 607–668.
4. Hanushek, E. A., & Woessmann, L. (2012). Schooling, Educational Achievement, and the Latin American Growth Puzzle. *Journal of Development Economics*, 99(2), 497–512.
5. OECD. (2001). *Knowledge and Skills for Life: First Results from PISA 2000*. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/9789264195905-en>
6. OECD. (2004). *Reviews of National Policies for Education: Denmark 2004: Lessons from PISA 2000*. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/9789264017948-en>
7. OECD. (2010). *The High Cost of Low Educational Performance: The Long-run Economic Impact of Improving PISA Outcomes*. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/9789264077485-en>
8. OECD. (2013). *PISA 2012 Results: What Makes Schools Successful (Volume IV): Resources, Policies and Practices*. PISA, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/9789264201156-en>
9. OECD. (2020a). *PISA 2018 Results: Serbia – Country Note*. OECD, Paris. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/about/programmes/edu/pisa/publications/national-reports/pisa-2018/featured-country-specific-overviews/PISA2018_CN_SRB.pdf
10. Paccagnella, M. (2015). Skills and Wage Inequality: Evidence from PIAAC. OECD Education Working Papers, No. 114, OECD Publishing, Paris.
11. Pavlović Babić, D., & Baucal, A. (2011). The Big Improvement in PISA 2009 Reading Achievements in Serbia: Improvement of the Quality of Education or Something Else? *Center for Educational Policy Studies Journal*, 1(3), 53–74.
12. OECD. (2026a). *PISA 2025 Results (Volume I): Future-Ready Students*. PISA, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/73451bc5-en>
13. OECD. (2026b). *PISA 2025 Assessment and Analytical Framework*. PISA, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/86c36975-en>

14. OECD. (2026c). PISA 2025 Results (Volume I): Serbia. Country Note. OECD, Paris. https://www.oecd.org/en/publications/pisa-2025-results-volume-i-country-notes_2d4ff9ea-en/serbia_85c64193-en.html
15. World Bank. (2025). Serbia to Advance Primary Education Reforms through Better Schools and Curriculum with World Bank Support. <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2025/07/29/serbia-to-advance-primary-education-reforms-through-better-schools-and-curriculum-with-world-bank-support>
16. OECD PISA Data. <https://www.oecd.org/en/about/programmes/pisa/pisa-data.html>

Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji

Kvartalni monitor je bilten Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu i FREN-a, u kojem se od 2005. godine objektivno i metodološki utemeljeno analiziraju ekonomski trendovi i politike, primenom savremenih metoda ekonomske analize. Redakciju kao i redakcijski odbor Kvartalnog monitora uglavnom čine profesori i saradnici Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu



UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu je obrazovna i naučna ustanova sa tradicijom dugom skoro 80 godina. Danas je taj Fakultet najveća i najeminentnija naučno-obrazovna ustanova u oblasti ekonomskih nauka u Srbiji sa oko 130 nastavnika od čega 55 redovnih profesora. Na Fakultetu je do sada diplomiralo preko 48000 studenata, preko 3800 je nastavilo poslediplomske studije i steklo naziv magistra nauka ili mastera, a 820 je steklo titulu doktora nauka. Fakultet ima vrlo razvijenu saradnju sa većim brojem univerziteta i institute u zemlji i inostranstvu, kao i brojnim preduzećima na zajedničkim projektima.



Fondacija za razvoj ekonomske nauke (FREN)

FREN je nezavisan istraživački centar čiji tim saradnika redovno prati ekonomske tokove u Srbiji, sprovodi dubinska ekonomska istraživanja, i podstiče i olakšava razmenu informacija i dostupnost ekonomskih podataka u okviru ekonomske discipline u Srbiji.

Osnivač FREN-a je Ekonomski fakultet u Beogradu. Fondacija je osnovana 2005. godine.

Ovim putem izražavamo zahvalnost Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu na dugogodišnjoj podršci, kao i strateškom sponzoru koji je finansijski podržao izradu Kvartalnog monitora - Raiffeisen banci.



ISSN 1452-2810

