



Народна банка Србије

2023
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2023
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

Споразум о циљању (таргетирању) инфлације, који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије, означава формални прелазак Народне банке Србије на циљање инфлације као режим монетарне политике почевши од 1. јануара 2009. године. Основни принципи и функционисање овог режима утврђени су Меморандумом о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

Будући да је један од основних принципа циљања инфлације јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије и активности централне банке.

Извештај о инфлацији садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Извршног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је вођена у протеклом тромесечју. Садржи и пројекцију инфлације за осам наредних тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

Приступ јавности овим информацијама омогућиће боље разумевање монетарне политике коју спроводи централна банка и њене одлучности у остваривању циљане инфлације, а свакако ће допринети сузбијању инфлаторних очекивања и постизању и одржавању стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије утврђен законом.

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. маја 2023. године.

Сви досадашњи извештаји о инфлацији доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ДФО – друге финансијске организације
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозника нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 5. маја.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
<i>Осврт 1: Оцена отпорности Србије на досадашње ефекте вишедимензионалне кризе – пандемије вируса корона, енергетске кризе и конфликта у Украјини</i>	11
III. Кретање инфлације	15
<i>Осврт 2: Цене хране у производњи и потрошњи: динамика, детерминанте, поређење по земљама и очекивања за наредни период</i>	20
IV. Детерминанте инфлације	25
1. Кретања на финансијском тржишту	25
2. Новац и кредити	32
3. Агрегатна тражња	35
4. Економска активност	38
<i>Осврт 3: Утицај дешавања у енергетском сектору Србије на макроекономска кретања</i>	41
5. Кретања на тржишту рада	45
V. Пројекција	49
<i>Осврт 4: Алтернативни сценарији пројекције</i>	74
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	78
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	79
Списак графикана и табела	81
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	84
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	85

I. Резиме

Оптимизам који је владао почетком године због слабљења глобалних трошковних притисака, а пре свега услед обезбеђене снабдевености Европе енергентима, а тиме и повољнијих изгледа глобалног привредног раста и могућности бржег снижавања глобалне инфлације од очекиваног, спласнуо је у одређеној мери након недавних проблема у појединим банкарским групама у развијеним земљама света. То се одразило и на нешто неповољнију оцену глобалног привредног раста за ову годину у односу на очекивања из јануара, која сада, према Међународном монетарном фонду, износи 2,8%. Притом, ризици пројекције глобалног привредног раста оцењени су као израженији наниже и односе се на потенцијално додатно погоршање глобалних финансијских услова које је последица недавних турбуленција у банкарском сектору развијених земаља, при чему проблеми високе задужености у условима заострених финансијских услова и нижег привредног раста могу постати системске природе. Поред тога, интензивирање конфликта у Украјини може поново повећати цене енергената и хране и утицати на раст инфлације, а тиме и захтевати даље заостравање монетарних политика. Ипак, **изгледи за раст зоне евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, поправљени су у периоду од претходног извештаја**, пре свега услед исказане веће отпорности на енергетску кризу од очекиване.

Даљи пад светских цена гаса и струје и решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања у великој мери допринели су **слабљењу трошковних притисака на глобалном нивоу**, што је резултирало успоравањем укупне инфлације у све већем броју земаља с вишедеценијски највиших нивоа. Међутим, **индиректни ефекти** повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду, заједно са снажним тржиштем рада, још увек утичу на раст **базне инфлације** у многим земљама, укључујући и зону евра. Због тога је и Европска централна банка наставила да повећава референтну каматну стопу, а исто је учинио и Систем федералних резерви, мада се постепено смањује темпо повећања каматних стопа.

Народна банка Србије је на састанцима у марту и априлу наставила да повећава референтну каматну стопу, на ниво од 6,00%. Такве одлуке донете су с

Неизвесност у погледу изгледа глобалног привредног раста већа је него пре три месеца, уз израженије ризике да би раст могао бити нижи од пројектованог. С друге стране, изоловано посматрано, изгледи привредног раста зоне евра бољи су него пре три месеца.

Успоравање инфлације у зони евра углавном је вођено смањењем цена енергената, док с друге стране базна инфлација наставља да расте, чему доприносе и даље изузетно ниска стопа незапослености и релативно висок раст зарада. Услед тога, увозна инфлација посматрано из угла Србије, иако нешто мања, и даље остаје релативно висока.

Народна банка Србије наставила је да повећава референтну каматну стопу у марту и априлу, док је у мају она задржана на непромењеном нивоу.

циљем да се ограниче секундарни ефекти високих трошковних притисака из међународног окружења из претходног периода на раст цена на домаћем тржишту преко инфлационих очекивања, као и да се осигура да се инфлација средином 2024. врати у границе циља. С обзиром на то да су глобални трошковни притисци додатно смањени и да је потребно сачекати да се испоље пуни ефекти претходно спроведених монетарних мера, на састанку у мају донета је одлука да се каматна стопа задржи на непромењеном нивоу. Уколико је потребно, Народна банка Србије не искључује могућност даљег повећања референтне каматне стопе, али указује и на то да постоји простор за даље повећање просечне пондерисане репо стопе до нивоа референтне каматне стопе, што је омогућено флексибилним оквиром монетарне политике, који се примењује од децембра 2012. Постепеност у досадашњем повећању референтне каматне стопе осликава и чињеницу да је инфлација до сада била вођена махом факторима на страни понуде, као и тежњу Народне банке Србије да се заоштравањем монетарне политике у што мањој мери утиче на привредни раст.

Апрецијацијски притисци преовладали су и у првом тромесечју 2023, при чему је Народна банка Србије, да би одржала релативну стабилност девизног курса, интервенисала нето куповином девиза, што је допринело даљем расту девизних резерви земље.

Истовремено, **одржавањем релативне стабилности курса динара према евр**у Народна банка Србије доприноси очувању пословног и инвестиционог поверења на високом нивоу, ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и укупној макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности. Апорецијацијски притисци који трају од маја прошле године, а који су накратко прекинути у јануару, поново преовладавају, тако да је Народна банка Србије на међубанкарском девизном тржишту прва четири месеца интервенисала нето куповином девиза у износу од 1.065 милиона евра, чиме је додатно **ојачала девизне резерве земље**. Девизне резерве Народне банке Србије, које су на крају априла достигле нови највиши ниво до сада, од 21,6 милијарди евра, **знатно су изнад референтних вредности свих мера** које се користе за оцену њихове адекватности. Овакав ниво девизних резерви представља важан стуб одбране од широког спектра ризика.

Преношење ефеката заоштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасно деловање трансмисионог механизма путем канала каматне стопе.

Пооштравање монетарних услова Народне банке Србије определило је **даљи раст каматних стоп**а на међубанкарском тржишту новца, а самим тим и **раст каматних стоп**а на кредитне у динарима. И каматне стопе на кредитне у евро знаку расле су услед даљег заоштравања финансијских услова у зони евра. Уз ефекте високе базе и доспећа кредита из гарантне шеме, раст каматних стоп на кредитне утицао је на даље успоравање раста кредитне активности према

немонетарном сектору, који је на међугодишњем нивоу у марту износио 3,7%. **Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима** у марту је спуштено на нови минимум од 3%, што указује на то да раст трошкова отплате кредита, који је последица раста каматних стопа, као и престанак важења мера којима је подржан приватни сектор током пандемије, није утицао на квалитет aktive банака.

Ревидираном Фискалном стратегијом за 2023. са пројекцијама за 2024. и 2025. фискална политика планирана је тако да се у средњорочном периоду обезбеди наставак смањења фискалног дефицита и опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу и да се притом не генеришу додатни инфлаторни притисци. Томе треба да допринесе усвајање нових фискалних правила, која се у смислу утврђених граница за учешће плата у јавном сектору и пензија у бруто домаћем производу на 10% већ примењују од ове године. Издвајања државе за капиталне инвестиције пројектују се на око 6–7% бруто домаћег производа годишње, а учешће дефицита опште државе у бруто домаћем производу на 3,3% ове године, у условима и даље очекиваних високих издатака за енергенте. У 2025. очекује се смањење учешћа дефицита опште државе у бруто домаћем производу на око 1,4%, што ће обезбедити да јавни дуг и у наредним годинама настави да опада. При томе, нижи од очекиваног дефицит опште државе у 2022. и наставак повољних кретања у првом тромесечју ове године (дефицит од око 25 милијарди динара, уз остварен суфицит примарног биланса од око 23 милијарде динара), омогућавају већи раст капиталних издатака државе, као и да јавни дуг опада и брже од пројекције, која за крај 2025. године износи 54% бруто домаћег производа.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у првом тромесечју износио је свега 112 милиона евра или 0,7% бруто домаћег производа и био је за преко 1,4 милијарде евра нижи него у истом периоду 2022. Томе је допринео и мањи увоз енергената, у великој мери и због њихових нижих светских цена, али и наставак раста извоза робе и услуга по високим не само номиналним већ и реалним стопама. Раст извоза бележе готово све најважније гране прерађивачке индустрије (са изузетком производње нафте, хемикалија и хемијских производа и основних метала), што је потврда отпорности наше економије на смањену екстерну тражњу. Поред тога, захваљујући опоравку производње, али и благој зими, Србија је у првом тромесечју била нето извозник струје, што раније обично није био случај у овом периоду године. **Прилив страних директних инвестиција** у три

Фискална кретања су и почетком ове године боља од очекиваних, пре свега захваљујући расту прихода, и поред тога што капитални расходи бележе двоцифрени раст у поређењу са истим периодом претходне године.

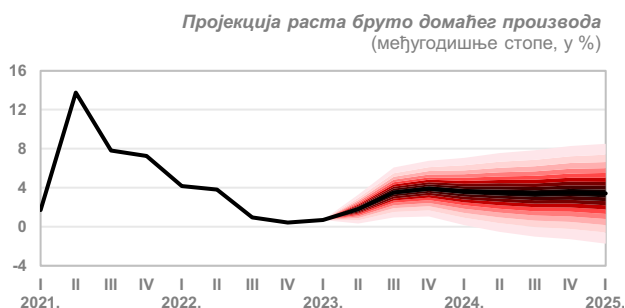
Платнобилансна кретања у првом тромесечју знатно су повољнија него у истом периоду претходне године, уз значајно мањи дефицит текућег рачуна платног биланса у односу на наша очекивања из фебруара.

месеца ове године износио је 847 милиона евра, што је, уз ефекте успешне емисије еврообвезница на међународном девизном тржишту од 1,75 милијарди долара, резултирало високим приливом капитала на финансијском рачуну. С обзиром на знатно нижи дефицит текућег рачуна у првом тромесечју од очекиваног, сада пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу на нивоу године бити ниже од наших претходних пројекција и да ће износити 4,5%, као и да ће наставити постепено да се снижава ка нивоу од око 4% у средњем року, као резултат раста извозне понуде по основу инвестиција из претходног периода, али и опоравка екстерне тражње. Према нашој процени, нето прилив по основу страних директних инвестиција наставиће да у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна, као и у претходних осам година, што доприноси одрживости наше екстерне позиције. Притом, очекујемо задржавање високе географске и пројектне распрострањености прилива по основу страних директних инвестиција и највећу усмереност у извозне секторе.

Раст бруто домаћег производа од 0,7% међугодишње у првом тромесечју, посматрано с производне стране, водили су индустрија и услужни сектори, а с расходне стране – нето извоз, а у мањој мери и лична потрошња и фиксне инвестиције.

Према првим проценама Републичког завода за статистику, **међугодишњи раст бруто домаћег производа у првом тромесечју износио је 0,7%** и био је вођен растом активности у сектору индустрије, пре свега захваљујући опоравку производње у електроенергетском систему, а позитиван допринос потекао је и од услужних сектора, мада у мањој мери него током 2022. Посматрано с расходне стране, раст је водио извоз, док је по том основу трошење залиха определило пад домаће тражње, и поред тога што су њене остале компоненте, са изузетком потрошње државе, забележиле раст.

Очекивана стопа раста бруто домаћег производа за ову годину од 2,0% до 3,0% непромењена је у односу на фебруар, с тим да је структура раста са становишта његове одрживости повољнија него у фебруару – уз позитиван допринос нето извоза и фиксних инвестиција.



Пројектовану стопу раста бруто домаћег производа Србије за ову годину задржали смо у распону 2,0–3,0%, колико смо очекивали и у фебруару. Имајући у виду да су спољнотрговинска кретања у првом тромесечју била знатно повољнија од очекивања, као и да је пројекција привредног раста зоне евра за ову годину коригована навише, променили смо пројектовану структуру раста у односу на очекивања из фебруара. Тако сада очекујемо позитиван уместо негативног доприноса нето извоза, при чему један део бржег раста извоза највероватније потиче из залиха, код којих на нивоу године самим тим очекујемо нижи допринос. Привредни раст ће и даље водити домаћа тражња, пре свега приватна потрошња захваљујући расту запослености и зарада, али се очекује и благ позитиван допринос (уместо неутралног) приватних инвестиција. Под претпоставком опоравка светске

економије, а тиме и екстерне тражње од друге половине ове године, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа на распон 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

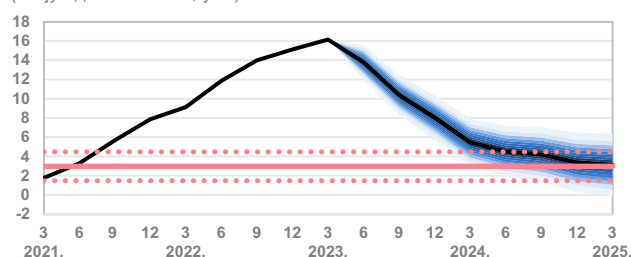
По основу наставка преношења високих трошковних притисака из претходног периода, **међугодишња инфлација** у Србији остала је повишена током првог тромесечја и у марту је износила 16,2%, што је незнатно изнад наших очекивања изнетих у фебруарском Извештају о инфлацији. Половину остварене међугодишње инфлације у марту определиле су више цене хране и безалкохолних пића, чији је допринос повећан у односу на децембар, с обзиром на то да још увек није завршен пренос повишених трошкова у пољопривредној и индустријској производњи на цене хране, иако је њихова међугодишња динамика успорила у протеклим месецима. У првом тромесечју највише је порастао допринос цена поврћа, које су, због смањене понуде након прошлогодишње суше у Србији и већем делу Европе, порасле више него што је сезонски уобичајено за овај период године. Цене енергије су благо смањиле допринос међугодишњој инфлацији (на 2,3 процентна поена), захваљујући споријем расту цена нафтних деривата и чврстих горива услед топлијег времена, док је у супротном смеру деловала реализована корекција цена електричне енергије и гаса за домаћинства. Као и у претходном периоду, базна инфлација, која се током првог тромесечја кретала на нивоу од око 11% међугодишње, задржана је испод укупне инфлације, чему је наставила да доприноси очувана релативна стабилност курса динара према евр у неизвесним међународном околностима.

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација од другог тромесечја имати опадајућу путању, уз израженији пад у другој половини ове године, тако да ће се крајем године наћи на готово двоструко нижем нивоу него у марту. Повратак у границе циља очекујемо средином 2024. Као и у претходној пројекцији, у смеру ниже инфлације сматрамо да ће деловати досадашње заостравање монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Током првог тромесечја међугодишња инфлација износила је око 16%, што је незнатно више од очекивања изнетих у фебруарској пројекцији.

Према нашој новој пројекцији, инфлација ће се од другог тромесечја наћи на опадајућој путањи и на крају године ће бити двоструко нижа него у марту, а повратак у границе циља, као и у претходној пројекцији, очекујемо средином 2024. године.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Ризике пројекције инфлације и бруто домаћег производа оцењујемо као симетричне, а Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе да реагује додатним мерама.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења — изгледа за глобални привредни раст, цена енергената и примарних производа на светском тржишту, као и степена заостравања монетарних политика водећих централних банака и глобалних услова финансирања. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се пре свега односе на исход овогодишње пољопривредне сезоне, прилив по основу страних директних инвестиција, темпо опоравка сектора рударства (производње угља) и грађевинарства. Укупно посматрано, ризике пројекције раста бруто домаћег производа и инфлације за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне. Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од података који буду пристизали, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заостравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

На изазове и даље релативно високих глобалних инфлаторних притисака, иако мањих него у 2022, Народна банка Србије одговорила је даљим повећањем рестриктивности монетарне политике у марту и априлу, али умеренијим темпом него прошле године, уз задржавање висине референтне каматне стопе у мају. На тај начин се ограничавају секундарни ефекти раста трошковних притисака из међународног окружења на раст цена преко инфлационих очекивања, а утиче се и на део притисака који долазе са стране тражње. Тиме Народна банка Србије доприноси да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи од Т2 ове године и да се врати у границе дозвољеног одступања од циља средином 2024. године. Постепеност у досадашњем повећању референтне каматне стопе осликава и чињеницу да је инфлација до сада била вођена махом факторима на страни понуде, као и тежњу Народне банке Србије да се заштравањем монетарне политике у што мањој мери утиче на привредни раст.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије **наставио је умерено да повећава референтну каматну стопу. У марту и априлу стопа је повећана за по 25 б.п., на 6,0%.** Априлско повећање референтне каматне стопе представља њено тринаесто узастопно повећање (почев од априла 2022), закључно с којим је она повећана за укупно 500 б.п. Повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 4,75%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,25%.

Од претходног Извештаја о инфлацији повећана је и просечна пондерисана репо стопа за 56 б.п. и крајем априла износила је 5,22%. Даљим повећањем својих каматних стопа Народна банка Србије реагује на још увек изражене трошковне притиске, пре свега из међународног окружења. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе.

Ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности, која је посебно била изражена у првим месецима пандемије и конфликта у Украјини, Народна банка Србије доприноси у знатној мери и **одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџу.**

Одлучујући да настави с повећањем референтне каматне стопе, али нешто умеренијим темпом,

Извршни одбор је имао у виду да се на глобалном нивоу позитивно могу оценити **знаци попуштања инфлаторних притисака.** Томе доприноси даљи пад светских цена енергената, као и све мање изражени застоји у глобалним ланцима снабдевања и смањење трошкова контејнерског транспорта, што би требало да утиче и на успоравање домаће инфлације у наредном периоду.

Истовремено, очекује се да ће **раст светске економије успорити ове године** у условима повећане геополитичке неизвесности, пооштрених услова на међународном финансијском тржишту и смањене тражње. У марту су и неочекивани проблеми у појединим банкама у САД и Европи уздрмали глобална финансијска тржишта. Забринутост за стабилност финансијског система у развијеном делу света довела је до преусмеравања средстава инвеститора у најсигурније класе активе и смањила очекивања у погледу повећања каматних стопа ФЕД-а и ЕЦБ-а због процене да ће водеће централне банке у новонасталим околностима дати предност финансијској стабилности, а не борби против високе инфлације. Ипак, на састанку у марту **ЕЦБ је повећала референтну стопу, као што је и најављивано, за 50 б.п., на 3,50%.** ЕЦБ је истакла да је банкарски сектор зоне евра отпоран и да у многим аспектима бележи боље перформансе него пред економску кризу 2008. године, као и да ће у борби против инфлације користити референтну каматну стопу, а за очување финансијске стабилности макропруденцијалне мере. Заштравањем монетарне политике ЕЦБ настоји да

смањи агрегатну тражњу, као и ризик перманентног раста инфлационих очекивања. Такође, ЕЦБ смањује портфолио програма *APP* предвиђеним темпом, јер главницу доспелих ХоВ више не реинвестира у целости. Смањење портфолија ће у просеку износити око 15 млрд евра месечно до јуна 2023, с тим да ће се даљи темпо смањења благовремено дефинисати. Када је у питању *PEPP*, ЕЦБ планира да реинвестира главницу доспелих ХоВ најмање до краја 2024. и истиче се да ће овај програм у сваком случају бити у складу с карактером монетарне политике.

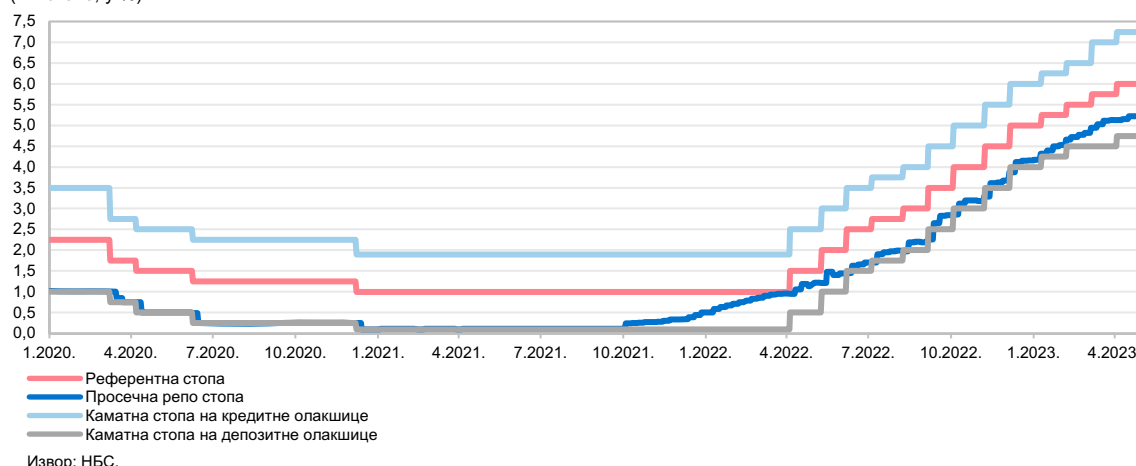
Инфлација у зони евра успорава, али ипак спорије него што се очекивало. При томе, успоравање инфлације углавном је вођено смањењем цена енергената, док с друге стране базна инфлација наставља да расте, чему доприносе и даље изузетно ниска стопа незапослености и релативно висок раст зарада. Нове макроекономске пројекције ЕЦБ-а завршене су почетком марта, пре него што су се појавиле поменуте тензије на међународном финансијском тржишту, које су проузроковале додатну неизвесност у погледу инфлације и привредног раста. Према тим пројекцијама ЕЦБ-а, инфлација у зони евра ревидирана је наниже, углавном због мањег доприноса цена енергената него што се претходно очекивало. Према основном сценарију, очекује се смањење инфлације са 10,0% у Т4 2022. на 2,8% у Т4 2023, а да се потом креће око 3% током 2024. и на циљ за инфлацију од 2,0% врати у Т3 2025. Када је у питању инфлација која искључује енергенте и храну, она је наставила да се повећава од почетка ове године и ЕЦБ очекује да ће у просеку износити 4,6% у овој години (а укупна 5,3%), да би се смањила на 2,5% у 2024. и на 2,2% у 2025, како буду слабили притисци од прошлих шокова на страни понуде и како рестриктивна

монетарна политика буде све више умањивала тражњу. Извршни одбор је имао у виду да је **раст БДП-а зоне евра** за ову годину у марту ревидиран навише — на 1,0%, са 0,5% из децембра 2022. ЕЦБ је истакла да је ревизија резултат пада цена енергената и веће отпорности привреде зоне евра на изазове из међународног окружења. При томе, ЕЦБ очекује боље економске перформансе од Т2, у складу с решавањем застоја у снабдевању, даљим успоравањем инфлације и отклањањем несигурности у снабдевању енергентима, под условом да се актуелне тензије на финансијском тржишту смире. Очекивани привредни раст зоне евра у овој години повећао је и *Consensus Economics*, на 0,7% у априлу.

ФЕД је у марту наставио да повећава референтну каматну стопу за 25 б.п., на распон 4,75–5,00%, што је њен највиши ниво од 2007. године. Повећање је у извесној мери било у складу са очекивањима, иако су поједини инвеститори сматрали да ће ФЕД направити паузу у повећању своје стопе због забринутости за стабилност финансијског система. ФЕД је истакао да је банкарски систем САД отпоран, а да ће актуелна дешавања вероватно довести до поопштравања кредитних услова за домаћинства и привреду, што ће се одразити и на економску активност. Као и у децембру, очекивања ФЕД-а из марта указују на повећање централне пројекције референтне каматне стопе на 5,1% на крају ове године, док се за крај 2024. очекује нешто виша стопа него у децембру (4,3% уместо 4,1%). ФЕД је пројекцију инфлације за ову годину благо повећао (3,3% у поређењу са 3,1% у децембру).

Услед очекиваног даљег поопштравања монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а, Извршни одбор је имао у

Графикон II.0.1. Кретање референтне и просечне репо стопе
(мг. стопе, у %)



виду да ће се наставити **заоштравање глобалних финансијских услова, што ће утицати на смањење инфлаторних притисака**. Даље заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а требало би да утиче и на нижу екстерну тражњу, али и на **раст цене евроиндексираних кредита на домаћем тржишту**. С друге стране, проблеми у појединим банкама развијених земаља, уз лошије изгледе за глобални привредни раст, могли би утицати и на **повећање волатилности на међународном финансијском тржишту** и даље преусмеравање глобалних токова капитала од земаља у успону ка развијенијим земљама. Када је у питању Србија, охрабрује **рекордан прилив СДИ прошле године, као и успешан излазак Србије на међународно финансијско тржиште у јануару 2023.** с две емисије еврообвезница у доларима. Такође, Извршни одбор је истакао чињеницу да је у условима бројних изазова из међународног окружења кредитни рејтинг Србије задржан на корак од инвестиционог, уз оцену рејтинг агенција да Србија има кохерентан оквир економске политике, кредибилну монетарну политику, очуван умерен ниво јавног дуга, адекватан ниво девизних резерви, као и стабилан банкарски сектор.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да су геополитичке тензије и даље изражене, а кретање **светских цена енергената и хране** волатилно под утицајем бројних фактора на страни понуде и тражње. Иако је светска цена нафте знатно пала у марту, у највећој мери због проблема у појединим банкама у САД и Европи, у априлу је уследио њен раст због одлуке земаља *ОПЕС+* да смање понуду за 1,6 млн барела дневно, тако да је њено кретање и у наредном периоду неизвесно, нарочито ако се имају у виду несмањене геополитичке тензије. Слично је и с ценама осталих примарних производа, пре свега пољопривредних. Иако су светске цене примарних производа смањене последњих месеци, њихово кретање је неизвесно и захтева опрезност при одлучивању о монетарној политици.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у марту и априлу представљала је **фебруарска средњорочна пројекција инфлације**, према којој је било очекивано да ће м.г. инфлација остати повишена у Т1 ове године, али да ће се од Т2 наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у П2 ове године, тако да би крајем године требало да буде на двоструко нижем нивоу него у марту и да се средином 2024. године врати у границе циља. У смеру смиривања инфлаторних притисака требало би да делују досадашње заоштравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката

глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Током Т1 инфлација је била незнатно виша од наших очекивања изнетих у фебруарској пројекцији, која су узела у обзир наставак преношења високих трошковних притисака из претходног периода на цене хране и других индустријских производа, као и корекције цена електричне енергије и гаса. Инфлација је у марту износила 16,2% м.г., при чему се и даље око две трећине доприноса укупној инфлацији односило на раст цена хране и енергената, на који мере монетарне политике имају ограничен ефекат, јер је раст ових цена у највећој мери последица дешавања у међународном окружењу. Инфлација у Т1, незнатно виша од очекиване, последица је вишег раста цена поврћа у односу на њихов сезонски уобичајени раст. **Базна инфлација** (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, и даље се креће на нижем нивоу од укупне инфлације – у марту је износила 11,3% м.г., чему наставља да доприноси очувана **релативна стабилност девизног курса у изузетно неизвесним глобалним условима**.

Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи, Извршни одбор је водио рачуна и да заоштравање монетарне политике не угрози континуитет привредног раста. Кредитна активност је очекивано успорила у П2 2022. и почетком ове године, на шта се, поред пооштрених финансијских услова и мање тражње становништва за кредитима, одразило и доспеће кредита привреди одобрених из гарантне шеме, али су домаћу тражњу наставили да подстичу очувано тржиште рада, приливи по основу СДИ, као и даље релативно висока издвајања државе за капиталне инвестиције. Поред тога, повољнији изгледи за раст зоне евра у овој години од претходно очекиваних, као и мањи негативни ефекти енергетске кризе у Европи, олакшавају постизање пројектоване стопе раста од 2,0% до 3,0% у овој години.

На састанку у мају, Извршни одбор је задржао висину референтне каматне стопе на непромењеном нивоу од 6,0%, имајући у виду да је потребно сачекати да се испоље пуни ефекти претходно спроведених монетарних мера. Одлука Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу донета је у условима постепеног слабљења трошковних притисака из

међународног окружења и решавања проблема у глобалним ланцима снабдевања. Цене на тржиштима енергената такође су смањене, пре свега електричне енергије и природног гаса. То ће ослабити трошковне притиске на глобалном нивоу, што би требало да допринесе и успоравању домаће инфлације у наредном периоду. Такође, у условима успоравања глобалне економске активности, пре свега прерађивачке индустрије у зони евра, потребно је осигурати и континуитет нашег привредног раста. Истовремено, одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџ Народна банка Србије знатно доприноси ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима и даље изражене глобалне неизвесности. Ипак, Извршни одбор истиче да је опрезност монетарне политике и даље неопходна због присутних геополитичких тензија, као и иако смањених, и даље присутних ризика у погледу цена енергената и светских цена примарних производа. Такође, неизвесност је и даље присутна у погледу још увек релативно високе базне инфлације у многим земљама, чему доприносе фактори с тржишта рада, као и у погледу будућих

одлука монетарних политика водећих централних банака, а тиме и услова на међународном финансијском тржишту и утицаја на токове капитала према земљама у успону.

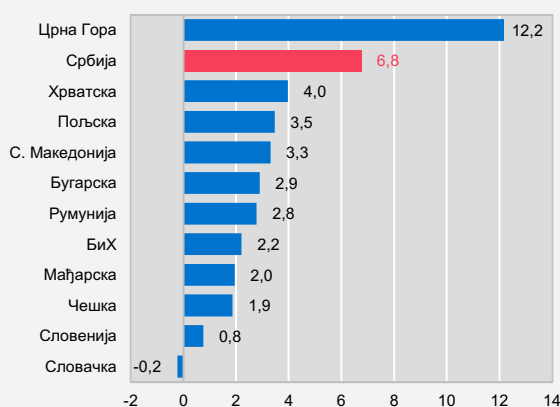
С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да одлуке о висини референтне каматне стопе доноси у зависности од података који буду пристизали. Према томе, будуће одлуке о монетарној политици зависиће од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне стабилности у средњем року и очување и јачање постигнуте финансијске стабилности, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

Осврт 1: Оцена отпорности Србије на досадашње ефекте вишедимензионалне кризе – пандемије вируса корона, енергетске кризе и конфликта у Украјини

Претходне три године вероватно су најтурбулентнији период у новијој економској историји, у коме су се надовезале и испреплетале три кризе – пандемија вируса корона, енергетска криза (пре свега у Европи) и конфликт у Украјини, које су по својим карактеристикама и по факторима који су их изазвали различите од свих претходних криза на светском нивоу. Поменуте сукцесивне кризе уздрмале су комплетну светску привреду и оставиле снажне ожиљке на њено функционисање. Влада Републике Србије и Народна банка Србије предузеле су свеобухватне и комплексне мере из своје надлежности, настојећи да заштите привреду Србије од штетних ефеката из међународног окружења. Иако се још увек осећају ефекти поменутих криза, са ове временске дистанце могуће је сагледати досадашње искуство Србије у борби са овим кризама, адекватност одговора носилаца економске политике, као и компаративну позицију Србије у региону.

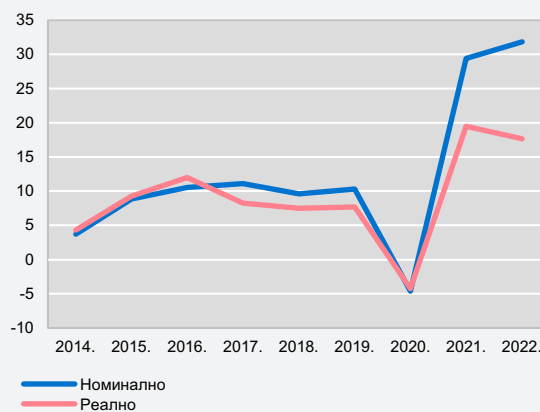
Пре свега, важно је нагласити да је захваљујући одговорној и адекватној економској политици у периоду пре пандемије, а пре свега пуној координацији монетарне и фискалне политике, спроведеној фискалној консолидацији и структурним реформама, што је резултирало смањеном унутрашњом и спољном неравнотежом и ојачаном макроекономском и финансијском стабилношћу, било могуће да по наступању пандемије у Србији буду предузете свеобухватне мере фискалне, монетарне и пруденцијалне политике, којима је пружена подршка привреди и грађанима. Носиоци економске политике акценат су ставили на обезбеђење ликвидности потребне привреди, очување производних капацитета и радних места, као и на заштиту животног стандарда грађана. То је допринело да Србија у 2020. оствари један од најбољих резултата у Европи и забележи пад БДП-а од свега 0,9%, као и да се преткризни ниво економске активности достигне свега три тромесечја након иницијалног потреса, тј. у Т1 2021. Да је инвестиционо поверење очувано и током кризе, говори податак да инвестициони циклус без прекида траје од 2015. године, као и да се учешће инвестиција у БДП-у од око 23%, колико је износило у 2021. и 2022, налази изнад претпандемијског нивоа. Иако је економска активност успорила раст у П2 2022. под утицајем негативних ефеката конфликта у Украјини, који су за последицу имали знатно јачање глобалних трошковних притисака, пре свега по основу високих цена енергената и хране, као и смањене екстерне тражње, пре свега ЕУ, **привредни раст у Србији, кумулативно посматрано, у три пандемијске године износио је 9% и задржао је позицију једног од највиших у Европи.**

Графикон О.1.1. Нето прилив СДИ по земљама региона у периоду 2020–2022. (годишњи просек, у % БДП-а)



Извор: Eurostat.

Графикон О.1.2. Номиналне и реалне стопе раста извоза робе и услуга (мг. стопе, у %)



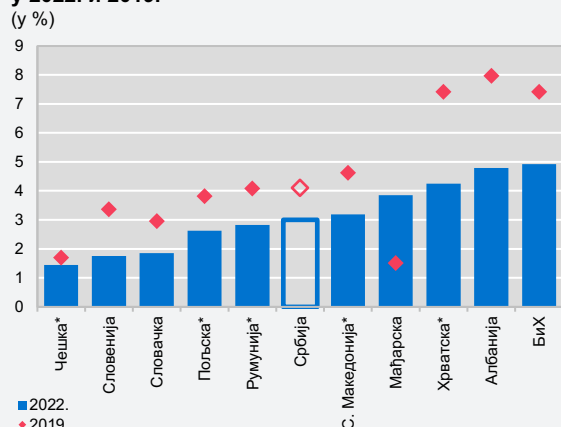
Извор: РЗС и НБС.

У прилог очуваном инвестиционом поверењу и повољној макроекономској перспективи Србије говори и **прилив СДИ, који је у последње две године достигао нове рекордне вредности од преко 7% БДП-а и за три године, кумулативно посматрано, износио 11,3 млрд евра**, што је чинило око 60% укупних прилива у земље Западног Балкана. Подједнако важна је и чињеница да је прилив СДИ све време био пројектно распрострањен и усмерен претежно у разменљиве секторе. Повећање извозних капацитета по том основу допринело је да извоз робе и услуга и у 2022, упркос успоравању екстерне тражње, задржи двоцифрене не само номиналне већ и реалне стопе раста и да раст извоза буде остварен у 22 од 23 области прерађивачке индустрије. Ипак, раст светских цена енергената, а делом и веће увезене количине енергената за последицу су имали повећање учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у са 4,2% у 2021. на 6,9% у 2022. години. Међутим, захваљујући високом приливу СДИ, **дефицит текућег рачуна је осму годину заредом био у пуној мери покривен нето приливом по основу СДИ**, што доприноси одрживости наше екстерне позиције. При томе, узимајући у обзир очекивано ниже светске цене енергената у овој години, као и низак дефицит у Т1, **дефицит текућег рачуна ове године свакако ће бити знатно нижи него претходне године** и, према нашој процени, износиће око 4,5% БДП-а. У наредним годинама очекујемо наставак смањења дефицита текућег рачуна, као резултат даљег побољшања робног дефицита, којем ће допринети раст извоза као резултат инвестиција у разменљиве секторе из претходног периода.

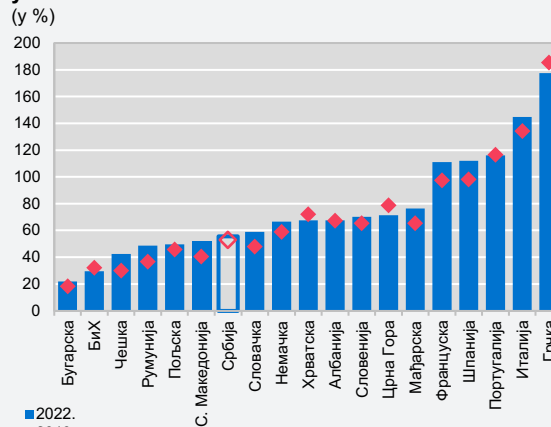
Важан стуб одбране и отпорности наше земље на екстерне ризике јесу **девизне резерве земље**, које су у односу на крај 2019. повећане за чак 8,2 млрд евра, на 21,6 млрд евра на крају априла ове године, што је њихов **нови рекордни ниво, који је уједно виши од референтних вредности свих мера које се користе за оцену њихове адекватности** (број месеци увоза робе и услуга, покривеност краткорочног дуга, новчане масе, као и комбинованих мера попут тзв. *ARA* мере, проширеног Гринспен–Гвидотијевог правила и др.). **Расту девизних резерви у овом периоду доприносила је и Народна банка Србије, нето куповином девиза на МДТ-у**, при чему је интервенисала непристрасно у оба смера. У епизодама снажних турбуленција на међународном финансијском тржишту, глобално повећане аверзије према ризику по избијању пандемије, као и почетка конфликта у Украјини, била је нето продавац девиза, а у остатку периода нето купац девиза. Захваљујући томе, очувана је релативна стабилност девизног курса и спречено је да се ефекти раста увозне инфлације на домаћу инфлацију пренесу и кроз ефекте слабљења динара у периодима изражених турбуленција на међународном финансијском тржишту.

Као и у другим земљама, раст глобалних трошковних притисака по основу повећаних цена енергената, примарних производа, као и других инпута у производњи и застоја у глобалним ланцима снабдевања, одразио се и на инфлацију у Србији, која се од августа 2021. нашла на узлазној путањи и у марту ове године износила је 16,2% м.г. При томе, допринос цена хране и енергената укупној инфлацији у овом периоду константно се кретао око две трећине или више од тога, док је захваљујући очуваној релативној стабилности девизног курса базна инфлација забележила мањи раст и у марту ове године износила 11,3% м.г. **У наредном периоду очекује се успоравање инфлације, које ће бити интензивирано у П2 2023, што би крајем године требало да резултира двоструко нижом инфлацијом од тренутне. Такође, очекује се њено враћање у границе дозвољеног одступања од циља средином 2024. године.** Оваквом кретању инфлације би, поред ефеката предузетих мера монетарне политике, требало да допринесе и слабљење глобалних трошковних притисака, као и пад увозне инфлације и нижа екстерна тражња.

Релативна стабилност девизног курса, уз јачање регулаторног оквира за банке у складу са стандардима Базела 3 и примену Стратегије за решавање *NPL*, допринела је и очувању и јачању финансијске стабилности у претпандемијском периоду. Захваљујући томе показатељи финансијског здравља остали су снажни – **банкарски сектор остао је високо капитализован** (крајем марта 2023. капитална адекватност износила је 20,52%), **ликвидан и отпоран на ризике из међународног окружења и у периоду вишедимензионалне кризе**. То је омогућило да се ни након повлачења мера подршке приватном сектору донетих током пандемије не погорша квалитет активе банака, чиме су **проблематични кредити додатно спуштени – на свега 3% укупних кредита**, што је за 1 п.п. ниже од њиховог претпандемијског нивоа.

Графикон О.1.3. **NPL** показатељ по земљама региона у 2022. и 2019.

Извор: ММФ GFSR (април 2023) и НБС.
* ТЗ 2022.

Графикон О.1.4. **Јавни дуг** по земљама у 2022. и 2019.

Извор: ММФ WEO (април 2023) и Министарство финансија.

Захваљујући мерама подршке Народне банке Србије и Владе Републике Србије, домаће тржиште рада избегло је теже последице пандемије, а од 2021. бележи повољне трендове, упркос заостравању глобалних и домаћих финансијских услова. У прилог томе говоре пре свега подаци с формалног сегмента тржишта рада – **више формално запослених у марту ове године за више од 144 хиљаде у односу на крај 2019. Истовремено, регистрована незапосленост нижа је** за више од 82 хиљаде лица и крајем марта ове године износила је 424.747 незапослених. При томе, **показатељи животног стандарда**, попут БДП-а по глави становника и покривености минималне и просечне потрошачке корпе минималном и просечном зарадом, на вишем су нивоу него крајем 2019. (БДП по глави становника виши је за преко 2,2 хиљаде евра и крајем 2022. достигао је готово 8.900 евра, покривеност минималне потрошачке корпе минималном зарадом износи 77%, наспрам 68% у 2019, а просечне корпе просечном зарадом 86%, наспрам 77% у 2019).

Пандемија је, као и у другим земљама света, изазвала снажне реакције фискалне политике како би се подржао здравствени систем и ограничио негативан утицај на потрошњу и привредни раст. Таква подршка економији, заједно с нижим фискалним приходима услед контракције економске активности, довела је до раста фискалног дефицита опште државе од 8% БДП-а у 2020. години и повећања јавног дуга за 4,9 п.п., на 57,8% БДП-а, при чему је то **повећање јавног дуга било међу најмањим у Европи**. Опадајућа путања и дефицита опште државе и јавног дуга у БДП-у уследила је у наредне две године, тако да је **дефицит у 2022. смањен на 3,1%, а јавни дуг на 55,6% БДП-а** (што је за 2,8 п.п. изнад нивоа с краја 2019), при чему би дефицит био и нижи да нису уследили енергетска криза и знатан раст цена енергената, што је, поред већ постојећих проблема у ЕПС-у, захтевало подршку државе домаћем енергетском сектору. Према оцени ММФ-а изнетој током првог разматрања актуелног стенодбај аранжмана, **смањење дефицита и опадајућа путања јавног дуга у БДП-у биће настављени у овој и наредним годинама, подржани и новим фискалним правилима**. Доследна примена нових фискалних правила требало би да обезбеди одрживост јавних финансија на дуги рок и спречи веће инфлаторне притиске са стране тражње, што ће се позитивно одразити и на премију ризика земље, кредитни рејтинг и услове екстерног финансирања. Важно је истаћи и то да је у јануару на међународном финансијском тржишту Република Србија емитовала две еврообвезнице у износу од 1.750 млн долара, при чему се, када се узму у обзир околности на међународном финансијском тржишту – раст каматних стопа и значајан степен неизвесности, овакви услови финансирања могу сматрати повољним, нарочито ако се упореде са земљама које већ имају инвестициони рејтинг.

У оцени да је Србија показала отпорност на кризе с којима се свет суочава пуне три године слажу се и све три кредитне рејтинг институције (*Standard & Poor's*, *Fitch* и *Moody's*), као и релевантне међународне финансијске институције попут ММФ-а. Према оцени тих институција, приближавању Србије групи земаља

са инвестиционим рејтингом и показаној отпорности допринели су пре свега: уређење јавних финансија у претходном периоду, унапређени оквир монетарне политике и раст кредибилитета Народне банке Србије, ојачана финансијска стабилност, адекватан ниво девизних резерви, као и повећана распрострањеност извоза и инвестиција, уз висок прилив СДИ, нарочито у разменљиве секторе, који у потпуности покривају дефицит текућег рачуна.

III. Кретање инфлације

Услед наставка преноса високих трошковних притисака из претходног периода, **мг. инфлација** је, у складу с раније изнетим очекивањима, током Т1 остала повишена – на нивоу од око 16%. Остварени раст **мг. инфлације** у периоду од претходног извештаја определили су повећани доприноси цена хране и очекиване корекције регулисаних цена, док је у супротном смеру деловао нижи допринос цена нафтних деривата.

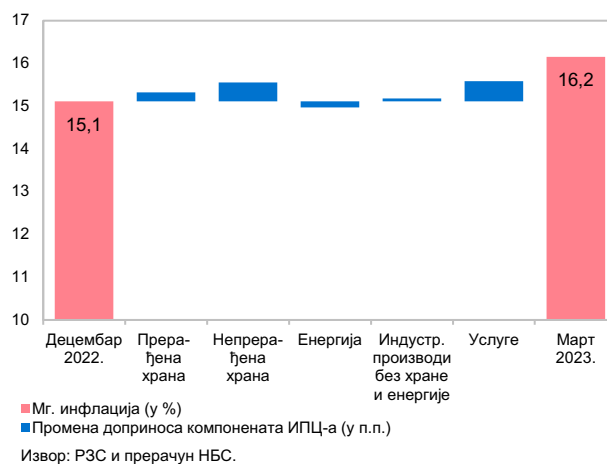
Као и у претходном периоду, **базна инфлација**, која се током Т1 кретала на нивоу од око 11% **мг.**, задржана је испод укупне инфлације, чему је наставила да доприноси очувана стабилност курса динара према евр у неизвесним међународном околностима.

Кретање инфлације у Т1

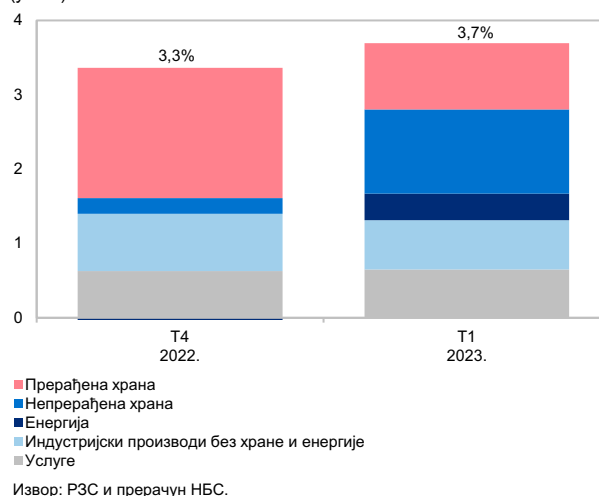
По основу наставка преношења високих трошковних притисака из претходног периода, **мг. инфлација** је остала повишена током Т1 и у марту је износила 16,2%, што је незнатно изнад наших очекивања изнетих у фебруарском Извештају о инфлацији. Половину остварене **мг. инфлације** у марту определиле су више цене хране и безалкохолних пића, чији је допринос повећан за 0,7 п.п. у односу на децембар, с обзиром на то да још увек није завршен пренос повишених трошкова у пољопривредној и индустријској производњи на цене хране, иако је њихова **мг. динамика** успорила у протеклим месецима.¹ **У Т1 највише је порастао допринос цена поврћа**, које су, због смањене понуде након прошлогодишње суше у Србији и већем делу Европе, драстично порасле. Цене енергије су благо смањиле допринос **мг. инфлацији** у Т1 (за 0,1 п.п.), захваљујући споријем расту цена нафтних деривата и чврстих горива услед топлијег времена, док је у супротном смеру деловала реализована корекција цена електричне енергије и гаса за домаћинства. Цене индустријских производа (без хране и енергије) и цене услуга такође су повећале допринос **мг. инфлацији** у Т1. Мерена ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, **базна инфлација** је расла током Т1 и у марту је износила 11,3% **мг.** Као и у претходном периоду, она се задржала испод укупне инфлације, чему је наставила да доприноси очувана стабилност курса динара према евр у неизвесним међународном околностима.

Тромесечно посматрано, **потрошачке цене су повећане за 3,7% у Т1**, највише због поскупљења

Графикон III.0.1. **Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији** (у %, у п.п.)

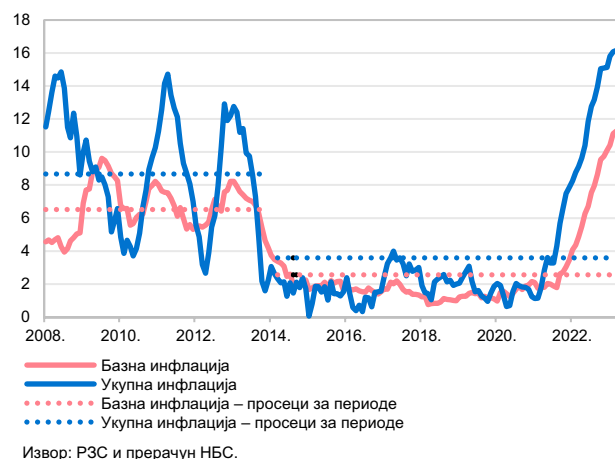


Графикон III.0.2. **Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији** (у п.п.)



¹ За више детаља видети Осврт 2, на стр. 20.

Графикон III.0.3. Укупна и базна инфлација
(мг. стопе, у %)



Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената ИПЦ-а
расту потрошачких цена у Т1 2023.
(тримесечно)

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	3,7	3,7
Непрерађена храна	10,8	1,1
Прерађена храна	4,1	0,9
Индустријски производи без хране и енергије	2,4	0,7
Енергија	2,3	0,4
Услуге	2,7	0,6
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	2,4	1,1
Регулисане цене	4,2	0,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

хране и безалкохолних пића (6,2%), уз допринос инфлацији од 2,0 п.п. У односу на наша очекивања изнета у фебруарском Извештају о инфлацији, **највеће одступање је забележено код цена свежег поврћа, које су у Т1 порасле за готово 30%**. То је вишеструко изнад сезонски уобичајеног раста за овај период године, на шта су првенствено утицали претходно поменути фактори на страни понуде. Раст цена свежег воћа у Т1 (3,3%) био је знатно нижи од раста цена поврћа и у складу је с нашим очекивањима. Цене свежег меса у Т1 благо су смањене (0,6%) захваљујући јануарском појевећу меса, упоредо с падом ових цена и на светском тржишту. За разлику од цена **непрерађене хране**, које су убрзале раст, цене **прерађене хране** су у Т1 регистровале двоструко нижи раст (4,1% наспрам 8,0% у Т4 2022), при чему је код свих производа у овој категорији приметно успоравање раста цена.

Цене енергије су порасле за 2,3% у Т1, по основу реализације претходно најављених корекција цена **гаса** (10,8%) и **електричне енергије** (7,1%) у јануару, при чему је допринос цена гаса инфлацији у Т1 био незнатан, док је допринос цена електричне енергије износио 0,4 п.п. Насупрот томе, цене **чврстих горива** (дрва и угља) снижене су за 2,9% у Т1 услед топлијег времена од уобичајеног за овај период године. Пад **цена нафтних деривата** од 0,8% на нивоу Т1 резултат је смањења цена дизела и бензина у јануару, на шта је утицао пад светске цене нафте и продужење важења Владине уредбе о ограничењу висине цена нафтних деривата.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) забележиле су раст од 2,4% у Т1, који се пре свега дугује вишим ценама кућне хемије и медицинских производа, поскупљењу алкохолних пића у јануару и фебруару, као и јануарској корекцији цена цигарета, уз заједнички допринос инфлацији у Т1 од 0,4 п.п. И цене осталих производа у овој групи повећане су у Т1, са изузетком цена обуће, које су сезонски снижене за 1,0%, док су цене одеће стагнирале.

Цене услуга су у Т1 биле више за 2,7% (колико и у Т4 2022), услед виших цена комуналних услуга, станарина, услуга осигурања и кабловске претплате, уз збирни допринос инфлацији од 0,4 п.п. У Т1 порасле су и цене медицинских, угоститељских и транспортних услуга, док је у супротном смеру деловао сезонски пад цена туристичких пакет-аранжмана од готово 15%.

Регулисане цене су забележиле раст од 4,2% у Т1, који се дугује већ поменутиим корекцијама цена електричне енергије, гаса, комуналних услуга и цигарета.

Цене у оквиру базне инфлације повећане су за 2,4% у Т1, као резултат поскупљења производа и услуга, које је определило и раст цена у оквиру групе индустријских производа (без хране и енергије).

Произвођачке и увозне цене у Т1

У периоду од претходног извештаја додатно су ослабили трошковни притисци у производњи, о чему сведочи знатно успоравање раста **цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште** са 13,3% м.г. у децембру на 5,5% м.г. у марту, што је најнижи м.г. раст ових цена у протекле две године и дугује се ефекту високе базе, али и попуштању глобалних трошковних притисака. Томе је у највећој мери допринео м.г. пад **цена у производњи сирове нафте и њених деривата** у Т1 и битно спорији м.г. раст **цена трајних производа за широку потрошњу** (намештаја и рачунара), **капиталних производа** (грађевинског материјала) и **интермедијарних производа** (производа од дрвета, папира, гуме и пластике). Поред тога, м.г. пад у Т1 забележен је и код цена хемијских производа и основних метала, док су **цене нетрајних производа за широку потрошњу** успориле м.г. раст у Т1, првенствено по основу споријег раста цена у производњи прехранбених производа.

Слично м.г. динамици произвођачких цена у индустрији, **цене елемената и материјала у грађевинарству** успориле су раст са 14,6% м.г. у децембру на 7,1% м.г. у марту (најнижи раст од маја 2021), што показује да су трошковни притисци ослабили и у грађевинарству.

Увозне цене изражене у динарима^[1] током Т1 додатно су успориле раст – на 2,8% м.г. у просеку (са 11,8% м.г. у Т4 2022) по основу негативног доприноса светских цена нафте и пољопривредних производа, као и цена гаса из увоза (збирно за 1,7 п.п.). Насупрот томе, позитиван допринос су наставиле да пружају цене услуга из увоза, које су апроксимирале ценама у

Графикон III.0.4. Доприноси компонената м.г. стопи раста произвођачких цена* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.5. Доприноси појединих компонената м.г. стопи раста увозних цена (просек периода, у п.п.)



Извор: Destatis, FAO, Блумберг, Eurostat, РЗС и прерачун НБС.

[1] Прелиминаран податак. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цена нафте типа брент, цена гаса из увоза, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Базна година је 2010.

оквиру базне инфлације зоне евра,^[2] као и цене осталих производа из увоза (пре свега опреме и репроматеријала), које су мерене извозним ценама Немачке (збирно за 4,5 п.п.).

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред стабиловала су се од краја 2022, упркос наставку раста текуће инфлације у Т1.

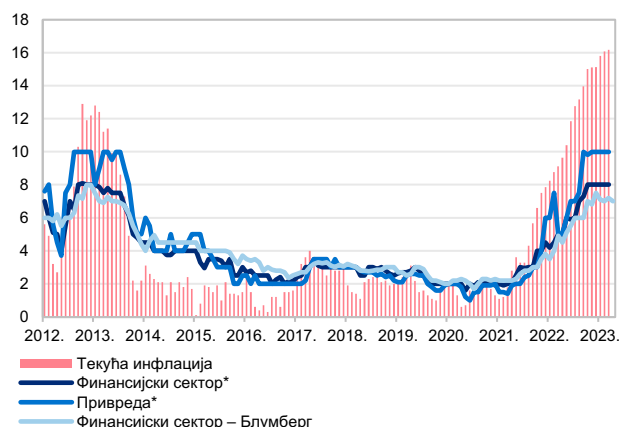
Према анкети агенције Блумберг, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** кретала су се током Т1 око нивоа од 7%, колико су износила и у априлу, што је за 0,5 п.п. ниже него крајем 2022. Према резултатима анкета агенције Ипсос, ова инфлациона очекивања су, након октобарског повећања на 8,0%, остала стабилна на том нивоу и у четири месеца ове године.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред од новембра 2022. износе 10,0%. Ипак, проценат предузећа који очекују раст цена инпута, као и цена готових производа и услуга у наредних 12 месеци, у марту се кретао око нивоа од 80%, што је пораст у односу на децембар, када је њихов удео износио око 70%.

Перцепција пословања привредника није се знатно променила у Т1. Већина испитаника сматра да су услови пословања у последња три месеца остали непромењени и да ће такви остати и у наредних 12 месеци. Ипак, сада двоструко мањи проценат испитаника (12%) очекује погоршање услова пословања него крајем 2022. године.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред, након смањења у фебруару са 20,0% на 15,0%, задржала су се на истом нивоу и у марту. Према резултатима квалитативне анкете, вредност индекса очекиване инфлације нижа је од вредности индекса перципиране инфлације, што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана.

Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (мг. стопе, у %)



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

* Агенција Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

^[2] Мерена хармонизованим ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред непромењена су већ шест месеци и износе 5,0%, а за три године унапред и даље се крећу у границама циља – на нивоу од 4,0% (3,6% у фебруару). **Очекивања сектора привреде** за две године унапред у Т1 су износила 7,0%, односно 5,0% за три године унапред. **Инфлациона очекивања становништва** за две године унапред у јануару и фебруару забележила су пад на 13% и 10%, али су се у марту вратила на вредност из децембра од 15%. Очекивања за три године унапред нису се променила од децембра и износе 10,0%.

Графикон III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред*

(мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

Осврт 2: Цене хране у производњи и потрошњи: динамика, детерминанте, поређење по земљама и очекивања за наредни период

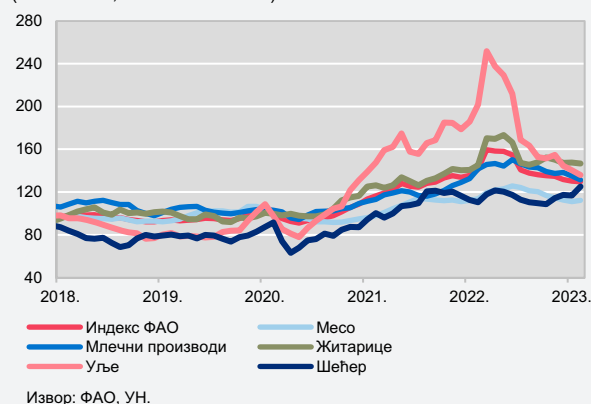
Иако су се крајем прошле и почетком ове године појавили сигнали успоравања глобалних трошковних притисака, прехранбена инфлација још увек не успорава у многим земљама, због чега у овом осврту настојимо да објаснимо динамику цена хране у производњи и потрошњи у Србији и факторе који су определили њихово кретање, као и очекивања за наредни период.

У условима започетог опоравка економске активности у већини земаља, упоредо с попуштањем рестриктивних здравствених мера, посебно након проналаска и масовне употребе вакцина против вируса корона, дошло је до **раста светских цена хране** од средине 2020. (Графикон О.2.1). Наглом порасту ових цена допринели су и фактори на страни понуде, пре свега појава застоја у глобалним ланцима снабдевања и пораст трошкова транспорта и амбалаже. Крајем 2021. снажно су порасле и цене нафте и гаса и с тим повезане цене минералних ђубрива (пошто је природни гас најзначајнији инпут у производњи минералних ђубрива), што је додатно утицало на раст светских цена хране.

Инфлаторни притисци на тржишту хране интензивирали су се по избијању сукоба у Украјини, када је краткорочно смањена понуда примарних пољопривредних производа из Русије и Украјине, које су међу водећим светским извозницима житарица. На додатно смањење понуде пољопривредних производа и минералних ђубрива утицале су рестрикције на извоз које су увели остали велики произвођачи. Кина је убрзо након избијања украјинске кризе забранила извоз минералних ђубрива, Индонезија палминог уља, док је Турска онемогућила извоз житарица.

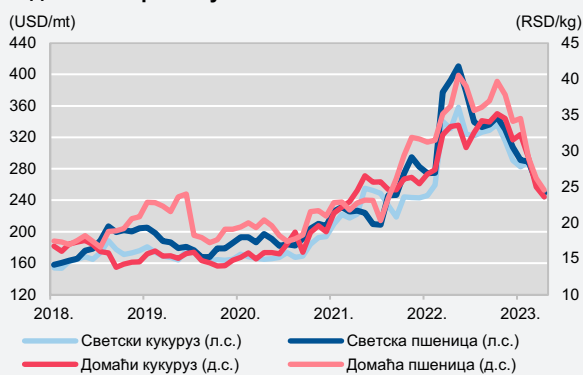
Мерене индексом ФАО, светске цене хране достигле су **вишегодишњи максимум у марту 2022**, када су биле веће за 67,8% у односу на исти период пре започетог тренда раста (март 2020). Након тога, светске цене хране кренуле су силазном путањом, тако да је у новембру 2022. први пут забележен њихов м.г. пад, који је настављен и у наредним месецима – после више од две године узастопног раста. Светске цене житарица, пре свега пшенице и кукуруза, кретале су се претежно узлазном путањом до октобра 2022, након чега је уследио њихов пад, који се пренео и на домаће цене житарица, с обзиром на то да је реч о берзанској роби (Графикон О.2.2). Под утицајем низа фактора (дозвољавање транспорта житарица Црним морем, укидање рестрикција у погледу извоза, снижавање цена енергената и минералних ђубрива) уследило је постепено **попуштање ценовних притисака на тржишту пољопривредних производа** од априла 2022, које је делимично резултат и високе базе из претходне године. И поред тога, светске цене хране и даље се налазе на релативно високом нивоу, па су тако у марту 2023. биле веће за око 23% у односу на просек 2012–2020. Посматрано по групама производа чије цене улазе у обрачун индекса ФАО, све групе су бележиле сличну тенденцију у протекле три године, али су најспорије расле цене меса и шећера, а најбрже цене биљних уља.

Графикон О.2.1. Индекс светских цена хране (номинално, 2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Графикон О.2.2. Цене пшенице и кукуруза на светском и домаћем тржишту



Извор: Продуктна берза у Новом Саду, CBOT, Euronext и прерачун НБС.

Доминантно под утицајем наведених глобалних фактора, у протекле две године расле су **цене произвођача пољопривредних и индустријско-прехрамбених производа на домаћем тржишту**. У питању су цене по којима индивидуални пољопривредници, пољопривредне задруге и прерађивачка прехранбена индустрија продају своје производе овлашћеним откупљивачима и дистрибутерима у вишим фазама прехранбеног ланца вредности. Динамика цена произвођача хране у Србији може се пратити преко агрегатних индекса,¹ које формира и објављује РЗС. Мг. посматрано, **цене произвођача хране у пољопривреди** знатно су расле од априла 2021. (Графикон О.2.3), делом под утицајем ниске базе из истог периода 2020, када су због противпандемијских ограничења привремено снижене, а делом због вишеструког поскупљења основних инпута у производном процесу. С обзиром на то да се основни инпут преко пољопривредних производа као интермедијарних уграђују и у **прехранбене производе у индустрији**, цене ових производа следиле су сличну мг. динамику у протекле две године. Оне су убрзале раст након интензивирања енергетске кризе с краја 2021. и додатно по избијању украјинске кризе с почетка 2022, који се од почетка 2023. стабилизовао на око 20% мг., док се раст ових цена у потрошњи кретао око 25% (Графикон О.2.3).

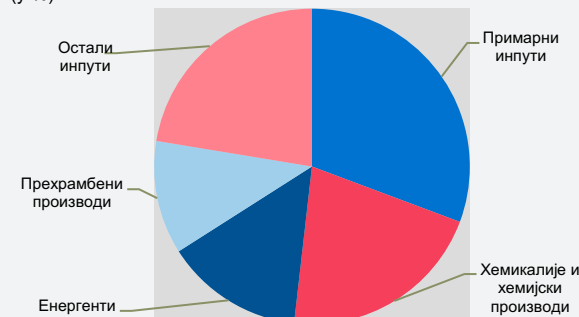
На основу података РЗС-а из тзв. *табела употребе*,¹ који су доступни за период 2015–2020, уочава се да су примарни инпут у пољопривредној производњи (основи репроматеријал, семена, минерална ђубрива, машине, одржавање) у просеку чинили око 31% укупних трошкова, хемикалије, други хемијски производи – око 21%, док су трошкови набавке деривата нафте, електричне енергије, гаса и других енергената учествовали са око 14% (Графикон О.2.4). Дакле, **око две трећине трошкова у производњи пољопривредних производа односило се на набавку сировина, хемикалија и енергената**, чије су цене на светском тржишту енормно порасле у претходне две и по године.

Под претпоставком да су наведени производни инпут на тржишту Србије имали слична учешћа у структури трошкова и у 2021. и 2022. као у периоду за који су доступни подаци (2015–2020), **може се закључити да је раст трошкова производње, а тиме и цена произвођача хране у пољопривреди и прехранбеној**

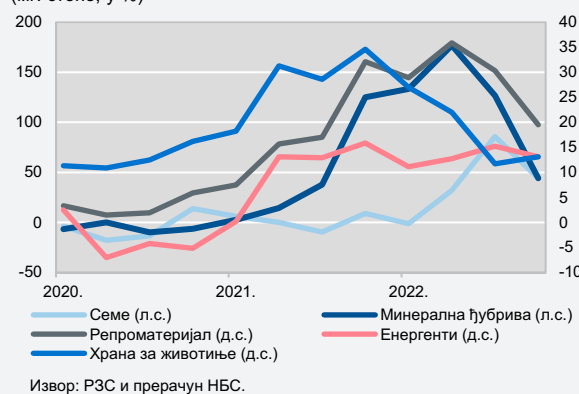
Графикон О.2.3. **Произвођачке и потрошачке цене хране у Србији**
(мг. стопе, у %)



Графикон О.2.4. **Структура трошкова инпута* пољопривредних произвођача у Србији**
(у %)



Графикон О.2.5. **Кретање цена основних инпута у пољопривредној производњи у Србији**
(мг. стопе, у %)



¹ Из перспективе пољопривредних и индустријских произвођача хране, цене обухваћене овим индексима одражавају динамику прихода од продаје пољопривредних односно прехранбених производа на домаћем тржишту (без пореза и доприноса).

индустрији Србије у протекле две године био доминантно опредељен порастом светских цена инпута. Ипак, важно је нагласити да се попуштање глобалних трошковних притисака у производњи крајем 2022. одразило и на ниже цене инпута у домаћој пољопривредној производњи, о чему сведочи знатно успоравање м.г. раста цена минералних ђубрива и семена, а у мањој мери и цена репроматеријала и енергената (Графикон О.2.5).

Премда између цена пољопривредних производа на светском тржишту, цена хране у пољопривредној и индустријској производњи на домаћем тржишту и цена хране у финалној потрошњи постоји јака позитивна корелација (Табела О.2.1), ефекти тих узрочно-последичних веза испољавају се са одређеним временским помаком, због комплексности прехранбеног ланца вредности и уговорних односа између већег броја учесника. Томе доприноси и економски и психолошки феномен „ригидности цена наниже”, по којем се цене у производњи и продаји споро мењају упркос (у мањој или већој мери) измењеним околностима у којима су првобитно кориговане навише.

Табела О.2.1. Коефицијенти корелације између произвођачких и потрошачких цена хране за период 2020–2022.

Светске цене пољопривредних производа	Коефицијент корелације	Произвођачке цене у Србији	Коефицијент корелације	Потрошачке цене хране у Србији
ФАО индекс	0,83	Индустријско-прехранбени производи (укупно)	0,97	Индустријско-прехранбени производи (укупно)
ФАО индекс	0,81	Пољопривредни производи (укупно)	0,66	Индустријско-прехранбени производи (укупно)
Млеко и млечни производи	0,67	Млеко	0,99	Млеко и млечне прерађевине
-	-	Стока и живина	0,98	Месо (свеже и прерађено)
-	-	Јаја (конзумна)	0,90	Јаја
Житарице	0,81	Жита	0,58	Хлеб и житарице
Биљна уља	0,33	Индустријско биље	0,31	Уље и масти

Извор: прерачун НБС на основу података ФАО, НБС и РЗС-а.

Када је реч о потрошачким ценама хране на домаћем тржишту, оне су током посматраног периода последично пратиле раст цена инпута у производњи и транспорту хране са светског тржишта, као и раст домаћих произвођачких цена, јер је тражња за храном, по правилу, мање ценовно еластична од других категорија потрошачке корпе. Малопродатне цене поврћа и воћа (свежег и прерађеног), као најволатилнијих категорија хране, које у потрошачкој корпи учествују са 6,5%, у просеку су повећане за 18,4% м.г. у 2022, а у прва три месеца 2023. за 28,1% м.г., на шта се, поред високих трошкова производње, одразила и прошлогодишња суша, која је захватила наш регион током летњих месеци и знатно смањила понуду ових производа. И потрошачке цене индустријско-прехранбених производа, који у структури потрошачке корпе учествују са скоро 25%, бележиле су знатан м.г. раст током 2022, који се повећавао из месеца у месец, што је настављено и почетком 2023, тако да је у марту износио 24,7% м.г.

Графикон О.2.6. Кретање цена појединих производа у пољопривредној производњи и потрошњи (м.г. стопе, у %)

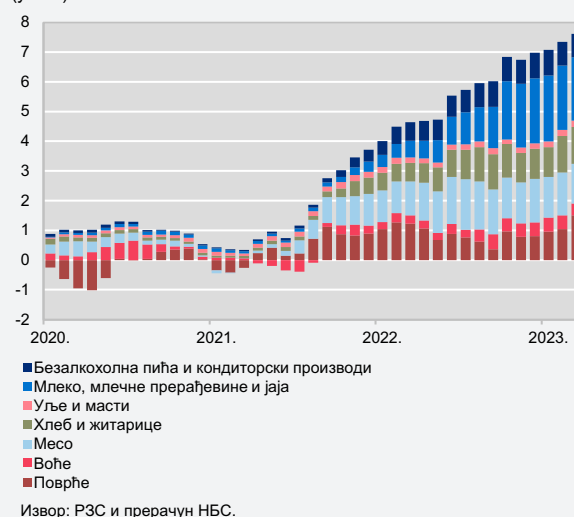


Посматрано по **групама индустријско-прехрамбених производа** (Графикон О.2.6), највећи м.г. раст забележиле су малопродајне цене јаја и млека и млечних прерађевина, који је интензиван од октобра са укидањем административних ограничења цена, али је у последња два месеца приметно успоравање њихове м.г. стопе раста. Најнижу м.г. стопу раста од почетка 2023. забележиле су цене безалкохолних пића (13,2% у марту), шећера и кондиторских производа (око 16% у марту), док се раст цена меса и месних прерађевина, уља и масти, као и хлеба и производа од хлеба, током Т1 2023. кретао у распону од 19% до 25% м.г.

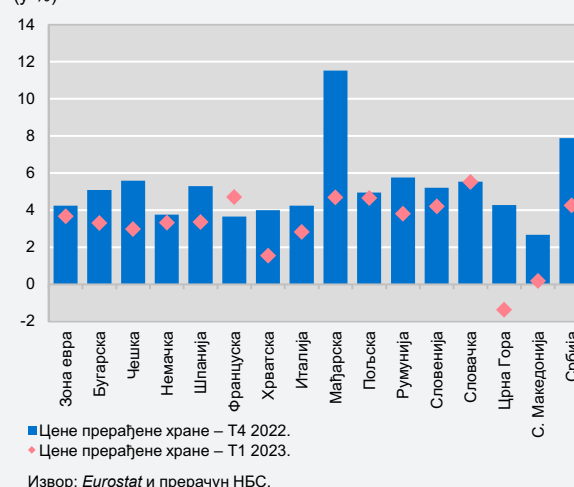
Заједнички допринос цена индустријско-прехрамбених производа и цена поврћа и воћа м.г. инфлацији вишеструко је увећан од августа 2021, када је започет раст м.г. инфлације у Србији – са 1,6 п.п. у августу 2021. на 8,2 п.п. у марту 2023. Другим речима, у овом периоду м.г. раст цена хране практично је одређивао између 38% и 50% м.г. раста свих потрошачких цена у Србији (Графикон О.2.7). У истом периоду, цене хране у зони евра одређивале су између 11% и 41% укупне инфлације, при чему у структури обрачуна инфлације цене хране и безалкохолних пића у Србији учествују са 31,4%, а у зони евра готово двоструко ниже (око 16%). Од септембра 2022. до фебруара 2023. м.г. раст цена прерађене хране био је бржи од раста цена непрерађене хране, да би у марту цене непрерађене хране забележиле већи раст, углавном због поскупљења поврћа. Остварени раст потрошачких цена хране вероватно би био и већи да држава крајем 2021. и почетком 2022. године није предузимала привремена административна ограничења цена енергената и основних животних намирница (хлеба, шећера, брашна, сунцокретоног уља, свињског меса и млека), како би спречила интензивније преливање повишених светских цена енергије и примарних пољопривредних производа на домаће цене, а преко инфлационих очекивања и на цене осталих производа и услуга.

Дешавања у погледу потрошачких цена хране слична су и у другим земљама у окружењу. У прилог томе говори остварени м.г. раст цена хране (и безалкохолних пића) у земљама региона средње и југоисточне Европе (Бугарска, Северна Македонија, Пољска, Чешка и Румунија), који се у марту кретао у распону 20–25%, изузев Мађарске, која је забележила стопу раста од чак 45%. Од почетка 2023. цене хране (и безалкохолних пића) у већем броју европских земаља бележе тромесечни раст у распону 4,5–7,0%. Тај раст се у Србији, Румунији и Мађарској кретао око 6,0%, у Немачкој, Бугарској, Чешкој и Словенији око 5,0%. Нешто ниже стопе раста, око 3,5%, регистроване су у Шпанији и Италији, тако да је на нивоу зоне евра раст износио око 4,5%. Раст цена хране одређен је даљим

Графикон О.2.7. Доприноси категорија хране м.г. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Графикон О.2.8. Тромесечне стопе раста цена прерађене хране у европским земљама (у %)



растом цена прерађене хране,² али и вишим ценама поврћа, код којих су тромесечне стопе раста битно изнад вишегодишњих уобичајених остварења за овај период године.

На то су утицали лошији прошлогодишњи род (услед суше која је погодила значајне ратарске и повртарске регије Европе), мања понуда новог рода поврћа из регија које су традиционално велики произвођачи (услед неповољних временских услова током протекле зиме у Шпанији), као и смањена понуда поврћа из пластеника (услед виших цена енергената, који су значајан инпут у производњи).

С обзиром на повезаност претходно анализираних сегмената прехранбеног ланца вредности – од пољопривредника преко индустријских произвођача прехранбених производа до трговаца на велико и мало (о чему сведоче високи коефицијенти корелације произвођачких и потрошачких цена), треба очекивати да ће у наредном периоду успорити раст потрошачких цена хране. С тим у вези, **важно је нагласити да су се цене у пољопривредној и индустријској производњи хране стабилизовале, а затим почеле да бележе благо спорију м.г. динамику у протеклим месецима. За сада се то још увек није одразило на цене индустријско-прехранбених производа у потрошњи,** али би успоравање требало да уследи у наредним месецима, упоредо са слабљењем ефеката преноса претходно високих трошкова у производњи, паковању и транспорту на цене производа у малопродаји. Додатан ефекат на ниже цене могао би да проистекне од пољопривредне сезоне, под условом да буде солидна не само код нас него и у остатку Европе.

У наредном периоду очекује се даље смањење трошковних притисака на светском тржишту хране по основу нижих цена инпута у производњи, пре свега нафте, природног гаса и минералних ђубрива. То би требало да утиче на смањење цена примарних пољопривредних производа и на домаћем тржишту, а тиме и на ниже ценовне притиске у производњи пољопривредних и индустријско-прехранбених производа. У таквом сценарију, уз претпоставку просечне пољопривредне сезоне у нашој земљи, **процењујемо да су цене хране у потрошњи достигле врхунац у Т1 2023.** (због ефекта базе) **и да би требало да започну силазни тренд од Т2 2023.** и кључно допринесу успоравању укупне инфлације до краја периода пројекције. Према мајској средњорочној пројекцији инфлације, допринос цена хране (без воћа и поврћа) укупној инфлацији требало би да се смањи у наредној години дана за око 5,5 п.п. Код воћа и поврћа претпостављено је постепено спуштање цена ка дугорочном тренду почев од Т2, што би могло бити ублажено ефектима лоших временских услова с почетка априла. Силазна путања прехранбене инфлације, коју очекујемо до краја периода пројекције, евентуално би могла бити ублажена, али не и нарушена, несавршеном тржишном структуром на страни понуде, тј. мањком снажније конкуренције у овом сегменту.

² Категорија прерађене хране, чије су цене по земљама ради упоредивости преузете из базе Eurostat-а, обухватом је готово истоветна категорији индустријско-прехранбених производа, која је у фокусу анализе.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

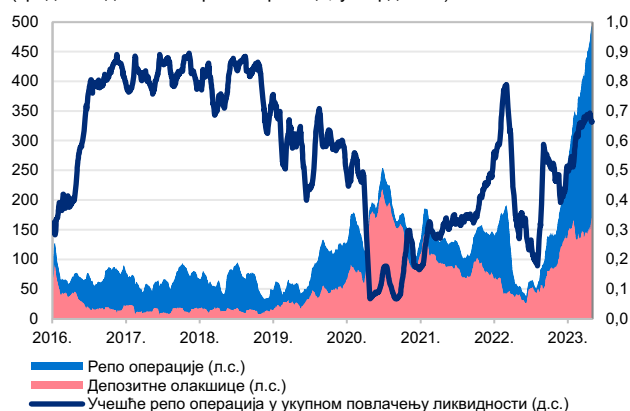
Народна банка Србије је наставила заоштравање монетарних услова, што је определило даљи раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и каматних стопа на динарске кредите током Т1. Такође, даље заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а определило је даљи раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра, а тиме и кретање каматних стопа на кредите у евро знаку на домаћем тржишту.

Каматне стопе

Народна банка Србије је током Т1 наставила да пооштрава монетарне услове повећањем **референтне каматне стопе** за укупно 75 б.п. (на три састанка по 25 б.п.), а затим и у априлу за додатних 25 б.п., на ниво од 6,0%. Каматна стопа на депозитне олакшице повећана је за 75 б.п., на 4,75%, док је каматна стопа на кредитне олакшице повећана за 125 б.п., тако да је у априлу износила 7,25%. Просечно стање репо продатих ХоВ више је него удвостручено у Т1 – са 119,2 млрд динара у децембру на 291,0 млрд динара у марту. Просечна пондерисана репо стопа повећана је за 106 б.п. у односу на крај претходне године, чиме је достигла ниво од 5,22% на крају априла. Износ преконоћних депозита банака код Народне банке Србије није знатно промењен током Т1 и у марту је просечно дневно износио 146,3 млрд динара.

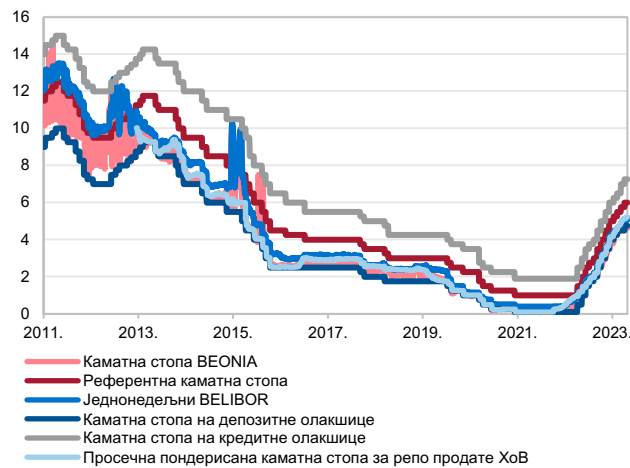
Умереније повећање референтне каматне стопе и просечне пондерисане репо стопе одразило се на блажи раст каматних стопа на **међубанкарском тржишту новца** него у претходним тромесечјима. Каматна стопа **BEONIA** је током Т1 порасла за 50 б.п., на ниво од 4,50%, колико је износила крајем марта. Просечан дневни промет у Т1 смањен је за 0,5 млрд динара у односу на претходно тромесечје и износио је 1,7 млрд динара. Каматне стопе **BELIBOR** свих рочности повећане су током Т1 готово у истој мери, у просеку за око 59 б.п., тако да су се крајем марта кретале у распону од 4,62% за најкраћу рочност до 5,63% за рочност од шест месеци.

Графикон IV.1.1. Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности
(тридесетодневни покретни просеци, у млрд RSD)



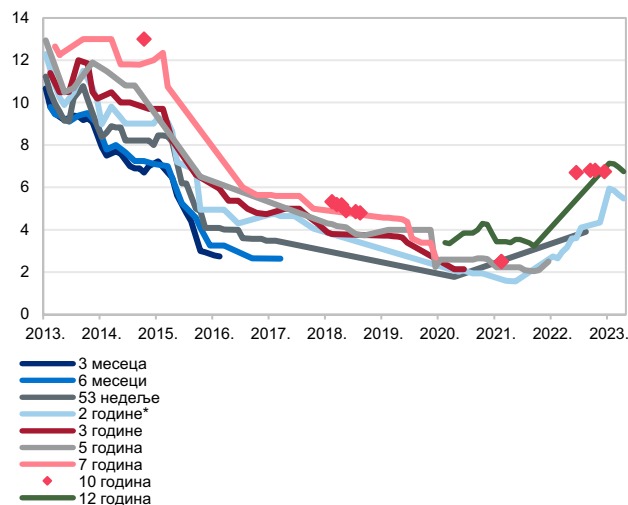
Извор: НБС.

Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



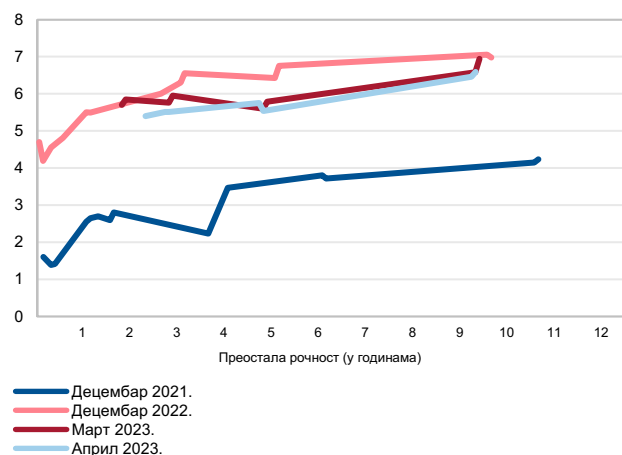
Извор: Министарство финансија.

* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу Народне банке Србије.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ, током Т1 одржане су три аукције за продају динарских ХоВ рочности од дванаест и по година и три аукције за продају ХоВ рочности од две године. На свакој од три аукције за ХоВ рочности од дванаест и по година забележен је пад стопе приноса, укупно за 20 б.п., тако да је она на последњој аукцији одржаној у марту износила 6,95%, а затим је снижена на 6,75% на аукцији одржаној у априлу. Забележен је и пад стопе приноса на аукцијама за двогодишње ХоВ, укупно за 30 б.п., на 5,65%, колико је износила на аукцији у марту, након чега је на аукцији у априлу снижена на 5,48%. У марту је одржана и четврта аукција превременог откупа седмогодишњих државних динарских ХоВ емитованих у јулу 2016. године, које доспевају у јулу ове године. Откупљене су ХоВ ове рочности у номиналној вредности од 6,8 млрд динара, по извршној стопи од 5,2%.

Укупно је продато динарских ХоВ у номиналној вредности од 89,3 млрд динара. Како су доспеле раније продате ХоВ у износу од 130,5 млрд динара и како су превремено откупљене ХоВ у износу од 6,8 млрд динара, стање продатих динарских ХоВ смањено је на 900,3 млрд динара крајем Т1. Иако су током Т1 нерезиденти у одређеној мери били нето продавци динарских ХоВ на секундарном тржишту, захваљујући њиховом обимнијем улагању на примарном тржишту стање динарских државних ХоВ у њиховом власништву повећано је за 5,7 млрд динара, тако да је крајем марта чинило око 15% укупног портфеља динарских државних ХоВ.

Графикон IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Током Т1 на секундарном тржишту динарских ХоВ смањене су стопе приноса на динарске ХоВ дужих рочности, уз повећан промет, за 35% у односу на претходно тромесечје, на ниво од 37,2 млрд динара у Т1. Просечни пондерисани приноси на динарске државне ХоВ преосталих рочности од четири, пет и десет година смањени су у односу на последњу недељу децембра у распону 49–82 б.п., на 5,55%, 5,72% и 6,57%, респективно, у последњој недељи марта.

Током Т1 организована је једна аукција за продају државних ХоВ у еврима рочности од две године, чија је извршна стопа била изједначена с купонском стопом од 2,5%, а продате су ХоВ у номиналној вредности од 37,5 млн евра. Држава је у марту превремено откупила ХоВ оригиналне рочности 53 недеље, у номиналном износу од 350 млн евра, претходно продате директном погодбом које би доспеле у јуну ове године, а како су истовремено доспеле ХоВ у износу од 96,1 млн евра, стање

продатих ХоВ у еврима смањено је на 1.958,8 млн евра крајем марта.

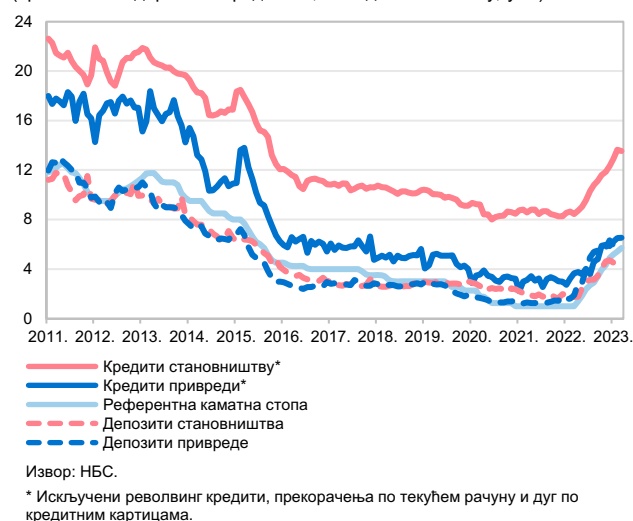
Претходно, у јануару је средства за финансирање својих обавеза држава обезбедила на међународном финансијском тржишту емитовањем две еврообвезнице у доларима (*dual-tranche*), једну рочности пет година у вредности од 750 млн долара, по купонској стопи од 6,25%, и другу рочности од десет година у вредности од 1 млрд долара, по купонској стопи од 6,50%, при чему је извршила своп (хеџинг) трансакције којима је обавезе по основу емисије доларских еврообвезница конвертовала у евре, како би се девизни ризик свео на најмању могућу меру. Када се узму у обзир околности на међународном финансијском тржишту – раст стопа приноса и значајан степен неизвесности на међународном финансијском тржишту, постигнути услови финансирања могу се сматрати повољним, нарочито ако се упореде са земљама које већ имају инвестициони рејтинг, а које су у истом периоду такође емитовале еврообвезнице.

Даљи раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца определио је кретање каматних стопа на **нове динарске кредите**, које су током Т1 бележиле раст. У односу на децембар 2022, каматна стопа на динарске кредите становништву виша је за 1,2 п.п. и износила је 13,5% у марту, док је каматна стопа на кредите привреди повећана за 0,7 п.п., на 6,5% у марту. У односу на септембар 2021, тј. период пре циклуса заоштравања монетарних услова, ове стопе су више за 5,1 п.п. и 3,2 п.п., респективно.

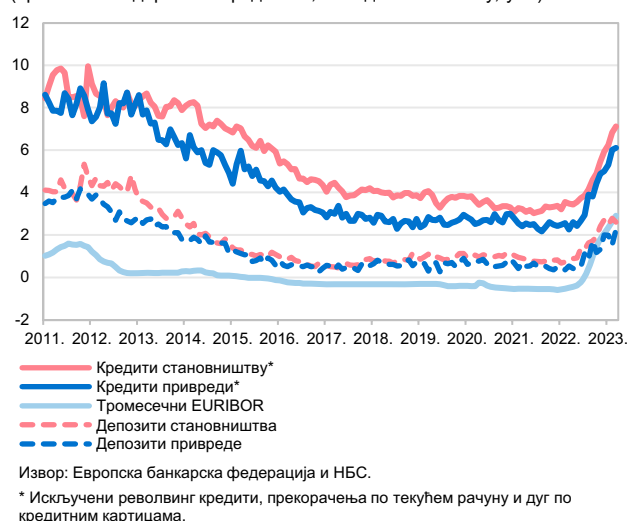
Раст каматне стопе на нове динарске кредите привреди током Т1 одређен је растом каматних стопа на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите за 0,8 п.п., на 8,4%, и за 0,7 п.п., на 8,3%, респективно. Као и у претходном периоду, каматна стопа на динарске кредите становништву готово у потпуности је одређена кретањем каматне стопе на готовинске кредите, која је повећана за 1,1 п.п., на 14,1% у марту. Наведена категорија кредита има доминантно учешће од 86% у укупном динарском кредитирању становништва. Повећане су и каматне стопе на стамбене и остале некатегорисане кредите, на 13,1% и 11,4%, респективно.

Настављено пооштравање монетарне политике ЕЦБ-а и даљи раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра одразили су се на каматне стопе на кредите у **евро знаку** на домаћем тржишту. Просечна пондерисана каматна стопа на кредите привреди у евро знаку повећана је за 1,1 п.п. у односу на

Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексирани кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



децембар, на 6,1% у марту. Као и у случају динарских кредита, раст је готово у потпуности био одређен растом каматних стопа на кредите за обртна средства и на инвестиционе кредите, које су повећане за 1,0 п.п., на 6,1%, и за 1,2 п.п., на 6,4%, респективно. Ове две намене заједно учествују са 89% у укупном кредитирању привреде у евро знаку. Просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву у Т1 је порасла за 1,2 п.п., на 7,1% у марту, што је последица раста каматних стопа на кредите свих намена, али првенствено на најзаступљеније евроиндексиране стамбене кредите (за 1,0 п.п., на 6,1%), а затим на остале некатегорисане кредите (за 0,8 п.п., на 9,0%).

Каматне стопе на **штедњу становништва у динарима и еврима** нису битније промењене у односу на децембар, тако да су се у марту кретале на нивоима од 4,8% и 2,6%, респективно. Каматна стопа на орочене депозите привреде у еврима повишена је за 0,3 п.п. у односу на децембар (на 2,3%), док је каматна стопа на орочене динарске депозите привреде смањена за 0,4 п.п., на 6,0% у марту.

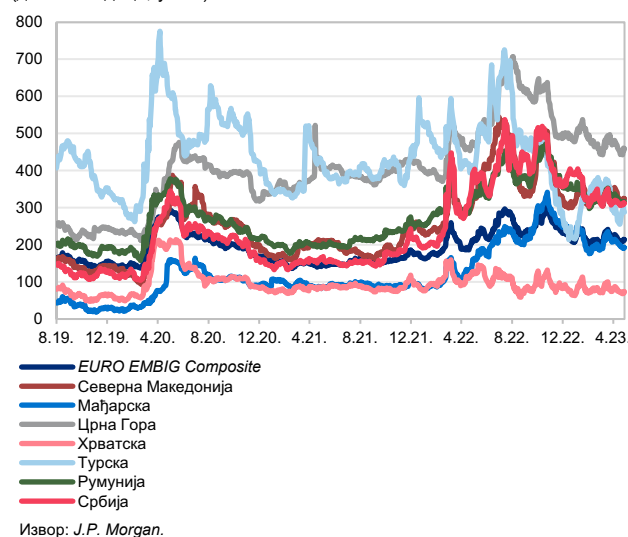
Премија ризика

Слабење глобалних трошковних притисака по основу нижих цена енергената и смањење проблема у глобалним ланцима снабдевања утицали су на умерену корекцију наниже глобалне премије ризика почетком године. Међутим, повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту услед проблема у пословању одређених банака у САД и Европи довела је до благог раста глобалне премије ризика током марта.

EURO EMBIG Composite, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, повећана је током Т1 за 11 б.п., на 219 б.п., колико је износила крајем марта. Истовремено, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, смањена је током Т1 за 76 б.п. и крајем марта је износила 313 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је смањена током Т1 (за 3 б.п., на 267 б.п.), чиме је наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је током Т1 повећана за 26 б.п., на 400 б.п., колико је износила крајем марта.

Агенција *Fitch* задржала је у фебруару кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ+, на корак од инвестиционог, упркос израженим неизвесностима из међународног окружења. Задржани су и стабилни изгледи рејтинга, што је потврда изграђене отпорности

Графикон IV.1.7. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – *EURO EMBIG*
(дневни подаци, у б.п.)



домаће економије на бројне глобалне изазове. Агенција *Fitch* је посебно истакла важност очуване стабилности девизног курса у условима повишених геополитичких и осталих међународних ризика, адекватност фискалне политике и виши ниво економског развоја мерен БДП-ом по глави становника у односу на земље са istim кредитним рејтингом. Поред тога, наглашени су још једном потврђена отпорност банкарског сектора, висок и адекватан ниво девизних резерви и пуна покривеност текућег дефицита приливима од СДИ, што је посебно важно у условима високих светских цена енергената и укупних ризика који долазе из међународног окружења.

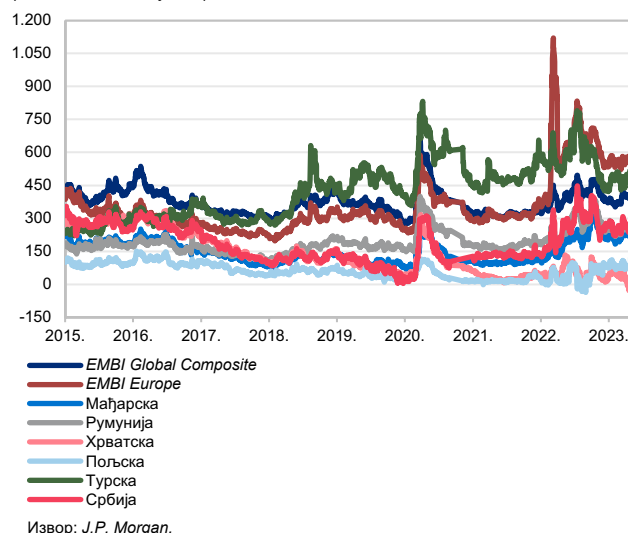
Агенција *Standard & Poor's* је у априлу објавила извештај за Србију, у којем је задржала кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ+ (уз стабилне изгледе), упркос и даље израженим међународним ризицима и последицама геополитичких дешавања по светску економију. *Standard & Poor's* наглашава да је постепеним повећањем референтне каматне стопе спречено даље ширење инфлаторних притисака, као и да су средњорочна инфлациона очекивања остала у великој мери усидрена захваљујући кредибилитету монетарне политике, заштравању монетарних услова и одржаној релативној стабилности девизног курса. Поред тога, агенција је истакла доказани кредибилитет укупне економске политике, повољне перспективе дугорочног раста Србије, фискалну дисциплину, смањене потребе за финансирањем и опадајућу путању јавног дуга. Такође, оцењено је и да је финансијски сектор добро капитализован, ликвидан и профитабилан, као и да је учешће проблематичних кредита у укупним кредитима на минимуму.

Прилив капитала из иностранства

Расту девизних резерви у Т1 од 1,9 млрд евра (према платнобилансној методологији) допринео је висок прилив капитала на финансијском рачуну, при чему је и дефицит на текућем рачуну био сезонски неубичајено низак за овај период године. Највећи део прилива капитала односио се на успешну продају еврообвезница на међународном тржишту, а затим на СДИ и раст кредитног задужења државе и предузећа, чиме је неутралисан одлив по основу смањења кредитних обавеза банака и трговинских кредита.

Нето прилив СДИ у Т1 износио је 784 млн евра, при чему је прилив СДИ у Србију износио 847 млн евра, што је за 42% више него у истом периоду претходне године, када је овај прилив био привремено успорен након избијања сукоба у Украјини. При томе, готово

Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – **EMBI**
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

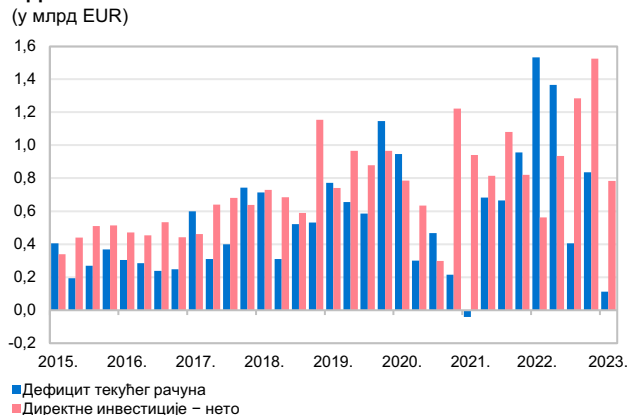
Табела IV.1.1. Кредитни рејтинг
(промена рејтинга и изгледа)

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
S&P	BB+/позитивни ⁵⁾	BB+/позитивни ⁵⁾	BB+/стабилни ²⁾	BB+/позитивни ⁵⁾	BB+/стабилни ³⁾
Fitch		BB+/стабилни ⁴⁾			
Moody's		Ba3/позитивни ⁴⁾		Ba2/стабилни ¹⁾	

Извор: НБС.

¹⁾ Март, ²⁾ Мај, ³⁾ Јун, ⁴⁾ Септембар, ⁵⁾ Децембар.

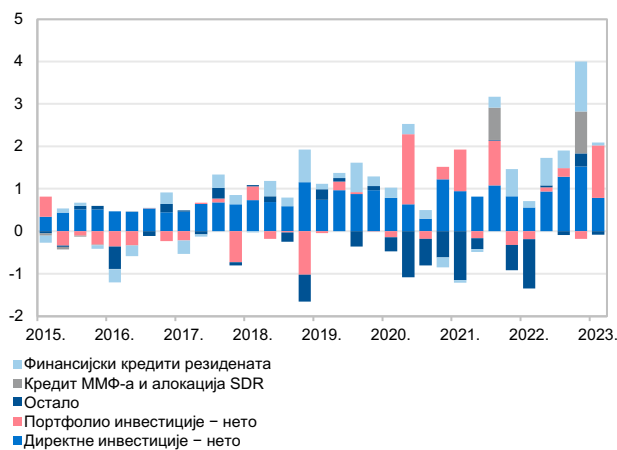
Графикон IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2023.

Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2023.

70% улагања било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, што потврђује одређење страних инвеститора да наставе да инвестирају у Србију. Посматрано по делатностима, највише улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију, стручне, научне, иновационе и техничке делатности и грађевинарство.

Нето прилив капитала по основу **портфолио инвестиција** у Т1 износио је 1,2 млрд евра, захваљујући успешној реализацији две емисије еврообвезница на међународном тржишту у јануару. Емитовано је 750 млн долара петогодишњих еврообвезница уз купонску стопу од 6,25% и 1,0 млрд долара десетогодишњих еврообвезница уз купонску стопу од 6,50%. Тражња инвеститора вишеструко је надмашила понуду, што је омогућило смањење захтеваних стопа приноса током аукције. Ради смањења девизног и каматног ризика, одмах су закључене хеџинг трансакције, тако да су обавезе по основу доларских ХоВ конвертоване у евре, при чему трошак за петогодишњу обвезницу износи шестомесечни *EURIBOR* + 2,9 п.п., а за десетогодишњу обвезницу шестомесечни *EURIBOR* + 3,1 п.п. С друге стране, држава је крајем марта превремено откупила ХоВ емитоване у јуну 2022. директном погодбом (350,0 млн евра), а одлив је регистрован и по основу доспећа раније емитованих државних ХоВ.

У Т1 је по основу **финансијских кредита** забележен нето прилив од 71 млн евра. При томе, повећане су обавезе Владе (95 млн евра) и предузећа (63 млн евра), док су се банке нето раздужиле према иностранству за 86 млн евра, пре свега по основу краткорочних кредита. По основу **готовог новца и депозита** регистрован је нето одлив од 14 млн евра, пошто је смањење средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака премашило смањење средстава на рачунима домаћих банака у иностранству. И по основу трговинских кредита и аванса регистрован је одлив у износу од 80 млн евра, под утицајем израженијег раста потраживања по основу ненаплаћеног извоза од раста обавеза увозника према иностранству.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Након што је у јануару тражња за девизама на домаћем тржишту била виша од понуде, пре свега услед сезонског раста тражње увозника енергената за девизама, током фебруара и марта понуда девиза вишеструко је надмашила тражњу, што је резултирало

јачањем апрецијацијских притисака. Народна банка Србије је у Т1 интервенисала у оба смера, ублажавајући притиске на динар, што је допринело да динар настави релативно стабилно кретање према евр и током Т1. Посматрано крајем периода, вредност динара према евр остала је непромењена, док је услед јачања евра према долару на међународном тржишту динар према долару ојачао за 2,4% у Т1.

Расту понуде девиза у Т1 највише је допринела понуда девиза од стране резидената искључујући увознике енергената, затим висок откуп ефективног страног новца, а током фебруара и марта и раст валутно индексиране активе банака.² У истом смеру деловало је и продужење позиције банака по основу послова с платним картицама. С друге стране, посматрано на нивоу тромесечја, предузећа су била нето купци девиза, највећим делом по основу тражње за девизама увозника енергената. Притом, посматрано на нивоу месеца, предузећа су у фебруару била нето продајци девиза, што је неубичајено за овај период године, чему су допринели девизни приливи по основу извоза и СДИ. Умерена тражња за девизама потицала је од нерезидената.

Ради одржавања релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије је током Т1 на МДТ-у интервенисала и на страни куповине и на страни продаје девиза. При томе, у јануару је била нето продавац девиза, док је у фебруару интервенисала само на страни куповине девиза, тако да је, укључујући и нето куповину у марту и куповину у априлу, у прва четири месеца Народна банка Србије на МДТ-у укупно нето купила 1.065,0 млн евра.

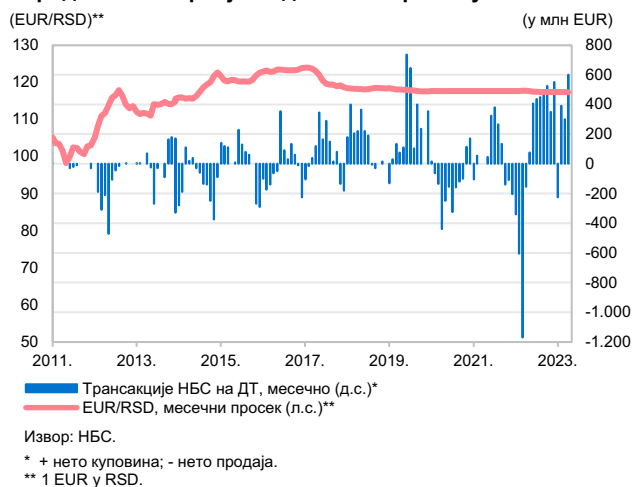
Просечан дневни промет на МДТ-у³ у Т1 износио је 32,4 млн евра и био је за 9,4 млн евра нижи него у Т4 2022, а за 5,3 млн евра виши него у Т1 2022. Поред тога, у билатералним своп трансакцијама које су уведене почетком прошле године, Народна банка Србије наставила је да купује и продаје девизе банкама, мада у мањем износу него у Т4 2022. године.

Када је реч о валутама земаља региона у режиму циљања инфлације, према евр током Т1 највише је ојачала мађарска форинта (5,1%), за којом следе чешка круна (2,7%) и пољски злот (0,3%). Вредност

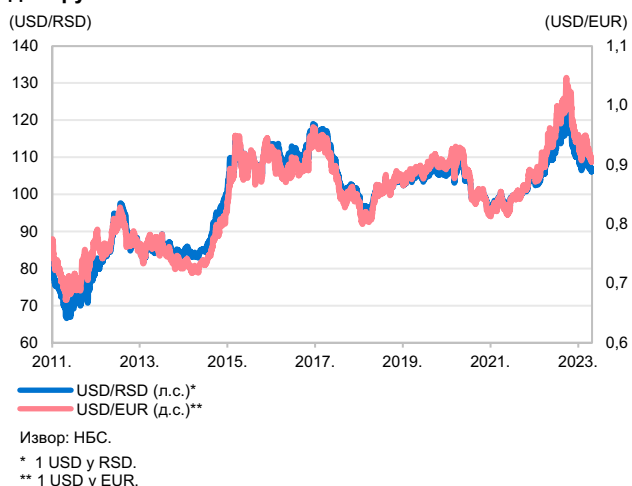
² У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

³ Без Народне банке Србије.

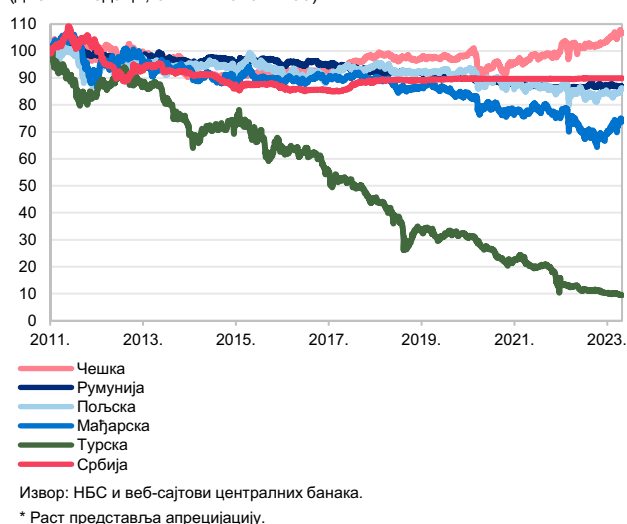
Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон IV.1.12. Кретање курса динара и евра према долару



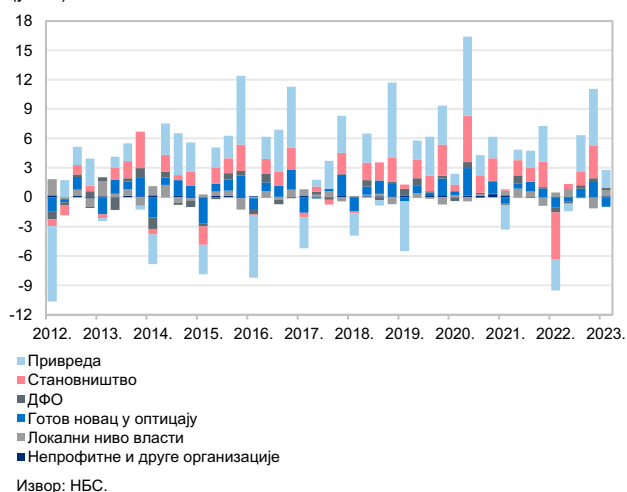
Графикон IV.1.13. Кретање курсова одређених националних валута према евр*



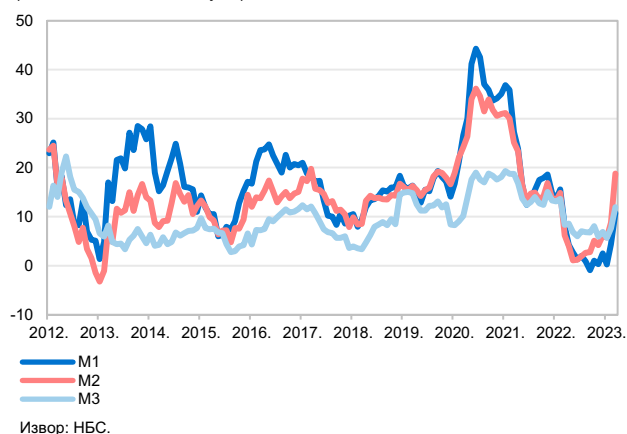
Графикон IV.2.1. **Домаћи кредити немонетарном сектору и М3**
(номиналне мг. стопе, у %)



Графикон IV.2.2. **Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура**
(у п.п.)



Графикон IV.2.3. **Кретање монетарних агрегата**
(номиналне мг. стопе, у %)



румунског леја није промењена, док је, уз једно смањење референтне каматне стопе у фебруару, једино турска лира ослабила – за 4,4%.

2. Новац и кредити

Раст новчане масе у Т1 највећим делом је био одређен повећањем орочених динарских депозита, чему доприноси и већа атрактивност динарске штедње у условима заштравања монетарне политике Народне банке Србије. Домаћа кредитна активност, посматрано на мг. нивоу, наставља да успорава услед високе базе из претходне године, доспећа кредита из гарантних шема и виших каматних стопа у условима рестриктивних монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а.

Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, повећан је током Т1 за 1,6%, вођен највише растом најмање ликвидне компоненте – динарских орочених депозита, с доприносом од 1,2 п.п., а следе их девизни депозити, чији допринос износи 0,8 п.п. Мг. посматрано, сви агрегати поново бележе двоцифрене стопе раста, највише под утицајем раста динарских орочених депозита.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски **депозити по виђењу** повећани су у Т1 за 2,6 млрд динара, вођени растом трансакционих депозита привреде, док депозити становништва бележе благо смањење, што је уобичајено за почетак године. Истовремено, **орочени динарски депозити** повећани су у Т1 за 49,4 млрд динара, чему је највише допринело повећање стања депозита привреде (31,2 млрд динара). Посматрано по делатностима, највише су повећани орочени депозити предузећа из области трговине, пословања некретнинама и прерађивачке индустрије. **Динарска штедња становништва** од јуна 2022. континуирано расте, чиме се вратила на ниво пре избијања конфликта у Украјини, што је резултат очуване финансијске стабилности и релативне стабилности девизног курса, чак и у периодима изражене неизвесности на међународном финансијском тржишту. Током Т1 динарска штедња је повећана за 7,0 млрд динара и крајем марта је износила 102,7 млрд динара. Убрзаном расту динарске штедње доприноси и њена већа атрактивност у односу на девизну штедњу, као и заштравање монетарне политике Народне банке Србије.

Девизни депозити немонетарних сектора у Т1 повећани су за 277,5 млн евра, вођени растом депозита привреде и становништва. Предузећа су захваљујући приливима девиза по основу извоза, СДИ и задуживања у иностранству повећала своје девизне депозите за 177,7 млн евра. Истовремено, девизна штедња становништва⁴ повећана је током Т1 за 62,5 млн евра и крајем марта је износила 12,9 млрд евра.

Кредити

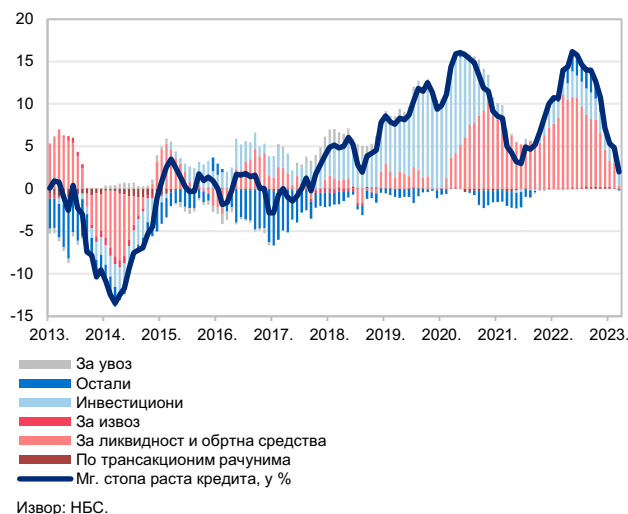
Висока база из претходне године, доспеће кредита из гарантне шеме и заоштравање монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а утицали су на то да **домаћа кредитна активност** м.г. посматрано даље успори раст током Т1. У марту, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁵ укупни кредити немонетарном сектору били су већи за 3,7%, при чему је раст **кредита привреди** износио 2,0%, а **кредита становништву** 4,4%.

Посматрано на нивоу Т1, **кредити привреди**, по искључењу ефекта промене девизног курса, смањени су за 12,5 млрд динара. Највећи пад забележен је код инвестиционих кредита (6,5 млрд динара), а следе их кредити за ликвидност и обртна средства и некатегорисани кредити са смањењем за по 3,6 млрд динара. Истовремено, задужења по текућим рачунима мања су за 1,5 млрд динара, док су увозни кредити повећани за 2,6 млрд динара. У структури кредита привреди у марту и даље доминирају кредити за ликвидност и обртна средства са учешћем од 47,4%, а следе их инвестициони кредити са учешћем од 40,4%. Посматрано по делатностима, највеће смањење задужења забележено је код предузећа из прерађивачке индустрије (14,0 млрд динара), пољопривреде (5,0 млрд динара) и саобраћаја (4,0 млрд динара). С друге стране, предузећа из области снабдевања електричном енергијом и трговине повећала су своја задужења у Т1 за 11,7 млрд динара и 3,7 млрд динара, респективно, док су код осталих делатности забележене релативно мање промене стања. Посматрано по величини предузећа, кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 60,0% стања укупних кредита привреди у марту. Пад динарских пласмана привреди (делом и услед доспећа кредита из гарантне шеме,

⁴ Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају марта износила 103,4 млрд динара, а девизна 13,8 млрд евра.

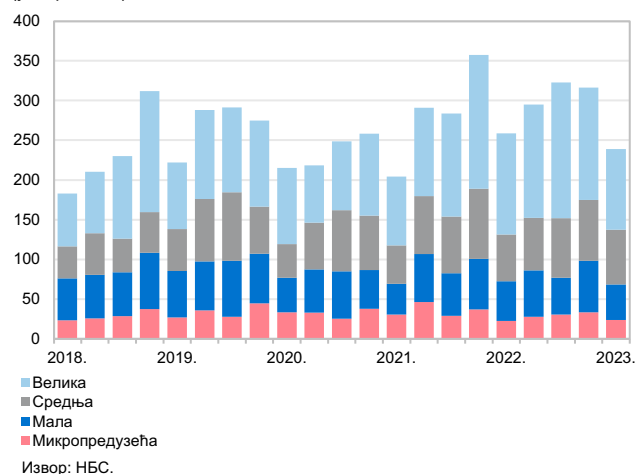
⁵ Рачунато по новом програмском курсу на дан 31. октобра 2022.

Графикон IV.2.4. Доприноси м.г. расту кредита привреди (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

Графикон IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа (у млрд RSD)



Извор: НБС.

Графикон IV.2.6. Доприноси м.г. расту кредита становништву (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)

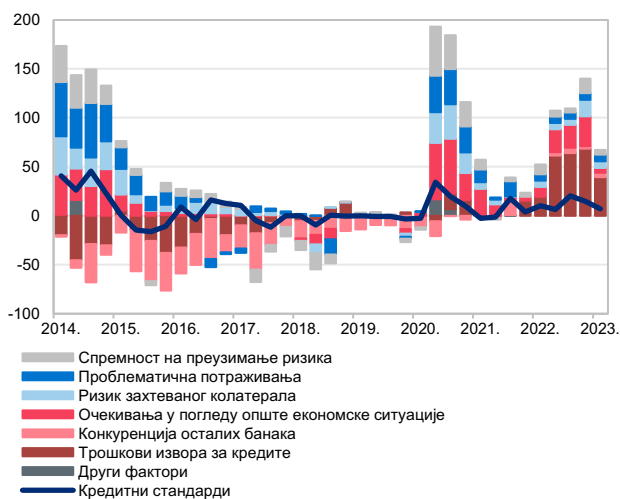


Извор: НБС.

* До децембра 2015. допринос готовинских кредита приказан је у оквиру доприноса осталих кредита.

** Кредити одобрени предузетницима.

Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



који су претежно одобравани у динарима) и раст девизно индексираних пласмана за последицу су имали смањење степена динаризације пласмана привреде током Т1 за 1,3 п.п., на 18,1%.

Износ новоодобрених кредита привреди у Т1 износио је 238,8 млрд динара, што је за 7,7% мање него у истом периоду претходне године. Предузећа су и током Т1 највише користила кредите за ликвидност и обртна средства (62,6%), при чему су више од половине ових кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа. На инвестиционе кредите односило се 23,3% нових кредита привреди у Т1, при чему се на део тржишта који чине микропредузећа, мала и средња предузећа односило готово 80% ових кредита.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, смањени су у Т1 за 0,8 млрд динара, услед смањења некатегорисаних кредита за 1,7 млрд динара, као и готовинских кредита за 0,6 млрд динара. С друге стране, стамбени кредити повећани су за 1,4 млрд динара, док задужења по трансакционим рачунима бележе раст за 1,3 млрд динара. Остале врсте кредита становништву забележиле су релативно мање промене стања. Наведена кретања су допринела да учешће стамбених кредита у укупним кредитима становништву у марту износи 40,4%, при чему су готовински кредити и даље најзаступљенија категорија, са учешћем од 43,7% у марту. У оквиру кредита одобрених предузетницима, кредити за ликвидност и обртна средства смањени су у Т1 за 2,8 млрд динара, док су кредити за инвестиције повећани за 1,6 млрд динара. Степен динаризације пласмана становништву смањен је током Т1 за 0,3 п.п., на 52,8%, услед раста девизно индексираних пласмана, уз истовремено смањење динарских пласмана становништву.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т1 од 120,0 млрд динара мањи је за 6,1% него у истом периоду прошле године. Готовински кредити чинили су 60,3% нових кредита у Т1, док се на стамбене кредите односило 19,3% нових кредита становништву.

У априлској анкети Народне банке Србије о кредитној активности банака⁶ банке сматрају да су у Т1 2023, у складу са очекивањима, наставиле с благим поштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди и становништву.

⁶ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

Графикон IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора (у нето %)



Пооштравање стандарда највећим делом била је последица виших цена извора за кредите (што је у складу са ефектима заоштравања монетарних услова Народне банке Србије и ЕЦБ-а), а затим и неизвесности у погледу опште економске ситуације, што се одразило и на смањену спремност за преузимање ризика. Банке очекују наставак сличних тенденција и током Т2 2023. Оцена банака је да су привреда и становништво смањили тражњу за кредитима током Т1. Банке сматрају да су смањене потребе за финансирањем капиталних инвестиција и припајањем/аквизицијом других предузећа допринеле паду тражње привреде за кредитима, док је код становништва као кључни фактор пада тражње препозната ситуација на тржишту некретнина и рада (где зараде и запосленост не успевају да испрате раст цена некретнина и каматних стопа). Опоравак тражње привреде за кредитима очекиван је током Т2, док ће код становништва тражња бити усмерена ка динарским кредитима (првенствено готовинским).

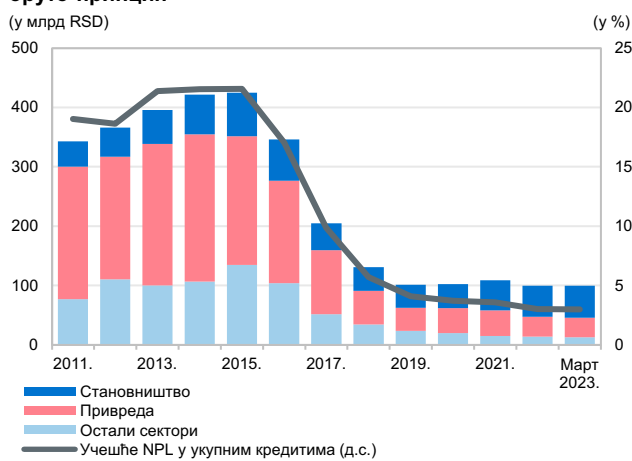
Бруто *NPL* показатељ задржан је током Т1 на до сада најнижем забележеном нивоу и у марту је износио 3,00%. Посматрано по секторима, бруто *NPL* показатељ сектора привреде⁷ смањен је током Т1 за 0,1 п.п., на 2,0%, док је код становништва⁸ повећан за 0,1 п.п. и у марту је износио 4,1%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у марту износила је 102,9% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 58,4% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају Т1 2023. износио је 20,5%, што говори у прилог високе капитализованости (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорности банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

За разлику од претходних тромесечја, када је раст економске активности био вођен домаћом тражњом, процењујемо да је у Т1 основни генератор раста био извоз, док је последично смањење залиха определило негативан допринос домаће тражње.

Графикон IV.2.9. Ниво *NPL* и учешће у укупним кредитима, бруто принцип



Извор: НБС.

⁷ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у марту износило је 2,3%.

⁸ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* је, такође, на нивоу од 4,1% у марту.

Табела IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства (реалне мг. стопе раста, у %)

	2022.			2023.
	T2	T3	T4	T1
Потрошња домаћинства	3,8	3,0	1,5	0,7 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	7,2	5,5	2,6	-4,1
Промет у угоститељству	57,1	26,4	24,4	29,3 ***
Број домаћих туриста	40,2	20,6	41,0	3,7
Број ноћења домаћих туриста	28,0	22,0	48,4	3,9
Увоз потрошне робе (BEC класификација), номинално	22,0	21,2	23,6	10,6
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	15,9	15,1	15,5	18,6 **
Нето прилив дознака, номинално	54,0	69,6	18,3	30,2
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	7,1	5,6	3,6	3,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јануар–фебруар.

*** Јануар.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

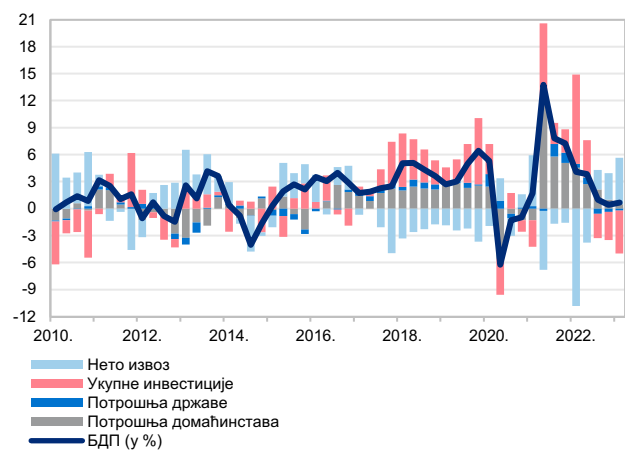
	2022.			2023.
	T2	T3	T4	T1
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	2,1	-1,9	-2,7	1,4 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-6,9	-12,1	-12,5	-3,0 *
Инвестиције државе	-12,1	-36,3	-5,8	1,9 *
Број издатих грађевинских дозвола	4,2	-8,9	-17,5	-9,3 **
Производња грађевинског материјала	0,2	-5,1	2,3	-5,7
Вредност изведених радова	-8,0	-13,4	-13,7	-0,5
Увоз опреме, номинално	34,8	16,6	10,5	7,4
Производња домаћих машина и опреме	12,3	6,5	18,9	28,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јануар–фебруар.

Графикон IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: процена НБС за Т1 2023.

Домаћа тражња

У Т1 додатно је успорен раст **приватне потрошње**, који је према нашој процени износио 0,7% мг. У условима даљег заостравања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а и последично растућих трошкова задуживања, као и повећаних издатака за храну и енергенте, смањен је расположиви доходак становништва за потрошњу, што је определило даље успоравање раста приватне потрошње. На то указује, пре свега, пад реалног промета у трговини на мало у Т1 од 4,1% мг. Кретање осталих показатеља такође указује на успоравање приватне потрошње – номинални раст увоза потрошне робе успорен је с више од 20% у Т4 2022. на 10,6% мг. у Т1 2023, а и тај раст се готово у потпуности може приписати расту увозних цена, док је мг. раст потрошње становништва у сектору туризма успорио с више од 40% у Т4 2022. на испод 4% у Т1 (3,7% мерено бројем долазака, односно 3,9% мерено бројем ноћења домаћих туриста).

Када је реч о изворима потрошње становништва током Т1, маса зарада је реално посматрано повећана за 2,6% мг., што се готово у потпуности дугује расту запослености, док је номинални раст зарада пратио раст потрошачких цена. Додатно заостравање кредитних стандарда и виша цена задуживања утицали су на даље успоравање раста кредита намењених потрошњи – на 3,1% мг. у Т1. С друге стране, задржан је висок мг. раст дознака из иностранства, који је у Т1 износио 30,2 %.

Државна потрошња је, према нашој процени, смањена током Т1, али у нешто мањој мери него током Т4 2022. (-1,5% мг. наспрам -2,4% мг.), тако да је **укупна потрошња** благо порасла (0,3% мг.), уз допринос расту БДП-а од 0,2 п.п. у Т1.

Упркос и даље израженим геополитичким тензијама и трошковним притисцима, процењујемо да су **приватне инвестиције** током Т1 повећане за око 1% мг. На позитивну динамику приватних инвестиција указује пре свега интензивирање раста обима производње машина и опреме од 28,4% мг. Увоз опреме бележи номинални раст од 7,4% мг., док, с друге стране, показатељи из области грађевинарства указују на негативну динамику, пошто је број издатих грађевинских дозвола смањен за 9,3% мг. у периоду јануар–фебруар, а производња грађевинског материјала нижа је за 5,7% мг. током Т1. На опоравак инвестиција приватног сектора указује и раст прилива СДИ од 39,6% мг. у Т1. Поред тога, у условима даљег раста трошкова задуживања, раст

инвестиционих кредита незнатно је успорен, на 4,4% м.г. у Т1 (са 4,7% м.г. у Т4 2022).

У Т1 је настављена реализација инфраструктурних пројеката финансираних од стране државе, тако да процењујемо да је раст **државних инвестиција** износио око 2% м.г. Имајући то у виду, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 1,4% м.г., уз допринос расту БДП-а од 0,3 п.п. у Т1.

С друге стране, трошење **залиха** определило је пад домаће тражње, и поред тога што су њене остале компоненте, са изузетком потрошње државе, забележиле раст.

Према нашој процени, исти фактори употребе допринели су оствареном тромесечном расту БДП-а од 0,4% дсз. – раст потрошње, инвестиција у основна средства и нето извоза, док је у супротном правцу деловало смањење залиха.

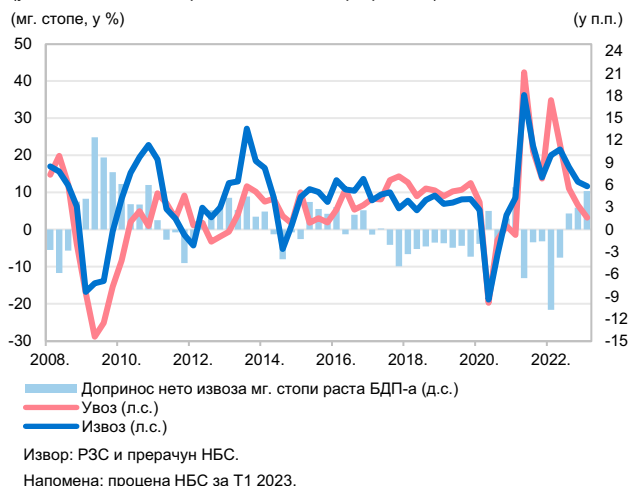
Нето екстерна тражња

Захваљујући бржем расту реалног извоза од реалног увоза робе и услуга, који су, према нашој процени, у Т1 износили 11,7% м.г. и 3,2% м.г., респективно, **нето извоз** је допринео м.г. расту реалног БДП-а са 5,2 п.п.

Према платнобилансним подацима, **робни извоз** изражен у еврима повећан је у Т1 за 15,4% м.г., што је у околностима ниске екстерне тражње и геополитичких тензија изузетно добар резултат, који указује на отпорност и распрострањеност извозне понуде Србије. Као и раније, тај раст је био вођен извозом прерађивачке индустрије, који је повећан за 12,0% м.г. Повећање извоза бележи се у готово свим гранама прерађивачке индустрије, а највећи допринос потекао је од извоза електричне опреме, моторних возила, осталих машина и опреме, металних производа и производа од гуме и пластике. С друге стране, извоз основних метала наставио је да се смањује, чему је допринела смањена производња у железари у Смедереву, а нижи је био и извоз деривата нафте. Расту укупног извоза доприносили су и извоз електричне енергије, као и рударство, које је вођено извозом бакра, док је извоз пољопривредних производа био нижи него у истом периоду претходне године.

С друге стране, **робни увоз** изражен у еврима наставио је да успорава раст и у Т1 био је за 0,7% виши него у истом периоду претходне године. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), расту увоза доприносили су увоз

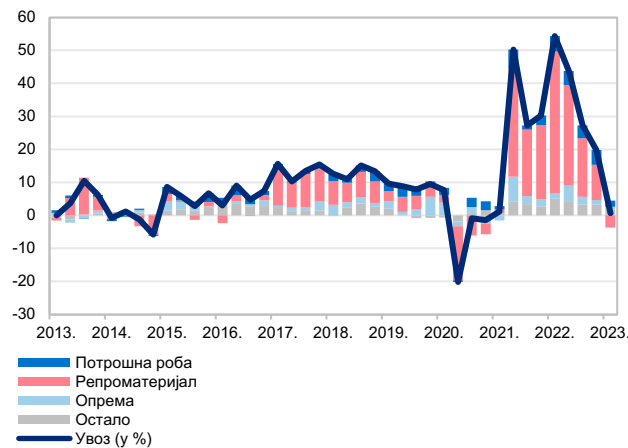
Графикон IV.3.2. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Графикон IV.3.3. Кретање показатеља екстерне тражње
за извозом Србије



Графикон IV.3.4. Кретање главних компонената увоза (доприноси м.г. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

потрошне робе и увоз средстава за рад, који су повећани за 10,6% м.г. и 7,4% м.г., респективно. С друге стране, на успоравање раста увоза утицао је пад увоза средстава за репродукцију (–5,9% м.г.), што је категорија у оквиру које се налази увоз енергената. У поређењу са истим периодом претходне године, увоз струје и увоз гаса у Т1 били су нижи за 191 млн евра и 170 млн евра, респективно, а увоз нафте и њених деривата за 91 млн евра, док је увоз угља био виши за 79 млн евра. На слична кретања указује и класификација увоза по наменама, где су расту увоза доприносили капитални производи и производи за широку потрошњу, док је допринос енергената и интермедијарних производа био негативан.

Висок обим **размене услуга** са иностранством остварен је и у Т1 и суфицит је достигао 778,5 млн евра, што је близу рекорда из Т4 2022. То је остварено захваљујући израженијем м.г. расту извоза (35,1%) од увоза (28,0%), као и већем учешћу извоза од увоза у размени услуга. Извоз свих врста услуга је повећан, при чему су расту извоза највише доприносиле ИКТ, туристичке и транспортне услуге. Раст увоза био је вођен туристичким услугама, за којима следе пословне и транспортне услуге. Допринос ИКТ услуга расту увоза био је знатно мањи, док је увоз осталих услуга смањен.

Наставак снажног раста извоза и мањи увоз енергената одразили су се на повећање покривености робног увоза извозом током Т1, која је у марту износила 76,8%,⁹ а по укључењу услуга 87,2%.

4. Економска активност

Раст индустријске производње, пре свега услед опоравка електроенергетског сектора, определио је раст БДП-а у Т1, који је према првој процени РЗС-а износио 0,7% м.г. Према нашој процени, позитиван допринос потекао је и од услужних сектора, али у мањој мери него у претходним тромесечјима, на шта се одражава мањи реални расположиви доходак домаћинстава за потрошњу, али и висока база из претходног периода. Сектор грађевинарства је наставио да бележи нижу активност м.г. посматрано, али је пад знатно спорији него у претходним тромесечјима.

Посматрано на тромесечном нивоу, према нашој процени, у Т1 је остварен раст економске

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела IV.4.1. Доприноси м.г. расту БДП-а (у п.п.)

	2022.				2023.
	T1	T2	T3	T4	T1*
БДП (у %, м.г.)	4,1	3,8	1,0	0,4	0,7
Пољопривреда	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	0,2
Индустрија	0,4	0,9	-0,1	0,2	0,5
Грађевинарство	-0,3	-0,4	-0,7	-0,9	-0,1
Услуге	3,3	3,0	2,0	1,4	0,3
Нето порези	1,3	0,9	0,4	0,2	-0,3

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

⁹ Мерено 12-месечним покретним просеком.

активности од 0,4% дсз., чему су допринели сви производни сектори, а највише индустрија.

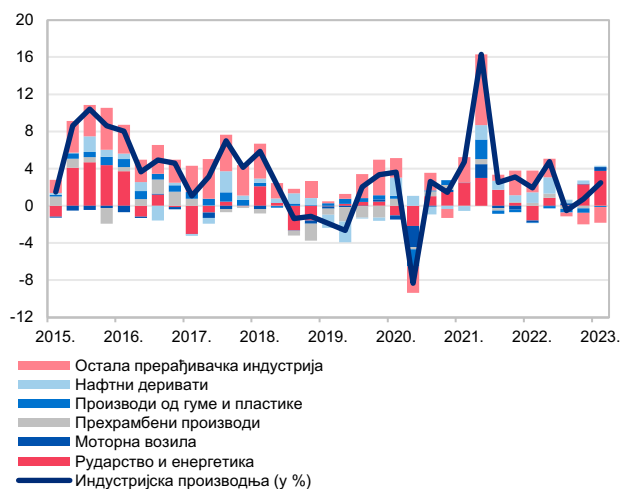
У Т1 највећи допринос расту економске активности потекао је од **индустрије** (0,5 п.п.), која је према нашој процени остварила раст од 2,5% м.г. То потврђују и подаци о обиму индустријске производње. Посебно се истиче раст обима производње у електроенергетском сектору од 18,6% м.г. (допринос расту индустријске производње од 3,4 п.п.), што се може објаснити и ниском базом из претходне године, када је смањена производња струје услед проблема у електроенергетском систему.

Поред тога, и обим производње у сектору рударства повећан је за 4,5% м.г., што је допринело расту обима индустријске производње са 0,3 п.п. С друге стране, активност у прерађивачкој индустрији коригована је наниже за 1,5% м.г., уз негативан допринос индустрији од 1,1 п.п. Пре свега, смањена је производња основних метала за преко 40% м.г., а последично и производња металних производа, што је заједно посматрано укупној индустријској производњи негативно допринело са 2,8 п.п., док је прерађивачка индустрија по искључењу производње метала и металних производа допринела расту индустрије са 1,7 п.п., уз раст обима производње у 13 од укупно 24 области.

Услужни сектори су збирно посматрано допринели расту БДП-а са 0,3 п.п. Раст услуга је био знатно спорији него претходног тромесечја (0,5% м.г. наспрам 2,8% м.г.), што потврђује и кретање главних показатеља. Тако је реални промет у трговини смањен за 4,1% м.г., што се може довести у везу са смањењем расположивог дохотка домаћинстава за потрошњу, али и с базним ефектом, пошто је почетком претходне године (нарочито у марту) знатно порасла куповина основних животних намирница након избијања сукоба у Украјини. С друге стране, у сектору туризма током Т1 остварена су повољнија кретања – повећан је број долазака и ноћења туриста за 18,8% м.г. и 16,0% м.г., респективно.

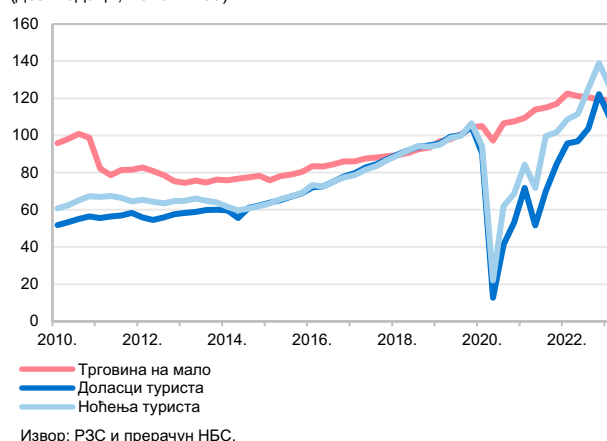
Према нашој процени, активност у сектору **грађевинарства** наставила је да се смањује (за 3% м.г.), али споријим темпом него током претходне године (12,3% м.г. у П2 2022). Нижу активност потврђује и кретање показатеља из ове области – производња грађевинског материјала смањена је за 5,7% м.г., док је број издатих грађевинских дозвола у периоду јануар–фебруар смањен за 9,3% м.г. С друге стране, број запослених у грађевинарству повећан је за 1,7% м.г.

Графикон IV.4.2. Доприноси м.г. стопи раста индустрије (у п.п.)



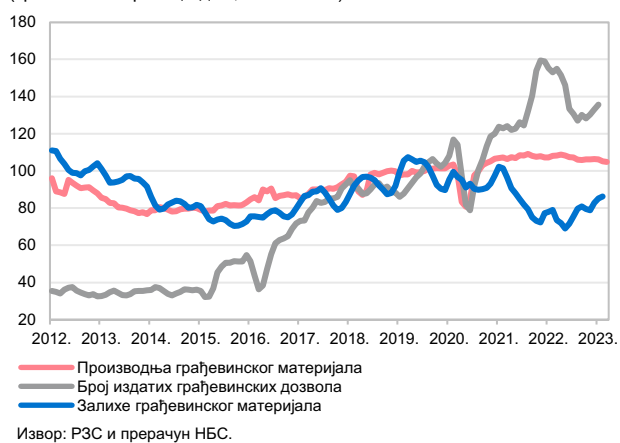
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.3. Показатељи активности сектора услуга (дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.4. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

У складу са успоравањем активности у услужним секторима, процењујемо да су се смањили и **нето порези**, тако да је њихов допринос расту БДП-а у Т1 био негативан и износио је $-0,3$ п.п.

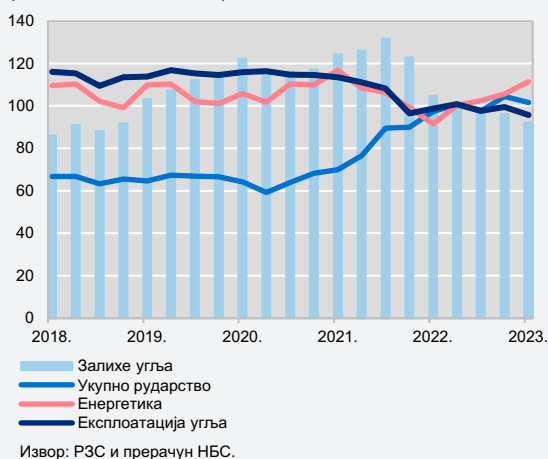
На тромесечном нивоу, према нашој процени, смањење расположивог дохотка за потрошњу определило је пад активности у услужним секторима, који је према нашој процени износио $-0,8\%$ дсз. Упркос томе, БДП је повећан за $0,4\%$ дсз., чему су допринели остали сектори, при чему је раст у индустрији износио око 2% дсз.

Осврт 3: Утицај дешавања у енергетском сектору Србије на макроекономска кретања

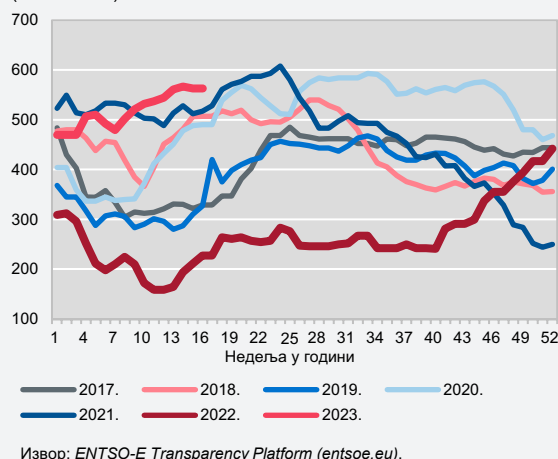
Убрзани опоравак светске привреде услед отварања бројних економија након иницијалне фазе пандемије вируса корона од средине 2021. за последицу је имао појаву знатне неравнотеже на глобалним тржиштима енергената и незапамћен раст њихових цена, који је кулминирао пред почетак зимске грејне сезоне те године. На раст цена енергената, пре свега у Европи, утицале су и неповољне временске прилике током претходне зиме и лета, које су истовремено смањиле производњу енергије из обновљивих извора и довеле до пражњења залиха гаса. Поред тога, велики број земаља обавезао се Споразумом из Париза на смањену емисију угљен-диоксида како би се зауставили негативни ефекти климатских промена, што је подразумевало веће коришћење енергената с мањим степеном угљен-диоксида, где спада природни гас, тако да је и по том основу порасла цена природног гаса. Повећана тражња и истовремено смањена производња гаса утицале су и на знатан раст цена електричне енергије, па је и производња на бази угља у том случају, упркос политици декарбонизације, постала профитабилна, због чега су и порасле цене угља, али и нафтних деривата као алтернативних извора енергије. Избијање сукоба у Украјини крајем фебруара 2022. само се надовезало на претходне шокове и додатно погоршало ситуацију на светском тржишту енергената, јер је Русија, највећи светски извозник сирове нафте и природног гаса, и у том тренутку у највећој мери снабдевала Европу енергентима. Санкције западних земаља против Русије и противмере Русије првобитно нису обухватале енергетику, али су касније проширене и на овај сегмент, због чега су средином августа цене природног гаса и електричне енергије на европским берзама достигле историјски максималан ниво, који је био десетоструко виши него пре избијања пандемије.

На таква неповољна дешавања није могао да остане имун ни домаћи енергетски сектор, и поред тога што се, захваљујући склопљеним дугорочним уговорима с Русијом, око две трећине укупних потреба за природним гасом у зимским месецима набављало по ценама знатно нижим од тржишних, јер је остатак (око једне трећине) потреба за енергентима обезбеђиван по енормно високим ценама, што је за последицу имало знатан увоз енергената од краја 2021. и током П1 2022. године (процењује се да потрошња гаса у Србији у летњим месецима износи до 4,5 млн кубних метара дневно, а током зиме прелази 10 млн кубних метара дневно). Додатни проблем за домаћи енергетски сектор представљало је то што су се истовремено крајем 2021. догодили технички проблеми у производњи електричне енергије из термоелектрана на домаћем тржишту, који нису могли да се отклоне у кратком року, што је за последицу имало већи увоз гаса и угља од уобичајеног за потребе производње струје, као и директан увоз електричне енергије по изузетно високим ценама. Истовремено, због суше две године заредом, водостај на рекама крајем 2021. и у П1 2022. био је рекордно низак, па није било могуће повећати ни производњу из хидроелектрана, које у производњи електричне енергије учествују са око 30% (на производњу из термоелектрана односи се око 65%, а остатак на производњу из обновљивих извора).

Графикон О.3.1. Кретање рударства и енергетике (дсз. подаци, 2022 = 100)



Графикон О.3.2. Хидрорезерве струје у Србији (1.000 MWh)

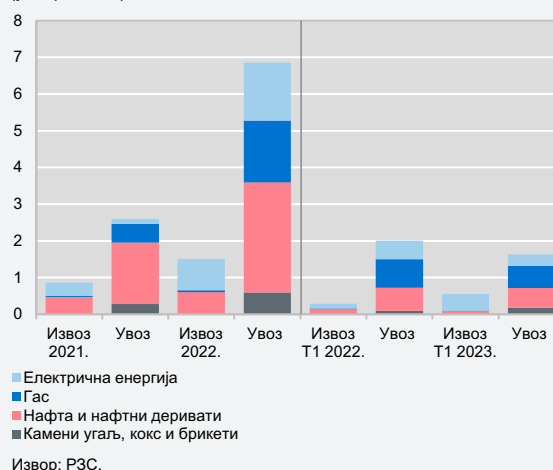


У наставку осврта бавићемо се детаљније директним ефектима дешавања у енергетском сектору од краја 2021. године на домаћа макроекономска кретања, пре свега на економску активност и платнобилансна кретања. Ипак, треба нагласити да су индиректни ефекти енергетске кризе на Србију били значајни због тога што је ЕУ, која је највише била погођена енергетском кризом, наш најзначајнији трговински партнер и у погледу извоза и увоза. Стога су се ефекти енергетске кризе на домаћу инфлацију и економску активност преносили путем виших трошкова производње, додатно на инфлацију и путем виших цена производа и услуга које се увозе из ЕУ, а на економску активност и преко ниже тражње за нашим извозом због успоравања привредног раста у земљама нашим најзначајнијим трговинским партнерима.

Директни ефекти ове кризе на Србију највише су се манифестовали кроз смањену индустријску производњу у сектору рударства, посебно експлоатације угља, као и у сектору снабдевања електричном енергијом гасом и паром. Смањење физичког обима производње у експлоатацији угља од септембра 2021. до фебруара 2022. износило је око 15%, а у сличној мери је смањена и производња електричне енергије од новембра 2021. закључно с фебруаром 2022. Тромесечно посматрано, нижи ниво физичког обима производње електричне енергије забележен је у Т4 2021. (6,8% дсз.) и Т1 2022. (7,7% дсз.), али је у преосталим тромесечјима 2022. остварен раст, тако да је на крају 2022. готово достигнут ниво производње пре почетка кризе (Т3 2021). Повољна кретања настављена су и на почетку 2023, уз раст производње у Т1 од 5,4% дсз., па је закључно с мартом преткризни ниво производње надмашен за близу 5%. Када је реч о експлоатацији угља, на крају 2022. ниво производње је био за око 8% нижи од преткризног нивоа, при чему се и од почетка 2023. бележи одређено смањење производње (3,9% дсз. у Т1 2023), што се компензује увозом висококвалитетног угља. Наведена кретања утицала су на смањење производње у енергетском сектору за 7,6% у 2022, уз негативан допринос БДП-у од 0,2 п.п. Међутим, када се посматра рударство као сектор, неповољне тенденције у експлоатацији угља ипак су неутралисане повећаном експлоатацијом руда метала, тако да је на нивоу године укупно рударство позитивно допринело расту БДП-а са 0,5 п.п. Уз претпоставку да се производња задржи на сличном нивоу и у наставку године као у Т1, раст активности у сектору енергетике на нивоу 2023. износио би око 5%, што би допринело расту БДП-а од око 0,2 п.п.

Ефекти енергетске кризе нарочито су били видљиви у платном билансу. Када је реч о укупном увозу енергената, он је у 2022. години износио 6,9 млрд евра, што је за око 3,9 млрд евра више него у 2021. години. Од тога, 2,5 млрд евра повећања односило се на увоз нафте, деривата нафте и гаса, при чему је око 84% тог повећања било због раста цена енергената на светском тржишту. Истовремено, услед смањене домаће производње, али и ефекта виших цена на европском тржишту, вредност увоза електричне енергије у 2022. повећана је на 1,57 млрд евра, са 475 млн евра у 2021. С друге стране, порасла је укупна вредност извоза енергената са 865 млн евра у 2021. години на 1,5 млрд евра у 2022, од чега се на извоз електричне енергије односило 856 млн евра. При томе, важно је нагласити да је у Т4 2022, први пут након пет тромесечја заредом, остварен позитиван нето извоз електричне енергије, што је настављено и у првим месецима ове године. У Т1 ове године увоз енергената је смањен за 372,5 млн евра по основу мањег увоза гаса, струје, нафте и нафтних деривата (као резултат и ценовног и количинског ефекта), што је, уз повећан извоз струје (за око 322 млн евра), резултирало поправљањем нето извоза енергената за 632 млн евра. То је постигнуто захваљујући вишим температурама током зимских месеци од сезонски уобичајених, али и опоравку производње електричне енергије у нашем енергетском систему, као резултат одлуке Електропривреде Србије да повећа увоз угља из земаља из окружења ради компензације недовољне количине и квалитета угља из домаћих

Графикон О.3.3. Извоз и увоз енергената по компонентама (у млрд EUR)



извора, док су истовремено повећани и капацитети хидроелектрана услед обилнијих падавина током јесени. Повећана производња за 18,6% м.г. и извоз струје допринели су да Електропривреда Србије оствари профит у Т1 од око 300 млн евра. Повољније прилике очекују се и у наставку 2023. године у погледу нето увоза, јер се оцењује да ће цене енергената бити ниже него претходне године из неколико разлога: мањег раста глобалне економије, што последично води мањој тражњи за енергентима, регулисања цена на заједничком европском енергетском тржишту, али и установљених алтернативних извора снабдевања гасом, захваљујући чему ће бити олакшано формирање залиха гаса у Европи током ове године. Истовремено, очекује се да ће пораста домаћа производња електричне енергије услед даље стабилизације пословања Електропривреде Србије, а нарочито ако се заврши планирана изградња новог блока Б3 у термоелектрани Костолац на јесен. На тај начин ће се нето увоз енергената смањити по основу оба фактора – количинског и ценовног ефекта.

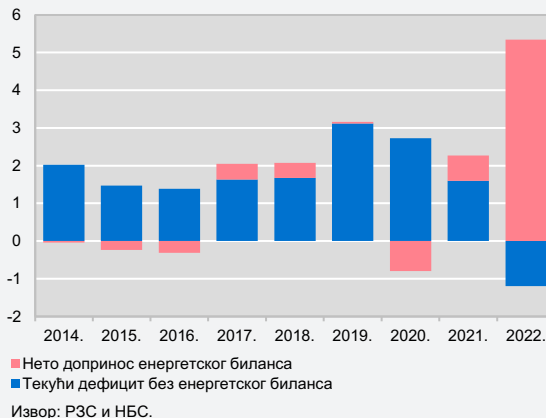
Због високог нето увоза енергената, дефицит текућег рачуна у 2022. години повећан је на 6,9% БДП-а, са 4,2% у 2021. Међутим, имајући у виду очекивано ниже цене енергената у овој години, опоравак производње електричне енергије, као и знатно нижи нето увоз енергената у Т1 ове године него у претходној, у новој пројекцији очекујемо да би дефицит текућег рачуна ове године могао бити нижи него што смо пројектовали у фебруару и, према нашој новој процени, он ће износити 4,5% БДП-а.

Када је реч о утицају на инфлацију, с обзиром на план договорен с ММФ-ом о повећању цена струје за домаћинства у јануару, мају и октобру ове године, а затим и у мају 2024, као и цене природног гаса, директни ефекти по основу раста цена ових енергената у овој години процењују се на око 1,4 п.п. и 0,5 п.п. у следећој години. Ипак, у зависности од кретања светских цена струје и пословних резултата компанија из сектора енергетике, могуће су измене овог плана корекције цена, при чему, ако се имају у виду резултати у погледу извоза електричне енергије и кретања светских цена гаса и струје, већа је вероватноћа да та повећања буду и мања од очекиваних и по том основу ценимо да су ризици наше пројекције инфлације асиметрични наниже.

С обзиром на то да је актуелна енергетска криза појачала изазове у погледу несметаног обезбеђења енергената и елиминисања негативних ефеката на домаћа макроекономска кретања по том основу, реформа сектора енергетике и диверсификација извора снабдевања енергентима издвојили су као кључни приоритети Владе Републике Србије. Сектор енергетике је и у фокусу новог стендбај аранжмана с ММФ-ом, при чему су као краткорочне мере дефинисане финансијска подршка Електропривреди Србије и Србијагасу, а затим раст инвестиција у производне капацитете, заштита животне средине и енергетска транзиција.

Повећању прихода предузећа из енергетског сектора свакако треба да допринесе планирано повећање цена струје за домаћинства и привреду, као и гаса за домаћинства, које је одмерено тако да буде постепено да се не би изазвали већи негативни социјални и економски ефекти. При томе, када је реч о утицају на конкурентност домаће

Графикон О.3.4. Допринос енергетског биланса кретању текућег дефицита (у млрд EUR)



Графикон О.3.5. Доприноси цена енергије м.г. инфлацији (у п.п.)



привреде, не очекујемо негативне ефекте због тога што су се друга предузећа у Европи суочила с већим повећањем цене струје, али и због тога што трошак електричне енергије чини мали део производних трошкова просечног предузећа у Србији (око 3–4%). Према проценама ММФ-а, субвенције Електропривреди Србије биће смањене ове године и процењују се на око 0,5% БДП-а, при чему нису планирана додатна средства за 2024, док су у случају Србијагаса субвенције потребне и у 2024, али мање него претходних година и процењују се на око 0,7% БДП-а. У марту ове године Влада Републике Србије потписала је уговор са Европском банком за обнову и развој о обезбеђењу износа од 300 млн евра намењеног улагањима у енергетски систем и реформама, укључујући и подршку декарбонизацији. Претходно је и Светска банка одобрила износ од 219 млн евра у сличне сврхе.

Конкретни кораци у правцу повећања инвестиција и реформе сектора енергетике треба да буду садржани у Националном енергетском и климатском плану до 2050. и Стратегији развоја енергетике, чије ажурирање је планирано аранжманом с ММФ-ом. То укључује пројекте који ће бити спроведени у наредне 2–5 година, а који треба да обезбеде стабилизацију производње електричне енергије и енергетску сигурност. Део тих пројеката обухвата изградњу нафтовода и гасовода и пратеће транспортне инфраструктуре, складишта електричне енергије, као и постројења која користе обновљиве изворе енергије и др. Планира се да у наредних 5–6 година буде уложено око 12 млрд евра у сектор енергетике, а до 2050. укупно 35 млрд евра.

У контексту обезбеђења енергетске сигурности, важно је нагласити постигнути договор с Мађарском о привременом коришћењу њених капацитета за складиштење гаса, чији капацитет заједно с домаћим складиштем у Банатском Двору покрива око 2–3 месеца просечне потрошње гаса, а разматра се и проширење капацитета Банатског Двора. Током прошле године започет је пројекат изградње новог гасовода који спаја Србију и Бугарску, а који финансира ЕУ. Овај пројекат би требало да буде завршен ове године и да допринесе диверсификацији снабдевања гасом, јер ће омогућити да гас, поред Турског тока, стиже и из Азербејџана, а течни гас (*LNG*) преко терминала у Грчкој.

5. Кретања на тржишту рада

Сви показатељи с тржишта рада указују на наставак повољних кретања током Т1 – формална запосленост у приватном сектору достигла је нови рекордни ниво, праћена растом зарада и даљим смањењем регистроване незапослености на нови најнижи ниво.

Зараде и продуктивност рада

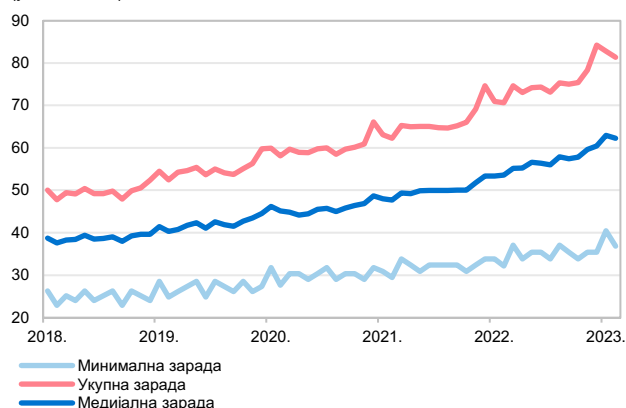
Просечна номинална нето зарада у периоду јануар–фебруар износила је 82.062 динара (699 евра), убрзавши м.г. раст на 16,0% (са 13,4% у Т4 2022), који је био вођен и даље бржим растом зарада у **приватном сектору** (18,3%) него у **јавном сектору** (11,3%). У исто време, медијална нето зарада повећана је за 17,1% м.г. на 62.602 динара (533 евра), а након одлуке о повећању минималне цене рада на 230 динара, минимална зарада је увећана у истој мери, чиме је први пут откад постоје упоредиви подаци премашила 40.000 динара у јануару.

У јануару и фебруару остварен је двоцифрен м.г. раст просечних зарада у готово свим **привредним делатностима**, а након дужег периода он није најизраженији у **ИКТ сектору**¹⁰ (15,2%), већ у областима трговине (18,1%), прерађивачке индустрије (17,5%) и пословања некретностима (17,1%). При томе, двоцифрен м.г. раст просечних зарада регистрован је и у осталим услугама у којима преовладава приватни сектор, као и у рударству, грађевинарству и пољопривреди. Више просечне зараде у јануару и фебруару у односу на исти период претходне године забележене су и у делатностима претежно јавног сектора (државној управи, образовању и здравственој и социјалној заштити).

У периоду јануар–фебруар забележен је широко распрострањен м.г. раст просечних зарада и по **регионима Србије**, који је био најизраженији у београдском региону (16,6%), а затим у Војводини (15,9%), при чему је и у осталим регионима износио преко 15%.

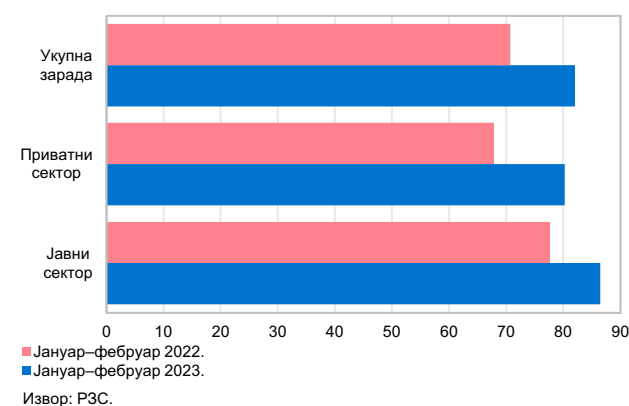
Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 18,6% м.г. у јануару и фебруару, у условима даљег повећања просечних зарада и формалне запослености.

Графикон IV.5.1. Месечна динамика зарада у Србији (у хиљ. RSD)



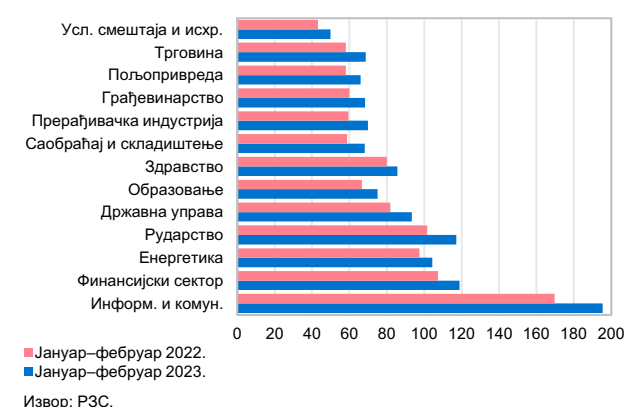
Извор: РЗС.
Напомена: Од јануара 2018. за обрачун зарада користе се подаци Пореске управе.

Графикон IV.5.2. Просечна номинална нето зарада (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

Графикон IV.5.3. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)

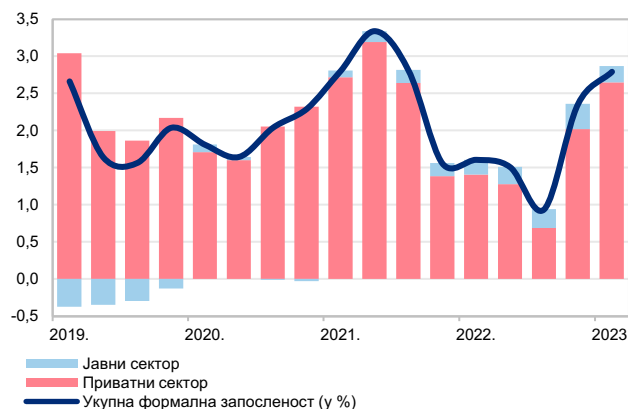


Извор: РЗС.

¹⁰ По искључењу зараде у ИКТ сектору из статистичког обухвата, м.г. стопа раста укупне номиналне нето зараде у периоду јануар–фебруар износила би 14,9% (према прерачуна Народне банке Србије).

Графикон IV.5.4. Структура мг. раста укупне формалне запослености

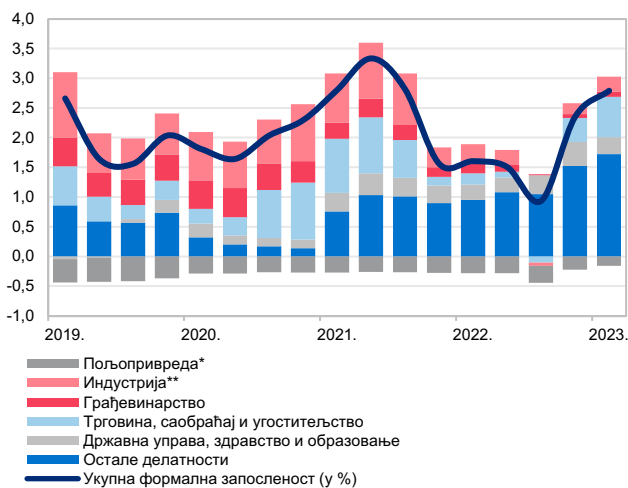
(у п.п., просек тромесечја)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.5. Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима

(у п.п., просек тромесечја)



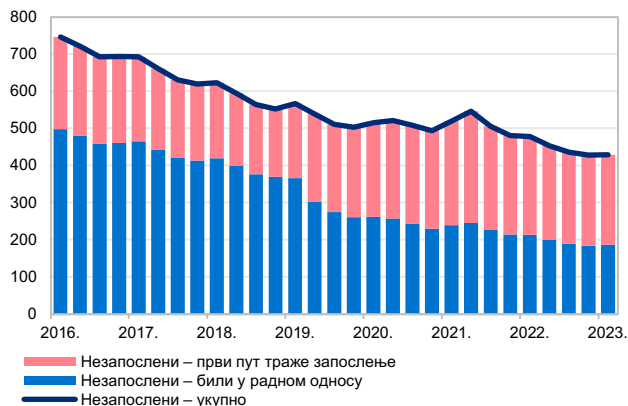
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Укључује индивидуалне пољопривреднике.

** Обухвата прерађивачку индустрију, рударство, енергетику и водоснабдевање.

Графикон IV.5.6. Кретање регистроване незапослености

(у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т1 смањена је за 2,1% мг. по основу бржег раста формалне запослености од економске активности.

Запосленост

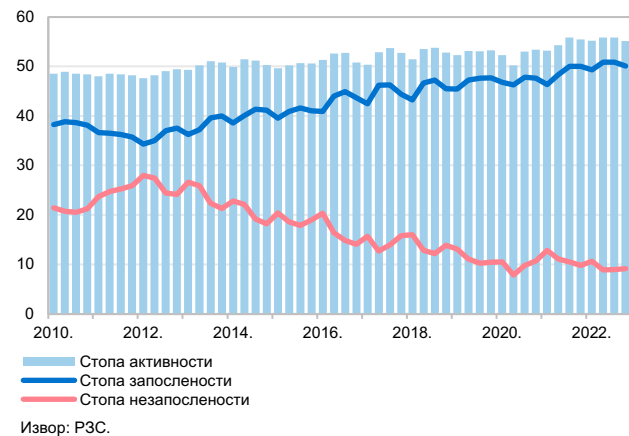
Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, **укупан број формално запослених** убрзао је мг. раст са 2,4% из Т4 2022. на 2,9% у Т1 и налази се близу рекордног нивоа са 2,35 млн лица у марту, што је за око 64 хиљаде формално запослених више него годину дана раније. То се у потпуности дугује мг. расту броја запослених код правних лица и предузетника, за око 66 хиљада запослених у марту, док је број индивидуалних пољопривредника смањен за готово 3 хиљаде.

Формална запосленост у приватном сектору у Т1 достигла је нови рекордни ниво од 1,74 млн лица, при чему је у марту запосленост била већа за око 60 хиљада лица него годину дана раније. Од тога, највећи број новозапослених регистрован је у областима информисања и комуникација (око 16 хиљада запослених), за којима следе стручне, научне, иновационе и техничке услуге (за око 10 хиљада запослених) и административне и помоћне услуге (око 6 хиљада запослених). У исто време, број запослених је приметно порастао и у осталим услугама у којима доминира приватни сектор, као и у прерађивачкој индустрији, рударству и грађевинарству. **Број формално запослених у јавном сектору** у марту био је већи за око 4 хиљаде него годину дана раније, пре свега у области образовања. Насупрот томе, у марту је забележен мг. пад броја запослених у пољопривреди и водоснабдевању (укупно око хиљаду лица).

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** у марту износила је 424.747 лица, што је за око 49 хиљада незапослених мање него у истом периоду претходне године и уједно **нови најнижи ниво** откад постоје статистички упоредиви подаци. При томе, остварени мг. пад броја незапослених у марту био је широко распрострањен по групама занимања у оквиру производног и услужног сектора. Упоредо с тим, пријављене потребе послодаваца за запошљавањем убрзале су мг. раст на око 8 хиљада у марту (са око 2 хиљаде у фебруару).

Према доступним резултатима из ревидиране **Анкете о радној снази**, који обухватају и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т4 2022. износила је 70,9%, док је стопа активности (старији од 15 година) износила 55,1%, чиме су ове стопе смањене за 0,1 п.п. и 0,3 п.п., респективно, у односу на исти период претходне године. Стопа запослености је у Т4 2022. м.г. повећана за 0,1 п.п., на 50,1%, док је у исто време стопа незапослености смањена за 0,6 п.п., на 9,2%. Притом, смањена је и стопа дугорочне незапослености¹¹ на 3,9% (м.г. пад од 0,6 п.п.), што је уједно и нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци.

Графикон IV.5.7. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)



¹¹ Удео незапослених који посао траже годину дана или дуже у укупном броју активних лица.

V. Проекција

Пројектовану стопу раста БДП-а Србије за ову годину задржали смо у распону 2,0–3,0%, колико смо очекивали и у фебруару. Ипак, променили смо пројектовану структуру раста у односу на очекивања из фебруара, која је сада повољнија са становишта његове одрживости. Привредни раст ће и даље водити домаћа тражња, пре свега приватна потрошња захваљујући расту запослености и зарада, али се очекује и благ позитиван допринос инвестиција уместо неутралног. Према нашој процени, очекује се и позитиван допринос нето извоза, с обзиром на то да су у Т1 спољнотрговинска кретања била знатно повољнија од очекиваних и да је привредни раст зоне евра коригован навише. Под претпоставком опоравка светске економије, а тиме и екстерне тражње од П2 ове године, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста БДП-а на распон 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација од Т2 имати опадајућу путању, уз израженији пад у П2 ове године, тако да ће се крајем године наћи на готово двоструко нижем нивоу него у марту. Повратак у границе циља очекује се средином 2024. Као и у претходној пројекцији, очекујемо да у смеру ниже инфлације делују досадашње заоштравања монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења – изгледа за глобални привредни раст, цена енергената и примарних производа на светском тржишту, као и степена заоштравања монетарних политика водећих централних банака и глобалних услова финансирања. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се пре свега односе на исход овогодишње пољопривредне сезоне, прилив по основу СДИ, темпо опоравка сектора рударства (производње угља) и грађевинарства. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Рани сигнали стабилизације **глобалне економске активности** с почетка 2023, који би значили „меко приземљење” по основу попуштања трошковних притисака и бољих од очекиваних остварења током П2 2022, чини се да ишчезавају услед перзистентно високе инфлације и недавних турбуленција у банкарском сектору појединих развијених земаља. Водећи индекси у производном сектору, након раста у јануару и фебруару, поново су смањени у марту и притом су задржани у области контракције. Узимајући у обзир кумулирање негативних ефеката глобалних криза без преседана у протекле три године, пре свега пандемије вируса корона и конфликта у Украјини, ММФ је у априлском извештају *WEO* оценио да се светска привреда поново налази у периоду изражене неизвесности. Под претпоставком спречавања даљег ширења финансијског стреса из појединих

Табела V.0.1. Најважније претпоставке пројекције

	2023.		2024.	
	Феб.	Мај	Феб.	Мај
Екстерне претпоставке				
Извештаја о инфлацији				
Раст БДП-а у зони евра	0,0%	0,7%	1,2%	1,0%
Инфлација у зони евра (просек)	5,7%	5,5%	2,4%	2,4%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	3,4%	3,7%	2,8%	3,0%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-8,5%	-16,7%	0,3%	-3,6%
Цена нафте типа брент по барелу (дец., у USD)	83	78	78	74
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	13,7%	13,6%	8,3%	7,1%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: ЕЦБ, *Consensus Economics*, *Euronext*, *CBOT*, Блумберг и НБС.

Табела V.0.2. ММФ-ове прогнозе реалног раста БДП-а за 2023. и 2024.

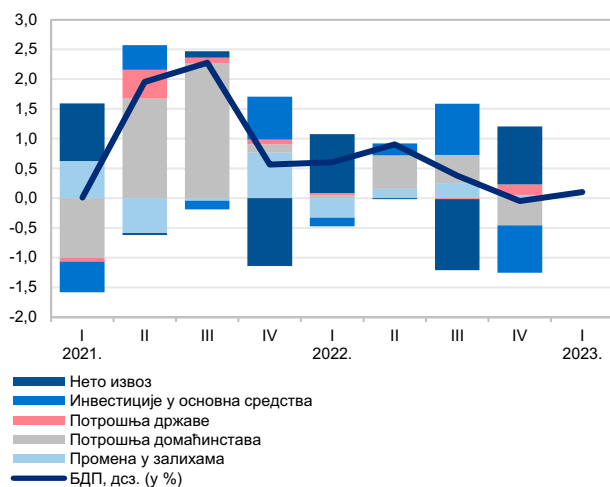
(у %)

	2022.	2023.		2024.	
	Остварење	Нова пројекција	Претх. пројекција	Нова пројекција	Претх. пројекција
Свет	3,4	2,8	2,9	3,0	3,1
Зона евра	3,5	0,8	0,7	1,4	1,6
Немачка	1,8	-0,1	0,1	1,1	1,4
Италија	3,7	0,7	0,6	0,8	0,9
САД	2,1	1,6	1,1	1,4	1,0
Русија	-2,1	0,7	0,3	1,3	2,1
Кина	3,0	5,2	5,2	4,5	4,5

Извор: ММФ WEO (април 2023) и ММФ WEO Update (јануар 2023).

Графикон V.0.1. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра

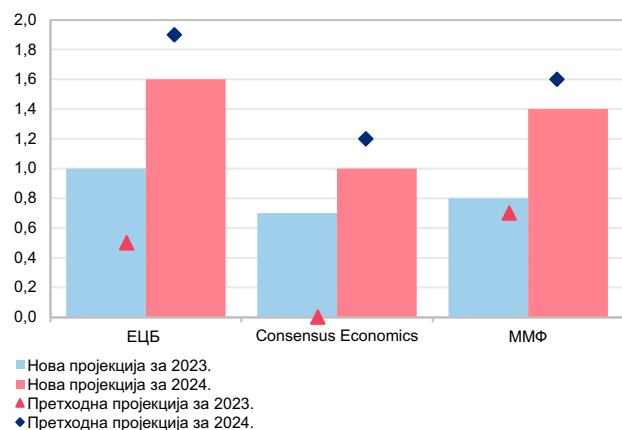
(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

Графикон V.0.2. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024.

(у %)



Извор: ЕЦБ (децембар и март), Consensus Economics (јануар и април) и ММФ (јануар и април).

развијених земаља, ММФ је у основном сценарију пројектовао успоравање раста светске привреде на 2,8% у 2023. (са 3,4% у 2022), које је доминантно последица прогнозираног успоравања раста развијених земаља са 2,7% у 2022. на 1,3% у 2023. У поређењу с пројекцијом из јануара, глобални привредни раст за ову годину нижи је за 0,1 п.п. У алтернативном сценарију, с повећаним тензијама у финансијском сектору, глобални привредни раст пројектован је на око 2,5% у 2023, а у развијеним земљама на мање од 1,0%.

Под утицајем смањења реалног расположивог дохотка домаћинстава, постојане неизвесности и строжих услова финансирања дошло је до пада потрошње и инвестиција у зони евра у Т4, што је надомештено опоравком екстерне тражње, тако да је БДП зоне евра стагнирао крајем 2022. ЕЦБ је у марту изашла с проценом благог раста БДП-а у Т1, на који је указивало и кретање композитног индекса економске активности (*PMI Composite*) у области експанзије од почетка године, пре свега захваљујући солидној активности у услужном сектору. Према прелиминарној процени Eurostat-а, раст БДП-а у Т1 износио је 0,1%, при чему је кретање економске активности по европским земљама доста неуједначено. Тржиште рада се показало отпорним, о чему сведочи задржавање стопе незапослености у зони евра на рекордно ниском нивоу од 6,5% у марту. По основу наставка отклањања застоја у снабдевању и успоравања укупне инфлације, као и санирања поремећаја на тржишту енергената, ЕЦБ очекује позитивну стопу раста економске активности у зони евра у Т2, а од средине 2023. и убрзање, упоредо с повећањем доходака и екстерне тражње. Према мартовској пројекцији ЕЦБ-а, раст БДП-а зоне евра успориће са 3,6% у 2022. на 1,0% у 2023, након чега би требало да убрза на 1,6% у 2024. и 2025. години. У односу на претходну пројекцију, ЕЦБ је у марту ревидирала навише очекивану стопу привредног раста зоне евра за 0,5 п.п., услед позитивних ефеката пренетих тенденција из П2 2022. и повољнијих изгледа у кратком року. Треба напоменути да су пројекције завршене пре појаве турбуленција у банкарском сектору у САД и Европи.

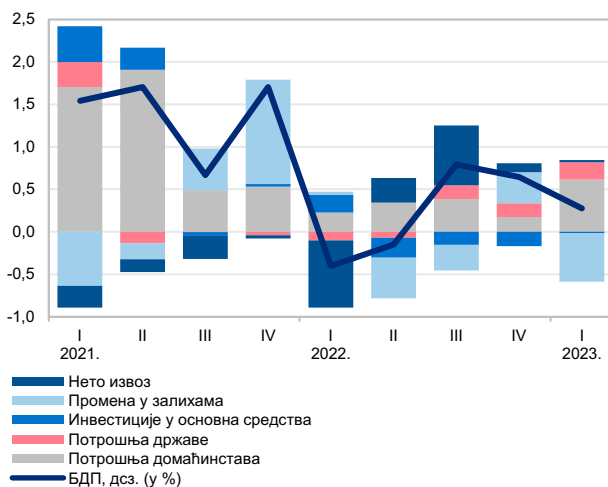
У поређењу са ЕЦБ-ом, Consensus Economics је у априлу пројектовао нижи раст БДП-а зоне евра, који износи 0,7% у 2023. и потом 1,0% у 2024. и 1,5% у 2025, што су и претпоставке које смо користили у пројекцији. Иако се у пројекцијама Consensus Economics-а за ову годину очекује незнатно већи привредни раст него у претходној пројекцији, истиче се још увек повишена неизвесност у погледу кретања

инфлације и даљег подизања каматних стопа ЕЦБ-а. Када је реч о земљама најважнијим партнерима Србије унутар зоне евра, *Consensus Economics* је у априлу пројектовао раст БДП-а Немачке у 2023. од 0,1% (наспрам стагнације у претходној пројекцији), док је за БДП Италије прогнозиран раст од 0,6% (као и у претходној пројекцији).

Привреда САД је у П2 изашла из техничке рецесије, остваривши раст од 0,6% дсз. у Т4 (тј. 2,6% на годишњем нивоу), којем су позитивно допринеле све компоненте БДП-а изузев фиксних инвестиција. Кретање композитног индекса производне активности (*ISM Manufacturing PMI*) указује на то да се након пада у Т4 активност у производним секторима у САД и почетком 2023. налазила у области контракције, првенствено по основу пада нових поруџбина. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, раст БДП-а у Т1 износио је 0,3% дсз. (тј. 1,1% на годишњем нивоу), што указује на то да се досадашње повећање степена рестриктивности монетарне политике и трошкова задуживања нису битније одразили на агрегатну тражњу. Иако се стопа незапослености и даље креће око историјског минимума (3,5% у марту), тржиште рада у САД нешто је мање затегнуто него у ранијим периодима, јер стопа партиципације расте четврти месец заредом (62,6% у марту), док се број слободних радних места постепено смањује. ММФ је у априлу за 2023. пројектовао стопу привредног раста САД од 1,6%, а за 2024. од 1,4%.

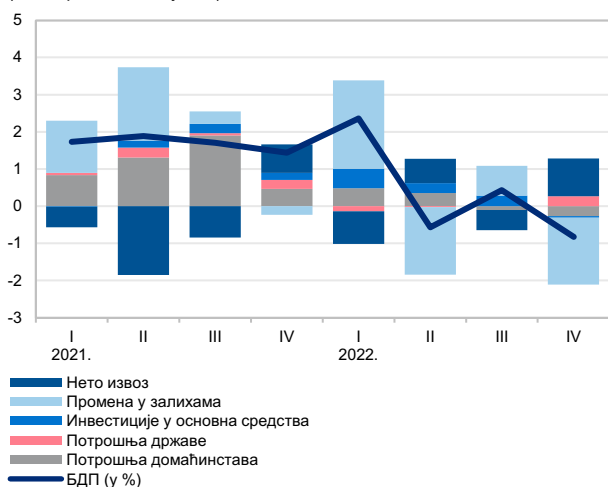
На нивоу **региона средње и југоисточне Европе** у Т4 је забележен пад БДП-а од 0,8% дсз., првенствено због пражњења залиха. Нижа потрошња домаћинства надомештена је већом потрошњом државе, док су инвестиције у основна средства стагнирале. При томе, привреде Мађарске и Чешке нашле су се у техничкој рецесији. Мг. посматрано, БДП на нивоу региона је у Т4 успорио раст на 1,3%, што је најнижи раст од Т1 2021. Према оцени *Consensus Economics*-а, висока инфлација, монетарно затезање и смањење фискалних подстицаја обесхрабрују домаћу тражњу, која је сада, у условима успоравања екстерне тражње, кључни покретач економске активности, а која је у већини земаља региона ослабила током П2, услед исцрпљивања ефеката акумулиране штедње и пораста каматних стопа. Због тога се у односу на 2022. очекује знатно нижи раст БДП-а у свим земљама региона у 2023. години. У априлу је раст БДП-а за средњу Европу пројектован на 0,5%, а за југоисточну Европу на 2,2%, док се за 2024. прогнозирају више стопе раста, од 2,8% и 3,2%, респективно.

Графикон V.0.3. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД (дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: U.S. BEA и прерачун НБС.

Графикон V.0.4. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе* (дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

* Обухваћене су Бугарска, Чешка, Хрватска, Мађарска, Пољска, Румунија, Словенија и Словачка.

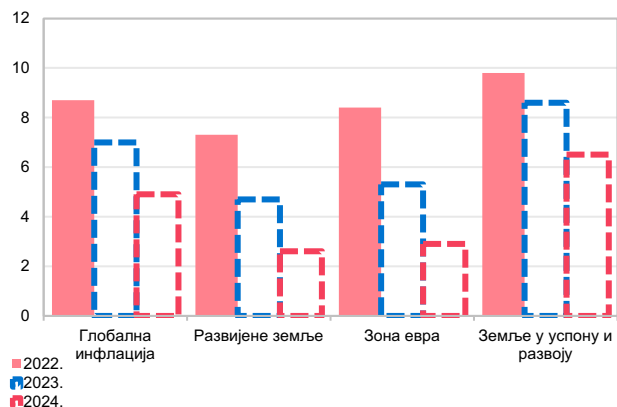
Табела V.0.3. Пројекције раста реалног БДП-а по земљама региона (у %)

	Април 2023.		Јануар 2023.	
	2023.	2024.	2023.	2024.
Пољска	0,6	3,1	0,8	3,0
Чешка	0,0	2,6	0,0	2,8
Мађарска	0,2	2,9	-0,1	2,9
Румунија	2,6	3,6	2,5	3,6
Словачка	0,9	2,4	0,7	2,7
Словенија	1,2	2,3	1,3	2,4
Хрватска	1,4	2,6	1,1	2,7
Бугарска	1,4	2,5	1,1	2,6
Албанија	2,3	3,8	2,4	3,9
Босна и Херцеговина	1,5	2,7	1,6	2,9
С. Македонија	1,6	3,1	1,3	3,0
Црна Гора	3,5	3,7	3,2	3,4

Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.5. Пројекција глобалне инфлације за 2023. и 2024.

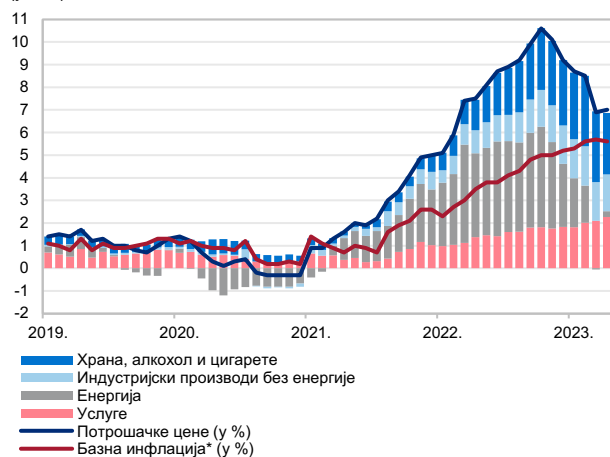
(у %)



Извор: ММФ WEO (април 2023).

Графикон V.0.6. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а м.г. инфлацији у зони евра

(у п.п.)

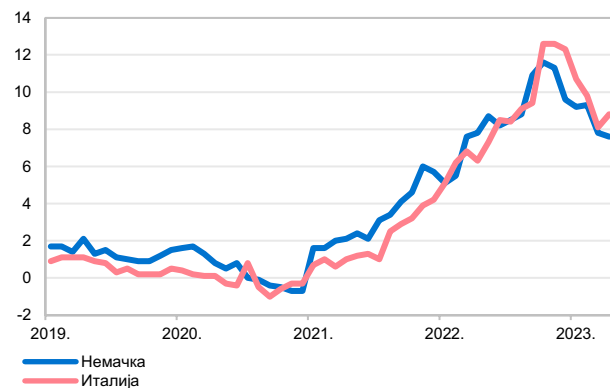


Извор: Eurostat и прерачун НБС.

* Хармонизовани ИПЦ по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета.

Графикон V.0.7. Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију

(м.г. стопе, у %)



Извор: Eurostat.

Инфлација

Иако је глобална инфлација у протеклим месецима снижена највише захваљујући паду цена енергената и хране, базна инфлација у многим земљама није достигла врхунац, чему доприносе и ефекти претходних ценовних шокова и још увек затегнути услови на тржиштима рада многих земаља. ММФ је у априлу пројектовао да ће глобална инфлација бити спуштена са 8,7% у 2022. на 7,0% у 2023, првенствено као резултат нижих светских цена примарних производа (и додатно на 4,9% у 2024). Поред тога, ММФ очекује да ће базна инфлација наставити да се смањује спорим темпом од укупне инфлације – са 6,4% у 2022. на 6,2% у 2023. У већини земаља повратак инфлације у границе циља не очекује се пре 2025. године.

Мг. инфлација у зони евра наставила је да успорава током Т1 и у марту је износила 6,9%, што је њен најнижи ниво од фебруара прошле године. То је у целини резултат знатног успоравања раста цена енергије на европском тржишту, које су у марту, први пут за протекле две године, забележиле мг. пад. Насупрот томе, цене хране, посебно прерађене, наставиле су да бележе мг. раст, под утицајем још увек високих трошкова у производњи и паковању, као и прошлогодишње суше. Даљи раст цена услуга је, заједно с још увек повишеним ценама индустријских производа (без хране и енергије), определио наставак кретања мг. базне инфлације у зони евра узлазном путањом, која је у марту достигла 5,7%. Мера променом хармонизованог ИПЦ-а, мг. инфлација у Немачкој додатно је успорена током Т1, на 7,8% у марту, првенствено захваљујући високој бази код цена енергије и трећем пакету административних мера за ублажавање раста ових цена. Међутим, мг. базна инфлација је наставила да расте и у марту је достигла 5,9%. Мг. инфлација у Италији такође је успорена под утицајем нижих цена енергије, на 8,1% у марту, док је мг. базна инфлација од 5,3% у марту задржана близу рекордног нивоа из фебруара.

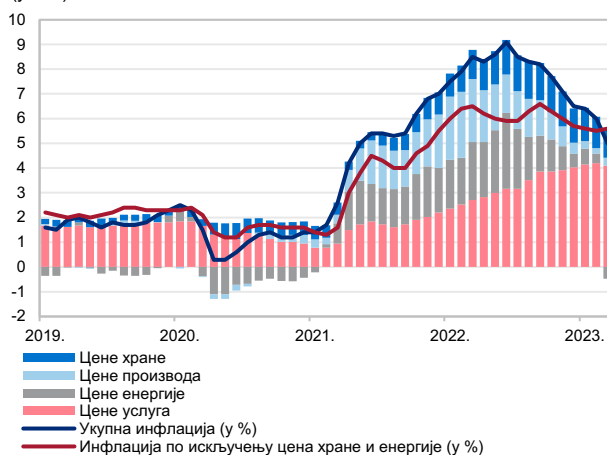
Према прелиминарној процени Eurostat-а, мг. инфлација у зони евра у априлу је износила 7,0%, а у Немачкој и Италији 7,6% и 8,8%, респективно. Према пројекцијама из марта, ЕЦБ очекује знатно снижавање укупне инфлације у зони евра у наставку 2023. по основу даљег пада цена енергије, код којих се испољавају и ефекат високе базе и мањи притисци у процесу снабдевања. То би требало да, заједно са ефектима пооштрене монетарне политике, допринесе и успоравању базне инфлације, која ће ипак остати повишена, првенствено због снажног повећања

номиналних плата. У основном сценарију ЕЦБ је пројектовала да ће укупна инфлација успорити са 10,0% на 2,8% у периоду од Т4 2022. до Т4 2023, након чега ће се током 2024. кретати око нивоа од 3,0%, да би се у Т3 2025. вратила на циљани ниво од 2,0%. За разлику од укупне инфлације, ЕЦБ је пројектовала да ће базна инфлација убрзати са 3,9% у 2022. на 4,6% у 2023, након чега би требало да се спусти на 2,5% у 2024. и 2,2% у 2025. години. Таквој динамици би, с једне стране, требало да допринесе решавање застоја у снабдевању и исцрпљивање ефеката претходног отварања европских економија, а с друге стране – испољавање закаснелих ефеката успоравања привредног раста, а индиректно и нижих цена енергије. *Consensus Economics* је снизио пројекцију укупне инфлације за ову годину са 5,9% у јануару на 5,5% у априлу, али је повећао пројекцију базне инфлације са 4,2% на 4,9%, што су и претпоставке које смо користили у текућој пројекцији.

Укупна инфлација у САД (мерена променом ИПЦ-а) наставила је да успорава девети месец узастопно и у марту је износила 5,0% м.г., што је њен најнижи ниво од маја 2021. Успоравању инфлације у највећој мери је допринео м.г. пад цена енергије, а у мањој мери и спорији раст цена хране. Цене индустријских производа такође су смањиле допринос м.г. инфлацији у Т1, уз континуиран м.г. пад цена половних возила, док је допринос цена услуга благо повећан, пре свега због виших цена становања. **Базна инфлација** (по искључењу цена хране и енергије) кретала се стабилно током Т1, око нивоа од 5,6% м.г., чиме се, први пут од краја 2020, нашла изнад укупне инфлације. ФЕД је у марту ревидирао навише децембарске пројекције преферираних мера инфлације за 2023. годину – индекса издатака за личну потрошњу на 3,3%, а по искључењу хране и енергије на 3,6%. За 2024. и 2025. прогнозирано је да ће се и укупна и базна инфлација наћи близу циљаног нивоа од 2,0%.

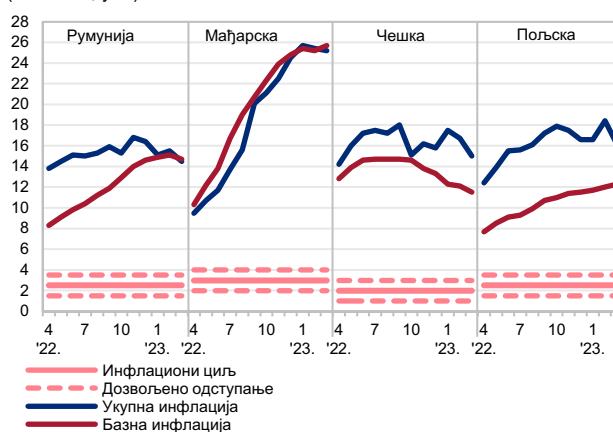
У свим земљама региона средње и југоисточне Европе које су у режиму циљања инфлације, м.г. инфлација је, уз променљиву месечну динамику, успорила до краја Т1, доминантно због пада цена нафтних деривата, при чему су и цене других енергената, пре свега гаса и електричне енергије, такође смањене. Најнижа м.г. инфлација у марту забележена је у **Румунији** и **Чешкој**, од 14,5% и 15,0%, респективно. У **Пољској** је м.г. инфлација у марту износила 16,1%, док је у **Мађарској** била и даље највиша и износила је 25,2%. *Consensus Economics* је у априлу оценио да, иако су трошкови

Графикон V.0.8. Допринос компонената ИПЦ-а м.г. инфлацији у САД (у п.п.)



Извор: U.S. Bureau of Labor Statistics и прерачун НБС.

Графикон V.0.9. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с мартом 2023) (м.г. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Табела V.0.4. Пројекције инфлације по земљама региона (у %)

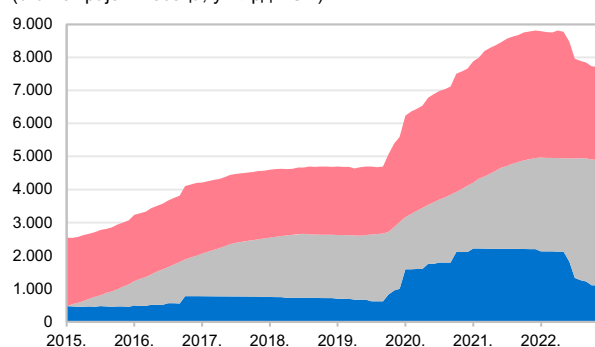
	Април 2023.		Јануар 2023.	
	2023.	2024.	2023.	2024.
Пољска	12,7	6,4	13,0	6,1
Чешка	11,0	3,0	9,3	3,1
Мађарска	18,6	5,5	17,4	5,4
Румунија	10,0	5,4	10,3	5,0
Словачка	10,6	4,4	9,8	4,3
Словенија	6,4	3,3	6,4	3,0
Хрватска	7,1	3,2	6,8	3,1
Бугарска	10,0	4,0	8,9	3,7
Албанија	5,0	3,0	5,0	3,0
Босна и Херцеговина	8,1	2,8	7,7	2,3
С. Македонија	9,0	3,1	9,2	3,2
Црна Гора	7,8	4,4	8,2	5,5

Извор: Consensus Economics.

набавке енергената у региону смањени, инфлација у марту није довољно успорила, упркос високој бази из 2022. године. Због тога се очекује наставак заостравања монетарних политика централних банака у земљама региона. У односу на јануар, Consensus Economics је у априлу подигао пројекције инфлације за 2023. годину – у средњој Европи на 12,7%, а у југоисточној Европи на 9,4%, док се за 2024. прогнозира инфлација од 5,2% и 4,6%, респективно.

У земљама региона **Западног Балкана** м.г. инфлација је успорила током Т1, првенствено због нижих цена енергената. У Албанији је у марту износила 5,3%, док је у осталим земљама задржана на двоцифреном нивоу – у Босни и Херцеговини износила је 10,3%, Црној Гори 10,5%, а у Северној Македонији 14,7%. Consensus Economics је у априлу кориговао наниже јануарске прогнозе инфлације за 2023. и 2024. годину за Црну Гору и Северну Македонију, прогнозе за Албанију су непромењене, док су за Босну и Херцеговину кориговане навише.

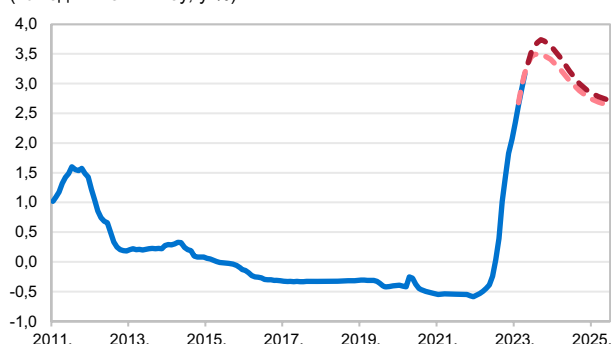
Графикон V.0.10. Консолидовани биланс Евросистема (стање крајем месеца, у млрд EUR)



■ Укупна актива Евросистема
■ Од тога: ХоВ које се држе за потребе монетарне политике
■ Од тога: дугорочне операције рефинансирања

Извор: ЕЦБ.

Графикон V.0.11. Очекивани тромесечни EURIBOR (на годишњем нивоу, у %)



— Тромесечни EURIBOR
— Тромесечни EURIBOR, фјучерси, крај јануара 2023.
— Тромесечни EURIBOR, фјучерси, крај априла 2023.

Извор: Блумберг.

Монетарна политика

ЕЦБ је додатно повећала основне каматне стопе у 2023, за по 50 б.п. на састанцима у фебруару и марту и за 25 б.п. у мају. Од јула 2022, када је започет циклус заостравања, референтна каматна стопа повећана је седам пута, укупно за 375 б.п., и у мају је достигла 3,75%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице 4,00% и 3,25%, респективно. Као што је и најавила, ЕЦБ је у марту започела са смањењем биланса стања за по 15 млрд евра месечно, престанком реинвестирања дела главнице доспелих ХоВ купљених у оквиру **програма APP**. Такав темпо смањења активе предвиђен је и за Т2, док се од јула очекује потпун престанак реинвестирања доспелих ХоВ које су купљене у оквиру овог програма. Главница доспелих ХоВ купљених у оквиру **програма PEPP** реинвестираће се најмање до краја 2024. године, уз пажљиво руковођење портфолиом и обезбеђење његове конзистентности адекватним монетарним условима. Поред тога, редовно се прати утицај враћања средстава позајмљених у оквиру **операција рефинансирања дугорочних кредита банкама (TLTRO)**. С обзиром на то да је пројекција базне инфлације за 2023. у марту коригована навише, као и да ће се до краја периода пројекције инфлација кретати изнад циља од 2%, могућа су даља повећања основних каматних стопа, при чему ће одлуке о основним каматним стопама зависити од процене будућег кретања инфлације и приспелих економских и финансијских података. У нашој пројекцији, у

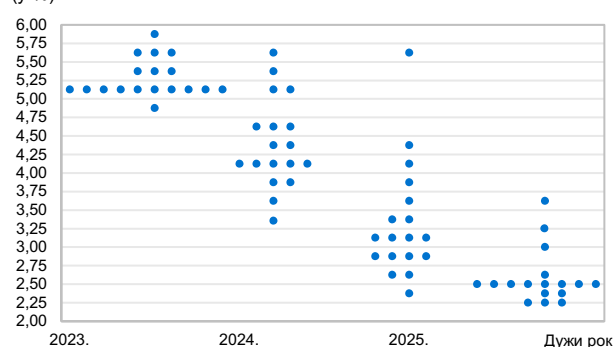
складу с кретањем фјучерса, претпоставили смо да ће тромесечни *EURIBOR* крајем ове године износити 3,7%, а крајем наредне 3,0%.

И **ФЕД** је наставио да повећава распон каматне стопе у 2023, за по 25 б.п. у фебруару, марту и мају. Тиме је референтна стопа од марта 2022. узастопно повећана десет пута, за укупно 500 б.п., на распон 5,00–5,25% у мају. Иако је на мартовском састанку разматрана могућност паузирања циклуса пооштравања монетарних услова услед актуелних поремећаја у банкарском сектору, донета је одлука о повећању каматне стопе. Наставак заоштравања монетарне политике **ФЕД** је образложио даљим јачањем показатеља тржишта рада, због којих инфлација остаје повишена. На мартовском састанку изнета су очекивања да би одређено додатно пооштравање монетарне политике могло бити прикладно, што је представљало нешто блажи став у односу на ранију реторику. Након мајског састанка таква формулација је замењена оценом да ће будуће одлуке зависити од приспелих података, што би могло указивати на то да ће уследити пауза у повећавању каматне стопе. На мартовском састанку највећи број чланова *FOMC*-а исказао је очекивање да ће се референтна каматна стопа крајем године наћи у распону 5,00–5,25%, док се у наредним годинама очекује њено смањење. Поред тога, **ФЕД** је наставио да смањује биланс стања према раније утврђеној динамици, за по 95 млрд долара месечно.

Банка Енглеске је наставила с повећањима референтне каматне стопе, за 50 б.п. у фебруару и 25 б.п. у марту, чиме је, након 11 узастопних повећања од децембра 2021, ова стопа у марту достигла 4,25%. И централна банка **Швајцарске** додатно је повећала референтну каматну стопу у марту (за 50 б.п., на 1,50%), а могућа су и даља повећања на наредним састанцима.

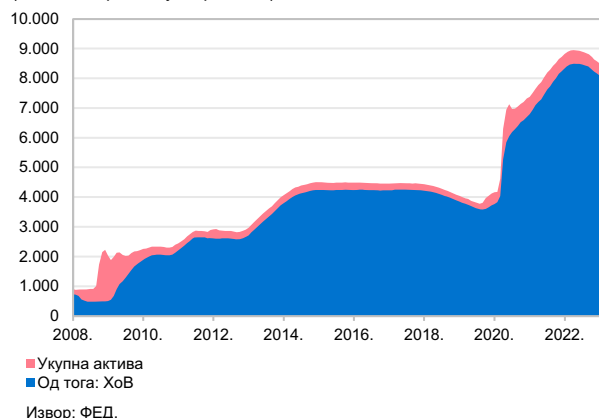
Период од наше претходне пројекције обележиле су турбуленције на финансијским тржиштима у марту услед проблема у појединим банкама у САД и Европи. Како би се смањила тензија, пет водећих централних банака (**ФЕД**, ЕЦБ, Банка Канаде, Банка Енглеске и централна банка Швајцарске) 20. марта објавило је координирану одлуку о обезбеђењу додатне ликвидности банкама путем постојећих програма своп линија у америчким доларима, што ће се уместо недељно спроводити свакодневно. Централна банка Швајцарске је обезбедила додатну ликвидност банци која се суочила са снажним одливом депозита, уз обећање да ће наставити да то чини како би подржала

Графикон V.0.12. Очекивања чланова *FOMC*-а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе (у %)



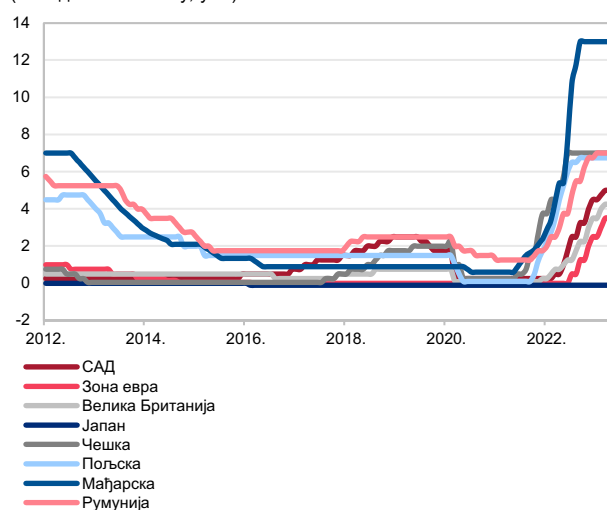
Извор: **ФЕД**, *Summary of Economic Projections*, март 2023.

Графикон V.0.13. Укупна актива **ФЕД**-а (месечни просек, у млрд USD)



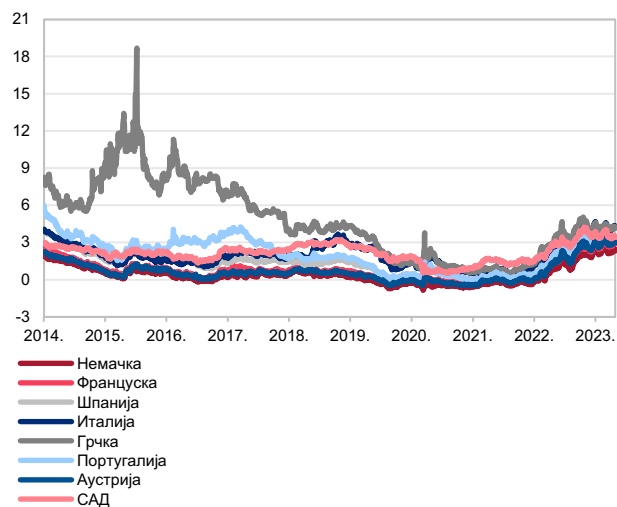
Извор: **ФЕД**.

Графикон V.0.14. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Графикон V.0.15. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

да се процес њеног преузимања од стране друге банке, који је убрзо започет, успешно оконча. Поред тога, ЕЦБ, ФЕД и Банка Енглеске су у својим саопштењима нагласили да су њихови банкарски сектори у добром стању, адекватно капитализовани, ликвидни и отпорни на потресе.

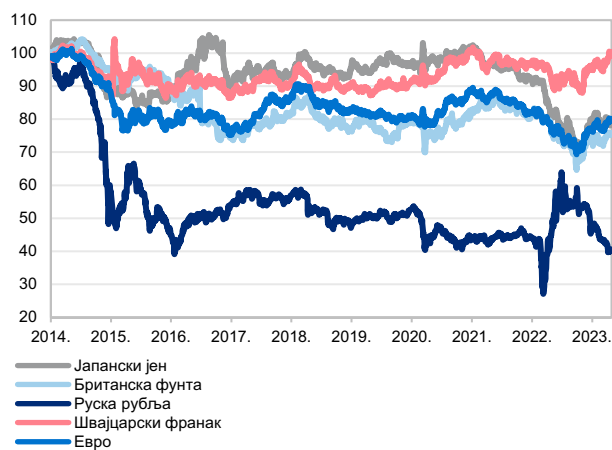
Након знатних повећања у претходном периоду, већина централних банака региона средње и југоисточне Европе које су у режиму циљања инфлације није мењала референтне каматне стопе у 2023. Једино је централна банка **Румуније** повећала референтну каматну стопу за 25 б.п. у јануару, на 7,0%. Централна банка **Мађарске** је, ради ефикаснијег повлачења вишкова ликвидности, одлучила да од фебруара одржава аукције благајничких записа на недељном нивоу, да скрати рочност тендера *Long term deposits* на месец дана и да од априла повећа стопу обавезне резерве са 5% на 10%. Коридор каматних стопа, који је у условима растуће неизвесности проширен у октобру 2022, сужен је на састанку крајем априла смањењем стопе на кредитне олакшице, за 450 б.п., на 20,5%, уз оцене да је перцепција ризика побољшана.

Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља света смањени су током Т1 у просеку за око 0,3 п.п. На смањење приноса највише су утицала очекивања тржишних учесника о споријем темпу даљег повећања референтних каматних стопа водећих централних банака у условима постепеног слабења инфлаторних притисака и успоравања привредне активности. Поред тога, проблеми у банкарском сектору САД, а затим и Европе, утицали су на раст тражње инвеститора за државним обвезницама као сигурном активом и допринели су паду приноса.

Током Т1 **долар је наставио да депрецира према евр**у и већини осталих водећих валута на међународном финансијском тржишту, с обзиром на постојање назнака да је врхунац инфлације у САД достигнут и да неће бити потребе за даљим снажним повећањем референтне каматне стопе ФЕД-а, које је било главни покретач јачања долара током већег дела прошле године. Такође, успешно разрешење кризе у банкарском сектору смањило је забринутост инвеститора, а тиме и тражњу за долларом као валутом сигурног уточишта.

Графикон V.0.16. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: ММФ.

* Раст представља апрецијацију.

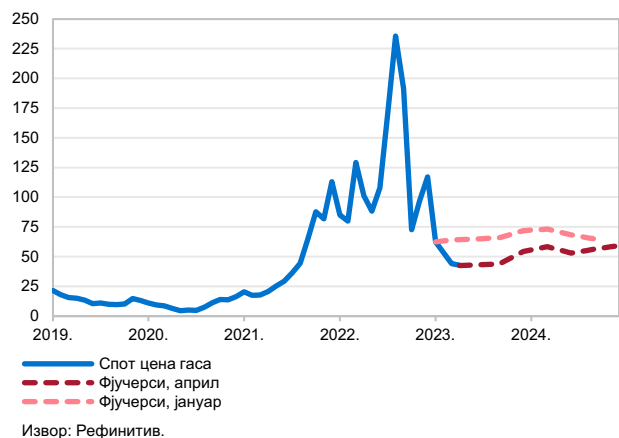
Када су у питању кретања на робним тржиштима, **светска цена нафте** је у Т1 у просеку била нижа за око 7,8% у односу на Т4 2022, што је уједно и први мг. пад након више од две године (за око 18,2%). На такво кретање светске цене нафте доминантно су утицали очекивања о успоравању глобалног привредног раста и мања тражња услед сезонског ремонта рафинерија. Притом, услед страха од нове финансијске кризе због проблема појединих банака у САД и Европи, који би се могли прелити и на реални сектор, средином марта цена нафте смањена је на ниво од око 72 долара по барелу, што је и њен најнижи ниво од децембра 2021. Након што су земље чланице *OPEC*-а најавиле смањење производње за 1,16 млн барела дневно, након првобитног раста у априлу, цена нафте се вратила на силазну путању од средине месеца под утицајем повећаног извоза нафте из Русије и забринутости због слабих економских активности у САД и Европи. Према очекивањима америчке Енергетске информативне администрације (*EIA*), она ће се крајем године наћи на нивоу од око 86 долара по барелу, односно 78 долара по барелу на крају 2024. Као претпоставке о кретању светске цене нафте користили смо фјучерсе с краја априла, према којима ће светска цена нафте крајем ове године износити 78 долара по барелу, а крајем следеће године око 74 долара по барелу.

Услед топлије зиме од уобичајене у Европи и Азији, као и високе попуњености складишних капацитета, **реперна цена природног гаса за Европу** (на холандском чворишту *TTF*) кретала се силазном путањом током Т1 и у марту је у просеку износила око 44 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 500 долара за хиљаду кубних метара гаса),¹² што је и њен најнижи ниво од августа 2021. Тиме је цена гаса у Т1 у просеку била нижа за око 44,3% него у Т4 2022, док је мг. посматрано нижа за 46,7%. У априлу је настављен пад цене природног гаса и она је у просеку износила око 43 евра по мегават-сату. Међутим, и поред високе попуњености складишта гаса, постоји забринутост у погледу снабдевања за наредну зиму, због чега *Consensus Economics* очекује да се цена природног гаса креће узлазном путањом током 2023. и да достигне ниво од око 65 евра по мегават-сату крајем године. Након тога очекује пад цене гаса у П1 2024. и сезонски уобичајен раст у П2. Према тржишним фјучерсима, очекује се сличан тренд, али на nižем нивоу него што то пројектује *Consensus Economics*,

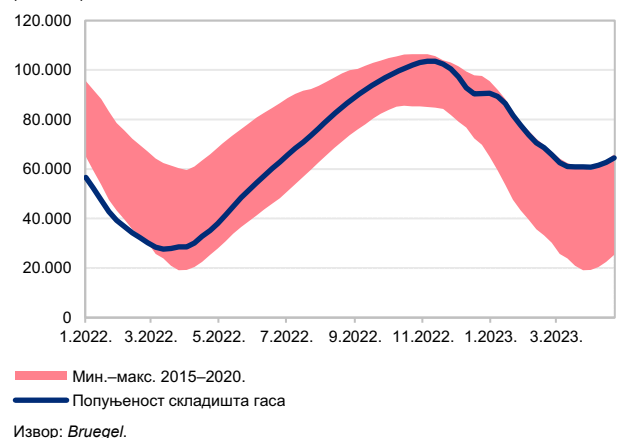
Графикон V.0.17. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Графикон V.0.18. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)

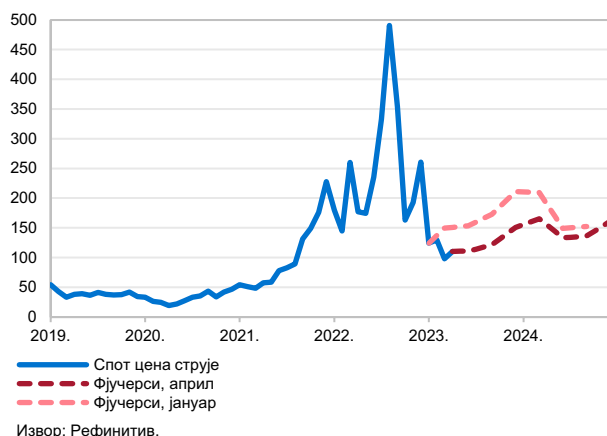


Графикон V.0.19. Попуњеност складишта гаса у ЕУ (млн m³)



¹² Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh = 1.000 m³).

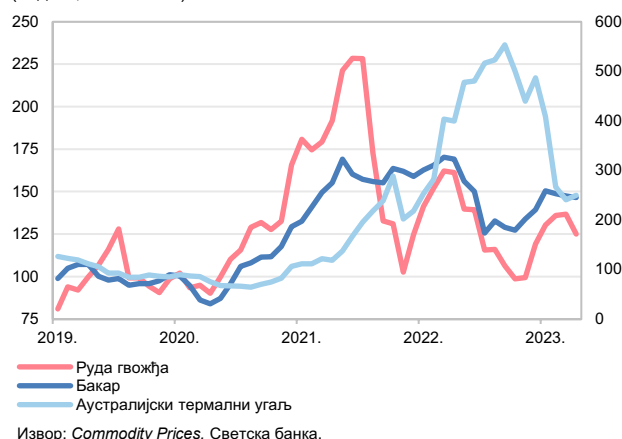
Графикон V.0.20. Европска цена струје (EUR/MWh)



тако да би просечна цена гаса у 2023. и 2024. износила 540 долара по метру кубном и 650 долара по метру кубном, респективно, што је за 21,3% и 9,3% ниже него у нашој претпоставци из фебруара.

Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) знатно је смањена током јануара након одлуке владе Немачке о ограничењу цена струје и гаса и у просеку је износила око 124,5 евра по мегават-сату (наспрам 297,9 у децембру), док је због топлијег времена од уобичајеног за ово доба године додатно смањена у марту, када је у просеку износила око 98,2 евра по мегават-сату. Цена електричне енергије на **мађарској берзи**, која је релевантна за домаће тржиште, имала је сличну динамику и у марту је у просеку износила око 115,4 евра по мегават-сату. Посматрано на нивоу тромесечја, у Т1 цене електричне енергије на немачкој и мађарској берзи биле су у просеку ниже за 43,2% и 41,4%, респективно, у односу на Т4 2022, док су у поређењу са истим периодом претходне године биле ниже за 40,9% и 39,3%, респективно. Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) у априлу се кретала узлазном путањом и у просеку је износила око 111 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, очекује се да ће се реперна цена електричне енергије за Европу кретати узлазном путањом до Т1 2024, када ће достићи ниво од око 166 евра по мегават-сату, након чега ће током Т2 и Т3 2024. сезонски бити у паду (на око 136 евра по мегават-сату), да би у Т4 поново порасла (на око 161 евра по мегават-сату).

Графикон V.0.21. Цене изабраних производа на светском тржишту (индекс, 2019 = 100)



Под утицајем повољних метеоролошких услова и повећане производње и нивоа залиха у Кини, **цена термалног угља**, као алтернативног извора енергије, пратила је динамику цене природног гаса и спуштена је на 187,2 долара по тони на крају Т1, што је и најнижи ниво од децембра 2021. и за 50,6% нижи ниво него на крају Т4 2022. Међутим, у априлу се цена угља кретала узлазном путањом и, према очекивањима *Consensus Economics*-а, након сезонског пада цене у Т2, она ће наставити кретање узлазном путањом од Т3, чиме ће достићи ниво од око 203 долара по тони на крају 2023, након чега ће се вратити на силазну путању и износити око 139 долара по тони у Т1 2025.

По основу нижих цена природног гаса, који се користи као инпут у производњи азотних ђубрива, **цене минералних ђубрива** наставиле су кретање силазном путањом и на крају Т1 биле су ниже за 15,3% у односу на крај 2022. Иако су цене већине минералних ђубрива у паду од априла 2022, када су

Графикон V.0.22. Кретање светских цена минералних ђубрива



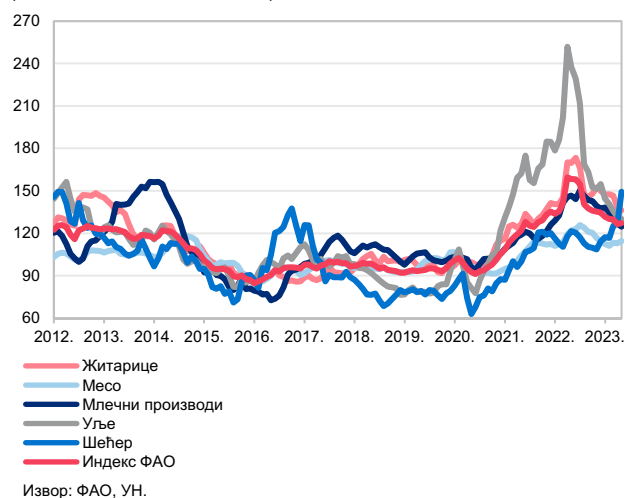
достигле рекордне нивое, оне се и даље налазе изнад вишегодишњег просека под утицајем ниже глобалне понуде, као последице наставка сукоба у Украјини и забране извоза минералних ђубрива у Кини. С тим у вези, постоји бојазан у погледу снабдевања у наредном периоду, што се може одразити на резултате пољопривредне сезоне. Цене минералних ђубрива наставиле су кретање силазном путањом у априлу, пре свега под утицајем ниже цене калијум-хлорида.

Током јануара цене већине **метала и минерала** наставиле су да расту после укидања политике нулте толеранције према вирусу корона у Кини, која је највећи светски купац метала. Међутим, до краја Т1 оне су се нашле на силазној путањи под утицајем раста залиха индустријских метала на Лондонској берзи, као и слабије тражње у Кини од очекиване. Изузетак је цена руде гвожђа, која је наставила да се креће узлазном путањом. На крају Т1 ове цене су биле за 0,7% више него на крају Т4 2022. Пад цена метала и минерала настављен је у априлу, док *Consensus Economics* очекује да ће индекс светских цена основних метала¹³ остати на готово непромењеном нивоу до краја периода пројекције.

Мерене индексом ФАО, **светске цене хране** наставиле су да се крећу силазном путањом и на крају Т1 биле су ниже за 3,7% него у децембру 2022. Паду су допринеле ниже цене биљних уља (8,9%), које су се нашле на најнижем нивоу у претходне две године услед ниже увозне тражње, као и повећаних залиха. Исти фактори су деловали и на пад цена млека и млечних производа (5,7%). **Цене житарица**, чији је Србија нето извозник, биле су готово непромењене у јануару и фебруару услед неизвесности око њиховог транспорта Црним морем, али су, након продужења договора о извозу овим путем, у марту смањене и биле ниже него у децембру за 5,9%. У супротном смеру деловале су цене шећера, које су на нивоу Т1 порасле за 8,4%, као и цене меса, које су у истом периоду незнатно повећане (0,5%). По основу наставка раста цена шећера и меса, у априлу, први пут након више од годину дана, светске цене хране забележиле су раст, од 0,6%.

Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту наставиле су кретање силазном путањом у Т1, након достизања рекордног нивоа у 2022. и оствариле су мг. пад од 6,95%. Таква кретања

Графикон V.0.23. **Индекс светских цена хране**
(номинално, 2014–2016 = 100)



¹³ Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на бази њиховог учешћа у светској трговини металима: алуминијум (47%), бакар (32%), никл (8%), цинк (7%), олово и калај (по 3%).

Графикон V.0.24. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа* (Т4 2013 = 100)



Извор: Продуктна берза у Новом Саду, CBOT, Euronext и прерачун НБС.
* Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

определиле су ниже цене пшенице и кукуруза, услед продужења споразума о транспорту житарица црноморским коридором у марту и страха од рецесије. Пад цена примарних пољопривредних производа настављен је и у априлу, под утицајем нижих цена житарица услед повећане понуде пшенице из Русије и Аустралије и кукуруза из Јужне Америке. Претпоставке о кретању цена примарних пољопривредних производа у наредном периоду базирани смо на двонедељном просеку фјучерса на светским берзама. Полазећи од тога, према мајској пројекцији, у наредном периоду очекујемо додатни пад цена примарних пољопривредних производа, тако да на крају године оне буду ниже за 16,7% него на крају 2022, као и да се умерен пад од 3,6% настави и у 2024. години.

Интерне претпоставке

У наредном периоду очекује се наставак смањења трошкова енергената, а потом и осталих инпута у пољопривредној производњи, што би требало да резултира и даљим смањењем **цена домаћих примарних пољопривредних производа**, које ће кретати слично као светске цене примарних пољопривредних производа. Када је реч о карактеру домаће пољопривредне сезоне, у недостатку прецизнијих информација о засејаним површинама и ефекту хладног времена почетком априла, и даље претпостављамо да ће она бити исподпросечна због истрошених резерви пољопривредних произвођача (минералних ђубрива, семена и др.), али боља од претходне.

Пораст цена енергената на светском нивоу и њихова смањена расположивост у претходном периоду захтевали су наставак усклађивања цена струје и природног гаса на домаћем тржишту од 7,1% и 10,8%, респективно, у јануару ове године како би се избегли већи губици компанија из енергетског сектора. Планирано је даље повећање тих цена у овој години, које је за мај и најављено, док ће обим повећања у наредној години зависити од кретања цена гаса и струје на светском тржишту. Уз редовно усклађивање акциза на цигарете и очекивани раст цена комуналних услуга, повећање цена енергената за домаћинства за последицу би требало да има раст **регулисаних цена** у овој години од 13,6%, док смо за 2024. претпоставили раст од 7,1%.

Када је реч о факторима који утичу на домаћу тражњу, у овој години очекује се наставак **раста зарада**, чему ће допринети и раст минималне цене рада за 14,3%,

као и запослености у приватном сектору, мада споријим темпом него у претходној години, при чему очекивано успоравање инфлације треба да допринесе њиховом већем расту реално посматрано. Додатан извор потрошње биће повећање пензија и плата у јавном сектору, које ипак не би требало да пређу границе утврђене фискалним правилима (10% БДП-а), као и очекивани наставак раста прилива од дознака.

Ревидираном Фискалном стратегијом за 2023. са пројекцијама за 2024. и 2025. фискална политика у средњорочном периоду планирана је тако да се обезбеди наставак смањења фискалног дефицита и опадајуће путање учешћа јавног дуга у БДП-у, а да се притом не генеришу додатни инфлаторни притисци. Издвајања државе за капиталне инвестиције пројектују се на око 6–7% БДП-а годишње, а дефицит опште државе на 3,3% БДП-а ове године, у условима и даље очекиваних високих издатака за енергенте, а затим се очекује његово смањење на око 1,4% БДП-а у 2025, што ће обезбедити да јавни дуг настави да опада. При томе, нижи од очекиваног дефицит у 2022. и добри резултати од почетка ове године (дефицит од око 25 млрд динара или 1,4% БДП-а) омогућавају већи раст капиталних издатака државе, као и да јавни дуг опада и брже од очекивања од 54% БДП-а на крају 2025. Томе треба да допринесе и усвајање новог сета фискалних правила изменом Закона о буџетском систему. Према нашој оцени, доследна примена фискалних правила позитивно би се одразила и на кредитни рејтинг и премију ризика земље.

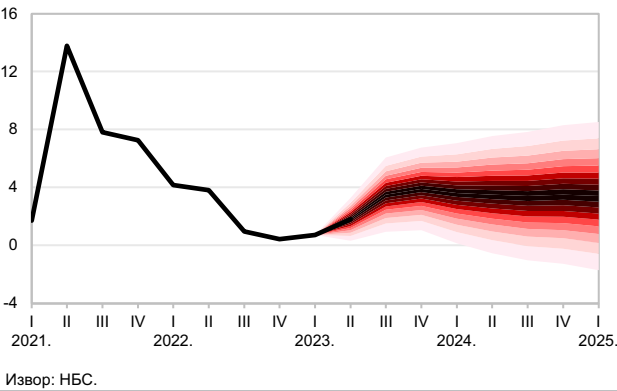
Пројекција БДП-а

Пројектовану стопу раста БДП-а Србије за ову годину задржали смо у распону 2,0–3,0%, колико смо очекивали и у фебруару. Према првим проценама РЗС-а, раст БДП-а у Т1 износио је 0,7% м.г. и био је вођен растом активности у индустрији, пре свега захваљујући расту производње у електроенергетском систему, а затим у услужним секторима. Очекујемо да ће у наставку године уследити убрзање привредног раста БДП-а, чему треба да допринесе и убрзање раста у зони евра. Поред тога, у зони евра очекује се бржи привредни раст него у фебруару (сада смо користили претпоставку од 0,7% наспрам 0%, колико смо очекивали у фебруару), који ће се извесно позитивно одразити на наш извоз и раст приватних инвестиција. Имајући то у виду, као и то што су спољнотрговинска кретања у Т1 била знатно повољнија од очекивања, променили смо пројектовану структуру раста у односу на очекивања из фебруара. Тако сада очекујемо позитиван

Табела V.0.5. Нови сет фискалних правила

Општа фискална правила	
Дуг сектора државе, укључујући обавезе по основу реституције, неће бити већи од 60% БДП-а	
Циљани средњорочни дефицит је 0,5% БДП-а	
У зависности од висине дуга сектора државе дефицит се коригује на следеће нивое (у % БДП-а):	
60% или изнад	0,0%
55–60%	0,5%
45–55%	1,5%
45% или испод	3,0%
Посебна фискална правила	
Учешће плата сектора државе у БДП-у до 10%	
Индексирање пензија зависно од њиховог учешћа у БДП-у, и то:	
10,5% или изнад	Индексирање према промени ИПЦ-а
10–10,5%	Пондерисано индексирање према промени нето просечне зараде и промени ИПЦ-а
10% или испод	Индексирање према промени нето просечне зараде
Извор: Министарство финансија.	

Графикон V.0.25. Пројекција раста БДП-а (м.г. стопе, у %)



Табела V.0.6. Пројекције БДП-а Србије од међународних институција

	Раст реалног БДП-а	
	2023.	2024.
ММФ	2,0	3,0
Светска банка	2,3	3,0
Standard & Poor's	2,1	3,0
Fitch	1,8	3,8
Consensus Economics	2,1	3,0

Извор: наведене институције.

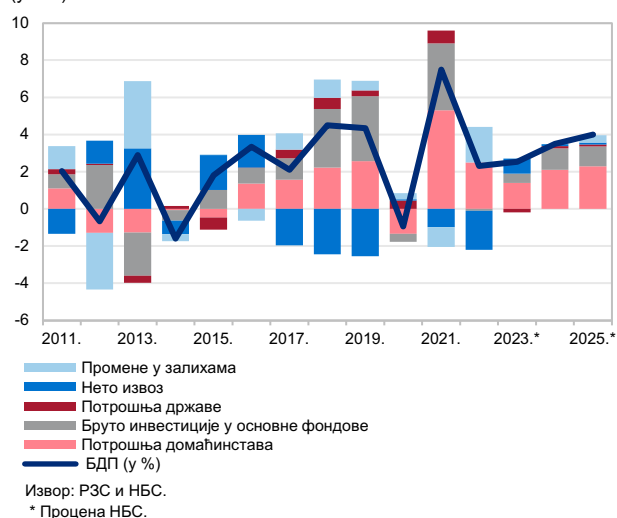
допринос нето извоза уместо негативног, при чему један део бржег раста извоза највероватније потиче од залиха, код којих на нивоу године самим тим очекујемо нижи допринос.

Раст БДП-а у 2023. биће вођен домаћом тражњом, а највећи позитиван допринос очекује се од **приватне потрошње**, од 1,4 п.п., као резултат раста зарада у приватном и јавном сектору, пензија и веће запослености. При томе, имајући у виду кључне показатеље потрошње у Т1, пројектовани раст потрошње за ову годину нешто је нижи него што смо очекивали у фебруару. Важно је нагласити да се од ове године примењују фискална правила за плате у јавном сектору и пензије, због чега очекујемо да ће се учешће расхода за запослене у јавном сектору, као и пензија, задржати испод 10% БДП-а, што је посебно важно са становишта обезбеђења одрживости привредног раста, као и фискалне одрживости. С друге стране, на расположив доходак за потрошњу негативно ће се одразити раст цене задуживања на домаћем тржишту по основу заштравања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а и по том основу мања тражња за кредитима намењеним потрошњи, као и даље релативно високи издаци за храну и енергенте. Са очекиваним исцрпљивањем ефеката трошковних притисака, приватна потрошња ће у 2024. убрзати раст и повећати допринос БДП-у на преко 2 п.п.

Према нашој процени, ове године ће се смањити издаци за куповину робе и услуга, реално посматрано, на основу чега очекујемо благо негативан допринос **државне потрошње** (од 0,2 п.п.). За наредне године, са очекиваним смањењем дефицита опште државе по другим основама, очекује се благ позитиван допринос потрошње државе.

За разлику од претходне пројекције, када смо због глобално повећане аверзије према ризику услед повећане неизвесности на коју су се одражавале геополитичке тензије, високи оперативни трошкови предузећа у условима снажног раста цена енергената и других сировина у производњи, нижа екстерна тражња, као и заштрени финансијски услови, очекивали стагнацију **фиксних инвестиција** у Србији у овој години, сада очекујемо њихов благ позитиван допринос. Позитиван допринос очекујемо и од **инвестиција државе** (као и у претходној пројекцији) због наставка реализације инфраструктурних пројеката и планираних високих капиталних издатака државе. Међутим, сада благ позитиван допринос очекујемо и од **приватних инвестиција**, чему треба да допринесе и већи

Графикон V.0.26. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Графикон V.0.27. Стопа раста приватне потрошње и њених извора (номиналне мг. стопе, у %)



пројектовани раст зоне евра него што смо очекивали пре три месеца. Основни извор финансирања приватних инвестиција остаје сопствени капитал / сопствена средства, чему доприноси повећана профитабилност привреде, на шта указују веће уплате пореза на добит (за претходну годину) у Т1 од очекиване, као и висок прилив по основу СДИ. С друге стране, скупљи су кредитни извори финансирања, пре свега услед наставка заостравања монетарне политике ЕЦБ-а, с тим да је досадашње заостравање било у складу с нашим очекивањима од пре три месеца. По основу очекиваног смањења трошкова производње и глобалне неизвесности, наставка решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања и убрзања реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре, требало би да укупне фиксне инвестиције од 2024. доприносе расту БДП-а са око 1 п.п. годишње, као и да задрже учешће у БДП-у близу 23%.

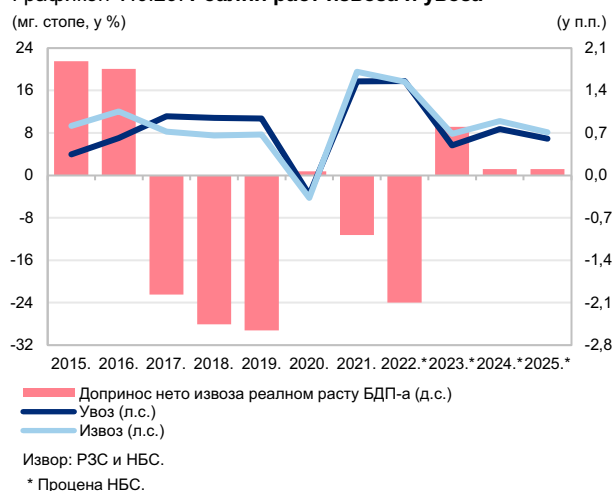
С нормализацијом прилика у погледу цена и расположивости енергената и хране, као и с постепеним решавањем застоја у глобалним ланцима снабдевања, испразниле су се **залихе** готових производа, пре свега капиталних производа, које су делом искоришћене за домаћу потрошњу, а делом за извоз. Имајући то у виду, сада, уместо позитивног, очекујемо неутралан допринос залиха БДП-у у овој и следећој години.

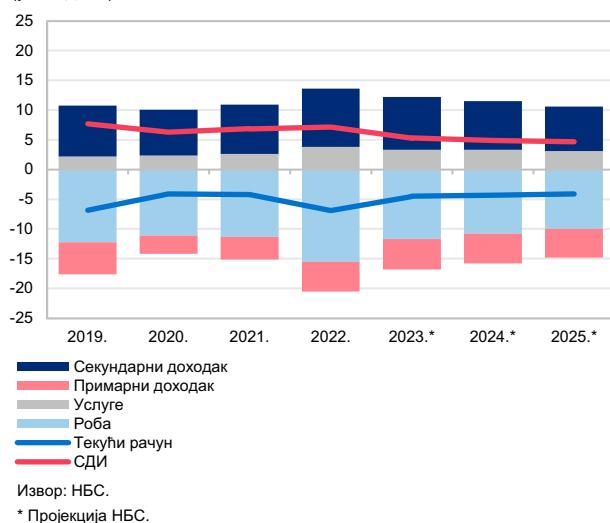
Спољнотрговинска кретања у Т1, која карактерише знатно виши реални раст извоза робе и услуга од увоза, знатно су повољнија од очекивања. Томе доприноси извоз електричне енергије, мањи увоз осталих енергената, али и то што већина најважнијих извозних грана прерађивачке индустрије, са изузетком основних метала, производње нафте и хемикалија и хемијских производа, наставља да бележи двоцифрене стопе раста извоза, и поред смањене екстерне тражње. Важно је нагласити и да је мања екстерна тражња у великој мери била компензована растом извозне понуде прерађивачке индустрије по основу инвестиција из претходног периода. Поред тога, захваљујући пре свега расту извоза ИКТ сектора, очекује се наставак суфицита у размени услуга. Имајући то у виду, као и виши пројектовани привредни раст зоне евра, што би требало позитивно да се одрази на наш извоз, сада очекујемо да ће **нето извоз** ове године позитивно допринети БДП-у са око 0,8 п.п. И у наредним годинама очекује се благо позитиван допринос нето извоза, чему треба да допринесе очекивани опоравак екстерне тражње. Такође, важан фактор раста извоза

Графикон V.0.28. Кретање инвестиција у основне фондове
(мг. раст, у п.п.)



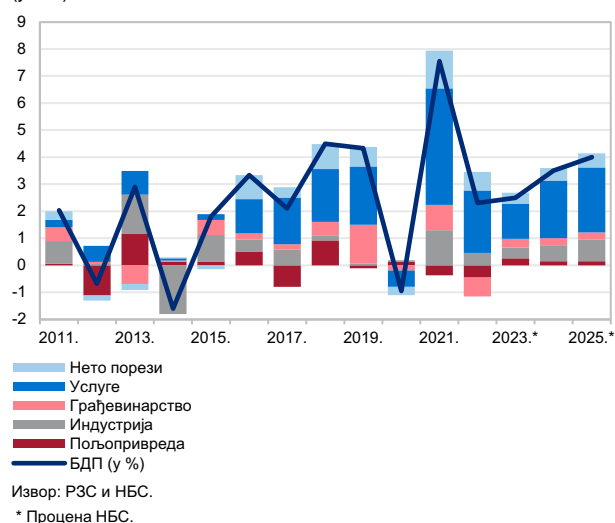
Графикон V.0.29. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.30. **Пројекција текућег рачуна и СДИ**
(у % БДП-а)

биће ефекти нових инвестиција у извозно оријентисане секторе, што би требало да резултира убрзањем раста реалног извоза робе и услуга. Позитиван допринос нето извоза очекује се и поред тога што ће и увоз расти, вођен растом увоза опреме и репроматеријала за потребе реализације инвестиционих пројеката, а у мањој мери и увозом потрошне робе и туристичких услуга.

Имајући у виду остварена спољнотрговинска кретања у Т1, наставак раста прилива дознака по релативно високим мг. стопама, као и пројектован наставак пада светских цена енергената у складу с кретањем фјучерса (поправљање односа размене), снизили смо пројекцију **учешћа дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП-у** за ову годину на 4,5%, што је боље од наших очекивања из претходног извештаја, када смо пројектовали да ће бити на сличном нивоу као у 2022. При томе, будући да је у Т1 остварен минимални текући дефицит, постоји велика вероватноћа да остварење у 2023. години буде боље од ове пројекције. За наредне године пројектујемо наставак постепеног снижавања дефицита текућег рачуна ка нивоу од око 4% БДП-а, као резултат раста извозне понуде по основу инвестиција из претходног периода, али и опоравка екстерне тражње. Према нашој процени, **нето прилив по основу СДИ** наставиће да у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна, као и у претходних осам година, што доприноси одрживости наше екстерне позиције, при чему очекујемо задржавање њихове високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе.

Графикон V.0.31. **Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна**
(у п.п.)

Посматрано с **производне стране**, због високог учешћа у структури БДП-а и у складу с наставком раста личне потрошње, према нашој процени, највећи позитиван допринос расту БДП-а очекује се од **услужних сектора**, од 1,3 п.п. ове године и око 2 п.п. у 2024, али нешто мањи него у претходној пројекцији. Позитиван допринос, према нашим проценама, ове и наредне године пружиће и **нето порези** (од око 0,4 п.п.). Имајући у виду и даље релативно високе трошкове пољопривредне производње, пре свега високе цене минералних ђубрива, због чега ће највероватније и ове године бити коришћена мања количина ђубрива од оптималне, претпоставили смо да ће овогодишња пољопривредна сезона такође бити исподпросечна, мада боља од претходне, када смо се суочили и с негативним ефектима суше. Претпоставили смо да ће овогодишња **пољопривредна производња** бити већа за око 5% од прошлогодишње, што би требало да

резултира њеним благим позитивним доприносом БДП-у од око 0,3 п.п., док смо за наредну годину претпоставили просечну сезону, уз позитиван допринос пољопривреде БДП-у од око 0,2 п.п. Благ позитиван допринос и ове године и наредних година очекује се и од **грађевинарства** (од по 0,3 п.п. годишње), пре свега као резултат планиране реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре.

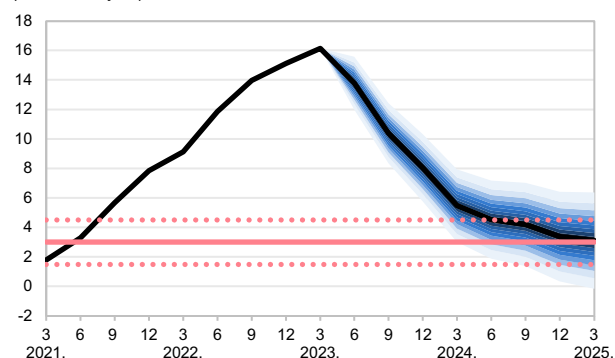
Позитиван допринос ове године сада очекујемо од **индустрије** (од око 0,4 п.п.), за разлику од фебруарске пројекције, када смо очекивали стагнацију. Благ позитиван допринос сада би требало да пружи и **прерађивачка индустрија**, захваљујући вишој пројектованој стопи раста БДП-а зоне евра, наставку раста извоза по релативно високим стопама, што је резултат претходних инвестиција у разменљиве секторе и по том основу повећаних производних капацитета, као и пражњењу залиха готових производа. Расту активности у **сектору рударства** допринеће већа експлоатација угља и руде метала, нарочито бакра, док ће услед ниске базе из претходне године и очекиваног наставка раста производње, и **енергетика** дати благ позитиван допринос. У наредним годинама очекујемо убрзање раста индустрије (уз позитиван допринос БДП-у од око 0,6 п.п.), чему ће допринети активирање нових и проширење постојећих капацитета у прерађивачкој индустрији и опоравак екстерне тражње, као и структурне реформе у области енергетике планиране у новом аранжману с ММФ-ом.

Пројекција инфлације

Период од наше претходне пројекције из фебруара обележила је и даље присутна неизвесност у погледу глобалног привредног раста и инфлације, као и степена заштравања монетарне политике водећих централних банака. Иако су светске цене енергената и других примарних производа смањене, а показатељи који указују на застоје у глобалним ланцима снабдевања и контејнерске транспортне трошкове готово у потпуности враћени на нивое пре пандемије, **инфлаторни притисци на глобалном нивоу и даље изазивају забринутост**. Иако се инфлација постепено смањује у великом броју земаља, она је још увек висока, при чему базна инфлација наставља да расте, чему доприносе фактори с тржишта рада, што указује на то да **борба централних банака са инфлацијом још увек није завршена**.

Наша нова пројекција м.г. инфлације у складу је с поменутиим кретањима и чињеницом да глобални

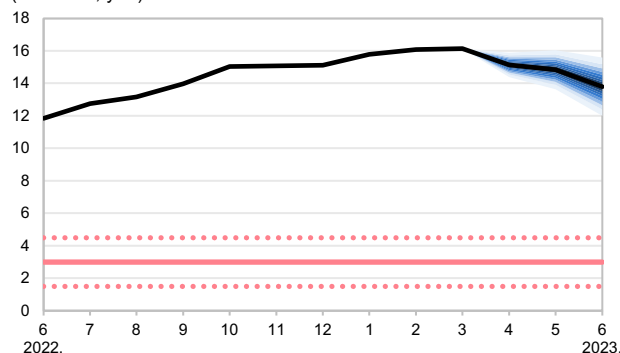
Графикон V.0.32. Пројекција инфлације
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, вероватноћа да ће инфлација у наредних осам тромесечја бити изван распона на графикону износи 10%.

Графикон V.0.33. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



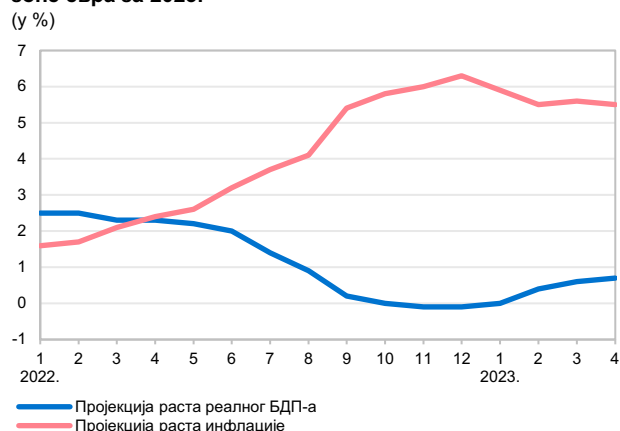
Извор: НБС.

Табела V.0.7. Пројекције просечне инфлације у Србији од стране међународних институција

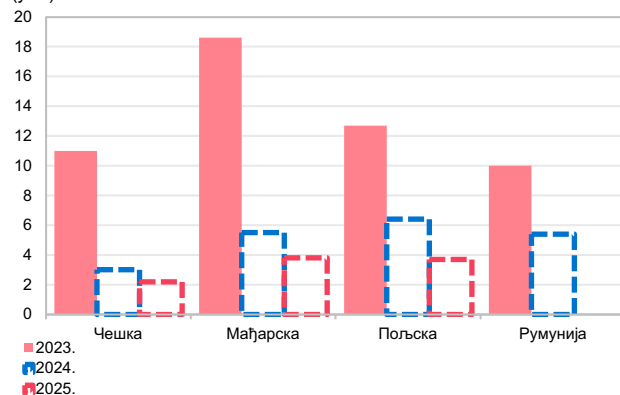
	Просечна инфлација	
	2023.	2024.
ММФ	12,2	5,3
Светска банка	8,2	4,0
<i>Consensus Economics</i>	10,1	4,6

Извор: наведене институције.

Графикон V.0.34. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2023. (у %)

Извор: *Consensus Economics*.

Графикон V.0.35. Пројекција раста потрошачких цена (у %)

Извор: *Consensus Economics*.

инфлаторни притисци, иако још увек релативно високи, постепено попуштају, што се очекује и у наредном периоду. Према мајској централној пројекцији, очекујемо да пад мг. инфлације започне у Т2, да буде израженији у П2 ове године и да се мг. инфлација врати у границе циља средином 2024. Као и у претходној пројекцији, очекујемо да у смеру ниже инфлације делују досадашње заостравање монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Готово сви трошковни фактори из међународног окружења требало би у наредном периоду да утичу на постепено успоравање инфлације. Кључне претпоставке опадајуће путање инфлације коју очекујемо јесу кретање цена примарних производа у складу с фјучерсима, као и даље смањење инфлације у свету, пре свега у зони евра. Смањење притисака по основу увозне инфлације на цене у Србији током хоризонта пројекције један је од важних фактора пројектованог враћања инфлације ка циљу.

Иако су се претходно нашле на рекордном нивоу, светске цене хране су смањене последњих месеци, а знатније смањење очекује се у наредном периоду, захваљујући добрим изгледима за жетву кључних пољопривредних култура. Такође, иако неизвесност и даље постоји у погледу извоза житарица из Украјине, засад се продужавају споразуми којима се дозвољава извоз из црноморских лука. На пад светских цена хране у наредном периоду указује и очекивано смањење цена примарних пољопривредних производа према фјучерсима. То је у складу са смањењем трошкова енергената, као и осталих инпута у пољопривредној производњи, пре свега минералних ђубрива. Очекивања су слична и за светску цену нафте, која је смањена у марту под утицајем успоравања раста светске привреде и мање тражње рафинерија. У првој половини априла светска цена нафте повећана је пре свега због одлуке земаља OPEC+ да смање производњу у наредном периоду, али се након тога ипак вратила на опадајућу путању. Очекивано смањивање цене нафте на међународном тржишту и у наредној години допринело би даљем паду мг. инфлације у Србији.

У складу са успоравањем глобалног привредног раста, очекујемо дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње током целог хоризонта пројекције. Када је у питању домаћа тражња, нешто нижи расположиви доходак за потрошњу услед

заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије делом ће бити компензован растом плата у јавном сектору и пензија, као и наставком позитивних трендова на тржишту рада. Због тога, након продубљивања производног јаза у Т3 2023, очекујемо да наведени фактори резултирају постепеним смањењем негативног производног јаза, али се он ипак неће затворити до краја периода пројекције.

Посматрано по категоријама инфлације, очекујемо да **цене нафтних деривата** ове године буду главни дезинфлаторни фактор, ако се светска цена нафте буде кретала у складу с фјучерсима. Као и у претходној пројекцији, очекујемо да допринос цена нафтних деривата у Т2 2023. пређе у негативну зону и да се тамо задржи до краја године због снажног ефекта базе, а да након тога, па до краја периода пројекције буде готово неутралан.

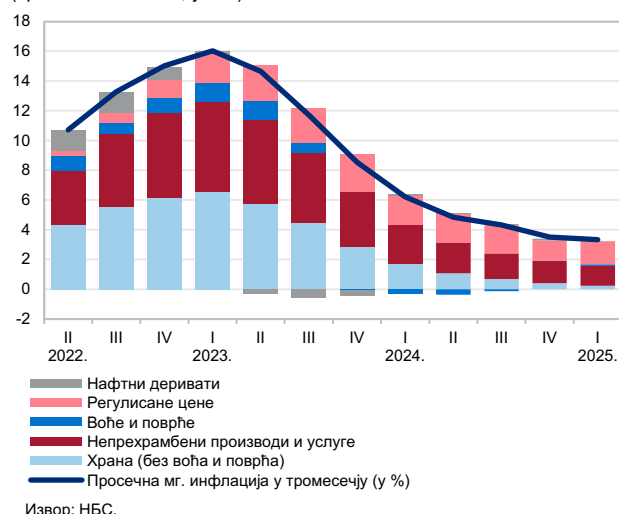
Када су у питању цене воћа и поврћа, очекујемо да ће се оне са актуелног релативно високог нивоа постепено вратити свом дугорочном тренду (који одговара расту цена непрехрамбених производа и услуга). Наиме, због смањене понуде након прошлогодишње суше у Србији и већем делу Европе, као и виших трошкова производње и логистике, знатно су повећане цене ове категорије инфлације, пре свега поврћа. Са смиривањем трошковних притисака по основу цена енергената, пре свега природног гаса, а тиме и минералних ђубрива, као и с доласком нове пољопривредне сезоне, очекујемо да ће се и њихов допринос м.г. инфлацији смањити – најпре на нулти ниво у Т4 ове године, а затим да ће у наредној години прећи у негативну зону, тј. деловати у правцу смањења м.г. инфлације.

Раст трошковних притисака у производњи хране, који је у највећој мери последица раста светских цена енергената и примарних пољопривредних производа, амбалаже и других сировина у производњи, одразио се и на раст **прехранбене инфлације** (цена хране без воћа и поврћа) на домаћем тржишту. У складу с нашим очекивањима у претходној пројекцији, цене прехранбених производа у Т1 ове године највише су допринеле расту м.г. инфлације међу појединачним компонентама инфлације. У наредном периоду очекујемо слабљење највећег дела трошковних притисака и опадање увозне инфлације, што ће успорити раст цена хране у наредном периоду, тако да ће се допринос цена хране м.г. инфлацији константно смањивати до краја периода пројекције, за више од 6,0 п.п. На опадање трошковних притисака у производњи хране указује даље затварање јаза

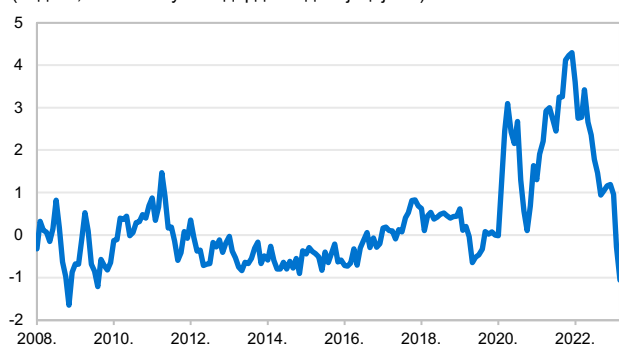
Графикон V.0.36. **Пројектовано кретање производног јаза***
(у % потенцијалног производа)



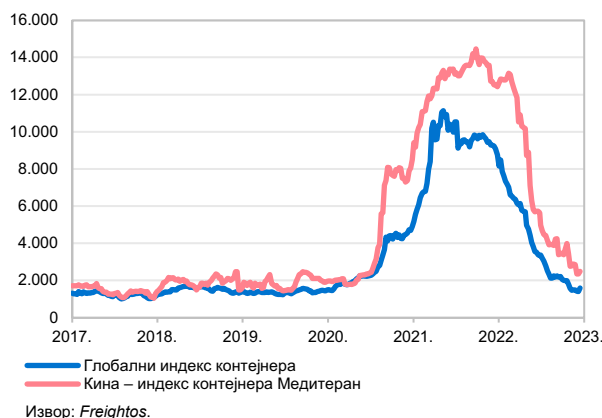
Графикон V.0.37. **Доприноси м.г. инфлацији по компонентама**
(просечне м.г. стопе, у п.п.)



Графикон V.0.38. **Притисци у глобалним ланцима снабдевања**
(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Графикон V.0.39. Цена контејнерског транспорта
(у USD)



реалних маргиналних трошкова (мереног одступањем односа цена инпута и цена финалних прехранбених производа од тренда). Овај јаз је почео да се затвара у Т3 прошле године, што је настављено у Т4 и почетком ове године, с додатним поскупљењем хране и падом цена примарних пољопривредних производа. Силазна путања прехранбене инфлације коју очекујемо до краја периода пројекције евентуално би могла бити ублажена, али не и нарушена, несавршеном тржишном структуром на страни понуде, тј. мањком снажније конкуренције у овом сегменту.

Тенденцију смањења доприноса м.г. инфлацији очекујемо и од **непрехранбене инфлације**. Цене ове категорије производа зависе у великој мери од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер. Раст непрехранбене инфлације од 2021. готово се у потпуности подудара с растом увозне инфлације из зоне евра, али и из других земаља ЕУ изван зоне евра које су такође наши важни партнери, а бележе и даље релативно високу инфлацију (попут Мађарске, Румуније, Чешке). Висока увозна инфлација управо је фактор који је деловао инфлаторно код ове компоненте инфлације, чије ће дејство снажно слабити у периоду пројекције. Такође, са смањеним ценама међународног транспорта и индустријских сировина, отклоњеним застојима у глобалним ланцима снабдевања, као и нижом агрегатном тражњом и смањењем инфлационих очекивања, очекујемо смањење притиска на домаће цене непрехранбених производа, па би требало да се допринос ове групе укупној инфлацији постепено смањује до краја периода пројекције.

Изузетно високе цене енергената на светском тржишту у претходном периоду главни су разлог очекиваног раста **регулисаних цена** у периоду пројекције. У складу с нашом претпоставком о повећању регулисаних цена у овој години за 13,6%, а у наредној за 7,1%, допринос регулисаних цена м.г. инфлацији постепено ће се смањивати – са 2,5 п.п. крајем ове године на 1,3 п.п. крајем следеће године.

Ризици пројекције БДП-а и инфлације

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се у највећој мери односе на факторе из међународног окружења: изгледе за глобални привредни раст, цене енергената и примарних производа на светском тржишту, као и степен заостравања монетарних политика водећих централних банака и глобалне услове финансирања. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици

Табела V.0.8. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације

Ризик	Могући канали утицаја	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Изгледи за глобални привредни раст	– Спорији раст светске привреде, а пре свега привреде зоне евра, имао би за последицу нижу екстерну тражњу за нашим извозом и мање притиске на инфлацију са стране тражње.	↓	↓
Геополитичке тензије и дешавања у Украјини	– Заостравање геополитичких тензија довело би до даљег раста цена енергената и других примарних производа, што би резултирало вишим трошковима производње и вишим инфлаторним притисцима. – Ако се не би продужила иницијатива о извозу хране и минералних ђубрива из неколико црноморских лука, могле би се повећати светске цене хране, што би резултирало вишим инфлаторним притисцима.	↓	↑
Цена нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената)	Раст светских цена енергената за последицу има раст трошкова производње, што смањује средства за инвестиције, а на инфлацију може имати и секундарне ефекте, што делом може бити компензовано нижом тражњом за овим производима.	↓	↑
Светске цене примарних пољопривредних производа и метала (Србија нето извозник)	Раст/пад цена примарних пољопривредних производа и метала има инфлаторне/дезинфлаторне ефекте. То повећава/смањује трошкове производње и смањује/повећава расположиви доходак за инвестиције, а ефекти на БДП највероватније би били неутралисани растом/падом извоза, јер је Србија нето извозник примарних пољопривредних производа и метала.	↕	↕
Глобална инфлација, пре свега инфлација у зони евра, и монетарне политике водећих централних банака	– Виша/нижа глобална инфлација, а пре свега инфлација у зони евра, од очекиване делује у правцу више/ниже увозне инфлације, што повећава/смањује трошкове производње. – Веће и/или брже од очекиваног заостравање монетарних политика водећих централних банака води већој аверзији инвеститора према ризику и мањим токовима капитала према земљама у успону, и обрнуто.	↕	↕
Пољопривредна сезона	Боља од претпостављене пољопривредне сезоне води већој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне притиске.	↑	↓
Брзина раста домаће тражње	Виши/нижи расположиви доходак по основу бржег/споријег раста зарада и запослености од очекиваног, услед више/ниже извозне тражње, вишег/нижег прилива СДИ и/или убрзане/успорене реализације инфраструктурних пројеката од стране државе, за последицу би имао бржи/спорији раст домаће тражње и веће/мање инфлаторне притиске. Већи/мањи раст цена грађевинског материјала убрзао/успорио би активност у грађевинарству и приватних инвестиција.	↕	↕
Опоравак сектора енергетике и регулисане цене	Реформа сектора енергетике може да има мање и веће ефекте на обим производње од очекиваног. Због пада цена енергената на светском тржишту претходних месеци, могућ је нижи раст регулисаних цена од очекиваног.	↕	↓

Напомена: ↑ означава инфлаторнији утицај у односу на основни сценарио, ↓ нижи привредни раст, ↑ виши привредни раст, ↓ дезинфлаторнији утицај, а ↕ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.

пројекције се у највећој мери односе на исход овогодишње пољопривредне сезоне, прилив по основу СДИ, опоравак сектора рударства (производње угља) и темпо извођења грађевинских радова у условима још увек високих цена грађевинског материјала. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне.

Неизвесност у погледу глобалног привредног раста већа је него пре три месеца, уз доминацију ризика наниже. Недавни потрес у банкарском сектору појединих развијених земаља због проблема одређених финансијских институција скренуо је пажњу на повећану финансијску рањивост, као последицу дугог периода који су карактерисали

услови изузетно ниских каматних стопа и огромне ликвидности. Знатно пооштравање монетарне политике водећих централних банака довело је до знатних губитака на страни активе и уједно повећало трошкове финансирања банака. ММФ оцењује да су ризици основне пројекције глобалног привредног раста изразито асиметрични наниже, с повећаним изгледима да би могло уследити „тврдо приземљење” услед могућег погоршања стања у финансијском сектору и по том основу наставка пооштравања глобалних финансијских услова и слабљења економске активности, због чега би проблеми с високом задуженошћу могли постати системског карактера. Ризик по глобални привредни раст представља и чињеница да ће привредни раст Кине у наредном периоду морати да се у већој мери заснива на домаћој тражњи, пре свега због успоравања главних трговинских партнера Кине, те постоји могућност да он буде спорији од претпостављеног. Ефекти на остатак света, па и Србију, испољили би се пре свега кроз нижу екстерну тражњу и мање инфлаторне притиске, као и цене енергената и примарних производа. Нижа екстерна тражња одразила би се на успоравање раста активности домаће прерађивачке индустрије и извоза. Поред тога, изгледи за привредни раст главних трговинских партнера Србије могли би ослабити и услед перзистентно високе базне инфлације и резултирајуће рестриктивније монетарне политике од очекиване, што би могло негативно да се одрази на екстерну тражњу за нашим производима. С друге стране, глобални привредни раст можда ипак неће успорити толико колико се очекује и због тога што је данас у већини земаља отпорност банкарског система на екстерне ризике боља захваљујући чвршћој регулативи која је примењена након кризе 2008. године. Такође, постоји могућност да раст БДП-а Кине буде бржи од очекиваног, као и да се у многим земљама кумулирана штедња искористи за потрошњу, што би могло да погура раст светске економије, а тиме и нашег извоза. Бржи раст БДП-а Кине од очекиваног вероватно би повећао и цене енергената и других примарних производа и отежао борбу против инфлације, истовремено захтевајући строжу монетарну политику. Имајући све поменуто у виду, ценимо и да су **ризиви пројекције инфлације и БДП-а по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње израженији наниже.**

Утицај геополитичких тензија и сукоба у Украјини најизраженији је на европском тржишту. Интензивирање конфликта у Украјини може изазвати поновни скок цена енергената и хране, подстицајући инфлаторне притиске, а тиме и даље заоштравање

монетарних политика ради обуздавања раста инфлације. Иако су несташице гаса у ЕУ избегнуте ове зиме, а цена гаса нижа од претходно очекиване, проблеми се могу јавити у попуњавању залиха гаса за следећу зиму. Проблеми посебно могу бити изражени ако се повећа тражња из Кине, јер ће то довести и до раста цене гаса у ЕУ. Чак и кад би изостали директни ефекти на цену гаса у Србији, то би се одразило на раст увозне инфлације, а тиме и домаће инфлације. Такође, уколико не буде продужен споразум о извозу жита и друге хране, као и извозу минералних ђубрива из неколико црноморских лука, могле би порасти светске цене хране. Геополитичка фрагментација може проузроковати знатне губитке у светској производњи, укључујући и негативне ефекте на СДИ. Имајући поменуто у виду, ценимо да су **ризични пројекције БДП-а по основу евентуалне ескалације сукоба у Украјини и даље асиметрични наниже, а инфлације навише.**

Када се, с једне стране, узму у обзир ризици по глобални привредни раст и, с друге стране, ризици од геополитичких тензија, ценимо да су **ризични одступања светских цена примарних производа (пољопривредних производа и метала) симетрични.**

Снажан раст цена нафте, гаса и хране могао би **поново да погура глобалне инфлаторне притиске навише.** Такође, затегнутост на тржишту рада, пре свега у развијеним земљама, могла би изазвати већи раст зарада од очекиваног. Уследио би вероватно раст базне инфлације и инфлационих очекивања, који би захтевао додатно заштравање монетарних услова и њихову рестриктивност у дужем периоду, што би произвело негативне ефекте по привредни раст и финансијску стабилност. ЕЦБ је у марту оценила да на раст инфлације и њено задржавање на високом нивоу и у средњем року могу утицати инфлациона очекивања изнад циља, даљи раст плата и профитних маржи компанија, као и бржи привредни раст Кине од очекиваног и по том основу поскупљење примарних производа. У супротном смеру требало би да делују постојана неизвесност на финансијском тржишту, већи пад цена енергената од очекиваног, који би смањив притиске на даљи раст продајних цена и зарада, као и смањење тражње услед заштравања кредитних услова и ефикаснијег трансмисионог механизма монетарне политике. Поновни раст инфлације довео би до **рестриктивније монетарне политике водећих централних банака него што се очекује.** Веће од очекиваног затезање монетарне политике водећих централних банака водило би даљем поштравању глобалних услова финансирања,

расту премије ризика и смањењу прилива капитала у земље у успону, као и појави депрецијацијских притисака по том основу. Ценимо да би у том случају и на домаћем тржишту била виша цена задуживања у страној валути, што би се преко нижег расположивог дохотка за потрошњу и инвестиције могло одразити на нижу домаћу тражњу, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу евентуално мањих прилива портфолио инвестиција. Ако се пак инфлација у развијеним земљама врати на ниже нивое раније него што се очекује и/или ако привредни раст знатније успори, водеће централне банке могу успорити темпо заостравања монетарних услова или га у потпуности прекинути, што би резултирало повољнијим условима финансирања на глобалном нивоу од очекиваних, **тако да по овом основу ценимо да су ризици симетрични.**

Када су у питању домаћи фактори, ризик пројекције инфлације и БДП-а представља **пољопривредна сезона**, за коју смо претпоставили да ће ове године бити за око 5% већа од прошлогодишње, али и даље испод дугорочног просека. С обзиром на то, ценимо да су по том основу **ризичи пројекције инфлације асиметрични наниже, а БДП-а навише.**

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину раста домаће тражње**. С једне стране, мањи доходак од ниже извозне тражње могао би се негативно одразити на тржиште рада, тј. спорији раст запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. С друге стране, **прилив СДИ** могао би бити виши од очекиваног ако се има у виду да су наше пројекције прилива СДИ прилично конзервативне и да је и претходних година њихова реализација била рекордна и изнад наших пројекција. То би допринело даљем расту зарада и запослености, а треба имати у виду да расту понуде радне снаге доприноси и пројекат „Отворени Балкан”, који би могао имати додатне позитивне ефекте на наш извоз. Поред тога, могуће је да се убрза реализација инфраструктурних пројеката које финансира држава, како би се подстакле домаће инвестиције. Супротно томе, постоји могућност да се успори темпо извођења грађевинских радова у условима високих цена елемената и материјала у грађевинарству. Имајући све наведено у виду, ценимо да су **ризичи пројекције инфлације и БДП-а по основу домаће тражње симетрични.**

Ризик пројекције представљају и дешавања у **домаћем сектору енергетике, пре свега у области производње угља**. Потребе за увозом угља, а вероватно и електричне енергије (ако наредна зима буде оштрија), представљају ризике наниже по привредни раст и навише по инфлацију. Ипак, реформа и инвестиције у енергетику истакнути су у новом стандбај аранжману с ММФ-ом, па би улагања у модернизацију енергетског сектора могла бити и већа од претпостављених. Имајући све наведено у виду, ценимо да су ризици по овом основу **за пројекцију привредног раста симетрични**. У случају нижих цена енергената на светском тржишту од претпостављених, могуће је да се **одустане од неких повећања регулисаних цена енергената на домаћем тржишту**.

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује њихов утицај на нашу привреду. У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и из међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће доносити будуће одлуке о монетарној политици узимајући у обзир и ефекте њеног досадашњег заштравања, као и време које је потребно да се они испоље у пуној мери. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, јер се на тај начин доприноси и одрживом привредном расту, а тиме и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

Осврт 4: Алтернативни сценарији пројекције

Ризике пројекције БДП-а и инфлације и овог пута оцењујемо као симетричне, због чега смо, поред основног сценарија, анализирали ефекте два алтернативна сценарија пројекције – неповољнијег, који за последицу има нижи реални раст БДП-а и вишу инфлацију него у основном сценарију, и повољнијег, који доводи до бржег пада инфлације и већег раста БДП-а него у основном сценарију. При томе, за разлику од претходних пројекција, када су нам светске цене енергената и њихова расположивост биле кључан ризик пројекције, које смо варирали у алтернативним сценаријима, сада смо, полазећи и од оценоу коју је изнео ММФ у априлском издању извештаја *Глобални економски изгледи*, у алтернативним сценаријима анализирали ефекте различите јачине глобалних инфлаторних притисака, а тиме и глобалних финансијских услова, као и брзине привредног опоравка Кине након напуштања стратегије нулте толеранције према вирусу корона. Као додатан ризик оставили смо и развој геополитичке ситуације и с тим повезане цене енергената и примарних производа.

У наставку осврта дате су кључне претпоставке материјализације наведених сценарија и ефеката на домаћа макроекономска кретања.

Табела О.4.1. Екстерне претпоставке пројекције у основном и алтернативном сценарију

		Основни сценарио	Неповољнији сценарио	Повољнији сценарио
Стопа раста БДП-а зоне евра (у %)	2022.	3,5		
	2023.	0,7	0,2	1,2
	2024.	1,0	0,5	1,5
Просечна инфлација у зони евра (у %)	2022.	8,4		
	2023.	5,5	6,5	5,0
	2024.	2,4	3,5	2,0
Светска цена нафте (просек, у USD по барелу)	2022.	99,8		
	2023.	80,4	90,0	70,0
	2024.	75,6	86,0	66,0
Светска цена гаса (просек, у USD за 1.000 m ³)	2022.	1.224		
	2023.	495	554	431
	2024.	637	725	556
Светске цене примарних пољопривредних производа (мг. раст у Т4, у %)	2022.	11,9		
	2023.	-16,7	-1,9	-24,6
	2024.	-3,6	-10,0	1,0
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (крај године)	2022.	2,1		
	2023.	3,7	4,7	3,2
	2024.	3,0	4,0	2,6

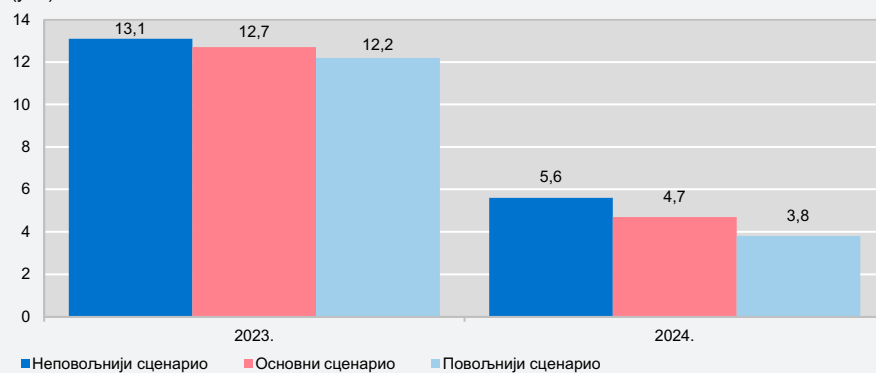
Извор: *Consensus Economics*, ЕЦБ и Блумберг.

У **неповољнијем сценарију** претпоставили смо да је инфлација у зони евра, а пре свега базна инфлација, постојанија од очекиване због наставка преношења високих глобалних трошковних притисака из претходног периода, чињенице да цене производа и услуга не одражавају само раст трошкова производње већ и раст профитних маржи и/или задржавања инфлационих очекивања тржишних субјеката на релативно високом нивоу, као и већег раста зарада од очекиваног. Претпоставили смо да се паралелно с тим дешава и бржи економски опоравак Кине од очекиваног, што, с обзиром на то да је Кина највећи светски купац енергената и примарних производа, за последицу има виши ниво ових цена на светском тржишту него у основном сценарију. У овом сценарију претпоставили смо и додатну ескалацију геополитичких тензија и по том основу више цене енергената и примарних пољопривредних производа. Због раста профитних маржи и високих инфлационих очекивања, која обарају каматну стопу, реално посматрано, као и виших светских цена енергената и примарних пољопривредних производа, потребно је снажније заштравање финансијских услова у зони евра од пројектованог у основном

сценарију. То даље за последицу има спорији привредни раст зоне евра од претпостављеног у основном сценарију, и поред тога што је по основу бржег привредног раста Кине од очекиваног већа екстерна тражња, тј. тражња за извозом зоне евра. Остварење таквог сценарија одразило би се на домаћа макроекономска кретања на следећи начин:

- Виша инфлација у зони евра него што смо претпоставили у основном сценарију значила би и више цене производа и услуга које увозимо. Поред тога, више светске цене нафте имале би директне ефекте на домаћу инфлацију кроз више цене нафтних деривата на домаћем тржишту, а раст светских цена осталих енергената и примарних пољопривредних производа додатно би повећавао трошкове производње. Ипак, ефекат виших трошковних притисака на домаћу инфлацију делом би био компензован ефектима заостравања монетарне политике ЕЦБ-а и ниже екстерне тражње. Даље, нижа екстерна тражња и раст каматних стопа на евроиндексиране кредите на домаћем тржишту по основу рестриктивније монетарне политике ЕЦБ-а за последицу би имали и нижу тражњу на домаћем тржишту, али би ефекти смањене екстерне и домаће тражње на инфлацију постали видљивији касније, док би се ефекти раста трошковних притисака преносили брже на инфлацију. Узевши у обзир све наведено, процењујемо да би у том случају **просечна инфлација била виша за 0,4 п.п. у овој години него у основном сценарију и за 0,9 п.п. 2024.** као и да би се у границе циља највероватније вратила у Т4 2024. године.

Графикон О.4.1. **Поређење пројекција просечне инфлације у основном и алтернативним сценаријима**
(у %)

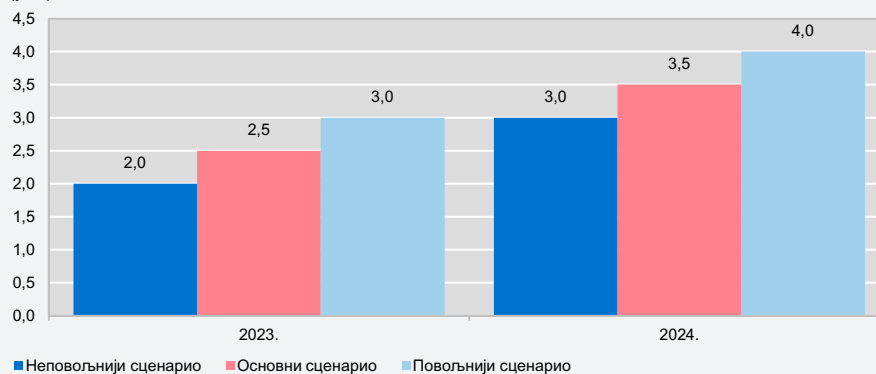


Извор: НБС.

- Нижи привредни раст у зони евра од пројектованог у основном сценарију имао би директне негативне ефекте на извоз Србије, с обзиром на то да је, и поред повећаног степена производне и географске распрострањености извоза, зона евра и даље наше највеће извозно тржиште. Заостравање монетарне политике ЕЦБ-а преко више цене евроиндексираних и прекограничних (*cross-border*) кредита, као и већи трошкови притисци из међународног и домаћег окружења од очекиваних, за последицу би имало нижи расположив доходак за инвестиције и потрошњу, што би све заједно резултирало **нижим привредним растом Србије за по 0,5 п.п. у овој и наредној години него у основном сценарију.**

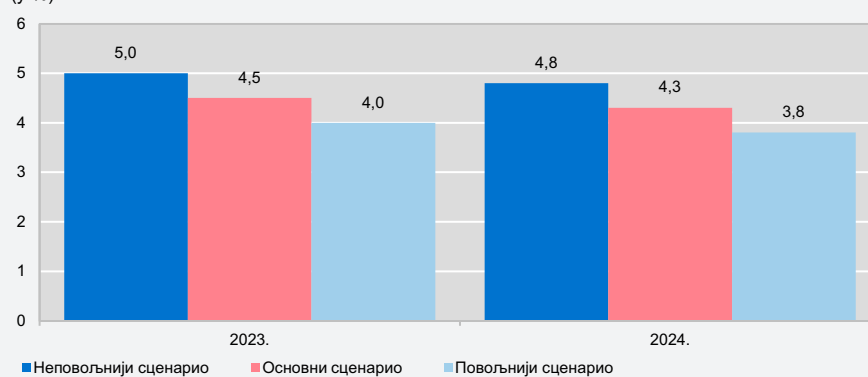
- Нижи извоз робе и услуга по основу смањене екстерне тражње, уз вишу светску цену енергената, чији је Србија нето увозник, за последицу би имао и **виши дефицит текућег рачуна платног биланса**, али би то делом било компензовано мањим увозом потрошних добара и опреме услед ниже домаће тражње. Поред тога, на веће расходе по основу примарног дохотка одразило би се неповољнији услови финансирања на међународном финансијском тржишту услед већег степена заостравања монетарне политике ЕЦБ-а, што би све заједно довело до већег текућег дефицита него у основном сценарију за по 0,5 п.п. у 2023. и 2024. години.

Графикон О.4.2. Поређење пројекција БДП-а у основном и алтернативним сценаријима (у %)



Извор: НБС.

Графикон О.4.3. Поређење пројекција дефицита текућег рачуна у основном и алтернативним сценаријима (у %)



Извор: НБС.

У повољнијем сценарију претпоставили смо да ће се, услед знатног смањења глобалних трошковних притисака претходних месеци, и инфлациона очекивања тржишних субјеката у зони евра смањивати брже од очекивања, што би онда и монетарне услове, реално посматрано, учинило рестриктивнијим. У таквим условима инфлација у зони евра успоравала би брже него што се очекује у основном сценарију, што би смањило потребу за додатним заостравањем монетарне политике. У том сценарију претпоставили смо и да би се привреда Кине опорављала нешто спорије од очекивања у основном сценарију, као и да би се смањиле геополитичке тензије, што би резултирало нижим светским ценама енергената, примарних производа и индустријских сировина. Као резултат нижих трошковних притисака и мањег затезања монетарних услова, и изгледи привредног раста зоне евра били би повољнији него у основном сценарију.

Материјализација оваквог сценарија утицала би на домаћа макроекономска кретања на следећи начин:

- Услед додатног попуштања трошковних притисака, а пре свега нижих цена енергената и примарних пољопривредних производа и ниже увозне инфлације, **домаћа инфлација би била нижа у овој години за 0,5 п.п.** него у основном сценарију, а у наредној години за 0,9 п.п. и у границе циља би се највероватније вратила већ у Т1 2024.
- Повољнији изгледи за привредни раст зоне евра одразили би се директно и на већи извоз робе и услуга Србије него у основном сценарију. Поред тога, спорије заостравање монетарне политике ЕЦБ-а него у

основном сценарију имало би и мање негативне ефекте на расположив доходак за инвестиције и потрошњу, што би све заједно резултирало вишим **привредним растом Србије за по 0,5 п.п.** у овој и наредној години него у основном сценарију.

- Мањи увоз енергената, вредносно посматрано услед нижих цена, затим већи раст извоза услед бржег опоравка зоне евра, као и мањи расходи по основу примарног дохотка услед мањег заостравања финансијских услова у зони евра, допринели би **нижем дефициту текућег рачуна за око 0,5 п.п.** у овој и наредној години него у основном сценарију.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	I 2023.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																			
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	5,6
Девизне резерве / краткорични дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	245,7	265,1	
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	30,9	32,2	34,3
Отплата дуга / БДП	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	5,8	9,2	9,6	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																			
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,4	69,4	
Краткорични дуг / БДП	12,5	13,1	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,6	12,6	12,6	12,1	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	126,6	110,2	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																			
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	176,6
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	204,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																			
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	116,7	137,5	140,5
МЕМОРАНДУМ (у млн евра)																			
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.329	60.371	14.924
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.488	41.885	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	21.381
Краткорични дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.404	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.139	-112
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																			
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	
	Мај/Јул	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан./Март/Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ./Дец.	Мај	Март/Дец.	Јун	
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	
Fitch	BB-			BB-		BB-		BB-		B+	B+	BB-	BB		BB+				
	/стабилан			/негативан		/стабилан		/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/стабилан				
Moody's									B1			B1	Ba3		Ba3		Ba2		
									/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван		стабилан		

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци

Девизне резерве / краткорични дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткоричног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода

Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП

Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода

Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода

Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а

Краткорични дуг / БДП – однос стања краткоричног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а

Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга

Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода

(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾Према методологији ESA 2010. Подаци за 2022. и T1 2023. су процена НБС.

²⁾По оригиналној рочности.

Напомене:

1. РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005-2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

3. Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (BPM6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

4. Од 2007. извоз и увоз робе је регистрован према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.

5. Сервисирање спољног дуга не уклауђује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	I 2023.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	5,1	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	7,5	2,3	0,7
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	16,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	21.381
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.000	10.023
– стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	20,5
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.037	10.941
– стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	5,1
Текући рачун платног биланса⁴)																			
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.139	-112
у % БДП-а	-8,0	-9,1	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,1	-4,2	-6,9	-0,7
Незапосленост по Анкети (у %)⁵)						20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,0	9,4	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁶)	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	699,3
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁷)				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-3,3	-1,6
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁸)	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-3,2	-1,4
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁹)	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,5	55,1	51,0
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	109,26
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	107,56
Курс динара према еврау (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,33
Курс динара према еврау (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,29
МЕМОРАНДУМ:																			
БДП (у млн евра)⁵)	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.329	60.371	14.924

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за 2022. прелиминарна је процена РЗС-а. Податак за Т1 2023. је флеш процена РЗС-а.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6)*. Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

⁴) Консолидовани (од 2005) и републички (од 2008) дефицит укључују плаћање активираних гаранција, докапитализације банака и преузимања дуга, према методологији ММФ-а.

⁵) Према методологији ЕСА 2010. Подаци за 2022. и Т1 2023. процена су НБС.

⁶) Подаци су ревидирани према новој методологији *Анкете о радној снази* из 2021. године.

⁷) До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за прво тромесечје 2023. просек је два месеца.

⁸) Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су с веб-сајта Министарства финансија.

Напомене:

- РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- Извор за податак о стопи незапослености је *Анкета о радној снази* РЗС-а.
- Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	8
III.0.1.	Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	15
III.0.2.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији	15
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	16
III.0.4.	Доприноси компонената мг. стопи раста произвођачких цена	17
III.0.5.	Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	17
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	18
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	18
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	19
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	25
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	25
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	26
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	26
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	27
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	27
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	28
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	29
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	29
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	30
IV.1.11.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	31
IV.1.12.	Кретање курса динара и евра према долару	31
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	31
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	32
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	32
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	32
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	33
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	33
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	33
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	34
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	34
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	35
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	36
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	37
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	37
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	38
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	38
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	39
IV.4.3.	Показатељи активности сектора услуга	39
IV.4.4.	Показатељи грађевинске активности	39
IV.5.1.	Месечна динамика зарада у Србији	45
IV.5.2.	Просечна номинална нето зарада	45
IV.5.3.	Номиналне нето зараде по делатностима	45
IV.5.4.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	46
IV.5.5.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	46
IV.5.6.	Кретање регистроване незапослености	46
IV.5.7.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	47

V.0.1.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	50
V.0.2.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024.	50
V.0.3.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	51
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	51
V.0.5.	Пројекција глобалне инфлације за 2023. и 2024.	52
V.0.6.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	52
V.0.7.	Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију	52
V.0.8.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	53
V.0.9.	Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с мартom 2023)	53
V.0.10.	Консолидовани биланс Евросистема	54
V.0.11.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	54
V.0.12.	Очекивања чланова <i>FOMC</i> -а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе	55
V.0.13.	Укупна актива ФЕД-а	55
V.0.14.	Кретање референтних стопа по земљама	55
V.0.15.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	56
V.0.16.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	56
V.0.17.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	57
V.0.18.	Европска цена природног гаса	57
V.0.19.	Попуњеност складишта гаса у ЕУ	57
V.0.20.	Европска цена струје	58
V.0.21.	Цене изабраних производа на светском тржишту	58
V.0.22.	Кретање светских цена минералних ђубрива	58
V.0.23.	Индекс светских цена хране	59
V.0.24.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	60
V.0.25.	Пројекција раста БДП-а	61
V.0.26.	Доприноси реалном расту БДП-а	62
V.0.27.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	62
V.0.28.	Кретање инвестиција у основне фондове	63
V.0.29.	Реални раст извоза и увоза	63
V.0.30.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	64
V.0.31.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	64
V.0.32.	Пројекција инфлације	65
V.0.33.	Краткорочна пројекција инфлације	66
V.0.34.	Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2023.	66
V.0.35.	Пројекција раста потрошачких цена	66
V.0.36.	Пројектовано кретање производног јаза	67
V.0.37.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	67
V.0.38.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	67
V.0.39.	Цена контејнерског транспорта	68

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т1 2023.	16
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	29
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	36
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	36
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	38
V.0.1.	Најважније претпоставке пројекције	49
V.0.2.	ММФ-ове прогнозе реалног раста БДП-а за 2023. и 2024.	50
V.0.3.	Пројекције раста реалног БДП-а по земљама региона	51
V.0.4.	Пројекције инфлације по земљама региона	54
V.0.5.	Нови сет фискалних правила	61

V.0.6.	Пројекције БДП-а Србије од међународних институција	62
V.0.7.	Пројекције просечне инфлације у Србији од стране међународних институција	66
V.0.8.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	69

Табела А.	Показатељи екстерне позиције Србије	78
Табела Б.	Основни макроекономски показатељи	79

Графикони у освртима

O.1.1.	Нето прилив СДИ по земљама региона у периоду 2020–2022.	11
O.1.2.	Номиналне и реалне стопе раста извоза робе и услуга	11
O.1.3.	<i>NPL</i> показатељ по земљама региона у 2022. и 2019.	13
O.1.4.	Јавни дуг по земљама у 2022. и 2019.	13
O.2.1.	Индекс светских цена хране	20
O.2.2.	Цене пшенице и кукуруза на светском и домаћем тржишту	20
O.2.3.	Произвођачке и потрошачке цене хране у Србији	21
O.2.4.	Структура трошкова инпута пољопривредних произвођача у Србији	21
O.2.5.	Кретање цена основних инпута у пољопривредној производњи у Србији	21
O.2.6.	Кретање цена појединих производа у пољопривредној производњи и потрошњи	22
O.2.7.	Доприноси категорија хране мг. стопи раста потрошачких цена	23
O.2.8.	Тромесечне стопе раста цена прерађене хране у европским земљама	23
O.3.1.	Кретање рударства и енергетике	41
O.3.2.	Хидрорезерве струје у Србији	41
O.3.3.	Извоз и увоз енергената по компонентама	42
O.3.4.	Допринос енергетског биланса кретању текућег дефицита	43
O.3.5.	Доприноси цена енергије мг. инфлацији	43
O.4.1.	Поређење пројекција просечне инфлације у основном и алтернативним сценаријима	75
O.4.2.	Поређење пројекција БДП-а у основном и алтернативним сценаријима	76
O.4.3.	Поређење пројекција дефицита текућег рачуна у основном и алтернативним сценаријима	76

Табеле у освртима

O.2.1.	Коефицијенти корелације између произвођачких и потрошачких цена хране за период 2020–2022.	22
O.4.1.	Екстерне претпоставке пројекције у основном и алтернативном сценарију	74

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2022. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
13. јануар	1,00	0
10. фебруар	1,00	0
10. март	1,00	0
7. април	1,50	+50
12. мај	2,00	+50
9. јун	2,50	+50
7. јул	2,75	+25
11. август	3,00	+25
8. септембар	3,50	+50
11. октобар	4,00	+50
10. новембар	4,50	+50
8. децембар	5,00	+50

2023. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
12. јануар	5,25	+25
9. фебруар	5,50	+25
9. март	5,75	+25
6. април	6,00	+25
11. мај	6,00	0
8. јун		
13. јул		
10. август		
7. септембар		
10. октобар		
9. новембар		
7. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 3. 2023.

На данашњој седници, Извршни одбор одлучио је да повећа референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 5,75%.

Стопа на депозитне олакшице задржана је на нивоу од 4,50%, док је стопа на кредитне олакшице повећана на 7,00%.

При доношењу овакве одлуке, Извршни одбор је имао у виду да су, и поред знакова попуштања, глобални трошковни притисци и увозна инфлација и даље високи и да је потребно ограничити њихове индиректне ефекте на раст цена на домаћем тржишту, који се могу преносити путем инфлационих очекивања, као и утицати на део притисака који долазе са стране тражње. Тиме Народна банка Србије доприноси да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и врати у границе дозвољеног одступања у хоризонту пројекције. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе.

Истовремено, одржавањем релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије знатно доприноси ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и укупној макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности.

Извршни одбор је навео да су пад светских цена енергената, решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања и смањење трошкова контејнерског транспорта у великој мери допринели слабљењу глобалних трошковних притисака, што би требало да утиче и на успоравање домаће инфлације у наредном периоду. Ипак, отварање Кине након попуштања рестриктивних здравствених мера могло би убрзати глобалну економску активност и повећати тражњу за енергентима и примарним производима, што може успорити процес смањења глобалне инфлације, док би у супротном смеру деловало веће од очекиваног заостравање монетарних политика централних банака. Притом, од динамике заостравања монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке зависиће и кретања на међународном финансијском тржишту и токови капитала према земљама у успону. Опрезност монетарне политике је неопходна због и даље присутних геополитичких тензија, укључујући и постојање ризика да се снабдевање светског тржишта нафтом из Русије знатније смањи у наредним месецима и да не буде компензовано растом понуде из других земаља *OPEC*-а, што би подстакло раст цене нафте. Поред тога, индиректни ефекти повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду, заједно с тржиштем рада које карактерише ниска незапосленост и даљи раст зарада, још увек утичу на раст базне инфлације у већини земаља.

Инфлација је у Србији у јануару на месечном нивоу износила 1,4%, а међугодишње посматрано 15,8%, што је било у складу са очекивањима Извршног одбора. И даље се око две трећине доприноса укупној инфлацији односе на раст цена хране и енергената, на који мере монетарне политике имају ограничен ефекат, јер је раст ових цена у великој мери последица дешавања у међународном окружењу. Базна инфлација (мерена променом индекса потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) и даље се креће на знатно нижем нивоу од укупне инфлације – у јануару је износила 10,4% међугодишње, чему знатно доприноси очувана релативна стабилност девизног курса. Према фебруарској средњорочној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација остати повишена и у наставку првог тромесечја ове године, пре свега као последица наставка преношења високих трошковних притисака из претходног периода на цене хране и других индустријских производа, као и корекције цена електричне енергије и гаса. Након тога, инфлација би требало да се нађе на опадајућој путањи, уз знатнији пад у другој половини ове године и повратак у границе циља средином 2024. године. У смеру смиривања инфлаторних притисака требало би да делује досадашње заостравање монетарних услова, очекивано слабљење ефекта глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Када је у питању економска активност, према актуелној пројекцији Народне банке Србије, бруто домаћи производ Србије ове године оствариће реални раст у распону од 2,0% до 3,0%. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, чему

у највећој мери доприноси очувано тржиште рада, док ће због и даље високог очекиваног увоза енергената и ниже екстерне тражње, пре свега из зоне евра, допринос нето извоза бити негативан. Ипак, очекујемо да и у овој години извоз настави динамичан раст захваљујући инвестицијама из претходног периода, које су биле претежно усмерене у разменљиве секторе. Опоравак екстерне тражње од друге половине ове године, повећани извозни капацитети и планирана реализација инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. би требало да резултирају убрзањем раста бруто домаћег производа на распон од 3,0% до 4,0%, а у наредним годинама и повратком на претпандемијску путању раста од око 4,0% годишње.

У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за наставком заштравања монетарних услова и у ком обиму, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем привредном расту.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 6. априла 2023. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 6. 4. 2023.

На данашњој седници, Извршни одбор је одлучио да повећа референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 6,0%. Повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 4,75%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,25%.

При доношењу овакве одлуке Извршни одбор је проценио да је потребно наставити са умереним заштравањем монетарних услова како се не би повећала инфлациона очекивања и како би се осигурало да се инфлација нађе на опадајућој путањи и врати у границе дозвољеног одступања од циља у хоризонту пројекције. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе.

Истовремено, одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџу Народна банка Србије знатно доприноси ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и укупној макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности.

Извршни одбор је навео да су даљи пад цена у сектору енергетике, решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања и смањење трошкова контејнерског транспорта у великој мери допринели слабљењу трошковних притисака на глобалном нивоу, што би требало да утиче и на успоравање домаће инфлације у наредном периоду. Несигурност у погледу глобалног привредног раста и бојазан да би могло доћи до рецесије у развијеним земљама утицали су на додатни пад цена примарних производа. Ипак, Извршни одбор истиче да је опрезност монетарне политике неопходна због и даље присутних геополитичких тензија услед сукоба у Украјини, као и чињенице да индиректни ефекти повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду, заједно с тржиштем рада, још увек одржавају базну инфлацију на релативно високом нивоу у већини земаља, што се одражава на увозну инфлацију у Србији. То пре свега важи за зону евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, где је, према прелиминарним подацима, и поред смањења укупне инфлације на 6,9% у марту (са 8,5% у фебруару), базна инфлација забележила даљи раст на 5,7% међугодишње (са 5,6% у фебруару).

Укупна инфлација у Србији је у фебруару износила 16,1% међугодишње, што је у складу са изнетим пројекцијама Народне банке Србије за прво тромесечје, које су узеле у обзир очекиван наставак преношења високих трошковних притисака из претходног периода на цене хране и других индустријских производа, као и корекције цена електричне енергије и гаса. И даље се око две трећине доприноса укупној инфлацији односи на раст цена хране и енергената, на који мере монетарне политике имају ограничен ефекат, јер је раст ових цена у највећој мери последица дешавања у међународном окружењу. Базна инфлација (мерена променом индекса потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) и даље се креће на знатно нижем нивоу од укупне инфлације – у фебруару је износила 11,1% међугодишње, чему знатно доприноси очувана релативна стабилност девизног курса. Према актуелној фебруарској средњорочној пројекцији, очекује се да ће се међугодишња инфлација од наредног тромесечја наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у другој половини ове године, тако да би крајем године требало да буде на двоструко нижем нивоу у односу на актуелни и да се средином 2024. године врати у границе циља. У смеру смиревања инфлаторних притисака требало би да делују досадашње заштравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили

раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Када је у питању економска активност, Народна банка Србије очекује да ће бруто домаћи производ Србије ове године остварити реални раст у распону од 2,0% до 3,0%, чему ће допринети и опоравак сектора енергетике, на који указују подаци о производњи и извозу електричне енергије у прва два месеца ове године. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, чему у највећој мери доприноси очувано тржиште рада, док ће због и даље високог очекиваног увоза енергената и ниже екстерне тражње, пре свега из зоне евра, допринос нето извоза бити негативан. Ипак, очекујемо да и у овој години извоз настави динамичан раст захваљујући инвестицијама из претходног периода, које су биле претежно усмерене у разменљиве секторе. Опоравак екстерне тражње од друге половине ове године, повећани извозни капацитети и планирана реализација инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. требало би да резултирају убрзањем раста бруто домаћег производа на распон од 3,0% до 4,0%, а у наредним годинама и повратком на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за наставком заштравања монетарних услова и у ком обиму, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем привредном расту.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. маја 2023. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 5. 2023.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 6,0%. На непромењеним нивоима су задржане и каматне стопе на депозитне (4,75%) и кредитне олакшице (7,25%).

Након поштравања монетарних услова које Народна банка Србије спроводи од октобра 2021. године (прво повећањем просечне пондерисане стопе на реверзним репо аукцијама, а затим и повећањем референтне каматне стопе – континуирано од априла 2022. укупно за 500 базних поена), Извршни одбор сматра да би требало сагледати пуне ефекте претходно спроведених монетарних мера. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе. Ублажавању инфлаторних притисака Народна банка Србије континуирано доприноси и очувањем релативне стабилности курса динара према евр. Оваква одлука Извршног одбора у складу је и са очекивањем да ће инфлаторни притисци у наредним месецима почети да се смањују, осетније од половине ове године. Притом, Народна банка Србије задржава могућност да, уколико буде потребно, тј. ако кретања у домаћем и међународном окружењу то буду захтевала, настави поштравање монетарних услова и у наредном периоду. Простор за то постоји и путем прилагођавања просечне пондерисане репо стопе, као и путем даљег повећања референтне каматне стопе у зависности од природе евентуалних притисака, чиме Народна банка Србије још једном указује на значај флексибилности свог монетарног оквира.

Одлука Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу донета је у условима постепеног слабења трошковних притисака из међународног окружења и решавања проблема у глобалним ланцима снабдевања. Цене на светским тржиштима енергената такође су смањене, пре свега цене електричне енергије и природног гаса. То ће ослабити трошковне притиске на глобалном нивоу, што би требало да допринесе и успоравању домаће инфлације у наредном периоду. Такође, у условима успоравања глобалне економске активности, пре свега прерађивачке индустрије у зони евра, која је наш најважнији трговински партнер, потребно је осигурати и континуитет нашег привредног раста. Истовремено, одржавањем релативне стабилности курса динара према евр. Народна банка Србије знатно доприноси ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима и даље изражене глобалне неизвесности. Извршни одбор истиче да је опрезност монетарне политике неопходна и у наредном периоду због и даље присутних ризика – геополитичких тензија, као и динамике цена примарних производа и енергената и њихове будуће расположивости. Такође, неизвесност је и даље присутна у погледу још увек

релативно високе базне инфлације у многим земљама, чему доприносе фактори с тржишта рада, као и у погледу будућих одлука монетарних политика водећих централних банака, а тиме и услова на међународном финансијском тржишту и утицаја на токове капитала према земљама у успону. Због тога је могуће да период повишених каматних стопа потраје нешто дуже од претходно очекиваног.

Услед преноса високих трошковних притисака из претходног периода, инфлација у Србији, у складу са очекивањима Извршног одбора, остала је током првог тромесечја на нивоу од око 16% међугодишње. Такво кретање инфлације определили су повећани доприноси цена хране и очекиване корекције регулисаних цена, док је у супротном смеру деловао нижи допринос цена нафтних деривата. Као и у претходном периоду, базна инфлација (мерена променом индекса потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), која се током првог тромесечја кретала на нивоу од око 11% међугодишње, задржана је испод укупне инфлације, чему је наставила да доприноси очувана стабилност курса динара према еврџу. Према последњим пројекцијама, Извршни одбор очекује да ће се од априла инфлација наћи на опадајућој путањи, да ће пад бити знатнији у другој половини године, тако да ће на крају ове године инфлација бити двоструко нижа него што је била у марту. Повратак инфлације у границе циља очекује се средином 2024. године, захваљујући пре свега заштравању монетарних услова, слабљењу ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду и успоравању увозне инфлације.

Када је у питању економска активност, Народна банка Србије остаје при својој пројекцији реалног раста бруто домаћег производа Србије ове године у распону од 2,0% до 3,0%, а тај раст подржавају знатно повољнија спољнотрговинска кретања од почетка ове године од очекиваних. Опоравак светске економије, а тиме и екстерне тражње од друге половине ове године, као и планирана реализација инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, требало би да води убрзању раста бруто домаћег производа на распон од 3,0% до 4,0% од 2024. године, а затим и повратку на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за наставком заштравања монетарних услова и у ком обиму, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем привредном расту.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 17. маја.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. јуна 2023. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ / Народна
банка Србије. - 2006- . - Београд (Краља
Петра 12) : Народна банка Србије, 2006-
(Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца "Топчидер") . - 30 cm

Тромесечно
ISSN 1820-9408 = Извештај о инфлацији
(Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 154291980