Народна банка Србије

2024

фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2024
фебруар

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 инфлационо таргетирање 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 инфлационог таргетирања 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.

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. фебруара 2024. 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
ДФО – друге финансијске организације
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ЕБРД – Европска банка за обнову и развој
ЕЦБ – Европска централна банка
ЕИБ – Европска инвестициона банка
EMBI – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
мг. – међугодишње
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
OPEC – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
РМТП – реални маргинални трошкови у производњи хране
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FOMC – 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 2. фебруара.

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији 9

III. Кретање инфлације 13

Осврт 1: Шта нам говоре различити показатељи инфлације и дистрибуција раста потрошачких цена? 16

IV. Детерминанте инфлације 21

1. Кретања на финансијском тржишту 21

2. Новац и кредити 27

3. Агрегатна тражња 30

Осврт 2: Трендови у погледу прихода и потрошње домаћинстава у Србији на које указују резултати анкета о потрошњи домаћинстава 33

4. Економска активност 37

5. Кретања на тржишту рада 38

V. Пројекција 41

Осврт 3: Када се може очекивати почетак снижавања референтних каматних стопа водећих централних банака? 51

Осврт 4: Поузданост фјучерса у пројекцији кретања светске цене нафте 57

Осврт 5: Остварење макроекономских пројекција за 2023. у односу на пројекције Народне банке Србије од пре годину дана и поређење с пројекцијама других институција 71

Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције 80

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 82

Табела Б. Основни макроекономски показатељи 83

Списак графикона и табела 85

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 88

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 89

I. Резиме

Глобална економска кретања надмашила су очекивања у прошлој години и, према оцени Међународног монетарног фонда, изгледи глобалног привредног раста за ову годину повољнији су него пре три месеца.

Глобална економска кретања у току 2023. године генерално су надмашивала очекивања свих релевантних међународних институција, при чему су многе земље показале значајан ниво отпорности на бројне потресе, а процењује се и да је негативан утицај затезања монетарних политика централних банака на глобални привредни раст био мањи од првобитно очекиваног. Такође, све су присутнија очекивања да ће водеће економије света у којима је у претходном периоду забележена висока инфлација ипак успети да избегну рецесију, због чега се често говори о тзв. „меком приземљењу". С друге стране, могућа ескалација сукоба на Блиском истоку и потешкоће обављања поморског саобраћаја у Црвеном могу се одразити на цене примарних производа, али и на застоје у глобалним ланцима производње и дистрибуције. Ризици по глобални привредни раст потичу и од раста економске и политичке фрагментације, слабијих изгледа привредног раста Кине и могућих финансијских криза које могу наступити услед још увек високих каматних стопа на финансијским тржиштима и потешкоћа рефинансирања растућег дуга. Ипак, према оцени Међународног монетарног фонда, ризици пројекције глобалног привредног раста, први пут после дуже времена, оцењени су као симетрични, при чему се процењује да ће привредни раст у овој години износити 3,1%, што је повољније од очекивања из октобра. Када је реч о економској активности у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, она је практично стагнирала у другој половини прошле године, због чега се за ову годину прогнозира нешто нижи раст него пре три месеца, али ипак већи него у 2023. години.

Успоравање глобалне инфлације је настављено, иако геополитичке тензије представљају ризик у погледу брзине њеног пада у наредном периоду.

Глобална инфлација је наставила да успорава током последњег тромесечја 2023, доминантно под утицајем нижих цена хране и заоштрених монетарних услова, а брзина њеног успоравања у наредном периоду зависиће пре свега од утицаја геополитичких тензија на цене примарних производа. Иако је у зони евра инфлација у децембру повећана, први пут од априла 2023. (на 2,9% међугодишње), то је било и

очекивано у условима ниске базе код цена енергената, а остварени раст инфлације био је мањи од очекиваног. У јануару је инфлација у зони евра, према процени *Eurostat*-а, благо смањена на 2,8%, а наставак њеног успоравања предвиђа се у овој и наредној години и она би, према оцени Европске централне банке, у 2025. требало да се нађе на циљу од 2%. Ипак, истиче се да су инфлаторни притисци у зони евра и даље повишени, пре свега због снажног раста јединичних трошкова рада услед затегнутих услова на тржишту рада, али да ће се постепено смањивати јер ће се са успоравањем инфлације смањивати и притисци на раст зарада.

Циклус заоштравања монетарних политика водећих централних банака највероватније је завршен, а почетак ублажавања може се очекивати у овој години.

Циклус повећања референтних каматних стопа углавном је окончан током 2023. године. На састанцима који су уследили, водеће централне банке, Систем федералних резерви и Европска централна банка, нису мењале референтне каматне стопе, уз најаве да ће остати на достигнутом нивоу у дужем периоду, али и назнаке да би њихово смањење могло да уследи током 2024, у зависности од даљег кретања инфлације, економске активности и дешавања на тржишту рада. С друге стране, поједине централне банке региона у режиму циљања инфлације већ су започеле попуштање монетарних услова. Званичници Међународног монетарног фонда ипак упозоравају да централне банке треба да буду опрезне при спуштању каматних стопа ове године и да с тим сачекају бар до друге половине 2024, подсећајући да је током историје забележено доста епизода у којима су централне банке ублажавале монетарне политике с првим падом инфлације, што се касније испоставило као прерано.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која од јула 2023. износи 6,5%, с обзиром на то да су се успоравање инфлације и повратак ка циљу одвијали у складу са очекивањима.

Одлуку Извршног одбора Народне банке Србије о **задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу** у периоду од претходног извештаја определило је даље смањење глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њен очекивани повратак у границе циља средином ове године. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду повећане референтна каматна стопа и стопе обавезне резерве и да ће ефекти тих мера наставити да се преносе на инфлацију и у наредном периоду.

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца биле су стабилне претходних месеци, док су каматне стопе на кредите приватном сектору и на динарске државне хартије од вредности смањене.

Задржавање референтне каматне стопе на непромењеном нивоу утицало је на **стабилизацију каматних стопа на међубанкарском тржишту новца** претходних месеци, при чему су каматне стопе на динарске кредите привреди и становништву током четвртог тромесечја 2023. благо смањене. У паду су

биле и каматне стопе на динарске државне хартије од вредности, чему је допринела нижа премија ризика земље, као резултат и глобалних фактора, али пре свега позитивних макроекономских изгледа Србије. То потврђује и велика тражња страних инвеститора за осмогодишњом динарском хартијом од вредности, која је емитована у јануару ове године и која је продата у рекордном износу од преко 63 милијарде динара, по стопи приноса од 6,15%, која је нижа него на аукцијама хартија исте рочности одржаних крајем 2023. Ефекти претходног заоштравања монетарне политике Европске централне банке определили су наставак раста каматне стопе на кредите привреди у евро знаку, док је каматна стопа на кредите становништву у евро знаку снижена током четвртог тромесечја услед примене одлуке Народне банке Србије о ограничавању каматних стопа на стамбене кредите физичким лицима.

Ефекти претходног заоштравања монетарне политике су преко кредитног канала доприносили слабљењу инфлаторних притисака, али без негативног утицаја на финансијску стабилност.

Кредитна активност према немонетарном сектору благо је убрзала крајем године и на нивоу године порасла је за 1,1%, а сличне стопе раста забележили су и кредити привреди и становништву. Убрзању раста кредита током четвртог тромесечја допринео је раст кредита привреди остварен у децембру, док је на стање кредита становништву негативан ефекат имао рачуноводствени третман стамбених кредита услед примене одлуке Народне банке Србије о ограничавању каматних стопа на стамбене кредите физичким лицима. Ипак, раст кредита у 2023. години био је нижи него у претходној години, на шта су се одразили више каматне стопе на динарске и евроиндексиране кредите, доспеће кредита привреди одобрених у оквиру гарантних шема, као и заоштрени кредитни стандарди банака. Као резултат снажног регулаторног оквира за банке и донетих мера макропруденцијалне политике, које су биле синхронизоване с мерама монетарне политике, **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима** у децембру је задржано близу минимума од око 3%.

Екстерна позиција је у 2023. побољшана захваљујући смањењу робног дефицита и расту суфицита у размени услуга.

Дефицит текућег рачуна платног биланса на нивоу 2023. године износио је 1,8 милијарди евра, или 2,6% бруто домаћег производа, што је готово у складу с нашим очекивањима из новембра и најнижи дефицит досад. Текући дефицит је нижи за чак 2,4 милијарде евра у поређењу са 2022. годином, а највећи утицај на његово смањење имао је робни дефицит, који је био нижи за 2,8 милијарди евра, уз наставак повећања суфицита на рачуну услуга. У супротном смеру деловали су повећање дефицита на рачуну примарног дохотка по основу раста стања страних директних инвестиција и благо смањење

суфицита на рачуну секундарног дохотка. Смањење робног дефицита резултат је комбинованог утицаја раста извоза (за 3,7% међугодишње) и нижег увоза (за 4,8% међугодишње), пре свега по основу мањег дефицита енергетског биланса (за око 1,9 милијарди евра), захваљујући смањењу светских цена енергената, мањем количинском увозу и повећаном извозу струје. Расту робног извоза највише доприносе извоз прерађивачке индустрије, који је повећан за 5,4% као резултат инвестиција из претходног периода, при чему је 16 од 23 гране забележило раст, а нарочито гране везане за аутомобилску индустрију, производњу машина, опреме и електронике.

Прилив капитала из иностранства вишеструко је премашио дефицит текућег рачуна, што је допринело јачању апрецијацијских притисака и достизању рекордног нивоа девизних резерви од 24,9 милијарди евра на крају 2023. године.

Прилив страних директних инвестиција, другу годину заредом, био је на рекордном нивоу и, према прелиминарним подацима, у 2023. износио је 4,5 милијарди евра. Уз то, задржана је њихова висока географска и пројектна распрострањеност и претежна усмереност у извозне секторе. Нето прилив страних директних инвестиција достигао је 4,2 милијарде евра и вишеструко је покрио дефицит текућег рачуна. То је допринело јачању апрецијацијских притисака, тако да је Народна банка Србије, обезбеђујући релативну стабилност девизног курса, у 2023. била нето купац девиза у износу од 3,94 милијарде евра, што је највиши износ куповине девиза досад. На нивоу године остварен је и нето прилив по основу портфолио инвестиција од 918 милиона евра, пре свега захваљујући успешној емисији еврообвезница почетком године. Наведена кретања резултирала су растом девизних резерви на највиши ниво досад од 24,9 милијарди евра на крају године, што је знатно изнад свих мера адекватности.

Фискални дефицит је у 2023. години био нижи од планираног ребалансом буџета и износио је око 2,2% бруто домаћег производа, на шта се највише одразила мања реализација текућих расхода.

На **консолидованом нивоу**, у 2023. години остварен је дефицит опште државе од 181,1 милијарде динара, или 2,2% бруто домаћег производа, што је бољи резултат од дефицита планираног ребалансом републичког буџета од 2,8% бруто домаћег производа. Успешнији резултат је постигнут пре свега захваљујући нижим текућим расходима у односу на план, највише расходима намењеним за набавку робе и услуга и за субвенције, а у мањој мери и нижој реализацији капиталних расхода од планираних. У складу с повољнијом реализацијом дефицита, и фискални импулс државе био је мањи од очекиваног, што доприноси нижој инфлацији. Учешће јавног дуга опште државе у бруто домаћем производу на крају 2023. износило је 52,7%, док је ребалансом буџета пројектовано на нивоу од 53,6%.

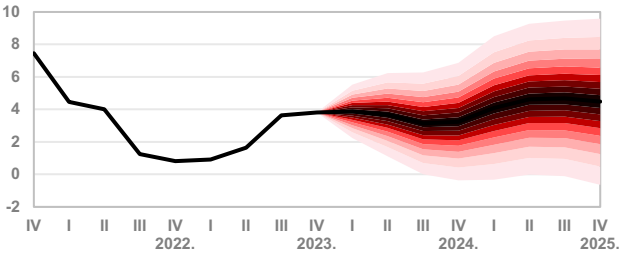
Раст бруто домаћег производа у четвртом тромесечју 2023. (3,8% међугодишње и 0,9% десезонирано посматрано, према нашој оцени) имао је сличну динамику као у трећем, што представља знатно убрзање у односу на прву половину године. За разлику од прве половине године, када је раст водио нето извоз услед раста извоза робе и услуга и пада увоза, у другој половини 2023. привредном расту су највише доприносиле инвестиције и приватна потрошња. Према процени Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа на нивоу године износио је 2,5%, при чему је позитиван допринос потекао од свих производних и већине услужних сектора, и поред дивергентног кретања појединачних услужних области у првој половини године. Према процени Републичког завода за статистику, пољопривредна сезона је била боља од претходне и њен допринос расту бруто домаћег производа износио је 0,5 процентних поена. Готово подједнак допринос дали су и грађевинарство услед раста инвестиција државе у саобраћајну инфраструктуру, а делом и ниске базе из претходне године, као и индустрија, пре свега као резултат опоравка производње у сектору енергетике и раста експлоатације руде бакра. Позитиван допринос је потекао и од прерађивачке индустрије, упркос нижој производној активности наших најважнијих трговинских партнера, а пре свега Немачке.

Другу годину заредом, раст бруто домаћег производа износио је 2,5% и био је у потпуности у складу с нашом пројекцијом из новембра.

У овој години очекујемо **убрзање реалног раста бруто домаћег производа на распон 3–4%**, с централном вредношћу од 3,5%, чему би требало да допринесе и ефекат пренетих тенденција из 2023. (енг. *carry-over*), који процењујемо на око 1,5 процентних поена. Раст ће водити домаћа тражња, док ће допринос нето извоза бити негативан, и поред очекиваног наставка раста извоза, као резултат ефеката инвестиција у извозне секторе из претходних година и постепеног опоравка екстерне тражње. Већој приватној потрошњи допринеће наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, али без већих инфлаторних ефеката, с обзиром на то да ће бити резултат повећане продуктивности. Такође, очекујемо да учешће издатака за плате у јавном сектору и пензије остане релативно стабилно, на нивоу од око 10–11% бруто домаћег производа. Раст инвестиција водиће реализација пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, а услед очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза. Додатно убрзање економске активности очекујемо да уследи у наредним

Ове године очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа на распон 3–4%, а затим од наредне године на распон 4–5%, чему треба да допринесе и реализација инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе Експо 2027.

Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



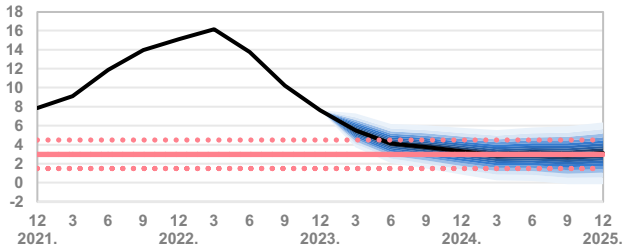
годинама, при чему смо сада повећали пројекцију раста бруто домаћег производа на распон 4–5%, узимајући у обзир реализацију инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе Експо 2027. Према нашој пројекцији, очекивано убрзање инвестиционог циклуса и с тим повезан увоз опреме и репроматеријала утицаће на то да се **дефицит текућег рачуна у овој години и средњем року креће око нивоа 4–5% бруто домаћег производа**. Важно је нагласити да је то ниво који обезбеђује екстерну одрживост, као и да ће, према нашим проценама, бити у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција, што је био случај и у претходних девет година.

Међугодишња инфлација у Србији током четвртог тромесечја кретала се на нижем нивоу него што смо пројектовали у новембру, пре свега као резултат нижих цена нафтних деривата у условима пада светске цене нафте.

И током четвртог тромесечја 2023. настављена је опадајућа путања инфлације. Као што је најављивано и пре годину дана, **инфлација је крајем 2023. била двоструко нижа него крајем 2022. и износила је 7,6%**, што је благо нижи ниво него што смо очекивали у новембарској пројекцији. Даљем успоравању инфлације допринели су слабљење трошковних притисака и ефекат базе код цена хране, као и ефекти претходног заоштравања монетарних услова, који су допринели и снижавању базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), на 6,5% међугодишње у децембру. Успоравању инфлације допринело је и смањење краткорочних инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, као и усидреност средњорочних очекивања финансијског сектора у границама циља Народне банке Србије.

Према нашој новој пројекцији, инфлација ће наставити да успорава и у границе циља вратиће се средином ове године, а крајем године ће се приближити централној вредности од 3%.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Према нашој новој пројекцији, **међугодишња инфлација ће се у границе циља највероватније вратити средином ове године, а затим ће наставити да успорава и крајем године ће се приближити централној вредности циља од 3%, што је ниво око којег ће се кретати до краја периода пројекције**. Таквом кретању инфлације највише ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака, успоравање увозне инфлације, још увек слаба екстерна тражња и очекивани даљи пад инфлационих очекивања. Нова пројекција инфлације је незнатно нижа од новембарске, пре свега услед нижих претпостављених светских цена примарних производа – нафте и примарних пољопривредних производа.

Ризике пројекције инфлације и бруто домаћег производа оцењујемо као симетричне.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења, а пре свега од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, као и њиховог

утицаја на светске цене енергената и других примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на перзистентност базне инфлације на глобалном нивоу и дужину трајања заоштрених монетарних политика водећих централних банака. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције потичу од брзине опоравка домаће тражње, пре свега по основу висине прилива страних директних инвестиција и улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Извор ризика је и исход пољопривредне сезоне и утицај пре свега на цене поврћа и воћа. Укупно посматрано, ризике пројекције инфлације и ризике пројекције раста бруто домаћег производа за ову и наредне године 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 брзине успоравања инфлације. 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

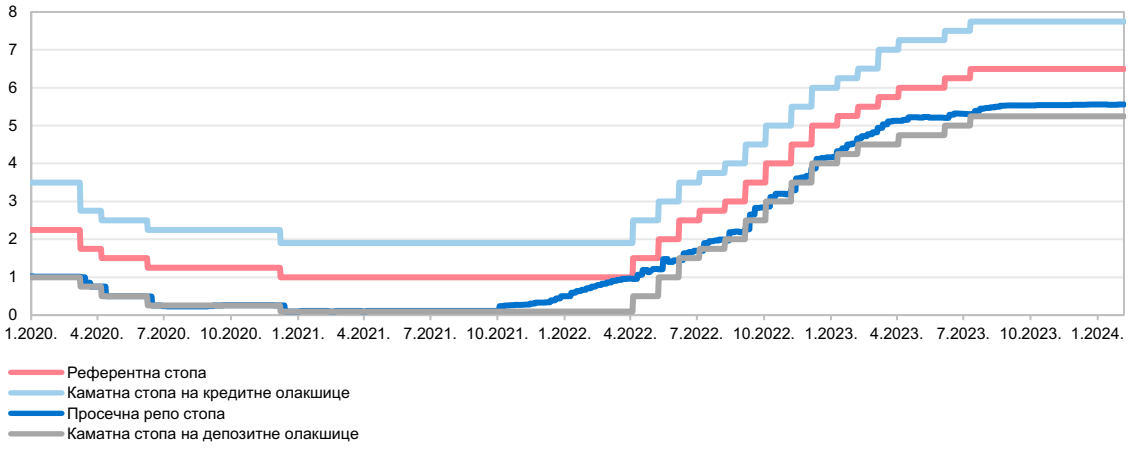
Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу у периоду од претходног извештаја определило је даље смањење глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њен очекивани повратак у границе циља средином ове године.

Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду повећане референтна каматна стопа и стопе обавезне резерве и да ће ефекти тих мера наставити да се преносе на инфлацију и у наредном периоду.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, **Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која се од јула прошле године налази на нивоу од 6,5%**. Истовремено, каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице остале су на нивоима од 5,25% и 7,75%, респективно. Јулско повећање референтне каматне стопе представљало је њено петнаесто повећање у текућем циклусу (почев од априла 2022), закључно с којим је она повећана за укупно 550 б.п. Од октобра 2021. повећана је и просечна пондерисана репо стопа готово у истој мери и крајем јануара 2024. износила је 5,56%. Такође, у условима високог вишка динарске ликвидности у банкарском сектору, Извршни одбор Народне банке Србије у септембру прошле године повећао је стопе обавезне резерве банака и проценте динарског издвајања девизне обавезне резерве, чиме су додатно пооштрени монетарни услови. Досадашње пооштравање монетарне политике преносило се на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, што је допринело паду инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред, указујући на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у децембру 2023. и јануару 2024. представљала је **новембарска средњорочна пројекција инфлације**, према којој је било очекивано даље смањење инфлације и њен повратак у границе циља средином ове године, а затим приближавање централној вредности циља од 3% крајем ове године. При томе,

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



Извор: НБС.

мг. инфлација је у новембру и децембру 2023. износила 8,0% и 7,6% мг., респективно, и успорила је у нешто већој мери него што је пројектовано у новембру. **Спуштање инфлације на готово двоструко нижи ниво него пре годину дана** првенствено је резултат мера монетарне политике, попуштања глобалних трошковних притисака и смањења увозне инфлације, добре пољопривредне сезоне, као и смањења инфлационих очекивања. Базна инфлација (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, током целе 2023. године кретала се на нижем нивоу од укупне.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да се настављају **попуштање трошковних притисака и смањење инфлације на глобалном нивоу**, који су у претходном периоду највише доприносили домаћој инфлацији. Упркос и даље присутним геополитичким ризицима, процењује се да се светска привреда приближава постизању ценовне стабилности, што је резултат примене рестриктивних политика већине централних банака. Ипак, треба имати у виду да даља ескалација геополитичких тензија може изазвати нове шокове у ценама енергената, што би могло да успори процес дезинфлације и одложи повратак инфлације на циљеве централних банака.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, настављено је смањење укупне инфлације. Иако је она у децембру повећана први пут од априла 2023. (на 2,9% мг.), то је било и очекивано у условима ниске базе код цена енергената, а остварени раст је био мањи од очекивања. Наставак успоравања инфлације предвиђа се у овој и наредној години и она би, према оценама ЕЦБ-а из децембра, у просеку требало да износи 2,7% ове године, што је ревизија наниже за 0,5 п.п. у односу на претходну пројекцију (у највећој мери због нижих цена енергената), док је за наредну годину задржана пројекција од 2,1%. Ипак, ЕЦБ истиче да су инфлаторни притисци у зони евра и даље повишени, пре свега због снажног раста јединичних трошкова рада услед затегнутих услова на тржишту рада, али да ће се постепено смањивати, јер ће се са успоравањем инфлације смањивати и притисци на раст зарада.

Од септембра **ЕЦБ** није мењала висину својих каматних стопа, истичући да би требало да постигнути рестриктивни монетарни услови обезбеде повратак инфлације на циљ у средњем року. Основне каматне стопе ЕЦБ-а налазе се на највишем нивоу од увођења евра 1999. године и пренеле су се снажно на финансијске услове, што је ослабило динамику кредитне и, тиме, економске активности, посебно у последњем тромесечју 2023 године. У складу са оценом да ће рестриктивна монетарна политика још неко време ограничавати привредни раст, да би касније у хоризонту пројекције њен ефекат ишчезнуо, ЕЦБ је пројекцију економске активности у овој години ревидирала наниже за 0,2 п.п., на 0,8%, а за наредну годину задржала на 1,5%, колико износи и за 2026. годину.

Референтне каматне стопе и већине других централних банака достигле су врхунац у текућем циклусу заоштравања монетарних политика. Актуелно питање сада је када ће каматне стопе водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а, почети да падају и којим темпом. Очекује се да током ове и наредне године водеће централне банке, као и централне банке већине земаља, започну с попуштањем монетарне политике, а када ће се то догодити, зависиће и од специфичних околности сваке земље. Ипак, ЕЦБ и ФЕД, као и ММФ, истичу да монетарно ублажавање не треба да буде преурањено како се не би обновили инфлаторни притисци.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да су **глобални финансијски услови и даље заоштрени**, премда се у наредном периоду очекује њихово постепено ублажавање, чему треба да допринесе и очекивани даљи **пад глобалне премије ризика за земље у успону**. Када је у питању Србија, **прилив СДИ је остао висок и у 2023. и вишеструко је премашио дефицит текућег рачуна платног биланса**, доприносећи рекордном расту девизних резерви Народне банке Србије. Такође, Извршни одбор је истакао чињеницу да је, у условима бројних изазова из међународног окружења, а пре свега сукоба у Украјини и успоравања екстерне тражње, **кредитни рејтинг Србије** задржан на корак од инвестиционог. Оцене рејтинг агенција су да Србија има кохерентан оквир економске политике, кредибилну монетарну политику, очуван умерен ниво јавног дуга, адекватан ниво девизних резерви, као и стабилан банкарски сектор.

Међу изазовима из међународног окружења који посебно упућују на опрезност, Извршни одбор је истицао **геополитичке сукобе** и с тим у вези ризик раста светске цене нафте и других примарних производа. Цене већине примарних производа на светском тржишту смањене су током 2023. године, али се и даље налазе изнад нивоа пре пандемије за више од 40%. Посебно волатилне су светске цене

нафте – након раста у септембру и октобру 2023. због одлуке земаља *OPEC*+ да продуже ограничење понуде до краја 2023, као и због забринутости за понуду нафте услед сукоба у региону Блиског истока, цена нафте је смањена пре свега услед пада тражње из развијених земаља. Истовремено, смањена је и очекивана светска цена нафте за наредни период, на шта указују нафтни фјучерси. Светска цена гаса је у већој мери ревидирана наниже, а нижа је и очекивана светска цена електричне енергије. Ипак, неизвесност у погледу кретања цена енергената и даље је изражена, посебно у случају цена нафте и гаса, где евентуална ескалација сукоба на Блиском истоку представља главни ризик.

Такође, на светске цене енергената и већине других примарних производа могу да утичу и **економске перформансе Кине**, због чега су изгледи у погледу раста Кине један од важних фактора кретања инфлације у наредном периоду. Светска банка процењује да ће привредни раст у Кини бити успорен на око 4,5% ове године, у великој мери због проблема у грађевинском сектору. То би био најмањи привредни раст Кине у последње 33 године, ако се изузму пандемијске 2020. и 2022. Очекује се да и глобални привредни раст додатно успори ове године, трећу годину заредом, због рестриктивних монетарних политика и финансијских услова у већини земаља, али и слабе глобалне трговине и инвестиција. Процењује се да ће геополитичке тензије и растуће протекционистичке мере довести до геоекономске фрагментације и губитака у дугом року, тако да ће стопе расте светске привреде бити испод тренда пре пандемије од 3%.

Када је реч о домаћим факторима, Извршни одбор је имао у виду да је настављено снижавање **инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде**. Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према анкети агенције Ипсос, приближила су се горњој граници циља, а према анкети агенције Блумберг нашла су се на горњој граници циља, док се очекивања овог сектора и за две и за три године унапред налазе у границама циља Народне банке Србије. Извршни одбор је имао у виду да смањење инфлационих очекивања доприноси и нижој инфлацији и већој реалној каматној стопи, тј. рестриктивнијим монетарним условима и без промене висине референтне каматне стопе.

И поред наставка раста запослености и процењеног реалног раста зарада од 2,6% у 2023. години, **потрошња домаћинстава** није имала значајније инфлаторне ефекте. Уз то, и поред раста издатака за плате у јавном сектору, пензија и једнократних фискалних давања крајем године, у 2023. остварен је нижи дефицит опште државе од очекиваног, који је износио 2,2% БДП-а, тако да је **фискални импулс био мањи од очекиваног.** Укупно посматрано, раст БДП-а у 2023. години износио је 2,5% и у потпуности је био у складу с пројекцијом Народне банке Србије. Раст су водили нето извоз, захваљујући расту извоза робе и услуга и паду увоза, као и инвестиције у основна средства. Под претпоставком смањења глобалних инфлаторних притисака и опоравка зоне евра, као и услед очекиваног даљег убрзања реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, **Извршни одбор очекује убрзање раста БДП-а у овој години на 3,0–4,0%**. Према оцени Извршног одбора, важан фактор раста биће и лична потрошња, али не у мери у којој би то могло да изазове веће инфлаторне притиске, као и инвестиције у основна средства, које повећавају и производни потенцијал.

Одлука Извршног одбора са састанка у фебруару да се не мења висина референтне каматне стопе била је у највећој мери мотивисана чињеницом да је опадајућа путања мг. инфлације у Србији настављена, као и новом пројекцијом, која је благо нижа од новембарске и указује на то да ће се инфлација у хоризонту монетарне политике кретати око централне вредности циља. Главни извор ризика такве пројекције, према оцени Извршни одбора, јесу геополитичке тензије, чија могућност интензивирања захтева опрезност монетарне политике.

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 будућој монетарној политици доноси у зависности од брзине успоравања инфлације. 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.

III. Кретање инфлације

У складу с нашим очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији, инфлација у Србији је и током Т4 била на силазној путањи и у децембру је износила 7,6% мг., што је двоструко нижи ниво него крајем 2022. Томе су допринели слабљење трошковних притисака и ефекат базе код цена хране, као и ефекти претходног заоштравања монетарних услова, који су допринели и снижавању базне инфлације на 6,5% мг. у децембру.

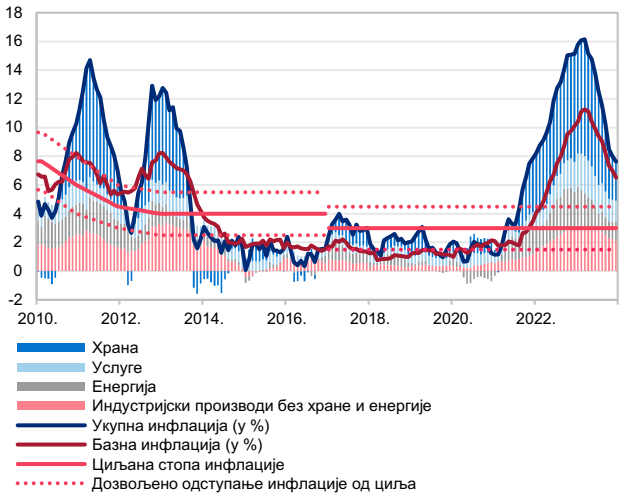
Успоравању инфлације доприноси и смањење краткорочних инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, као и усидреност средњорочних очекивања финансијског сектора у границама циља Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т4

Мг. инфлација је током Т4 додатно успорена и у децембру је износила 7,6%, што је нешто нижи ниво од наших очекивања из новембарског Извештаја о инфлацији и готово двоструко нижи ниво него на крају 2022. године. На спуштање инфлације кључно је утицало даље успоравање мг. раста цена хране (првенствено прерађене), чији је допринос мг. инфлацији у децембру био за 1,6 п.п. нижи него у септембру. На смањење доприноса цена хране утицала је и висока база из истог периода претходне године, као и наставак слабљења трошковних притисака у производњи и транспорту хране услед снижених светских цена примарних пољопривредних производа и индустријских сировина. Цене индустријских производа без хране и енергије и цене услуга такође су смањиле допринос мг. инфлацији у Т4 – за 0,4 п.п. и 0,3 п.п., респективно. У складу с тим, **базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) снижена је на 6,5% мг. у децембру, што је за трећину нижи ниво него на крају 2022. године. С друге стране, цене енергије су у Т4 благо повећале допринос мг. инфлацији (за 0,1 п.п.), пре свега због корекције цене електричне енергије у новембру, насупрот чега је деловао знатно спорији мг. раст цена нафтних деривата, које су пратиле пад светске цене нафте током Т4.

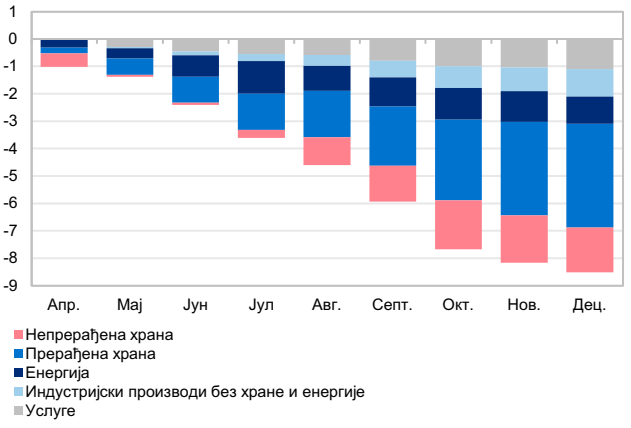
Према процени РЗС-а, просечна инфлација у 2023. години износила је 12,1%, док је просечна базна инфлација износила 9,1%. Укупна и базна инфлација су у марту достигле врхунац и од тада су се оба показатеља налазила на стабилној силазној путањи. Током целе 2023. године базна инфлација се кретала испод укупне инфлације, подржана пооштравањем монетарне политике Народне банке Србије.

Графикон III.0.1. **Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. динамици инфлације**
(у п.п.)



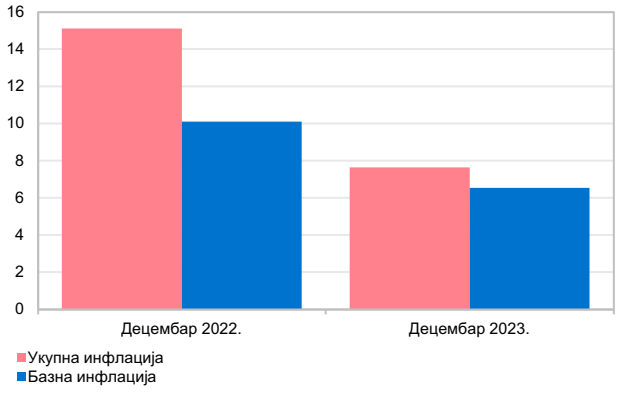
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. **Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март 2023.***
(у п.п.)



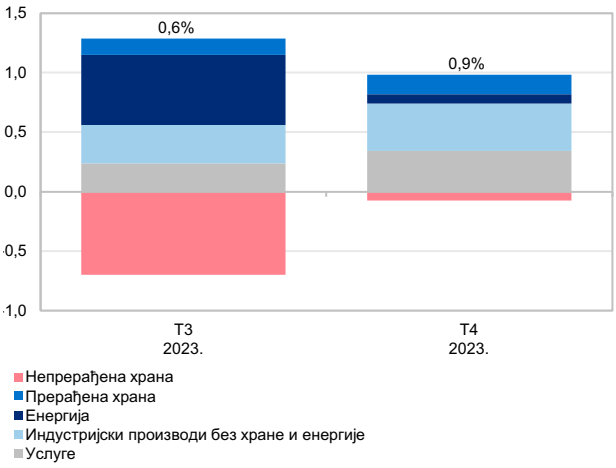
Извор: РЗС и прерачун НБС.
* У марту је мг. инфлација достигла врхунац.

Графикон III.0.3. **Инфлација на крају 2022. и 2023.**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.4. **Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Тромесечно посматрано, **раст потрошачких цена од 0,9% у Т4** био је нижи од очекивања изнетих у новембарском Извештају о инфлацији, доминантно под утицајем нижих цена нафтних деривата. **Цене нафтних деривата** на домаћем тржишту у Т4, пратећи пад светске цене нафте, снижене су за 6,8% (уз негативан допринос инфлацији од 0,4 п.п.). С друге стране, у новембру су реализоване претходно најављене корекције цена гаса за домаћинства (9,9%) и електричне енергије (7,3%), при чему је допринос цена гаса инфлацији у Т4 био маргиналан, док је допринос цена електричне енергије износио 0,4 п.п. Наведена кретања су утицала на то да, на нивоу групе, **цене енергије** у Т4 порасту за 0,5%, што је због пада цена нафтних деривата знатно ниже него у претходним тромесечјима 2023. године.

Цене хране и безалкохолних пића у Т4 благо су порасле (за 0,3%, уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.). **Цене прерађене хране** остварили су сличан раст у Т4 (0,8%) као у Т3, уз непромењен допринос тромесечној инфлацији од 0,2 п.п. У категорији прерађене хране, у Т4 повећане су цене прерађеног меса, млека и млечних прерађевина, кондиторских производа и безалкохолних пића, док су цене уља и масти наставиле да падају. Пад **цена непрерађене хране** од 0,7% (уз негативан допринос инфлацији од 0,1 п.п.) доминантно је потекао од сезонског појефтињења свежег воћа (уз негативан допринос инфлацији од 0,2 п.п.), док су цене свежег поврћа и свежег меса повећане (уз збирни допринос инфлацији од 0,1 п.п.).

Раст инфлације у Т4 у највећој мери су определиле више цене **индустријских производа (без хране и енергије)**, уз допринос од 0,4 п.п. на нивоу целе групе. При томе, раст цена индустријских производа од 1,4% у Т4 био је сличан као у Т3, а определили су га сезонско поскупљење одеће и обуће (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), као и више цене фармацеутских производа, алкохолних пића и цигарета, уз збирни допринос инфлацији од 0,2 п.п.

Цене услуга у Т4 порасле су за 1,4%, по основу виших цена услуга кабловске телевизије и интернета, угоститељских услуга, школарина, медицинских услуга, занатских услуга и станарина, уз збирни допринос инфлацији од 0,3 п.п.

Регулисане цене у Т4 повећане су за 3,0%, под утицајем наведених поскупљења гаса, електричне енергије и цигарета. То је определило и бржи раст регулисаних цена на мг. нивоу од 10,9% у децембру (наспрам 8,9% у септембру).

Цене у оквиру базне инфлације у Т4 остварили су раст од 1,4%, који се у највећој мери дугује већ поменутом поскупљењу индустријских производа, пре свега одеће и обуће, као и вишим ценама услуга.

Произвођачке и увозне цене у Т4

На мг. нивоу, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште**, након успоравања у октобру и новембру, повећане су у децембру, на шта су превасходно утицали увећани трошкови у снабдевању електричном енергијом и гасом. И поред тога, произвођачке цене индустријских производа у децембру су забележиле нижи мг. раст (1,6%) него у септембру (2,2%), с обзиром на то да су **цене нетрајних производа за широку потрошњу** битно смањиле допринос у Т4, пре свега захваљујући мг. паду цена у производњи прехрамбених производа у новембру и децембру (први пут од краја 2018). Цене интермедијарних и капиталних производа, као и трајних производа за широку потрошњу пружиле су сличан допринос мг. динамици произвођачких цена индустријских производа у Т4 као у Т3. **Цене елемената и материјала у грађевинарству** у децембру су такође забележиле нижи мг. раст (2,5%) него у септембру (4,1%).

Графикон III.0.5. **Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена***
(крај периода, у п.п.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Слабљење ценовних притисака у индустрији и грађевинарству потврђује и то што су цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште на нивоу тромесечја смањене за 0,4% у Т4, а цене елемената и материјала у грађевинарству за 1,1%.

Увозне цене изражене у динарима[1] биле су у паду и током Т4, који је у децембру износио 2,3% мг. (након –4,0% мг. у септембру). Паду увозних цена на мг. нивоу наставиле су да доприносе готово све компоненте, пре свега снижавање цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза, које су апроксимиране извозним ценама Немачке, као и пад цена сирове нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту. Иако је био нижи у децембру него у септембру, позитиван допринос мг. динамици увозних цена у Т4 потекао је једино од цена услуга из увоза, које су апроксимиране базном инфлацијом у зони евра. На нивоу тромесечја, увозне цене исказане у динарима стагнирале су у Т4.

Графикон III.0.6. **Доприноси изабраних компонената мг. стопи раста увозних цена**
(крај периода, у п.п.)

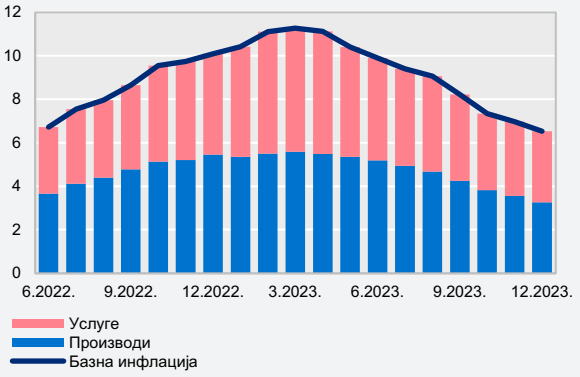
Извор: *Destatis*, ФАО, Блумберг, *Eurostat*, РЗС и прерачун НБС.

[1] Прелиминаран податак. Базна година је 2010. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек неколико компонената: индекса цене нафте типа брент, цена гаса из увоза, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у оквиру базне инфлације у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Фиксни пондери компонената обрачунати су према вредносном увозу робе и услуга у 2022.

Осврт 1: Шта нам говоре различити показатељи инфлације и дистрибуција раста потрошачких цена?

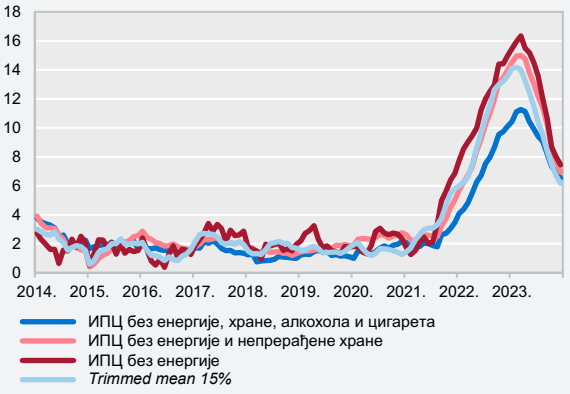
Инфлација у Србији мерена као мг. промена потрошачких цена налази се на опадајућој путањи од априла и крајем 2023. износила је 7,6%, што је двоструко нижи ниво него годину дана раније. Том паду је највише допринело успоравање раста цена хране (допринос нижој инфлацији за 4,6 п.п.), које су у 2021. и 2022. и највише утицале на раст инфлације као последица бројних потреса из међународног окружења, али и лошије домаће пољопривредне сезоне у две узастопне године. Допринос нижој инфлацији током 2023. потицао је и од цена енергената (за 1,1 п.п.), упркос чињеници да је Влада Републике Србије донела одлуку да неопходна повећања цена електричне енергије и гаса за домаћинства услед енергетске кризе у Европи распореди на две године (2022. и 2023). Базна инфлација, која искључује цене хране, енергије, алкохола и цигарета, такође је смањена, са 10,1% крајем 2022. на 6,5% крајем 2023, чему су допринеле мере монетарне политике, као и попуштање глобалних инфлаторних притисака, уз мањи допринос укупној инфлацији за 1,6 п.п. него крајем 2022. године. У оквиру базне инфлације готово подједнак допринос потиче од цена производа и услуга, при чему се допринос и једне и друге категорије цена смањује. Све претходно наведено указује на то да се инфлаторни притисци смањују и да се и у наредном периоду може очекивати даље успоравање инфлације.

Графикон О.1.1. **Доприноси цена производа и услуга базној инфлацији**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.1.2. **Кретање различитих показатеља мг. базне инфлације**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Додатни увид у динамику инфлације, нарочито током епизода повишених стопа инфлације, може понудити испитивање дистрибуције раста цена различитих категорија робе и услуга, јер омогућава дубље сагледавање промена цена и филтрирање, тј. искључивање цена појединих категорија робе и услуга чије су флуктуације последица деловања краткорочних и специфичних фактора који утичу само на одређене категорије цена. Имајући то у виду, у оквиру овог осврта детаљније смо посматрали дистрибуцију промена свих категорија потрошачких цена из потрошачке корпе, као и мере инфлације које искључују највеће промене цена у оба смера, тзв. *trimmed mean* меру инфлације. То ће нам помоћи да утврдимо трендове у погледу кретања инфлације и оценимо тзв. основну (*underlying*) инфлацију, која указује на фундаменталне инфлаторне притиске.

Уколико се посматрају мг. стопе раста цена свих производа и услуга које улазе у састав потрошачке корпе (њих 660), уочава се да је до септембра 2021, тј. до почетка раста инфлације у Србији у условима вишедимензионалне глобалне кризе, учешће цена производа и услуга које су остваривале мг. раст изнад горње границе дозвољеног одступања од циља било испод 30% и у просеку је, посматрано од почетка 2017, износило

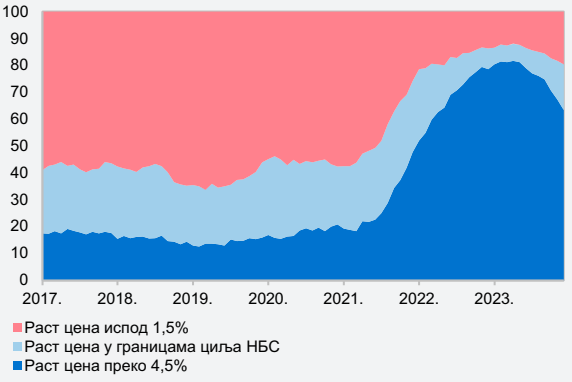
17%. Након септембра 2021. то учешће је почело интензивније да се повећава и почетком 2023. достигло је око 80%. Ипак, од јуна 2023. учешће цена производа и услуга које остварују мг. раст изнад 4,5% смањује се и у децембру 2023. било је испод 64%, уз истовремени раст учешћа цена и производа и услуга које бележе мг. раст цена који је у границама циља, као и испод 1,5%.

Ако се посматра укупна дистрибуција мг. раста цена производа и услуга, уочава се да након пандемије она постаје више асиметрична удесно. Ипак, у децембру 2023. у поређењу с децембром 2022. дистрибуција је мање асиметрична удесно и мање дисперзована, а мере централне тенденције су ниже, што такође указује на смиривање инфлаторних притисака.

Поред показатеља базне инфлације добијене методом искључивања најволатилнијих компонената инфлације, попут цена хране и енергије, још једна мера може помоћи у оцени основне инфлације, односно фундаменталних инфлаторних притисака, а то је *trimmed mean* мера инфлације. У овом случају, јачина инфлаторних притисака оцењује се применом метода искључивања производа и услуга чије су цене у току месеца забележиле највеће промене у оба смера. При томе, за разлику од прве групе показатеља базне инфлације, у случају *trimmed mean* мере инфлације не искључују се увек исти производи, већ се искључује увек исти унапред утврђен проценат потрошачке корпе, без обзира о којим производима и услугама је реч. Приликом анализе *trimmed mean* мере инфлације Народна банка Србије искључује по 7,5% производа и услуга који су у току месеца исказали највећи раст односно пад цена – укупно 15% производа и услуга. И ова мера инфлације је у паду од априла 2023. и у децембру је износила 6,2%, а од новембра се креће на нижем нивоу од базне инфлације рачунате методом искључивања најволатилнијих категорија цена. То показује да се смањују не само инфлаторни притисци по основу цена робе и услуга које су у претходном периоду имале највише мг. стопе већ и по основу цена осталих производа и услуга.

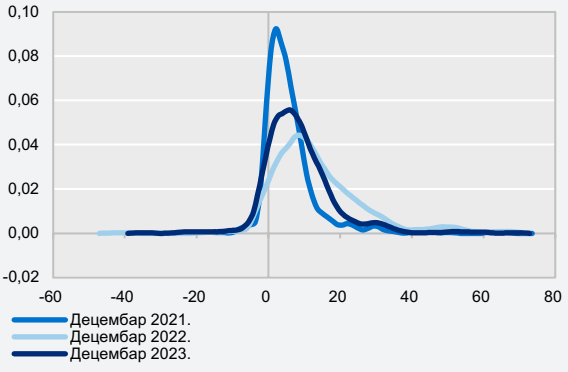
Иначе, дистрибуција цена у Србији, посматрано за дужи период, има сличне карактеристике као и у другим земљама. Пондерисана просечна тромесечна инфлација је највећи део посматраног периода (2007–2023) виша од пондерисане медијане, а коефицијент асиметрије је углавном био позитиван, што указује на то да је, генерално посматрано, дистрибуција промена цена

Графикон О.1.3. **Учешће производа и услуга из ИПЦ листе према висини мг. стопа раста**
(у %)



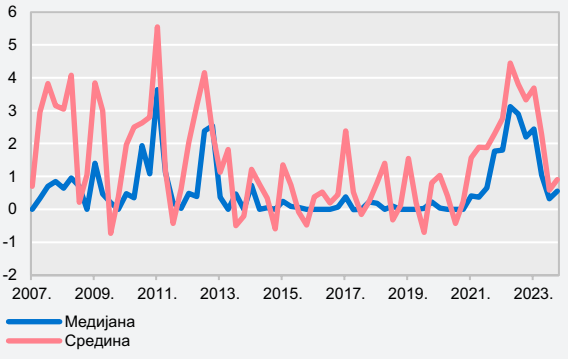
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.1.4. **Дистрибуција мг. раста цена робе и услуга**
(*y*-оса густина, *x*-оса годишња промена у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

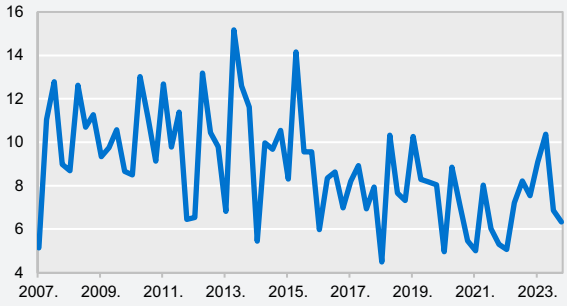
Графикон О.1.5. **Пондерисана средина и медијана тромесечних стопа раста цена производа и услуга из потрошачке корпе**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

асиметрична надесно, што се може објаснити деловањем шокова на страни понуде, који су углавном деловали у правцу виших цена, као и ригидношћу цена наниже. Уколико се посматрају тромесечне стопе раста цена из потрошачке корпе, уочава се да су пондерисана средина и медијана (као пондери су коришћена учешћа ових категорија у потрошачкој корпи) тромесечних стопа раста потрошачких цена биле повишене у периодима Т3 2010 – Т2 2011, затим у Т3 и Т4 2012. и у Т4 2021 – Т1 2023. Иначе, ако се упореди просечна пондерисана тромесечна стопа раста потрошачких цена и стандардна девијација, уочава се њихова позитивна корелација, тј. да је у периодима више инфлације већа и дисперзија цена. Поред тога, уочава се да је стандардна девијација у текућем циклусу раста инфлације била ипак нижа него у периоду 2007–2013. Она је од Т2 2023. у паду, као и пондерисана средина и медијана, што такође указује на снижене инфлаторне притиске.

Графикон О.1.6. **Стандардна девијација тромесечних стопа раста цена производа и услуга из потрошачке корпе**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде наставила су да се снижавају током Т4, у складу са успоравањем инфлације.

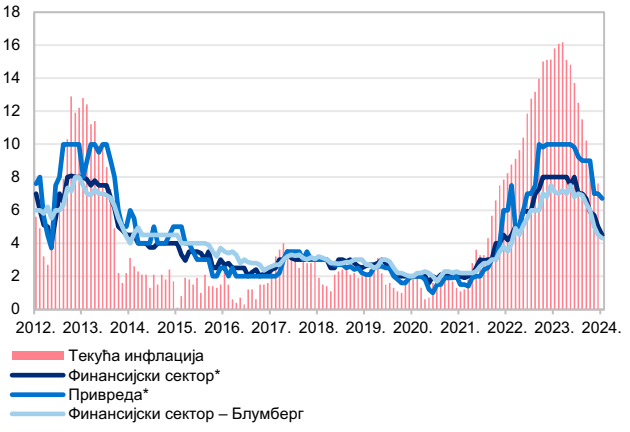
Краткорочна очекивања финансијског сектора, према резултатима јануарске анкете агенције Ипсос, први пут од фебруара 2022. нашла су се у границама циља Народне банке Србије и износила су 4,5%. Према резултатима агенције Блумберг, ова очекивања су се у децембру нашла на горњој граници циља, а затим су у јануару додатно снижена на 4,3%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред су са 9,0% у октобру снижена на 7,0% у новембру, колико су износила и у децембру. У јануару су додатно снижена на 6,7%. При томе, више од половине анкетираних предузећа не очекује раст цена својих производа и услуга у наредних 12 месеци.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред, након смањења у новембру на 12,0%, у децембру су се вратила на 15,0%, колико су износила и у јануару. Према резултатима квалитативне анкете, вредност индекса очекиване инфлације (31%) нижа је од вредности индекса перципиране инфлације (71%), што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци ипак бити нижа од инфлације у претходној години дана. У паду су и перципирана и очекивана инфлација, јер се смањује проценат становништва који сматра да су цене знатно повећане, односно да ће бити знатно повећане.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора усидрена су у границама циља и за две године унапред у јануару су износила 3,5%, док се очекивана инфлација за **три године унапред** налази на нивоу од 3,3%. **Средњорочна очекивања сектора привреде** за две године унапред у децембру снижена су са 6,0% на 5,0%, колико износе и очекивања овог сектора за три године унапред. У јануару се ова очекивања нису мењала. **Инфлациона очекивања становништва** остала су на истом нивоу за оба периода и износе 10,0%.

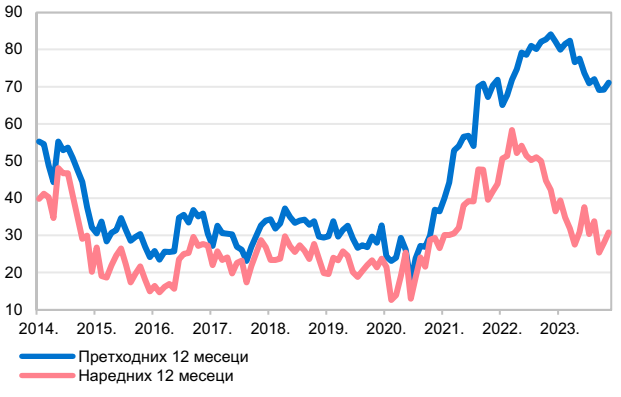
Графикон III.0.7. **Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред**
(мг. стопе, у %)



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

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

Графикон III.0.8. **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.

Графикон III.0.9. **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.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Народна банка Србије је од августа 2023. године задржала референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, тако да су и каматне стопе на међубанкарском тржишту новца биле готово непромењене. Каматне стопе на динарске кредите привреди и становништву у Т4 смањене су у односу на претходно тромесечје, а у паду су биле и каматне стопе на динарске државне ХоВ, чему је, поред глобалног пада приноса, допринела и нижа премија ризика земље.

Ефекти претходног заоштравања монетарне политике ЕЦБ-а определили су раст каматне стопе на кредите привреди у евро знаку, док је каматна стопа на кредите становништву у евро знаку снижена током Т4 услед примене одлуке Народне банке Србије о ограничавању каматних стопа на стамбене кредите физичким лицима.

Кретања на домаћем девизном тржишту током Т4 карактерисао је наставак апрецијацијских притисака, чему су допринели висок прилив по основу СДИ и рекордно низак дефицит текућег рачуна захваљујући повољнијим трендовима у спољнотрговинској размени.

Каматне стопе

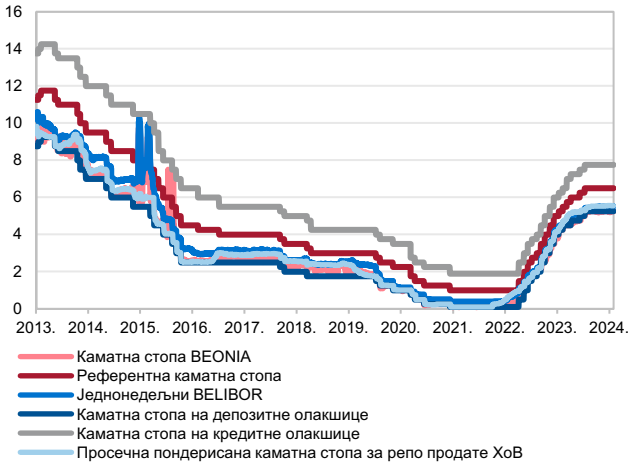
Народна банка Србије је од августа 2023. године задржала **референтну каматну стопу** на нивоу од 6,5%, а каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице на нивоима од 7,75% и 5,25%, респективно, што је утицало на то да и каматне стопе на међубанкарском тржишту новца остану готово непромењене током Т4.

Када је у питању динарска ликвидност банака, просечно стање репо продатих ХоВ смањено је у односу на септембар за 41,5 млрд динара, на 444,7 млрд динара у децембру. Томе су допринели пре свега раст стопа обавезне резерве и повећање дела динарског издвајања девизне обавезне резерве, док је

Графикон IV.1.1. **Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности**

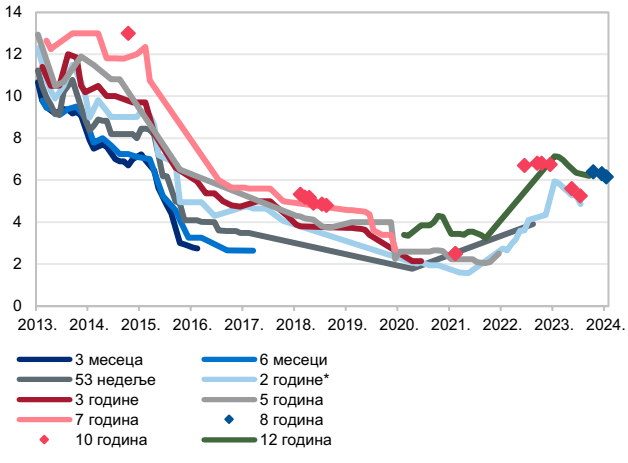
Извор: НБС.

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



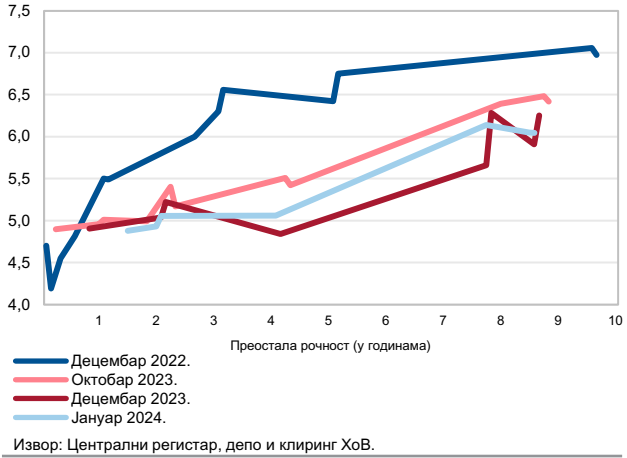
Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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.

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

просечан дневни износ преконоћних депозита банака код Народне банке Србије благо повећан, за 2,1 млрд динара, на 102,0 млрд динара у децембру.

Каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** остале су готово непромењене током Т4. Каматна стопа *BEONIA* крајем децембра износила је 5,23%, уз повећан просечан дневни промет на преконоћном међубанкарском тржишту, са 1,7 млрд динара у Т3 на 4,0 млрд динара у Т4, што се може довести у везу с повећањем обавезне резерве, чији је један од циљева управо био повећање промета на међубанкарском новчаном тржишту. Каматне стопе *BELIBOR* крајем децембра 2023. кретале су се у распону од 5,25% за најкраћу рочност до 5,8% за рочност од шест месеци.

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ** у Т4 су први пут организоване аукције за продају осмогодишњих државних обвезница у октобру и децембру, а које доспевају 26. октобра 2031. године, након чега је у јануару ове године одржана још једна. На аукцији у децембру стопа приноса је у односу на аукцију из октобра смањена за 9 б.п., а на аукцији у јануару за додатних 15 б.п., на 6,15%, што је знатно испод купонске стопе од 7,00%. На аукцијама у октобру и децембру продате су ХоВ укупне номиналне вредности од 42,4 млрд динара. Затим је на аукцији у јануару постигнута досад највећа реализација на једној аукцији динарских обвезница, у износу од 63,1 млрд динара, уз знатно учешће нерезидената, који су на аукцији купили ХоВ у вредности од 24,6 млрд динара по номиналној вредности. Након рекордне тражње инвеститора на аукцијама осмогодишњих ХоВ, постојећа емисија обвезница ове рочности повећана је за додатних 40 млрд динара, на 150 млрд динара. Како су у јануару 2024. доспеле раније продате ХоВ у износу од 58,1 млрд динара, стање динарских ХоВ повећано је за 47,5 млрд динара у односу на Т3 2023. године, на 844,8 млрд динара крајем јануара 2024. године.

У периоду октобар–јануар нерезиденти су учествовали на примарном тржишту куповином динарских ХоВ оригиналне рочности осам година, у укупној номиналној вредности од 31,2 млрд динара. Међутим, у условима нето продаје динарских ХоВ на секундарном тржишту од стране нерезидената, стање динарских државних ХоВ у њиховом власништву повећано је за 22,1 млрд динара у односу на крај Т3, на 156,8 млрд динара крајем јануара, што је близу 19% укупног портфолија динарских државних ХоВ.

Током Т4, на **секундарном тржишту динарских ХоВ** повећан је промет у односу на претходно

тромесечје за готово 17%, на ниво од 59,4 млрд динара. Просечни пондерисани приноси на динарске државне ХоВ забележили су пад у периоду од претходног извештаја, на шта се одразио пад премије ризика земље. У јануару, просечни пондерисани приноси за обвезнице преостале рочности између две и девет година смањени су у распону 26–46 б.п. у поређењу са октобром 2023. године и кретали су се у распону од 4,93% за двогодишњу до 6,13% за осмогодишњу обвезницу.

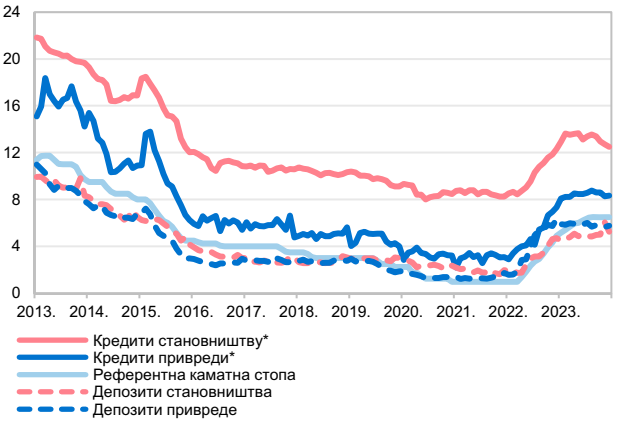
Након што у Т4 није било аукција државних ХоВ у еврима, у јануару је организована једна аукција трогодишњих **државних ХоВ у еврима**, које су продате у номиналној вредности од 99,8 млн евра, са стопом приноса од 4,00%, а како су истовремено доспеле претходно емитоване ХоВ у износу од 351,4 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима смањено је на ниво од 1.668,0 млн евра крајем јануара.

Стабилизација каматних стопа на домаћем међубанкарском тржишту новца током Т4 допринела је томе да се каматна стопа на **нове динарске кредите** привреди смањи за 0,3 п.п., на 8,3%, док су промотивне акције за готовинске кредите код појединих банака утицале на смањење каматне стопе на **нове динарске кредите становништву** за 0,9 п.п., на 12,5% у децембру.

Пад просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите привреди у потпуности је опредељен падом каматне стопе на кредите за обртна средства, за 0,6 п.п., на 8,3% (са учешћем од око 60% у динарском кредитирању привреде), док су каматне стопе на инвестиционе кредите и остале некатегорисане кредите порасле. Пад каматне стопе на динарске кредите становништву у највећој мери је вођен знатним падом каматне стопе на готовинске кредите, а делом и ниже каматне стопе на остале некатегорисане кредите.

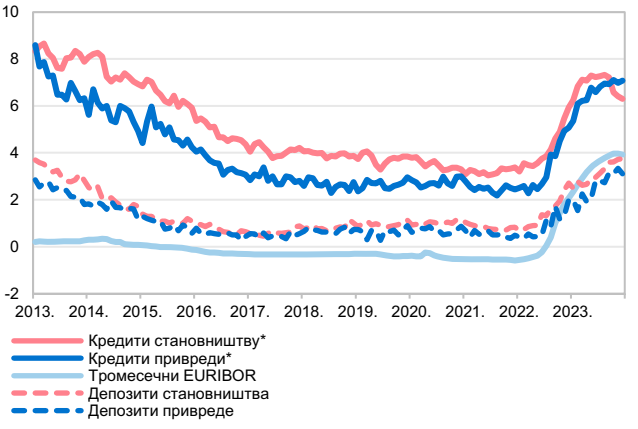
Након повећања у септембру 2023, ЕЦБ је задржала основне каматне стопе на непромењеном нивоу, али су ефекти претходног заоштравања монетарне политике подстакли раст **каматне стопе на кредите привреди у евро знаку** на домаћем тржишту за 0,2 п.п., на 7,1%, у децембру. Тај раст је опредељен растом каматне стопе на инвестиционе кредите и на остале некатегорисане кредите, тако да је каматна стопа за обе категорије кредита крајем године износила 7,3%. **Каматна стопа на кредите становништву у евро знаку** смањена је за 0,9 п.п., на 6,3% у децембру, услед смањења каматних стопа на стамбене кредите на 5%, као резултат примене

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



Извор: НБС.
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

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



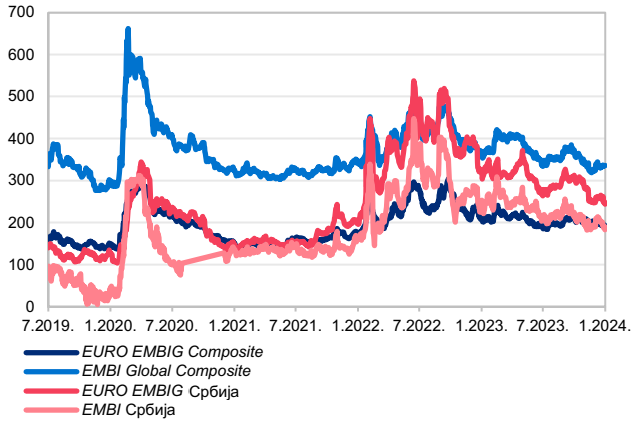
Извор: Европска банкарска федерација и НБС.
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Табела IV.1.1. **Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури**
(у %)

	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2022.	2023.		2022.	2023.	
	Т4	Т3	Т4	Т4	Т3	Т4
Укупни кредити становништву*	12,3	13,4	12,5	5,9	7,2	6,3
Готовински кредити	13,0	14,2	13,2	3,5	3,5	3,3
Стамбени кредити	11,5	11,9	12,9	5,1	6,4	5,0
Потрошачки кредити	2,7	3,6	3,0	5,5	6,5	6,5
Остали кредити	10,8	10,9	10,5	8,2	9,8	9,8
Укупни кредити привреди*	7,3	8,6	8,3	5,1	6,9	7,1
Кред. за обртна средства	7,6	8,9	8,3	5,2	7,0	7,0
Инвестициони кредити	7,6	9,0	9,4	5,2	7,1	7,3
Остали кредити	7,0	8,1	8,3	4,2	6,5	7,3
Кредити за увоз	-	-	-	5,5	6,0	6,5

Извор: НБС.
Напомена: Подаци се односе на просечне вредности последњег месеца у тромесечју.
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Графикон IV.1.7. **Показатељи премије ризика**
(дневни подаци, у б.п.)



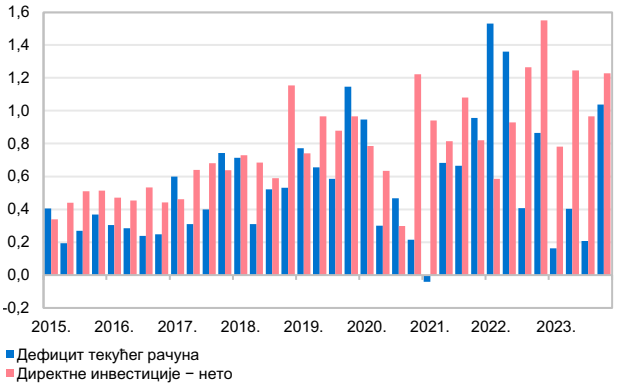
Извор: *J.P. Morgan.*

Табела IV.1.2. **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.1.8. **Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ**
(у млрд EUR)



Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2023.

одлуке Народне банке Србије о ограничавању каматних стопа на стамбене кредите за физичка лица. Према овој одлуци, до 31. децембра 2024. године фиксни део номиналне каматне стопе за кредите с променљивом каматном стопом не сме бити виши од 1,1%, док у случају кредита с фиксном каматном стопом, номинална каматна стопа максимално може износити 5,03%.

Премија ризика

Након умереног повећања у октобру, глобална премија ризика кретала се силазном путањом до краја децембра, на шта су се одразили успоравање инфлације у САД и Европи и изјаве званичника водећих централних банака да је циклус заоштравања монетарних услова највероватније завршен.

Доларска премија ризика Србије смањена је током Т4 за 38 б.п., док је у јануару повећана за 2 б.п., на 190 б.п., колико је износила крајем месеца. Премија ризика Србије је наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је током Т4 смањена за 43 б.п., на 319 б.п. крајем децембра, док је у јануару повећана за 17 б.п. Премија ризика Србије на бази дуга у еврима смањена је за 60 б.п. током Т4, а током јануара за 3 б.п. и крајем месеца је износила 244 б.п. Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, у Т4 је смањена за 3 б.п., а током јануара за 10 б.п. и крајем месеца је износила 190 б.п. На нивоу године, коју су обележили бројни потреси из међународног окружења и глобално пооштрени услови финансирања, доларска премија ризика Србије смањена је за 82 б.п., а премија ризика Србије на бази дуга у еврима за 142 б.п.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса и током Т4 2023. чиниле су СДИ, што је, уз приливе по основу финансијских и трговинских кредита, у потпуности покрило одливе по основу портфолио инвестиција и повећања средстава на рачунима домаћих банака у иностранству. Нето прилив по основу СДИ, као и у прећашњем делу године, вишеструко је премашио дефицит текућег рачуна платног биланса, што је доприносило наставку апрецијацијских притисака на домаћем девизном тржишту.

Прилив СДИ у Србију у Т4 2023. износио је 1,3 млрд евра, док је на нивоу године износио 4,5 млрд евра или 6,1% БДП-а, што је чак и више у односу на досад рекордни годишњи прилив из 2022. године од 4,4 млрд евра. Скоро четири петине СДИ било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, што потврђује опредељење страних инвеститора да наставе да инвестирају у Србију. Посматрано по делатностима, највише улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију, грађевинарство, рударство и трговину. Нето прилив СДИ на нивоу године износио је 4,2 млрд евра, тако да је девету годину заредом обезбеђена пуна покривеност дефицита текућег рачуна.

По основу **портфолио инвестиција**, током Т4 забележен је одлив капитала у износу од 172,6 млн евра пошто су резиденти повећали улагања у ХоВ на иностраним тржиштима, док су нерезиденти смањили улагања у домаће ХоВ. Посматрано на нивоу године, у 2023. је по основу портфолио инвестиција остварен нето прилив од 917,8 млн евра захваљујући успешним емисијама еврообвезница у јануару у укупном износу од 1,75 млрд долара.

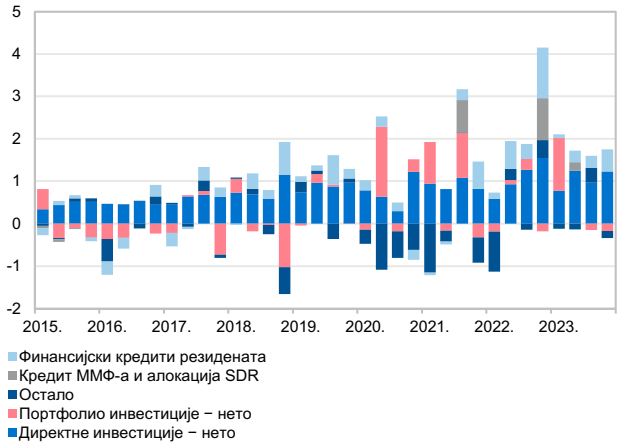
Под утицајем раста задужења Владе и привреде, у Т4 је по основу **финансијских кредита** остварен нето прилив у износу од око 520,5 млн евра. Прилив је регистрован и по основу **трговинских кредита и аванса** (246 млн евра), док је по основу **готовог новца и депозита** забележен одлив од 413,5 млн евра, пошто је повећање средстава на рачунима домаћих банака у иностранству премашило раст средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака.

У децембру је **ММФ** успешно окончао друго разматрање економског програма Србије, чиме је омогућено да Србија у оквиру стендбај аранжмана повуче средства у износу од око 400 млн евра. С обзиром на акумулирање знатног износа резерви, креирање фискалног простора и одрживо финансирање платног биланса, средства нису повучена, а аранжман ће се у преосталом периоду третирати као аранжман из предострожности, што је једну ревизију раније него што се очекивало приликом одобрења аранжмана.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

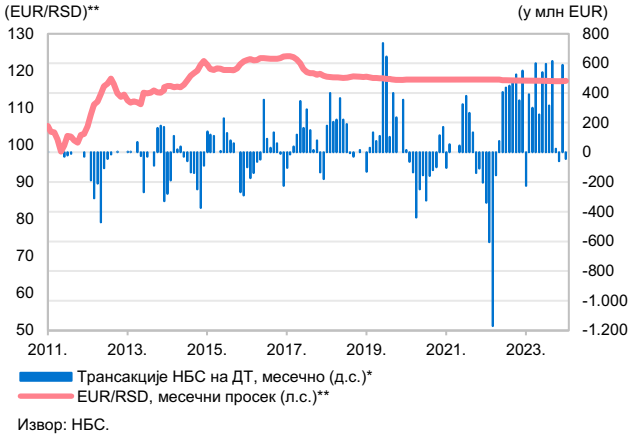
Динар је наставио релативно стабилно кретање према евру и током Т4 2023. његова вредност према евру готово да није промењена, док је на нивоу године динар номинално ојачао према евру за 0,1%.

Графикон IV.1.9. **Структура финансијског биланса**
(у млрд EUR)



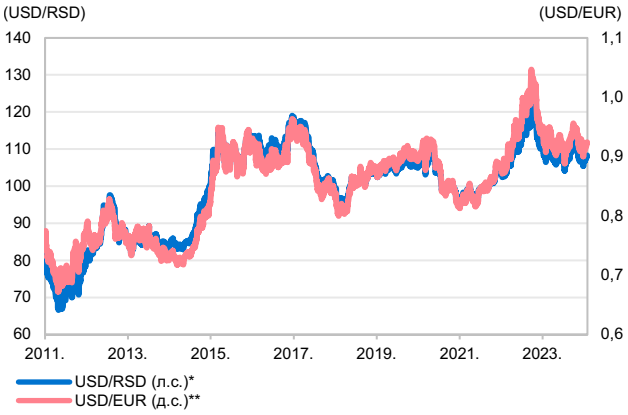
Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2023.

Графикон IV.1.10. **Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту**



Извор: НБС.
* + нето куповина; - нето продаја.
** 1 EUR у RSD.

Графикон IV.1.11. **Кретање курса динара и евра према долару**



Извор: НБС.
* 1 USD у RSD.
** 1 USD у EUR.

Истовремено, под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је у Т4 номинално ојачао према долару за 4,6%, а на нивоу 2023. за 4,0%.

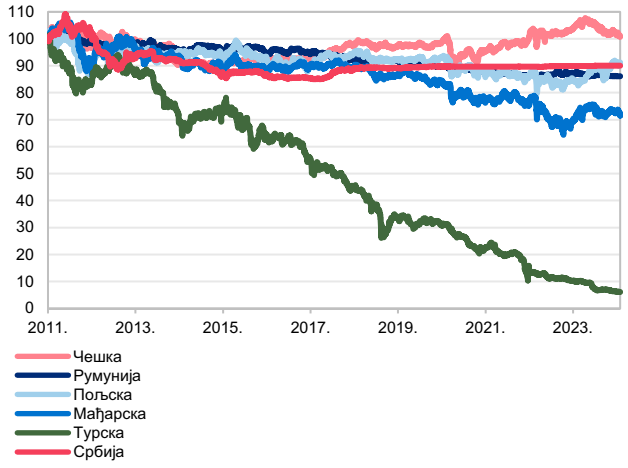
И током Т4 понуда девиза надмашила је тражњу, што је утицало на наставак апрецијацијских притисака, које је Народна банка Србије ублажавала интервенцијама на МДТ-у. Расту понуде девиза највише су допринели резиденти, који су, захваљујући наставку раста извоза и прилива СДИ, били нето продавци девиза у Т4, и поред куповине девиза за увоз енергената. У истом смеру деловао је и нето откуп ефективног страног новца, као и продужење позиције банака по основу послова с платним картицама. Ти приливи су били више него довољни да покрију тражњу за девизама коју су креирали нерезиденти, а тражњи за девизама у истом периоду доприносило је и смањење валутно индексиране активе банака.[2]

Да би одржала релативну стабилност курса динара према евру, Народна банка Србије је и током Т4 на МДТ-у интервенисала претежно на страни куповине девиза, у нето износу од 555 млн евра, чиме је износ нето куповине девиза по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у у 2023. достигао 3.940 млн евра, што је рекордан годишњи износ нето куповине девиза.

На самом почетку 2024. године били су присутни депрецијацијски притисци, да би се у другој половини јануара поново јавили апрецијацијски притисци. Народна банка Србије је током јануара 2024. продала девизе у нето износу од 45 млн евра.

Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације имале су дивергентна кретања према евру током Т4. Тако су, и поред смањења референтних каматних стопа, пољски злот и мађарска форинта ојачали за 6,6% и 2,2%, респективно. Истовремено, вредност румунског леја била је непромењена, док су ослабили чешка круна (1,6%) и турска лира (11,9%). Посматрано на нивоу године, у 2023. ојачали су пољски злот (7,9%) и мађарска форинта (4,6%), док су ослабили румунски леј (0,5%), чешка круна (2,5%) и турска лира (39,2%).

Графикон IV.1.12. **Кретање курсева одређених националних валута према евру***
(дневни подаци, 31. децембар 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.
* Раст представља апрецијацију.

[2] У настојању да уравнотеже своју отворену кратку девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке купују девизе, што делује у правцу слабљења динара.

2. Новац и кредити

Раст динарске компоненте кључно опредељује раст укупне новчане масе у Т4, при чему је динарска штедња становништва наставила да бележи нове рекордне нивое. Кредитна активност према немонетарном сектору благо је убрзала крајем године и на нивоу године порасла је за 1,1%, а сличне стопе раста забележили су и кредити привреди и становништву.

Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, порастао је током Т4 за 5,5%, у највећој мери као резултат повећања најликвидније компоненте – динарских депозита по виђењу (с доприносом од 3,3 п.п.).

Посматрано по појединачним категоријама, динарски **депозити по виђењу** повећани су у Т4 за 143,4 млрд динара, вођени растом трансакционих депозита привреде (83,0 млрд динара) и становништва (60,0 млрд динара). Раст је забележен и код **орочених динарских депозита** у Т4, који су повећани за 18,9 млрд динара, чему је допринео наставак динамичног раста **динарске штедње становништва**, за 20,9 млрд динара. У условима очуване финансијске стабилности у периодима повећане глобалне неизвесности, динарска штедња становништва наставила је да бележи рекордне нивое и крајем децембра износила је 136,5 млрд динара.[3] Релативна стабилност динара према евру, више каматне стопе на динарску него на девизну штедњу, као и њен повољнији порески третман, учинили су динарску штедњу исплативијом од девизне, што доприноси њеном динамичнијем расту.

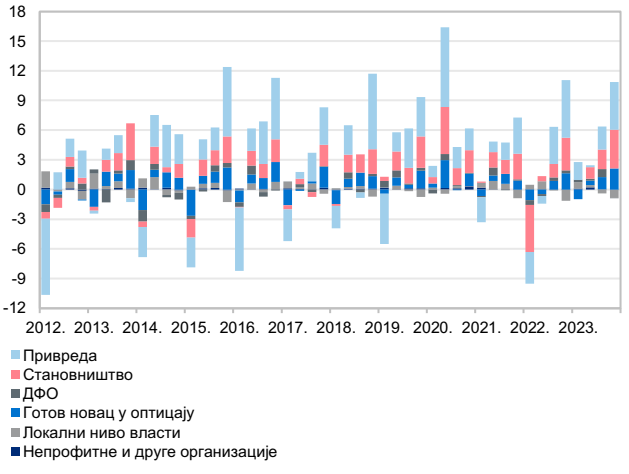
Девизни депозити немонетарних сектора у Т4 повећани су за 277,9 млн евра, предвођени растом девизних депозита становништва, који су достигли 13,4 млрд евра, док су девизни депозити привреде смањени ради регулисања обавеза према иностраним кредиторима.

Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе М3 је током Т4 убрзао и у децембру је износио 12,7%. Међутим, показатељ вишка новца, који мери

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

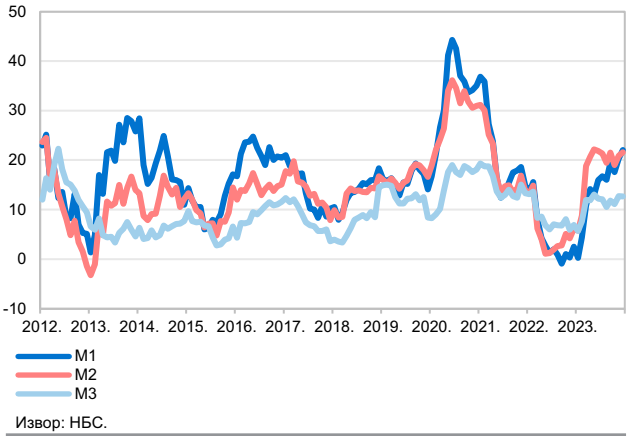
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

[3] Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају децембра износила 137,9 млрд динара, а девизна штедња 14,4 млрд евра.

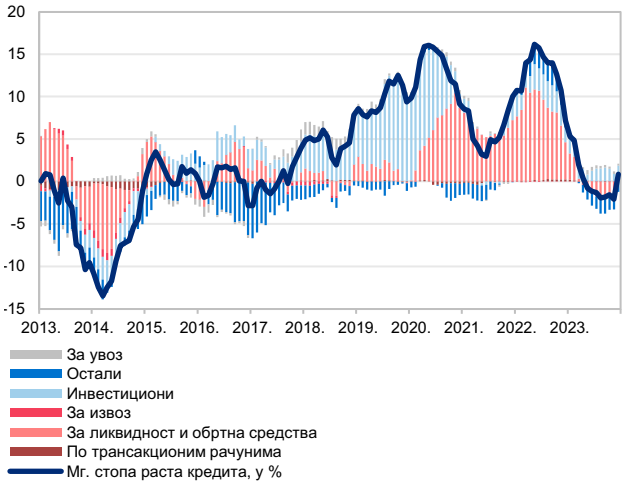
одступање реалне новчане масе М3 од оцењене,[4] негативан је и указује на то да је М3 испод нивоа који би био инфлаторан.

Кредити

Укупни домаћи кредити по искључењу ефекта промене девизног курса[5] повећани су у 2023. за 1,1%, при чему су **кредити привреди** повећани за 0,9%, а **кредити становништву** за 1,2%. Кредитна активност је током 2023. успоравала (при чему су укупни кредити од септембра до новембра бележили незнатан мг. пад), на шта су утицале више каматне стопе на кредите услед заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије, уз пооштрене кредитне стандарде банака. Код кредита привреди значајан утицај на стање кредита потицао је и од доспећа кредита из гарантних шема, а код кредита становништву од септембра привремени негативан утицај на стање кредита долази и од рачуноводственог третмана потраживања по основу стамбених кредита услед доношења одлуке о ограничавању каматних стопа на ове кредите.

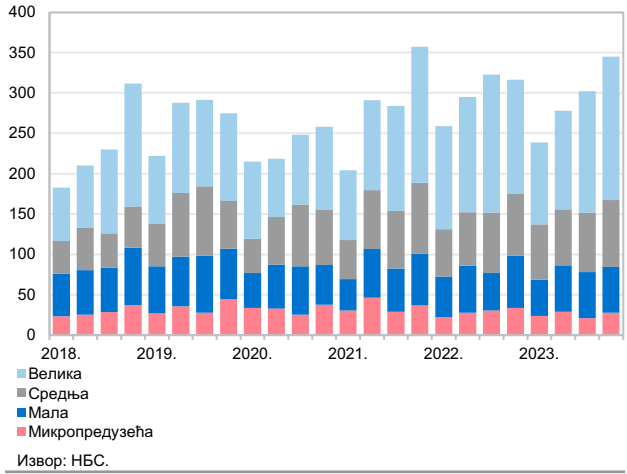
Захваљујући повећаној реализацији у децембру, **кредити привреди** су у Т4 повећани за 8,4 млрд динара. Тај раст је вођен инвестиционим кредитима и кредитима за ликвидност и обртна средства. С друге стране, смањено је стање осталих некатегорисаних кредита, а у малој мери и увозних кредита, док су задужења по текућим рачунима била непромењена. Таква кретања утицала су на то да током Т4 учешће инвестиционих кредита у укупним кредитима привреди буде повећано на 41,9%, а учешће кредита за ликвидност и обртна средства на 46,8% у децембру. Посматрано по делатностима, у Т4 највише су се задужила предузећа из области пословања некретнинама, грађевинарства и саобраћаја, док се пад задужења бележи код предузећа из области трговине и енергетике. Под утицајем раста задужења микропредузећа и средњих предузећа, као и смањења обавеза великих предузећа, учешће кредита у сегменту који чине микропредузећа, мала и средња предузећа у укупним кредитима привреди повећано је на 59,1% у децембру. Раст динарских и смањење девизно индексираних пласмана привреди утицали су на то да степен динаризације пласмана привреди буде повећан у Т4 за 1,1 п.п., на 17,3%.

Графикон IV.2.4. **Доприноси мг. 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.

[4] Једначина тражње за новцем оцењена је на бази регресионе једначине, у којој су објашњавајуће променљиве реални БДП и тромесечни *BELIBOR*.
[5] Рачунато по новом програмском курсу на дан 31. октобра 2022.

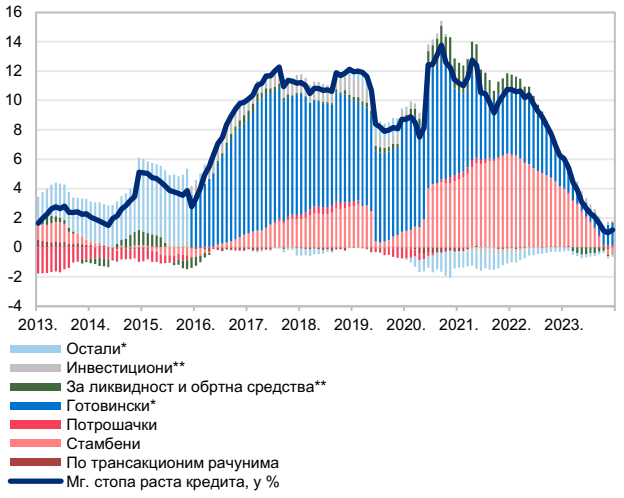
Обим новоодобрених кредита привреди у Т4 износио је 345,0 млрд динара, што је за 9,0% више него у истом периоду 2022. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства (63,8%), чији је износ виши за 32,1% него у истом периоду 2022, при чему је нешто више од половине тих кредита било одобрено великим предузећима. На инвестиционе кредите односило се 22,9% нових кредита, а 63,7% ових кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

Кредити становништву без ефекта промене девизног курса смањени су током Т4 за 3,4 млрд динара, услед смањења стања стамбених кредита[6] и мањег задужења по трансакционим рачунима. С друге стране, повећано је задуживање по основу готовинских кредита и потрошачких кредита, што је утицало на пораст динаризације пласмана становништву за 0,5 п.п., на 54,0%. На крају године, учешће стамбених кредита у укупним кредитима становништву износило је 39,3%, а учешће готовинских кредита 44,7%.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т4 износио је 144,9 млрд динара и био је за 9,7% виши него у истом периоду 2022. При томе, на готовинске кредите односило се скоро две трећине, а на стамбене кредите 15,5% нових кредита становништву (што је ниже него у 2022, када су у просеку чинили преко петине нових кредита становништву), што је последица повишених цена некретнина и трошкова задуживања.

Резултати јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака[7] показују да су банке у Т4, у складу са очекивањима, пооштриле стандарде по којима су одобравале кредите привреди, док су стандарди за становништво били непромењени. На пооштравање кредитних стандарда привреди утицали су пре свега виши трошкови извора финансирања, а затим деловање конкуренције и повећана перцепција ризика услед неизвесности у погледу опште економске ситуације, ризичност захтеваног колатерала и проблематична потраживања, што се одразило на мању спремност за преузимање ризика. Банке очекују да ће кредитни стандарди за привреду бити додатно пооштрени у Т1 2024, док би за становништво требало

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



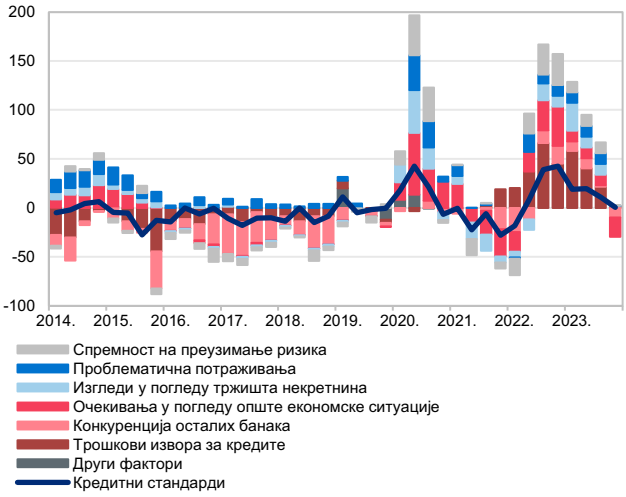
Извор: НБС.
* До децембра 2015. допринос готовинских кредита приказан је у оквиру доприноса осталих кредита.

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

Извор: НБС.
Напомена: Раст вредности указује на пооштравање, а пад на ублажавање

[6] Томе доприноси рачуноводствени третман стамбених кредита услед примене одлуке о ограничењу каматних стопа на стамбене кредите, пошто је део потраживања привремено отписан с почетком њене примене. Тај износ ће се постепено враћати на стање стамбених кредита током 15 месеци, колико траје ова одлука.
[7] Поменуту анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

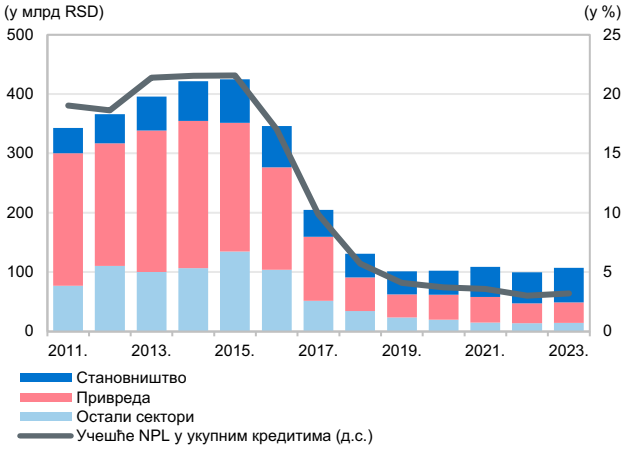
Графикон IV.2.8. **Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора**
(у нето %)



Извор: НБС.

Напомена: Раст вредности указује на пооштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

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



Извор: НБС.

да буду ублажени. Према оцени банака, тражња привреде и становништва за динарским кредитима повећана је, док је тражња за девизним кредитима смањена. Тражњу привреде за кредитима подстицали су финансирање обртних средстава и инвестиција. Код становништва раст тражње вођен је потребама за рефинансирањем постојећих кредита и набавком трајних потрошних добара, уз позитиван утицај виших зарада, док је ситуација на тржишту непокретности, које карактеришу високе цене станова, деловала у супротном смеру. Банке очекују да оба сектора повећају тражњу за кредитима у Т1 2024. године.

Бруто ***NPL* показатељ** наставио је да се креће близу историјски најнижег нивоа током Т4 и у децембру је износио 3,2%, што указује на то да заоштравање финансијских услова није имало веће последице на квалитет активе банака. При томе, бруто *NPL* показатељ код сектора привреде[8] у децембру је износио 2,1%, а за сектор становништва[9] 4,4% и били су непромењени у односу на септембар. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 101,0% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 60,5% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају Т3 2023. износио је 22,2%, што је за 0,1 п.п. ниже него крајем Т2 и указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и локалне ризике.

3. Агрегатна тражња

Према првој процени РЗС-а, раст економске активности у Т4 износио је 3,8% мг., а према нашим проценама, највећим делом био је заснован на расту инвестиција. У оквиру фиксних инвестиција, већи допринос су дале приватне него државне инвестиције. Такође, позитиван допринос обезбедила је и укупна потрошња, вођена првенствено потрошњом домаћинстава. С друге стране, у условима смањене екстерне тражње и опоравка увоза опреме, нето извоз је негативно допринесио расту БДП-а у Т4.

[8] Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима такође је непромењено и у децембру је износило 2,4%.
[9] Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* такође је непромењено и у децембру је износило 4,3%.

Домаћа тражња

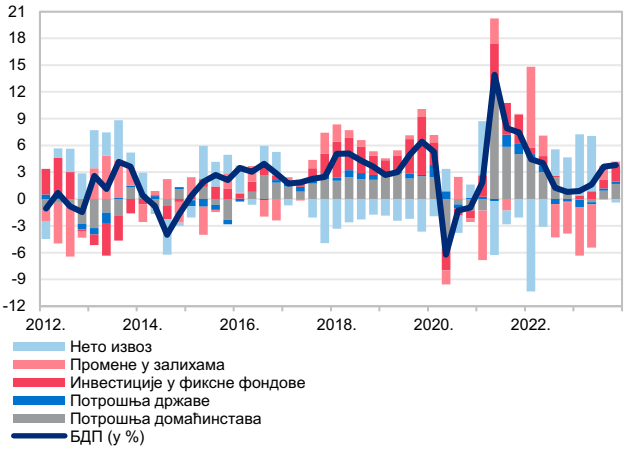
Према нашој процени, **приватна потрошња** се од П2 2023. године постепено опоравља и на мг. нивоу у Т4 била је већа за 2,5%. На раст потрошње домаћинстава указује промет у трговини на мало, који је у Т4 повећан за 2,6% мг., као и раст промета у угоститељству за 0,6% мг. у октобру. С друге стране, број долазака и ноћења домаћих туриста смањен је у Т4 за 5,4% и 14% мг., респективно. Истовремено, смањен је и увоз потрошне робе изражен у еврима за 0,3% мг. у Т4.

Посматрајући изворе приватне потрошње, можемо закључити да је раст потрошње домаћинстава у Т4 вођен њеним основним извором – масом зарада, која наставља да бележи двоцифрени номинални мг. раст (16,6% у периоду октобар–новембар), док је реални раст био умеренији и износио је 7,5% мг. Поред тога, потрошња домаћинстава је у Т4 подржана и кредитима намењеним потрошњи, који су, након успоравања током већег дела 2023. године, у Т4 благо убрзали раст, на 2,0% мг. С друге стране, дознаке становништва, након готово стагнације у Т2, од П2 2023. године бележе смањење на мг. нивоу, које је у Т4 износило 15,8%. Наведени пад дознака у највећој мери је последица високе базе из претходне године, а делом и успоравања економске активности и растућих трошкова живота у земљама западне Европе, из којих се и бележи највећи прилив дознака.

Према нашој процени, **државна потрошња** од П2 2023. расте и у Т4 је повећана за 1,5%, вођена растом издатака за плате у јавном сектору и набавку робе и услуга. Наведена кретања утицала су на то да **укупна потрошња** у Т4 забележи мг. раст од 2,3%.

Позитивна динамика **приватних инвестиција** настављена је и током Т4, упркос и даље израженим геополитичким тензијама. Према нашој процени, њихов раст убрзао је у Т4 на 5,3% мг., при чему процењујемо да је већина приватних инвестиција финансирана из сопствених извора, с обзиром на знатан раст профитабилности привреде у претходној години. Такође, у Т4 забележен је прилив СДИ од готово 1,3 млрд евра. Део раста подржан је и инвестиционим кредитима, који су у Т4 повећани за 3,6% мг. На раст приватних инвестиција упућује већи број издатих грађевинских дозвола за 23,4% мг. у октобру и новембру, као и раст увоза опреме за 7,7% мг. у Т4.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т4 2023.

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

	2023.			
	Т1	Т2	Т3	Т4
Потрошња домаћинстава	**-0,1**	**-0,5**	**1,3**	**2,5** *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	-3,4	-5,7	-1,4	2,6
Промет у угоститељству	16,8	7,4	6,2	0,6 ***
Број домаћих туриста	3,7	1,0	-4,7	-5,4
Број ноћења домаћих туриста	3,9	0,8	-10,4	-14,0
Увоз потрошне робе (*BEC* класификација), номинално	12,8	5,8	4,2	-0,3
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	18,1	17,8	16,4	16,6 **
Нето прилив дознака, номинално	29,5	0,1	-6,0	-15,8
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	3,1	1,0	0,9	2,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Октобар–новембар.
*** Октобар.

Табела IV.3.2. **Показатељи кретања инвестиција**

	2023.			
	T1	T2	T3	T4
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	1,9	3,9	4,1	7,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-1,6	14,8	12,8	8,3 *
Инвестиције државе	11,3	7,2	10,0	12,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	-7,8	2,9	11,2	23,4 **
Производња грађевинског материјала	-5,8	-10,8	3,5	-2,4
Вредност изведених радова	-0,5	17,9	15,8	11,1
Увоз опреме, номинално	5,1	-20,5	-15,5	7,7
Производња домаћих машина и опреме	27,6	11,1	-2,4	-10,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Октобар–новембар.

Наставак реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава, према нашој процени, допринео је расту **државних инвестиција** за 12,0% мг. у Т4. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 7,0% мг., уз допринос расту БДП-а од 1,9 п.п. у Т4.

Истовремено, **повећање залиха**, према нашој процени, у Т4 је позитивно допринело расту БДП-а са 0,4 п.п.

Посматрано на тромесечном нивоу, процењујемо да је раст БДП-а у Т4 имао сличну динамику као у Т3 и да је износио 0,9% дсз. Раст су водиле све компоненте домаће тражње, а пре свега опоравак личне потрошње, чему је допринео раст плата и пензија, као и слабљење инфлаторних притисака. С друге стране, негативан допринос је потекао од нето извоза услед нешто већег реалног раста увоза од извоза робе и услуга.

Осврт 2: Трендови у погледу прихода и потрошње домаћинстава у Србији на које указују резултати анкета о потрошњи домаћинстава

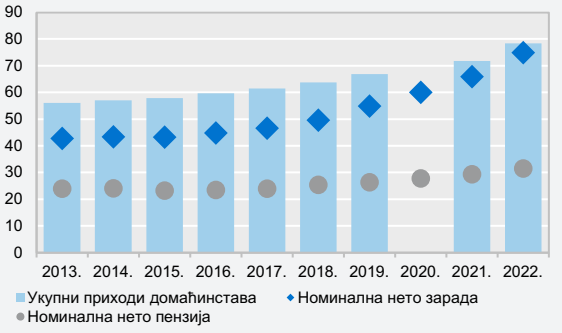
На основу резултата анкета о потрошњи домаћинстава у Србији[1] који се односе на протеклих десет година анализирана је динамика и структура прихода и личне потрошње домаћинстава.

Резултати анкета за период од 2013. до 2022. показују да су се укупни приходи односно расположива средства домаћинстава увећавала с нивоа од 56.073 динара (тј. 496 евра) у 2013. на 78.393 динара (тј. 667 евра) у 2022. години (Графикон О.2.1). Од тога се око 96% односило на приходе изражене у новцу, док су остатак чинили приходи у натури. Остварени раст прихода изражених у новцу од 42,1% у 2022. у односу на 2013. у највећој мери је резултат континуираног раста номиналних зарада, које су у 2022. биле за 75,2% више него 2013, као и повећања пензија, које су након спроведене фискалне консолидације, у периоду 2019–2022. кумулативно порасле за 24,2%. Таква динамика прихода углавном је пратила кретање инфлације у посматраном периоду, чиме реална куповна моћ становништва није била угрожена.

Постепеном расту прихода домаћинстава од 2013. године пре свега су допринели очувано тржиште рада и повољнији пословни и инвестициони амбијент, што је резултирало снажним приливом СДИ и растом формалне запослености. Такође, током већег дела посматраног периода смањивани су трошкови отплате кредита, као и цена новог задуживања становништва, што је допринело расту расположивог дохотка домаћинстава.

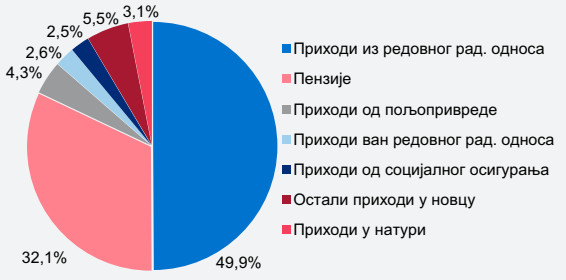
У структури извора укупних прихода у свим годинама доминирају **приходи из редовног радног односа, чији је удео повећан са 44% у 2013. на близу 50% у 2022. години**, што додатно говори у прилог побољшању услова на тржишту рада, пре свега у погледу раста формалне запослености и зарада. Поред тога, **важан извор прихода домаћинстава представљају и пензије** (старосне, породичне и остале), које су у свим годинама чиниле око једне трећине укупних прихода домаћинстава.

Графикон О.2.1. **Динамика прихода домаћинстава и номиналних зарада и пензија у периоду 2014–2022.***
(просек, у хиљ. RSD)



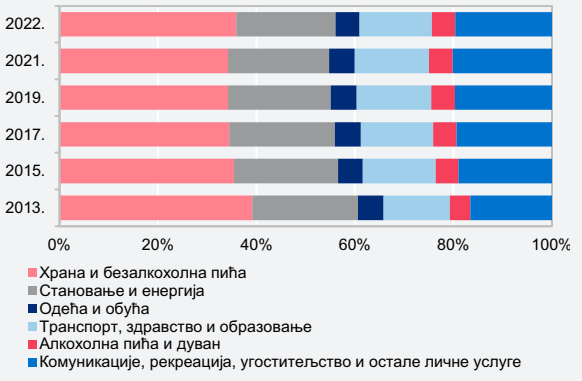
* Податак о приходима за 2020. није расположив због неспровођења анкете.
Извор: РЗС (Анкета о потрошњи домаћинстава) и НБС.

Графикон О.2.2. **Структура укупних прихода домаћинстава у Србији у 2022.**



Извор: РЗС (Анкета о потрошњи домаћинстава) и НБС.

Графикон О.2.3. **Структура потрошње домаћинстава по главним категоријама**



* Подаци за 2020. нису расположиви.
Извор: РЗС (Анкета о потрошњи домаћинстава) и прерачун НБС.

У складу с растом прихода, домаћинства у Србији су повећавала и своју приватну потрошњу – са 56.013 динара (тј. 495 евра) у 2013. на 78.678 динара (тј. 670 евра) у 2022. години. **У структури потрошње домаћинстава у периоду од 2013. до 2022.** (Графикон О.2.3) **примећује се постепено смањење потрошње**

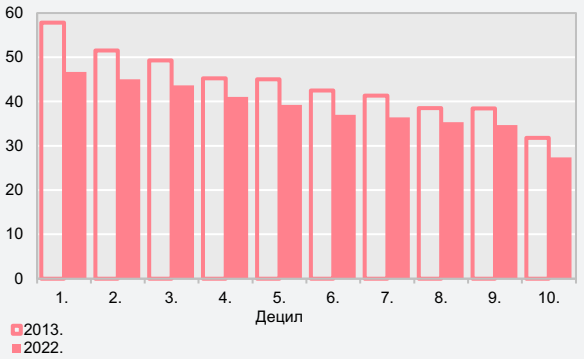
[1] Анкетом о потрошњи домаћинстава се на годишњем нивоу прикупљају подаци о приходима и потрошњи домаћинстава. Анкета се од 2003. године спроводи по међународним стандардима и препорукама, при чему анкета за 2020. није спроведена због пандемије вируса корона.

основних производа и услуга, пре свега хране, пића и становања, које се сматрају неопходним и по том основу су мање ценовно еластичне категорије, док се у исто време постепено повећавају издаци на производе и услуге који се по правилу конзумирају тек након задовољења основних потреба и стога, уобичајено, имају већу ценовну еластичност, као што су услуге комуникације, рекреације и културе, угоститељства и др.

Током целог посматраног периода доминирали су издаци за храну и безалкохолна пића, с тим што се њихово учешће континуирано снижавало – са 39,1% у 2013. на 34,2% у 2021, да би у 2022. години порасло (на ниво од 35,9%) због повишене прехрамбене инфлације. Издаци за храну вероватно би били и већи да Влада Републике Србије није привремено крајем 2021. и почетком 2022. ограничавала цене основних животних намирница (хлеба, шећера, брашна, уља, меса и млека). Издаци за одећу и обућу били су стабилни на око 5% укупне потрошње. Поред хране и пића, домаћинства су знатан износ расположивих средстава издвајала и за подмиривање режијских трошкова и снабдевање водом и енергијом, при чему је и њихов удео такође смањен – са 21,5% у 2013. на 20,2% у 2022. Иако су крајем 2022. реализована поскупљења електричне енергије и гаса за домаћинства, Влада Републике Србије је током целе 2022. смањивала акцизе на нафтне деривате како би ограничила раст ових цена и преношење на цене осталих производа и услуга. Издаци за транспорт (приватни и јавни) бележили су константно учешће од око 9%, док су издаци за здравство и образовање, у којима доминира јавни сектор, бележили учешће од око 6%, тако да су на ове услуге домаћинства у збиру издвајала око 15,0% расположивих средстава. У поређењу с храном, становањем и превозом, домаћинства су знатно мање средстава издвајала за услуге комуникације, рекреације и културе, угоститељства и остале личне услуге. Ипак, њихово учешће у структури потрошње постепено се увећавало – са 16,5% у 2013. на 20,1% у 2021, да би у 2022. било благо спуштено на 19,6%, на шта су, с једне стране, утицале више цене угоститељских услуга, а с друге стране – већи издаци на производе и услуге који се свакодневно користе услед изражених ценовних притисака.

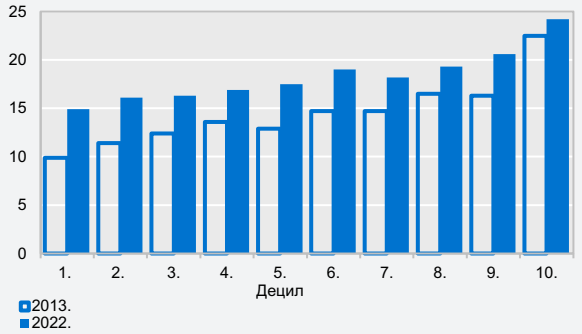
Овакве тенденције у структури потрошње забележене су код свих делова становништва, независно од нивоа њихове потрошње, на шта указује анализа структуре потрошње по децилима (десет једнаких група у које су разврстана оцењена домаћинства у Србији и потом рангирана од најниже ка највишој на основу нивоа еквивалентне потрошње). Код свих децилних група посебно је изражен смањен удео издатака на основне животне намирнице, док је истовремено повећан удео потрошње усмерен у производе и услуге из категорија комуникације, рекреације, угоститељства и остале личне услуге (графикони О.2.4. и О.2.5). Највеће релативно побољшање је забележено код првог децила (10% становништва са најнижом потрошњом), код којег је у периоду од десет година смањен удео потрошње који се издваја на храну, са скоро 60% 2013. на испод 50% у 2022, док је повећан удео издатака на производе и услуге из категорија комуникације, рекреације, угоститељства и остале личне услуге са око 10% 2013. на око 15% 2022. године.

Графикон О.2.4. **Потрошња појединачних децилиних група домаћинстава на храну и безалкохолна пића**
(удео у укупној потрошњи, у %)



Извор: РЗС (Анкета о потрошњи домаћинстава) и прерачун НБС.

Графикон О.2.5. **Потрошња појединачних децилиних група домаћинстава на услуге комуникације, рекреације, угоститељства и остале личне услуге и предмете**
(удео у укупној потрошњи, у %)

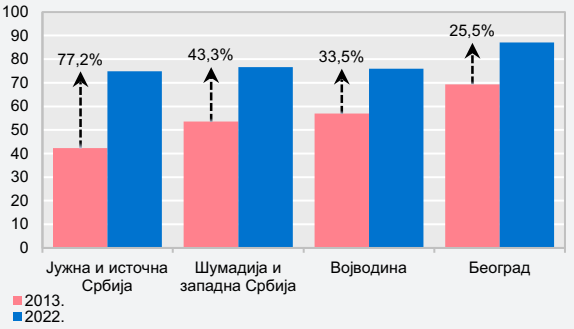


Извор: РЗС (Анкета о потрошњи домаћинстава) и прерачун НБС.

На повећање животног стандарда становништва указује и то што је у протеклим годинама повећан удео домаћинстава у урбаним и у руралним срединама која су поседовала и располагала трајним потрошним добрима. То значи да су домаћинства била у стању да с временом издвајају више средстава из кућног буџета за куповину производа вишег ценовног ранга, као што су путнички аутомобили, мобилни телефони, рачунари, клима-уређаји, бела техника и др. Посебно се истиче податак да је у претходних десет година регистрован постепени пораст броја домаћинстава која су користила један путнички аутомобил или више њих – њихово учешће је повећано са 45,9% у 2013. на 52,1% у 2022. години.

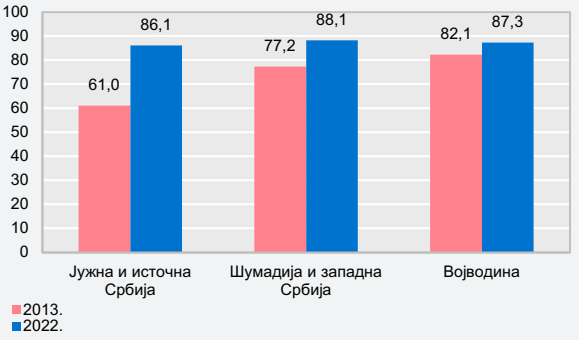
Посматрано по географским регионима Србије, такође се уочава повећање просечне потрошње домаћинстава у периоду 2013–2022, при чему је највећи раст у 2022. у односу на 2013. забележен у мање развијеним регионима – у јужној и источној Србији (77,2%) и Шумадији и западној Србији (43,3%) (Графикон О.2.6). **Такав тренд је кључно допринео конвергенцији просечне потрошње домаћинстава у мање развијеним регионима ка београдском региону**, као најразвијенијем, што представља један од показатеља равномерније расподеле доходака, а тиме и потрошње по регионима Србије. Тако је просечна потрошња домаћинстава у региону јужне и источне Србије у 2013. била на нивоу од 61,0% просечне потрошње домаћинстава у београдском региону, да би у 2022. години достигла ниво од 86,1%. Приближавање просечној потрошњи домаћинстава у београдском региону забележено је и код домаћинстава у региону Шумадије и западне Србије (Графикон О.2.7).

Графикон О.2.6. **Просечна потрошња домаћинстава по регионима Србије**
(номинално, у хиљ. RSD)



Извор: РЗС (Анкета о потрошњи домаћинстава) и прерачун НБС.

Графикон О.2.7. **Однос просечне потрошње домаћинстава по регионима Србије и просечне потрошње домаћинстава у региону Београда**
(у %)



Извор: РЗС (Анкета о потрошњи домаћинстава) и прерачун НБС.

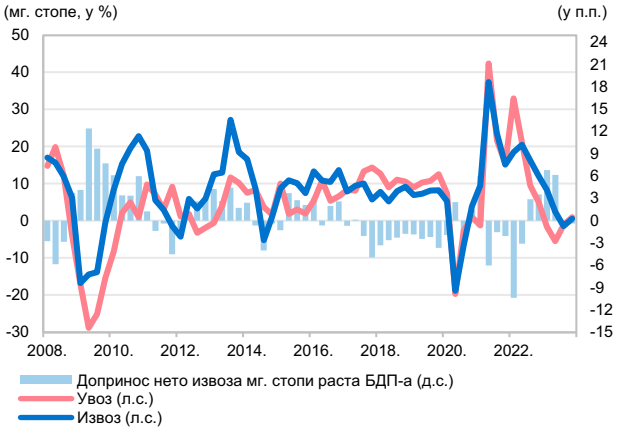
На основу целокупне претходне анализе могу се извести следећи закључци:

• Резултати анкета о потрошњи становништва показују да је од 2013. до 2022. евидентан знатан пораст укупних прихода домаћинстава, вођен превасходно континуираним повећањем нето зарада, као и постепеним подизањем нивоа пензија. Виши ниво зарада и формалне запослености у приватном сектору определио је доминантније учешће прихода из редовног радног односа у укупним приходима у 2022. у односу на 2013. годину. Раст прихода је пратио и раст личне потрошње и снабдевености домаћинстава трајним потрошним добрима.

• Иако је и даље доминантна, потрошња основних производа и услуга, пре свега хране, пића и становања, постепено се смањује, док се упоредо с тим повећавају издвајања домаћинстава на услуге комуникација, рекреације и културе, угоститељства и др., што говори о унапређењу финансијског положаја домаћинстава у протеклом периоду. Овакав тренд промене структуре потрошње приметан је код свих децилних група, чак и оних с најнижим нивоом потрошње.

• Највиши раст личне потрошње у 2022. у односу на 2013. забележен је у мање развијеним регионима – у јужној и источној Србији и Шумадији и западној Србији, што је уједно подстакло бржу регионалну конвергенцију, мерену односом просечне личне потрошње у појединачним регионима у односу на београдски регион, као најразвијенији.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

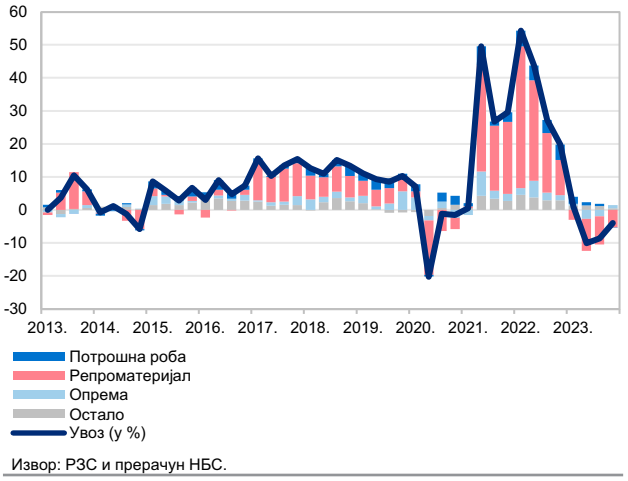
Напомена: процена НБС за Т4 2023.

Графикон IV.3.3. **Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије**
(тромесечни покретни просек дсз.)

Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

Графикон IV.3.4. **Кретање главних компонената увоза**
(доприноси мг. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Нето екстерна тражња

Након снажног позитивног доприноса у П1, **нето извоз** је, посматрано на мг. нивоу, у наставку године негативно доприносио расту БДП-а (–0,4 п.п. у Т4). Ако се узме у обзир динамика економске активности у зони евра и смањење екстерне тражње, негативан допринос нето извоза био је и очекиван, и у складу је с нашим пројекцијама из претходних извештаја. Према нашој процени, реални извоз Србије је у Т4 забележио мг. раст за 0,5%, а након три тромесечја пада, повећан је и реални увоз за 0,9% мг.

Робни извоз изражен у еврима смањен је у Т4 за 2,3% мг. Смањење је највећим делом последица смањеног извоза рударства (–2,3 п.п.), а услед високе базе смањен је и извоз електричне енергије (–1,3 п.п.). Захваљујући инвестицијама из претходног периода, настављен је раст извоза прерађивачке индустрије, који је у Т4 повећан за 1,1% мг. (допринос од 1,0 п.п.). Први пут од почетка године позитиван допринос дала је и пољопривреда (допринос 0,5 п.п.) захваљујући бољој пољопривредној сезони и извозу јесењих култура.

У поређењу са истим периодом 2022, раст извоза прерађивачке индустрије у Т4 забележен је у десет од 23 гране, при чему је највећи позитиван допринос обезбедио извоз основних метала, моторних возила и металних производа. У супротном смеру највише је утицао смањен извоз хемијске и прехрамбене индустрије, као и производа од гуме и пластике.

Робни увоз изражен у еврима забележио је у Т4 мг. пад од 2,4%, што је резултат и нижих увозних цена и мањих увезених количина. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), на пад увоза највише је утицао мањи увоз средстава за репродукцију (–9,5%), што је категорија у оквиру које се региструје увоз енергената. У поређењу са истим периодом претходне године, увоз енергената је нижи за 245 млн евра, увоз опреме повећан је за 7,7%, док је увоз потрошне робе, након што је целе године постепено успоравао раст, у Т4 смањен за 0,3%.

Позитивни трендови у **размени услуга** са иностранством задржани су и у Т4, с обзиром на то да је остварен суфицит од 865 млн евра. Расту извоза услуга највише су доприносиле пословне и ИКТ услуге, а расту увоза пословне и туристичке услуге.

Наставак раста извоза и мањи увоз енергената одразили су се на повећање покривености робног

увоза извозом током Т4, која је у децембру[10] износила 81,0%, а по укључењу услуга 92,1%, што је за 6,7 п.п. и 7,7 п.п., респективно, више него крајем 2022. године.

4. Економска активност

Економска активност је убрзала током Т4 на 3,8% мг. (са 3,6% мг. у Т3), вођена растом прерађивачке индустрије и грађевинарства, као и опоравком пољопривредне производње. И остали сектори позитивно су допринели расту економске активности у Т4, уз убрзан мг. раст у поређењу с Т3.

Посматрано на тромесечном нивоу, према нашим проценама, економска активност задржала је сличну динамику као у претходном тромесечју и у Т4 је повећана за 0,9% дсз.

Према нашој процени, **услужни сектори**, збирно посматрано, на мг. нивоу наставили су да убрзавају раст, који је у Т4 износио 3,6%, чиме су допринели расту економске активности са 1,8 п.п. На то упућују пре свега подаци из области трговине, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у Т4 реално повећан за 2,6% мг. Такође, раст је забележен и у угоститељству, где је реални промет у октобру већи за 0,6% мг. Истовремено, током Т4 повећан је укупан број долазака туриста за 2,5% мг., вођен растом долазака страних туриста (10,6% мг.).

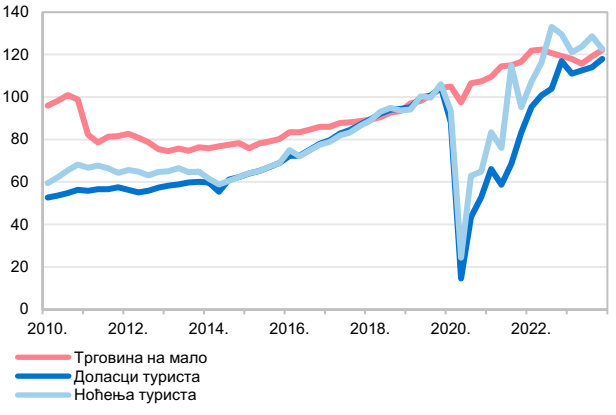
Раст **индустријске производње**, према нашој процени, вођен је првенствено кретањима у прерађивачком сектору, чији обим производње наставља да расте упркос успоравању екстерне тражње. Поред тога, након проблема крајем 2021. и почетком 2022, који су условили смањење производње угља и последично струје, у 2023. стабилизација електроенергетског система резултирала је растом производње струје у Т4 од 6,5% мг. Истовремено, обим производње у сектору рударства забележио је пад у Т4 (за 4,7% мг.), првенствено услед смањене експлоатације угља (за 10,5% мг.). Све наведено утицало је на то да раст обима укупне индустријске производње у Т4 износи 2,8% мг.

Насупрот паду у П1, прерађивачка индустрија се током П2 опоравила и у Т4 убрзала раст на 2,8% мг. (са 2,1% мг. у Т3). Раст обима производње забележен

Графикон IV.4.1. **Кретање показатеља економске активности**
(дсз. подаци, 2019 = 100)

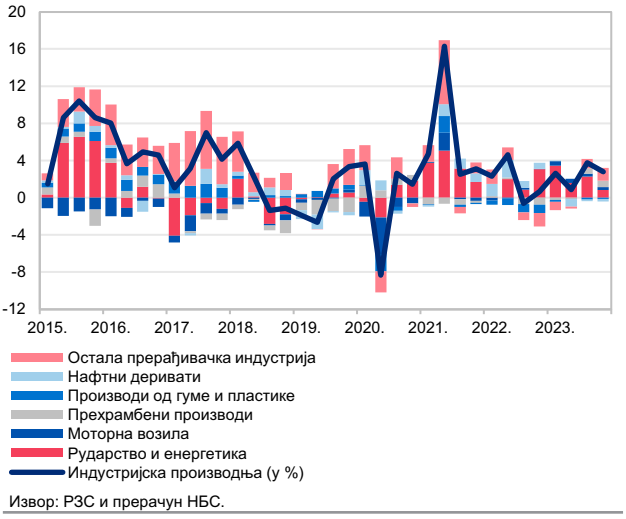
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.2. **Показатељи активности сектора услуга**
(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.3. **Доприноси мг. стопи раста индустрије**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

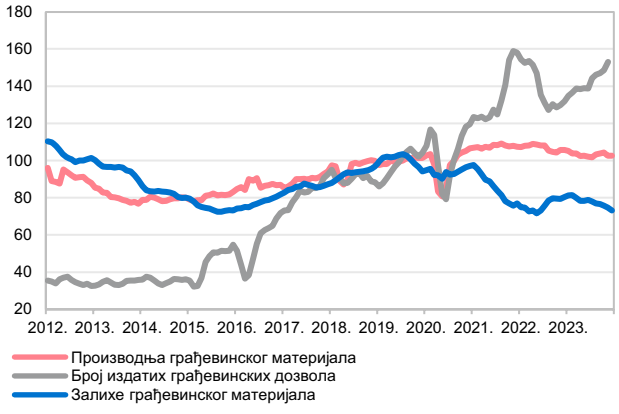
[10] Мерено 12-месечним покретним просеком.

Табела IV.4.1. **Доприноси мг. расту БДП-а**
(у п.п.)

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

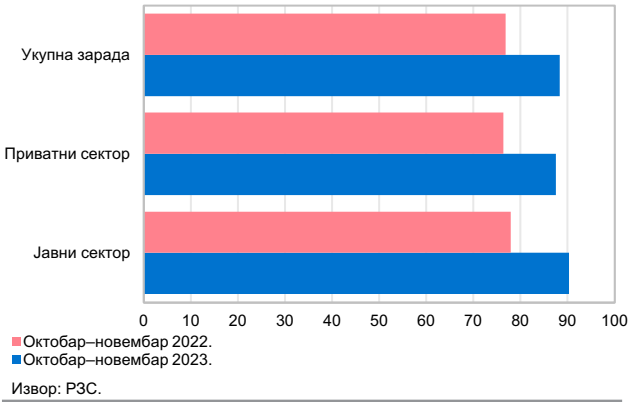
Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.1. **Просечна номинална нето зарада**
(у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

је у 12 од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос обезбедило је повећање производње рачунара, осталих саобраћајних средстава, као и прехрамбене индустрије. У Т4 повећана је и производња основних метала (70% мг.), чему је допринела и ниска база с обзиром на то да је у јулу 2022. била угашена једна висока пећ у Смедереву, а чији се пун ефекат испољио од августа. Поред тога, значајнији раст је забележен и у производњи фармацеутских производа, производњи моторних возила и приколица, као и производњи пића.

Према нашој процени, у **грађевинарству** је у Т4 остварен раст активности од око 8% мг., на шта је, с једне стране, утицала ниска база из претходне године, а, с друге стране, боља реализација инфраструктурних пројеката у земљи. На то указује повећање броја издатих грађевинских дозвола од 23,4% мг., као и увоз капиталних производа од 12,5% мг. Такође, вредност изведених радова повећана је у Т4 за 11,1% мг.

Прелиминарна процена РЗС-а о расту производње најважнијих пољопривредних култура показује да је ова пољопривредна сезона, након две узастопно лоше сезоне, била боља. С тим у вези, према нашој процени, раст **пољопривредне производње** у Т4 износи око 9% мг., колико се процењује да износи и на нивоу године.

Процена Народне банке Србије је да су **нето порези** у Т4 благо порасли, за 2,0% мг., што доприноси расту БДП-а са 0,3 п.п.

Посматрано на тромесечном нивоу, наша процена је да је раст БДП-а у Т4 задржао сличну динамику као у Т3 и износио је 0,9% дсз. Појединачно посматрано, раст је највише био вођен прерађивачком индустријом, при чему су и све услужне делатности остварили раст у поређењу с Т3.

5. Кретања на тржишту рада

На тржишту рада у Т4 2023. настављена су повољна кретања, о чему сведочи повећање формалне запослености и зарада, уз смањење броја незапослених.

Зараде

У периоду октобар–новембар просечна номинална нето зарада износила је 88.347 динара (754 евра), убрзавши мг. раст на 15,0% (са 14,1% у Т3). Нешто бржи раст остварен је у јавном него у приватном

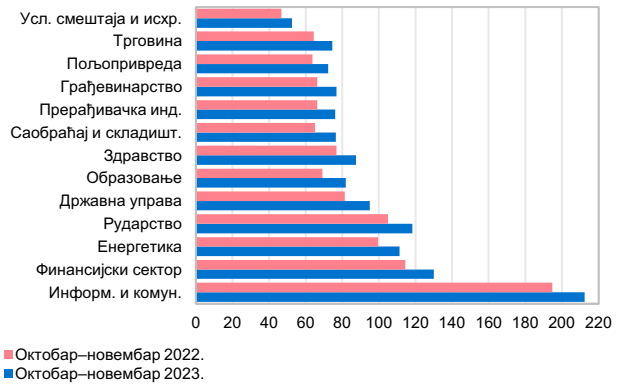
сектору (15,9% наспрам 14,6%). Реално посматрано, просечна нето зарада убрзала је раст на 6,0% (са 2,2% у Т3). Истовремено, медијална нето зарада повећана је за 16,0% мг. и износила је 68.106 динара.

У свим **привредним делатностима** у октобру и новембру настављен је мг. раст просечних зарада, при чему је раст био двоцифрен у већини делатности, а најизраженији у областима образовања (18,4%), саобраћаја (17,3%) и државне управе (16,6%).

Као резултат даљег повећања зарада и формалне запослености, укупна номинална **нето маса зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 16,6% мг. у октобру и новембру.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т4 повећана је за 2,7% мг. по основу бржег раста економске активности од запослености.

Графикон IV.5.2. **Номиналне нето зараде по делатностима**
(у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

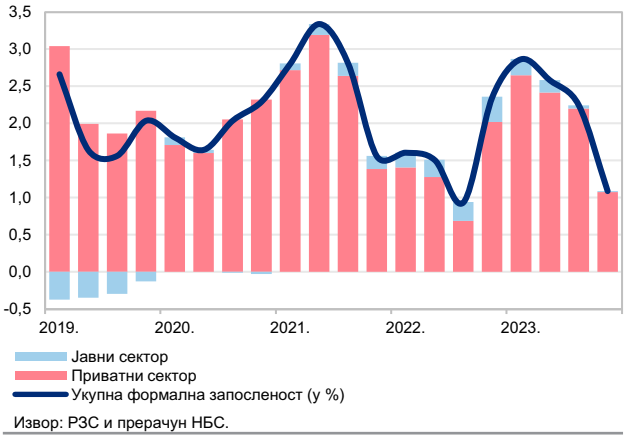
Запосленост

Укупна формална запосленост током Т4 забележила је нови највиши ниво од око 2,37 млн лица и у децембру је била већа за око 15 хиљада запослених него пре годину дана, при чему је њен мг. раст успорио на 1,1% у Т4 (са 2,2% у Т3). Мг. раст формалне запослености у децембру резултат је наставка запошљавања код правних лица и предузетника, док је број индивидуалних пољопривредника смањен.

Као и у претходном периоду, највећи број нових радних места током Т4 отворен је у приватном сектору, тако да је **број формално запослених у приватном сектору** достигао нови рекордан ниво од око 1,76 млн лица. У децембру је запослено за око 14 хиљада лица више него годину дана раније, од чега је највећи број новозапослених регистрован у стручним, научним, иновационим и техничким услугама, ИКТ услугама и грађевинарству. Насупрот томе, мг. посматрано, када су у питању делатности које припадају претежно приватном сектору, регистрована запосленост у децембру је највише смањена у административним и помоћним услугама и у трговини. У децембру је мг. повећан и **број запослених у јавном сектору**, за око 2 хиљаде лица.

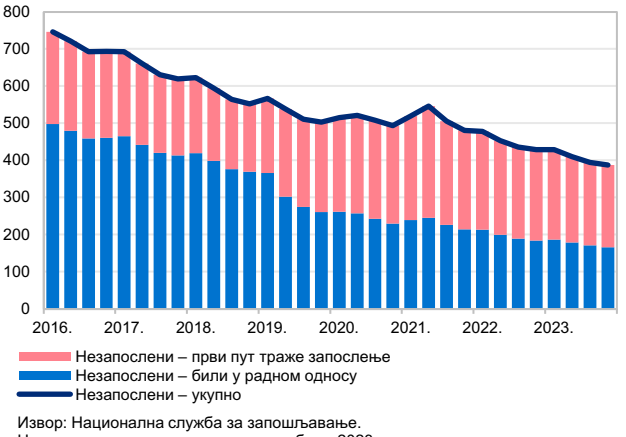
Број регистрованих незапослених, према евиденцији Националне службе за запошљавање, смањен је на нови најнижи ниво у новембру, када је износио 386.841, што је за око 42 хиљаде незапослених мање него у истом периоду претходне

Графикон IV.5.3. **Структура мг. раста укупне формалне запослености**
(у п.п., просек тромесечја)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.4. **Кретање регистроване незапослености**
(у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.
Напомена: подаци закључно с новембром 2023.

године. При томе, мг. пад броја незапослених широко је распрострањен по групама занимања.

Према резултатима **Анкете о радној снази**, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т3 2023. износила је 72,0%, док је стопа активности (старији од 15 година) износила 55,8%, чиме су обе ове стопе повећане за по 0,7 п.п. у односу на исти период претходне године. Стопа запослености је у Т3 2023. мг. повећана за 0,5 п.п., на 50,7%, док је у исто време стопа незапослености непромењена и износи 9,0%.

V. Пројекција

Ове године очекујемо убрзање раста БДП-а на распон 3–4%, с централном вредношћу од 3,5%, док смо за наредне две године пројекцију повећали на распон 4–5%, уважавајући реализацију инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе Експо 2027. Раст ће водити домаћа тражња, при чему ће већој приватној потрошњи допринети наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, а расту инвестиција реализација пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Услед очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза.

Према нашој новој пројекцији, инфлација ће се вратити у границе циља средином ове године, а крајем године приближиће се централној вредности циља, што је ниво око којег ће се кретати до краја периода пројекције. Даљем успоравању инфлације највише ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака и успоравање увозне инфлације, још увек слаба екстерна тражња и даљи очекивани пад инфлационих очекивања.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења, а пре свега од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, пре свега зоне евра, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на постојаност базне инфлације на глобалном нивоу и степен заоштравања монетарних политика водећих централних банака. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције потичу од брзине опоравка домаће тражње, пре свега по основу висине прилива СДИ и улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Извор ризика је и исход домаће пољопривредне сезоне, пре свега преко утицаја на цене воћа и поврћа.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Узимајући у обзир ефекте претходног пооштравања глобалних монетарних и финансијских услова и још увек рестриктивних монетарних политика како би се обуздала висока инфлација, као и нижи обим глобалне трговине и инвестиција, **Светска банка је у јануару прогнозирала наставак успоравања раста светске привреде**, трећу годину заредом, **на 2,4% у 2024. години** (са 2,6% у 2023), док убрзање на 2,7% прогнозира у 2025. При томе, краткорочни економски изгледи су дивергентни по економским регионима – у развијеним земљама очекује се успоравање привредног раста на 1,2% у 2024. (са 1,5% у 2023), док се за земље у успону и развоју, које су се показале отпорнијим и сачувале кредитни рејтинг, прогнозира раст од 3,9% у 2024, наспрам 4,0% у 2023. То се не односи на оне земље које су финансијски рањиве због прекомерног задуживања и по том основу имају нижи кредитни рејтинг.

Табела V.0.1. **Најважније претпоставке пројекције**

	2024.		2025.		2026.
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.	Феб.
Раст БДП-а у зони евра	1,0%	0,8%	1,5%	1,5%	1,5%
Инфлација у зони евра (просек)	2,6%	2,6%	2,1%	2,1%	1,9%
Тромесечни *EURIBOR* (децембар)	3,1%	2,7%	2,8%	1,9%	1,9%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	4,2%	-2,7%	-1,0%	3,3%	3,1%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	84	83	84	80	80
Интерне претпоставке					
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,2%	5,2%	6,5%	6,6%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

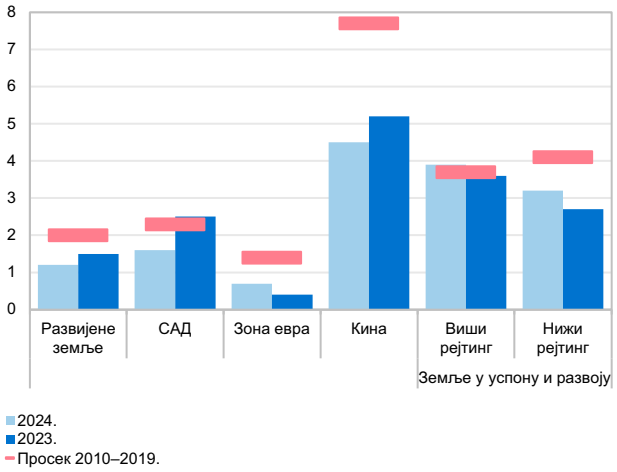
Извор: ЕЦБ, *Consensus Economics*, *Euronext*, *CBOT*, Блумберг и НБС.

Табела V.0.2. **Пројекције реалног раста БДП-а за 2024. и 2025.**
(у %)

	2023.	2024.		2025.	
	Про-цена	Претх. пројекц.	Нова пројекц.	Претх. пројекц.	Нова пројекц.
Свет	3,1	2,9	3,1	3,2	3,2
Развијене земље	1,6	1,4	1,5	1,8	1,8
Зона евра	0,5	1,2	0,9	1,8	1,7
САД	2,5	1,5	2,1	1,8	1,7
Земље у успону и развоју	4,1	4,0	4,1	4,1	4,2
Русија	3,0	1,1	2,6	1,0	1,1
Кина	5,2	4,2	4,6	4,1	4,1

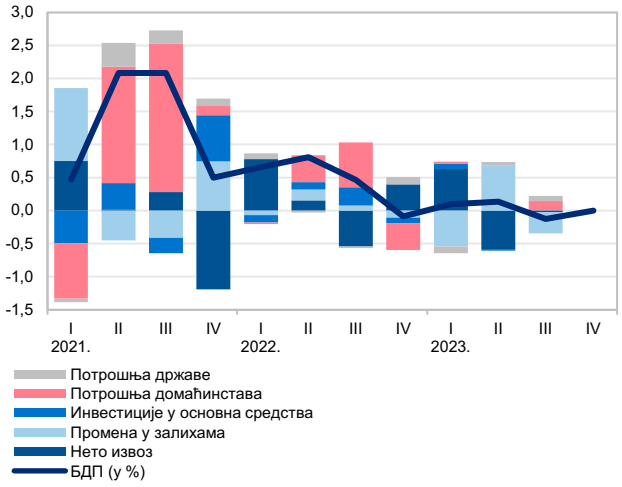
Извор: ММФ *WEO Update* (јануар 2024).

Графикон V.0.1. **Привредни раст по економским регионима – остварења и пројекције**
(у %)



Извор: Светска банка (јануар 2024).

Графикон V.0.2. **Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра**
(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: *Eurostat.*

У јануару је ММФ ревидирао навише октобарску пројекцију глобалног привредног раста у 2024. за 0,2 п.п., на 3,1%, као резултат повољнијих економских остварења у САД и неколико великих економија у успону и развоју, пре свега у Кини и Русији.

Пројекција глобалног привредног раста за 2025. остала је непромењена на нивоу од 3,2%. Ризици пројекције су оцењени као уравнотежени, а вероватноћа „тврдог приземљења" светске привреде мања је него у претходним пројекцијама под претпоставком наставка опадајуће путање глобалне инфлације и стабилног привредног раста.

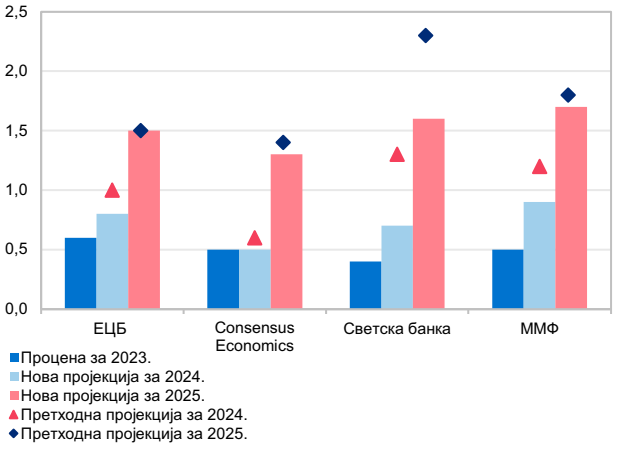
После скромног раста током П1 2023, **економска активност у зони евра** у Т3 благо је снижена (за 0,1% дсз.), доминантно због пада залиха робе. При томе, водећи краткорочни економски индекси за зону евра, *PMI* и *ESI*, указују на лоше пословне перформансе и током Т4, под утицајем претходно заоштрених монетарних и финансијских услова, слабијег поверења потрошача и привреде, смањења екстерне конкурентности и наставка геополитичких тензија. Према прелиминарној процени *Eurostat*-а из јануара, БДП зоне евра у Т4 је стагнирао. Посматрано по секторима, индустријска активност креће се у области контракције од краја 2022, док активност у услугама, иако слабија, наставља позитивно да доприноси привредном расту. Тржиште рада у зони евра наставља да подржава економску активност, јер је стопа незапослености и даље око рекордно ниског нивоа (6,4% у децембру), док су активност и запосленост у Т3 били на сличном нивоу као у ранијим тромесечјима. Међутим, мања пословна активност компанија утиче на слабију тражњу за радном снагом, што се примећује у мањем броју новоотворених радних места. У **Немачкој** и **Италији**, које су наши најважнији спољнотрговински партнери унутар зоне евра, и у Т3 су евидентирана дивергентна кретања – БДП у Немачкој је стагнирао, док је у Италији благо порастао. *Eurostat* је у јануару проценио да је, дсз. посматрано, БДП Немачке у Т4 смањен за 0,3%, док је БДП Италије повећан за 0,2%.

Због слабијих економских показатеља у П2 2023, **ЕЦБ** је у децембру благо ревидирала наниже септембарску пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2023 – за 0,1 п.п., на 0,6%. Проценила је да ће почетком ове године уследити постепени привредни опоравак, подстакнут растом реалних расположивих доходака домаћинстава и опоравком екстерне тражње. Ипак, негативне пренете тенденције с краја прошле године, уз претходно заоштрене монетарне и финансијске

услове, који највише погађају секторе прерађивачке индустрије и грађевинарства, као и ишчезавање позитивних ефеката отварања европских економија након пандемије, утицали су на то да ЕЦБ у децембру коригује наниже и пројекцију раста БДП-а у 2024 – за 0,2 п.п., на 0,8%, док пројекцију за 2025. није мењала (1,5%). Ове пројекције смо користили као претпоставке о расту зоне евра у нашој новој пројекцији.

Consensus Economics у својим анализама оцењује да је, после пада БДП-а у Т3, повећана вероватноћа уласка привреде зоне евра у техничку рецесију у П2. Ипак, аналитичари су у јануару остали при октобарској пројекцији привредног раста у 2023. од 0,5%, колико износи и пројекција за 2024. годину, при чему је она благо коригована наниже у односу на октобарску пројекцију (за 0,1 п.п.). Сектор услуга, иако се показао отпорним, показује знаке успоравања активности, док се прерађивачка индустрија и током Т4 нашла у области контракције. На то утичу пре свега слабе перформансе производног сектора у Немачкој, док су Француска и Шпанија суочене с падом нових поруџбина и на домаћем и на иностраним тржиштима. Томе треба додати и новонастале потешкоће у снабдевању енергентима Црвеним морем, које се могу негативно одразити на ионако слабу економску активност унутар зоне евра.

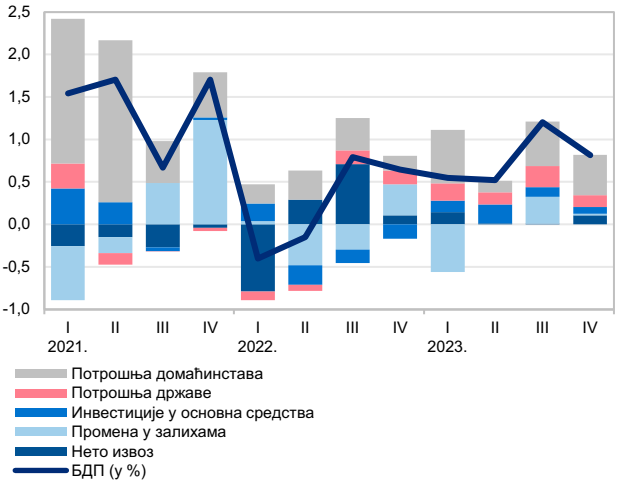
Графикон V.0.3. **Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025.**
(у %)



Извор: ЕЦБ (септембар и децембар), *Consensus Economics* (октобар и јануар). Светска банка (јун и јануар) и ММФ (октобар и јануар).

Привреда САД је у Т3 убрзала раст на 1,2% дсз. (тј. 4,9% на годишњем нивоу), што је највећи тромесечни раст од Т4 2021, који је остварен захваљујући повећању укупне потрошње и инвестиција. Посматрано по секторима, раст БДП-а у Т3 дугује се повећаној производњи нетрајних потрошних добара, пре свега у хемијској индустрији и грађевинарству, као и повећаном промету у трговини на мало и ИТ сектору. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, привредни раст САД у Т4 износио је 0,8% дсз. Иако је још раније оцењено да ће економска активност у САД приметно успорити у Т4, **ФЕД** је у децембру знатно ревидирао навише процену раста БДП-а САД на нивоу 2023 – за 0,5 п.п., на 2,6%, имајући у виду боља остварења од очекиваних у највећем делу прошле године. Услед испољавања ефеката претходног заоштравања монетарне политике и по том основу пооштрених финансијских и кредитних услова, ФЕД очекује да ће привредни раст САД знатно успорити у 2024, који је децембру пројектован на 1,4%, што је за 0,1 п.п. ниже него у септембру. Стопа незапослености у децембру (3,7%) била је нешто нижа него у септембру (3,8%), док су стопа партиципације и стопа запослености повећане. Премда су услови на тржишту рада у САД још увек

Графикон V.0.4. **Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД**
(дсз., тромесечно, у п.п.)



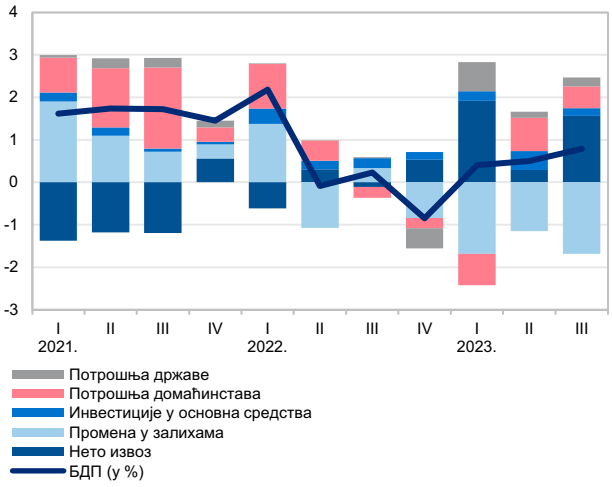
Извор: *U.S. BEA* и прерачун НБС.

Табела V.0.3. **Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона за 2024. и 2025.**
(у %)

	Јануар 2024.			Октобар 2023.	
	2023.*	2024.	2025.	2024.	2025.
Пољска	0,5	2,9	3,5	2,7	3,6
Чешка	-0,4	1,4	2,8	2,2	2,9
Мађарска	-0,5	2,7	3,3	2,7	3,5
Румунија	2,0	3,3	3,7	3,4	4,1
Словачка	1,2	1,9	2,6	2,0	2,8
Словенија	1,4	2,2	2,4	2,3	2,5
Хрватска	2,5	2,4	2,7	2,4	2,7
Бугарска	1,8	2,1	2,8	2,3	2,8
Албанија	3,0	3,1	3,7	3,6	-
Босна и Херцеговина	2,4	2,5	2,9	2,6	-
Северна Македонија	1,8	2,8	3,5	2,8	-
Црна Гора	4,7	3,8	3,4	3,4	-

Извор: *Consensus Economics.*
* Процена.

Графикон V.0.5. **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.

затегнути, ФЕД је оценио да јаз између понуде и тражње за радном снагом наставља да се сужава, о чему сведоче смањење броја новоотворених радних места и спорији мг. раст номиналних зарада. Полазећи од претпоставке споријег привредног раста, уз даље отклањање неравнотеже на тржишту рада, ФЕД је за 2024. пројектовао стопу незапослености од 4,1% (наспрам 3,8% у 2023).

Економска активност на нивоу региона средње и југоисточне Европе порасла је за 0,8% дсз. у Т3, доминантно као резултат снажног раста нето извоза, а у мањој мери и повећане потрошње и инвестиција у основна средства, насупрот чега је деловао изражен пад залиха робе. Привредна динамика по земљама региона била је различита у Т3 – у Пољској и Мађарској је остварен највиши дсз. раст БДП-а, у Хрватској и Румунији је успорен, док је у Чешкој и Словенији регистрован пад БДП-а. За 2023. *Consensus Economics* у јануару није мењао октобарску пројекцију раста БДП-а за регион југоисточне Европе (2,1%), док ју је за регион средње Европе благо повећао – за 0,1 п.п., на 0,3%. За 2024. прогнозиране су више стопе раста БДП-а (2,9% за регион југоисточне Европе и 2,4% за регион средње Европе), под претпоставком даљег повећања потрошње домаћинстава упоредо с падом инфлације. И инвестиције би, подржане средствима из фондова ЕУ, требало позитивно да допринесу привредном расту. С друге стране, слаба економска активност унутар зоне евра, пре свега у Немачкој, и геополитичке тензије негативно се одражавају на екстерну тражњу и индустријски сектор земаља у региону средње и југоисточне Европе.

Према подацима Федералног статистичког завода, **привреда Русије** је у Т3 убрзала раст на 5,5% мг., што је највиша стопа мг. раста од Т2 2021. Томе су допринели снажни фискални подстицаји државе, укључујући знатна улагања у сектор одбране и проналазак алтернативних тржишта за пласман примарних производа након увођења санкција западних држава. Влада је крајем 2023. продужила важење одлуке о ограничењу производње нафте на 300 хиљада барела дневно, уз најаву додатних 200 хиљада барела дневно почев од јануара 2024. По основу вишеструко бољих остварења од првобитних очекивања, Светска банка је уместо претходно прогнозираног пада БДП-а од 0,2% у 2023, у јануару проценила да је остварен раст БДП-а од 2,6%. За 2024. годину пројектован је привредни раст од 1,3%.

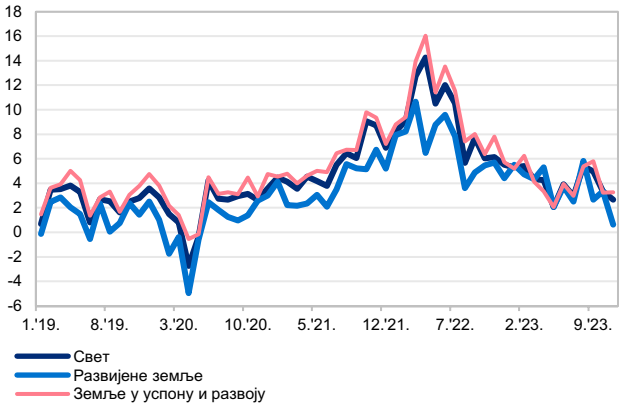
Према прелиминарној процени националног статистичког завода, **привреда Кине** је у Т4 остварила мг. раст од 5,2% (након 4,9% у Т3), који је у највећој мери подстакнут растом индустријске активности. На нивоу 2023. раст БДП-а Кине процењен је на 5,2%, што је и јануарска процена Светске банке (за 0,4 п.п. нижа од јунске пројекције) и уједно најнижа годишња стопа раста још од 1990. То се дугује пролонгираној кризи у сектору пословања некретнинама, континуираном слабљењу поверења потрошача, што се одражава на мању потрошњу домаћинстава, као и успоравању глобалне економске активности. Под претпоставком да ће негативни ефекти наведених фактора наставити да се испољавају, Светска банка је прогнозирала успоравање привредног раста Кине на 4,5% у 2024. години.

Инфлација

Глобална инфлација кретала се силазном путањом током 2023, подстакнута нижим светским ценама енергије и хране и слабијом тражњом, посебно за индустријским производима. Насупрот опадајућим ценама производа и сировина, инфлација у услужном сектору показала се перзистентном, пре свега у развијеним земљама, што је доминантно последица увећаних номиналних зарада услед још увек затегнутих тржишта рада. Због тога базна инфлација спорије опада од укупне инфлације, која се и даље налази изнад циља у већини развијених земаља, као и у делу земаља у успону и развоју које су у режиму циљања инфлације. Под претпоставком наставка успоравања базне инфлације и снижених светских цена примарних производа, **Светска банка је у јануару пројектовала успоравање глобалне инфлације са 5,5% у 2023. на 3,7% у 2024.** (непромењено у односу на јунску пројекцију) и додатно на 3,4% у 2025. години.

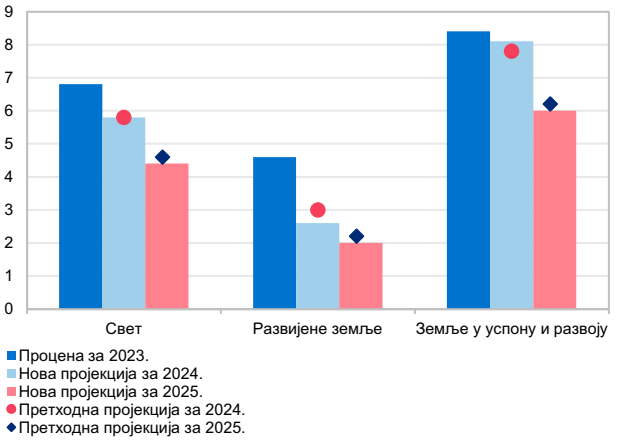
Услед попуштања застоја у ланцима снабдевања и испољавања ефеката претходног заоштравања монетарних услова, као и ублажавања затегнутих услова на тржишту рада, **ММФ је у јануару оценио да инфлација опада брже него што се очекивало у већини економских региона, уз пројекцију успоравања глобалне инфлације са 6,8% у 2023. на 5,8% у 2024. и потом на 4,4% у 2025. години**. Јануарска пројекција инфлације за 2024. није мењана у односу на октобарску пројекцију, док је прогноза за 2025. ревидирана наниже за 0,2 п.п.

Графикон V.0.6. **Кретање инфлације по економским регионима**
(дсз. подаци, годишње стопе, у %)



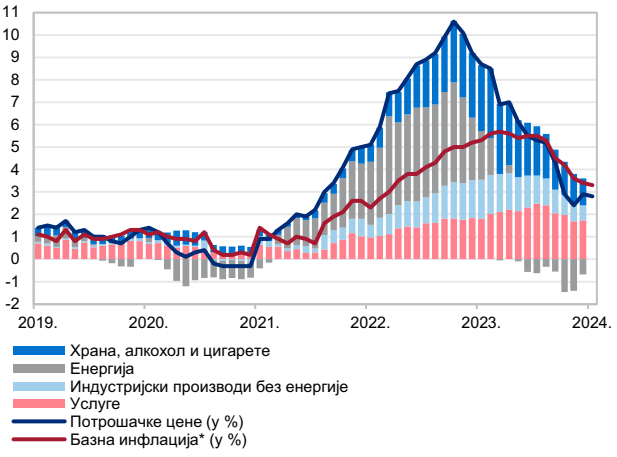
Извор: ММФ *WEO Update* (јануар 2024).

Графикон V.0.7. **Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2024. и 2025.**
(у %)



Извор: ММФ *WEO Update* (јануар 2024).

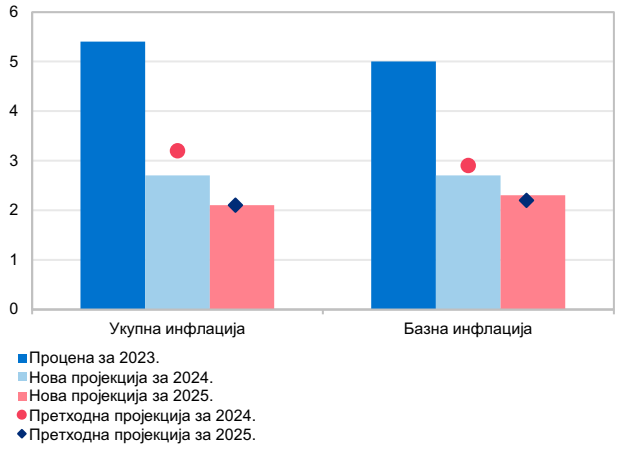
Графикон V.0.8. **Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра**
(у п.п.)



Извор: *Eurostat* и прерачун НБС.
* Хармонизовани ИПЦ по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета.

У октобру и новембру **мг. инфлација у зони евра** додатно је спуштена, на 2,9% и 2,4%, респективно, доминантно због убрзаног пада цена енергије, код којих се потом испољио ефекат базе и пресудно утицао на привремени раст мг. инфлације на 2,9% у децембру (што је и даље нижи ниво него у Т3). Децембарски раст инфлације је био очекиван, а чак и нижи у односу на првобитне процене аналитичара. Иако су цене непрерађене хране повећане, прехрамбена инфлација је у Т4 додатно успорена, захваљујући споријем мг. расту цена прерађене хране. Током Т4 настављено је и успоравање мг. раста цена индустријских производа (без енергије), а у мањој мери и цена услуга, што је допринело спуштању **мг. базне инфлације у зони евра** на 3,4% у децембру, на њен најнижи ниво од марта 2022. Слично као у зони евра, **инфлација у Немачкој** (мерена променом хармонизованог ИПЦ-а), након пада у октобру и новембру, привремено је порасла у децембру на 3,8% мг. услед деловања базног ефекта код цена енергије, док је **инфлација у Италији** знатно успорена, на 0,5% мг. у децембру, као резултат убрзаног пада цена енергената. Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, инфлација у зони евра у јануару је снижена на 2,8% мг., а базна инфлација на 3,3% мг.

Графикон V.0.9. **Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2024. и 2025.**
(у %)



Извор: ЕЦБ (децембар 2023).

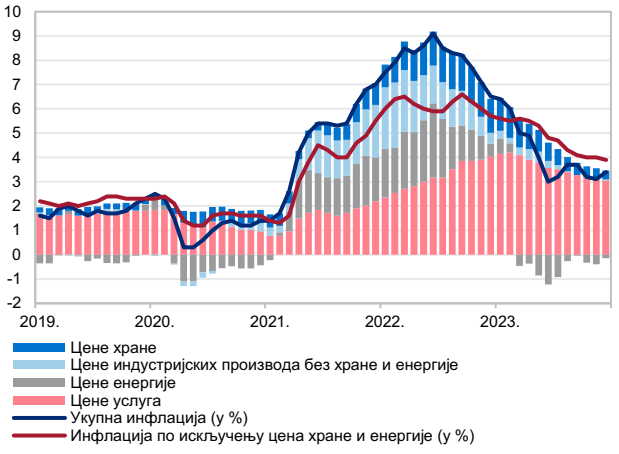
ЕЦБ очекује наставак дезинфлаторних кретања у зони евра узимајући у обзир пројектовани пад цена енергије, даље отклањање застоја у снабдевању гасом и другим производним инпутима, као и испољавање ефеката претходног заоштравања монетарне политике и усидреност дугорочних инфлационих очекивања. Као резултат нижих стопа инфлације од очекиваних у зони евра крајем 2023. и опадајућих цена енергената (и поред ефекта ниске базе), ЕЦБ је у децембру снизила септембарску процену просечне инфлације у 2023 – за 0,2 п.п., на 5,4%, као и пројекцију просечне инфлације у 2024 – за 0,5 п.п., на 2,7%, док пројекцију за 2025. није мењала (2,1%). Поред тога, ЕЦБ је у децембру у односу на септембар ревидирала наниже и процену просечне базне инфлације у 2023 – за 0,1 п.п., на 5,0%, као и пројекцију у 2024 – за 0,2 п.п., на 2,7%, при чему трошкови зарада остају главни покретач цена у оквиру базне инфлације, чија је прогноза за 2025. благо ревидирана навише – за 0,1 п.п., на 2,3%. И у децембарској пројекцији инфлације преовладавали су ризици навише, пре свега због појачаних геополитичких тензија, које могу изазвати поновни пораст цена енергије, и неповољних временских услова, који се могу одразити на више цене хране, као и већи раст зарада и профитних маржи од очекиваног. Ризик наниже представља већи пад тражње од очекиваног због претходно пооштрених монетарних услова и потенцијалног

погоршања глобалне економске ситуације због нараслих геополитичких тензија. Према јануарској прогнози *Consensus Economics*-а, просечна инфлација у зони евра биће нижа и износиће 2,2%. Ипак, у нашој пројекцији задржали смо претпоставку просечне инфлације од 2,6% у овој години, имајући у виду пројекцију ЕЦБ-а из децембра.

Слично као у зони евра, **инфлација у САД** (мерена променом ИПЦ-а), после пада у октобру и новембру, порасла је у децембру на 3,4% мг. због ефекта ниске прошлогодишње базе код цена енергије. И поред тога, инфлација је у Т4 била нижа него у Т3, чему су допринели наставак успоравања прехрамбене инфлације и спорији мг. раст цена услуга, који је, уз вишемесечни незнатан раст цена индустријских производа, утицао на успоравање **базне инфлације у САД** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране и енергије) на 3,9% мг. у децембру, што је њен најнижи ниво од маја 2021. Инфлација мерена индексима издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије) такође је снижена на мг. нивоу током Т4, због чега је **ФЕД** у децембру знатно ревидирао наниже септембарске процене ових мера укупне и базне инфлације у 2023 – за по 0,5 п.п., на 2,8% и 3,2%, респективно, док су за 2024. обе мере пројектоване на нивоу од 2,4%. Повратак укупне и базне инфлације циљаном нивоу од 2,0% ФЕД не очекује пре 2026. При томе, ризици децембарске пројекције остали су асиметрични навише, јер се инфлација може показати упорнијом него што се очекује, посебно у случају шокова на страни понуде.

Мг. инфлација је у свим **земљама региона средње и југоисточне Европе** и током Т4 била на силазној путањи, доминантно као резултат даљег успоравања мг. раста цена хране, код којих се испољио и ефекат високе прошлогодишње базе, као и снижених цена енергије. Цене нафтних деривата у **Мађарској** и **Пољској** у децембру су биле ниже него пре годину дана, чиме су допринеле знатном успоравању мг. инфлације на 5,5% и 6,2%, респективно. Мг. инфлација у **Румунији** успорена је на 6,6% у децембру, највише због успорене прехрамбене инфлације, која је у **Чешкој** ушла у негативну зону и утицала на то да укупна инфлација успори на 6,9% у децембру. *Consensus Economics* је у јануару снизио пројекцију инфлације за 2024. за 0,1 п.п., на 4,9%. Процена просечне инфлације у региону средње Европе за 2024. снижена је за 0,7 п.п., на 4,1%, са 11,9% у 2023. години. *Consensus Economics* је у јануару снизио пројекцију просечне инфлације у региону југоисточне Европе за 2024. за 0,1 п.п., на

Графикон V.0.10. **Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД**
(у п.п.)



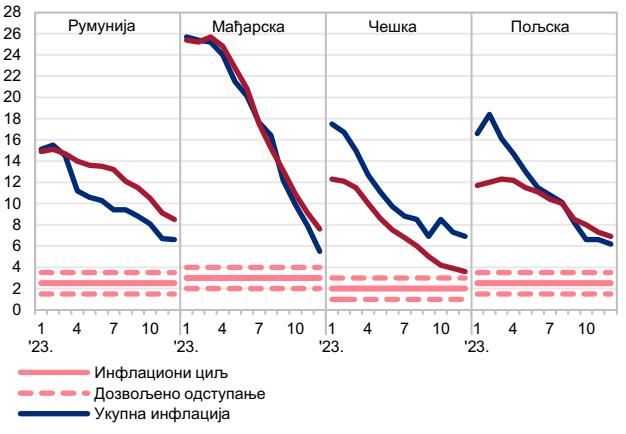
Извор: *U.S. Bureau of Labor Statistics* и прерачун НБС.

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

	Јануар 2024.			Октобар 2023.	
	2023.*	2024.	2025.	2024.	2025.
Пољска	11,5	4,7	4,0	5,6	3,8
Чешка	10,7	2,7	2,2	2,8	2,3
Мађарска	17,6	4,5	3,7	5,3	3,7
Румунија	10,5	5,7	4,0	5,8	3,7
Словачка	10,5	4,0	3,0	4,4	3,1
Словенија	7,5	3,2	2,4	3,6	2,2
Хрватска	7,9	3,5	2,6	3,8	2,5
Бугарска	9,5	4,1	3,3	4,4	3,1
Албанија	4,6	3,3	3,0	3,1	-
Босна и Херцеговина	6,8	3,0	2,3	2,6	-
Северна Македонија	9,6	4,8	2,9	4,0	-
Црна Гора	8,8	5,4	3,6	4,9	-

Извор: *Consensus Economics* .
* Процена.

Графикон V.0.11. **Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са септембром 2023)**
(мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

4,9%. Пројекција просечне инфлације у региону средње Европе за 2024. снижена је за 0,7 п.п., на 4,1%.

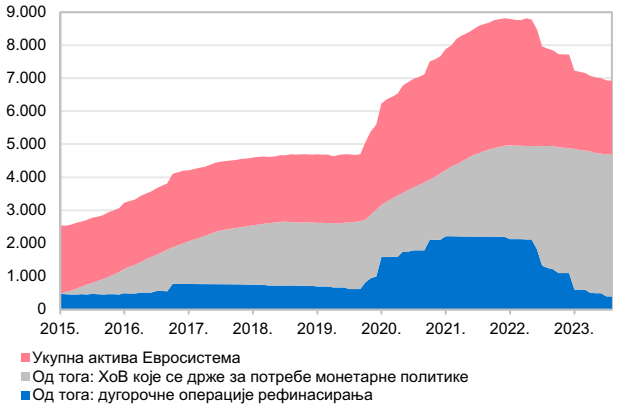
Мг. инфлација у скоро **свим земљама региона Западног Балкана** (изузев у Црној Гори) најпре је успорена у октобру и новембру, након чега је благо повећана у децембру, на шта је утицала ниска база код цена нафтних деривата. Ипак, она је у свим земљама задржана испод нивоа из Т3, а најнижи ниво у децембру забележила је у Босни и Херцеговини (2,2%) и Северној Македонији (3,6%), за којима следе Албанија (4,1%) и Црна Гора (4,3%).

Монетарна политика

На састанку у децембру 2023. **ЕЦБ** је донела одлуку о задржавању каматних стопа на постојећем нивоу, други пут заредом, након десет узастопних састанака на којима су каматне стопе повећаване (укупно за 4,50 п.п. од јула 2022, када је започет циклус монетарног заоштравања). Каматне стопе на депозитне олакшице, на главне операције рефинансирања и на кредитне олакшице остале су на нивоу од 4,00%, 4,50% и 4,75%, респективно. Истовремено, ЕЦБ је наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком. Смањује се портфолио ХоВ купљених у оквиру **програма куповине активе (*APP*)**, јер ЕЦБ више не реинвестира главницу доспелих хартија. Када је реч о **хитном програму куповине ХоВ због пандемије (*PEPP*)**, ЕЦБ ће у потпуности реинвестирати главницу доспелих хартија током П1 ове године, а затим ће током П2 портфолио постепено затварати, да би до краја ове године било обустављено рефинансирање. Поред тога, ЕЦБ редовно прати утицај на монетарне услове враћања средстава банкама позајмљених у оквиру **операција рефинансирања дугорочних кредита (*TLTRO*)**.

Не мењајући висину својих каматних стопа, ЕЦБ је навела да је инфлација у зони евра битно успорена последњих месеци и да ће њен вероватан раст у кратком року бити привремен. Притисци на раст цена у зони евра и даље постоје, првенствено због снажног раста трошкова рада. То је и основни разлог који је председница ЕЦБ-а навела као образложење због чега на децембарском састанку није било дискусије о смањењу каматних стопа и што се још увек не може прогласити победа над инфлацијом. ЕЦБ ће вероватно тек на касно пролеће имати довољно информација да процени да ли се смањују притисци с тржишта рада и да ли би се евентуално могло почети са смањењем каматних стопа.

Графикон V.0.12. **Консолидовани биланс Евросистема**
(стање крајем месеца, у млрд EUR)



Извор: ЕЦБ.

Графикон V.0.13. **Очекивани тромесечни *EURIBOR***
(на годишњем нивоу, у %)

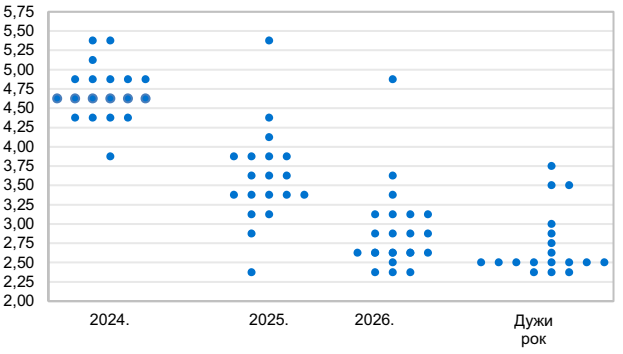
Извор: Блумберг.

У јануару 2024. ЕЦБ није мењала висину својих каматних стопа. Досадашња повећања каматних стопа и даље се снажно преносе на приватни сектор, а пооштрени услови финансирања смањују тражњу, што утиче на успоравање инфлације. Наглашено је и да ће ЕЦБ обезбедити да каматне стопе остану на довољно рестриктивном нивоу колико год то буде потребно.

На састанку у децембру 2023. **ФЕД** је задржао распон референтне каматне стопе на непромењеном нивоу (5,25–5,50%) и најавио наставак смањења активе у оквиру биланса стања. У саопштењу са састанка наводи се да је раст економске активности у САД спорији, док је раст броја радних места, иако успорен претходних месеци, и даље снажан. Инфлација ће бити знатно ублажена у 2024, али и даље на повишеном нивоу – очекује се да циљани ниво инфлације буде достигнут 2026. године. Истиче се да ФЕД пажљиво прати инфлаторне ризике и да је одлучан у намери да стопу инфлације врати на циљани ниво од 2%. Када је реч о наредним потезима, ФЕД истиче да ће наставити да прати економске податке и да ће бити спреман да прилагоди став монетарне политике на одговарајући начин уколико би се појавили ризици који би могли да ометају постизање циљева централне банке. Према децембарској пројекцији, требало би да референтна стопа достигне ниво од 4,6% (средина интервала 4,5–4,75%) на крају 2024. У 2024. очекују се три смањења референтне стопе у износу од по 0,25 п.п. На конференцији за новинаре након завршетка децембарског састанка, председник ФЕД-а изјавио је да је циклус подизања референтне стопе највероватније завршен, али да није искључена могућност њеног даљег повећавања. Он је додао да инфлација успорава брже него што је очекивано и да се намеће питање које време ће бити прикладно да се започне са смањењем рестриктивности монетарне политике, о чему се и дискутовало на овом састанку. На састанку крајем јануара, ФЕД није мењао висину распона референтне стопе, а смањење би могло да уследи када ФЕД буде сигуран да се инфлација одрживо креће ка циљу.

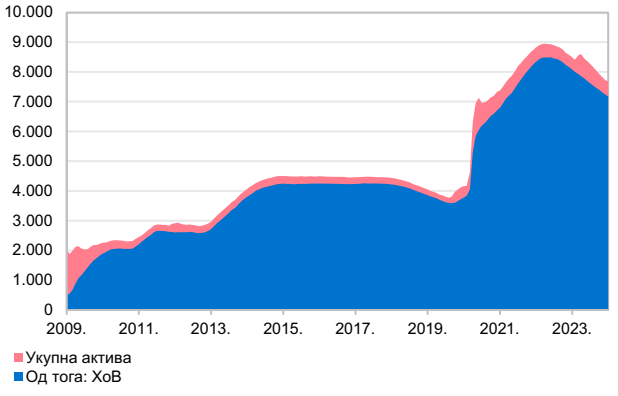
Банка Енглеске је и у децембру, трећи месец заредом, задржала референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,25%, што је њен највиши ниво у последњих 15 година. Одлука није донета једногласно, а три надгласана члана била су за повећање референтне каматне стопе за 25 б.п. Централна банка је истакла да је продужени период рестриктивне монетарне политике неопходан како би

Графикон V.0.14. **Очекивања чланова *FOMC*-а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе**
(у %)



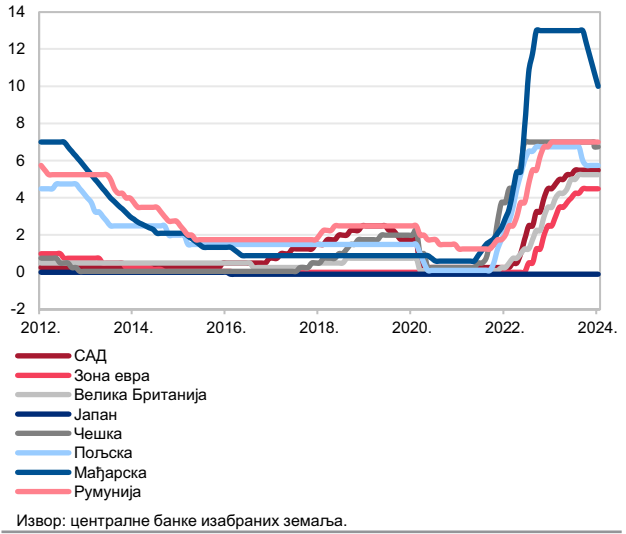
Извор: ФЕД, *Summary of Economic Projections*, септембар 2023.

Графикон V.0.15. **Укупна актива ФЕД-а**
(месечни просек, у млрд USD)



Извор: ФЕД.

Графикон V.0.16. **Кретање референтних стопа по земљама**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

се сузбила инфлација. Централна банка **Швајцарске** је и у децембру задржала референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 1,75%, на ком се налази од јуна 2023. године, када је последњи пут повећана.

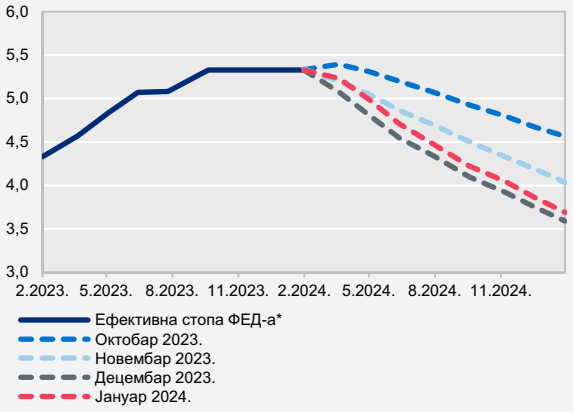
Од централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, референтну каматну стопу у децембру 2023. повећала је **централна банка Русије**, и то за 1,0 п.п., на 16,0%, што је било у складу са очекивањима тржишних учесника. Ово је било пето узастопно повећање референтне стопе Банке Русије. Укупно повећање од јула прошле године износи 8,5 п.п. У саопштењу централне банке наводи се да су инфлаторни притисци у Русији и даље повишени. Очекивано враћање стопе инфлације на циљану вредност током 2024. и њена стабилизација на нивоу од око 4% са 7,4% мг. у децембру 2023. подразумевају да ће рестриктивни монетарни услови бити задржани током дужег периода. Након три узастопна повећања од по 5,0 п.п., референтну каматну стопу још двапут је повећала и **централна банка Турске** – за по 2,5 п.п. у децембру и јануару, на ниво од 45,0%, што је било у складу са очекивањима тржишних учесника. Јануарско повећање је осмо узастопно повећање референтне стопе централне банке Турске, које сада кумулативно износи 36 п.п.

С друге стране, **централна банка Чешке** смањила је референтну стопу за 0,25 п.п., на ниво од 6,75%, у складу са очекивањима већине тржишних учесника. Ово је прво смањење референтне каматне стопе након три године. Аналитичари наводе да је централна банка Чешке чекала прави тренутак да се придружи Мађарској и Пољској у ублажавању монетарне политике, али да је почетак тог циклуса одлаган услед забринутости да ће стопа инфлације остати на повишеном нивоу. Референтну стопу смањила је и **централна банка Мађарске**, и то за по 0,75 п.п. у децембру и јануару, на ниво од 10,0%. Након смањења у октобру прошле године на 5,75%, **централна банка Пољске** није мењала висину референтне стопе, у складу са очекивањима. Референтну каматну стопу није мењала ни **централна банка Румуније**, задржавајући је годину дана на непромењеном нивоу од 7,0%.

Осврт 3: Када се може очекивати почетак снижавања референтних каматних стопа водећих централних банака?

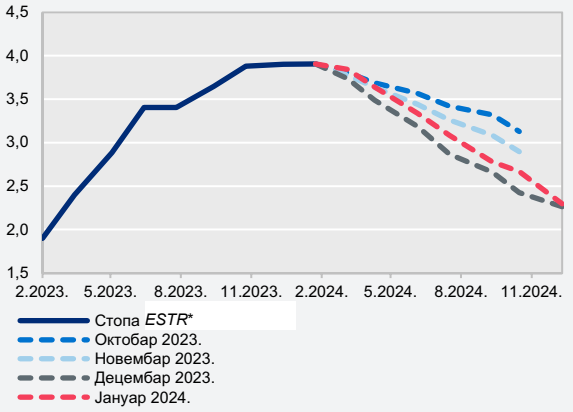
Реагујући на јачање инфлаторних притисака, велики број централних банака је током 2022. и 2023. интензивно заоштравао монетарну политику. Циклус повећања референтних каматних стопа углавном је окончан средином 2023, а ЕЦБ је била последња од водећих централних банака која је повећала основне каматне стопе (у септембру). На састанцима који су уследили по окончању циклуса повећања, централне банке нису мењале референтне каматне стопе, уз најаве да ће остати на достигнутом нивоу у дужем периоду и назнаке да би њихово смањење могло да уследи током 2024. уколико подаци о инфлацији, економској активности и тржишту рада то дозволе. С обзиром на оцене да су референтне каматне стопе вероватно достигле свој врхунац и да се не мењају већ неко време, као и да економска активност успорава уз неповољније изгледе будућег раста а да инфлација опада, додатно су појачане спекулације тржишта о будућим потезима водећих централних банака, тј. о почетку снижавања каматних стопа. Од октобра 2023. очекивања тржишних учесника у погледу кретања каматних стопа коригују се наниже, судећи по кретању фјучерса у случају ФЕД-а (*Federal Funds Futures*) и преконоћних свопова у случају ЕЦБ-а (*Overnight Index Swaps*).

Графикон О.3.1. **Очекивања тржишта у погледу каматних стопа у САД, фјучерси**
(у %, крај месеца)



Извор: Блумберг.
* Ефективна стопа ФЕД-а на преконоћном необезбеђеном тржишту новца.

Графикон О.3.2. **Очекивања тржишта у погледу каматних стопа у зони евра, свопови**
(у %, крај месеца)



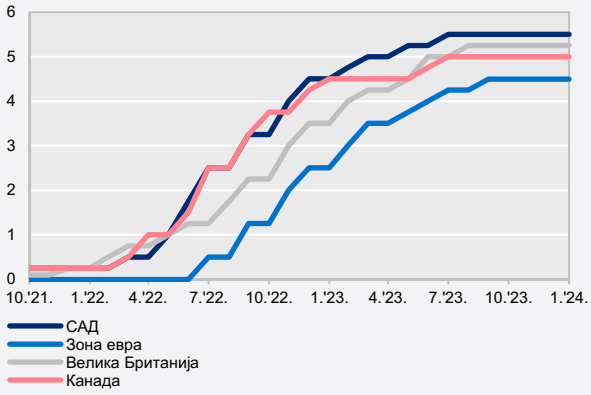
Извор: Блумберг.
* Стопа на преконоћном необезбеђеном тржишту новца у зони евра.

Према очекивањима ММФ-а, пад инфлације у 2024. биће успорен због прегрејаног тржишта рада и високе инфлације у сектору услуга. Званичници ММФ-а упозоравају централне банке да буду опрезне при спуштању каматних стопа ове године и да се с тим сачека бар до П2 2024, подсећајући да је историја пуна епизода у којима су централне банке ублажавале монетарне политике с првим падом инфлације, што се показало као прерано, јер је након тога инфлација престајала да пада или је чак поново била у порасту. И званичници *BIS*-а истичу да смањења каматних стопа централних банака не смеју бити преурањена, с обзиром на то да би различити фактори могли да наставе да врше притисак на инфлацију, пре свега експанзивна фискална политика, притисци на раст зарада да би се надокнадио њихов реални пад, слабљење дезинфлаторног утицаја појединих фактора, као и евентуално преурањено ублажавање финансијских услова. Подсећају да је досадашња борба против инфлације остварена уз неочекивано мале трошкове у виду нижег раста БДП-а и више незапослености, те да би та отпорност могла да се настави све док се економије не изведу из постпандемијске инфлације. На основу реторике званичника, водеће централне банке слажу се са оваквим виђењем ММФ-а и *BIS*-а. Поред тога, развој ситуације на Блиском истоку и Црвеном мору буди страхове да би, услед повећаних трошкова транспорта, цене енергената могле поново да почну да расту. Према резултатима анкете професионалних прогнозера, који су објављени у јануарском издању *Consensus Forecast*-а (анкетом су обухваћена очекивања која се односе на ФЕД, ЕЦБ, Банку Канаде и Банку Енглеске), преовлађују очекивања да ће ове централне банке започети са смањењем референтних каматних стопа током или

крајем Т2 ове године. Посматрано на нивоу године, највећи број испитаника *Consensus Forecast*-овог панела очекује да ФЕД, ЕЦБ и Банка Енглеске у 2024. смање основну каматну стопу за по 0,75 п.п., а Банка Канаде за 1 п.п. И рејтинг агенција *Fitch* очекује да ће већина централних банака најзначајнијих земаља које прати у својим анализама (*Fitch 20 Economies*) започети са смањивањем референтних каматних стопа у 2024, при чему се очекује да ће до краја ове године ФЕД, ЕЦБ и Банка Енглеске смањити своје референтне стопе за по 0,75 п.п.

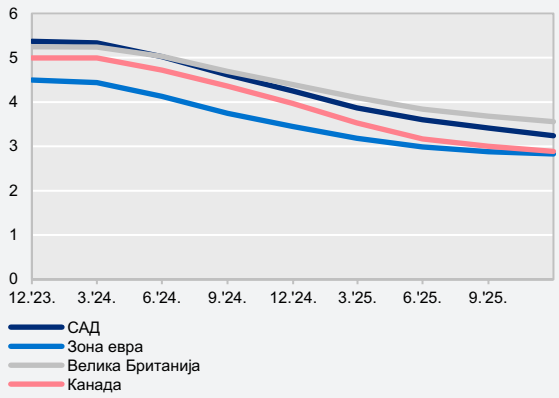
ФЕД, који међу водећим централним банкама често предњачи у промени смера монетарне политике, први се издвојио изјавом председника да је на састанку у децембру 2023. разматрано питање када би било адекватно да се започне са смањењем каматних стопа. Према саопштењу након јануарског састанка, снижење основне каматне стопе уследиће тек када ФЕД буде сигурнији да се инфлација одрживо креће ка циљу од 2%. При томе, протекли циклус заоштравања монетарне политике ФЕД-а био је један од најбржих досад, пошто је каматна стопа у периоду од марта 2022. до јула 2023. повећана за 5,25 п.п., на распон 5,25–5,50%, док је у јуну 2022. започето смањење биланса стања ФЕД-а у обиму према утврђеној динамици, на начин који ће омогућити ефикасно спровођење монетарне политике. На наредним састанцима распон каматне стопе није мењан, а према тачкастом графикону (*dot-plot*) објављеном у децембру 2023, највећи број чланова *FOMC*-а очекује да ће каматна стопа у 2024. бити смањена за 0,75 п.п. и да ће се крајем године кретати у распону 4,50–4,75%. Највећи број учесника *Consensus Forecast*-овог панела очекује прво смањење стопа у јуну, док неколицина очекује да ће се то догодити већ у марту.

Графикон О.3.3. **Кретање референтних стопа по земљама**
(на годишњем нивоу, у %)



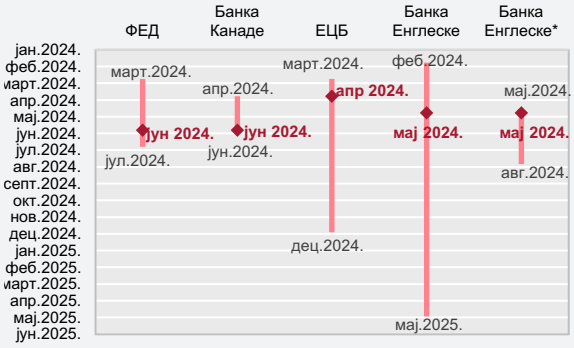
Извор: централне банке изабраних земаља.

Графикон О.3.4. **Очекивано кретање референтних стопа по земљама***
(на годишњем нивоу, крај тромесечја, у %)



Извор: *Consensus Forecasts – G7 and Western Europe*, јануар 2024.
* Просек свих одговора учесника панела.

Графикон О.3.5. **Опсег прогнозе за прво смањење референтне каматне стопе**



Извор: *Consensus Forecasts – G7 and Western Europe*, јануар 2024.
* Искључени први и последњи датум најранијег снижења.

Графикон О.3.6. **Очекивано смањење референтних каматних стопа у 2024.**
(у п.п.)

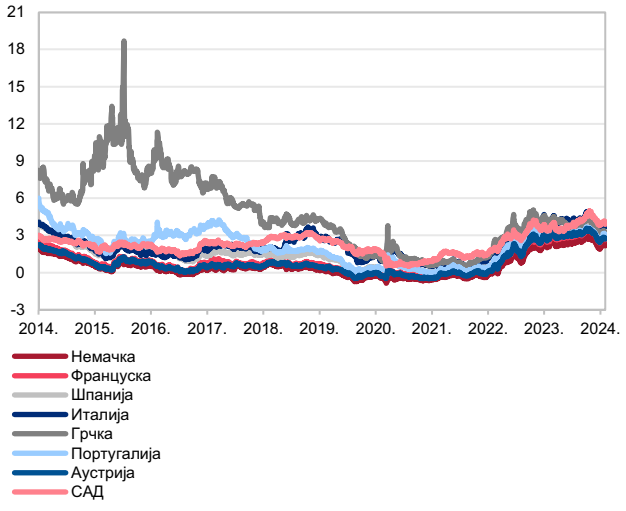
Извор: *Consensus Forecasts – G7 and Western Europe*, јануар 2024.
Напомена: најчешћи одговор испитаника.

Укључујући последње повећање у септембру 2023, референтна каматна стопа **ЕЦБ** укупно је од јула 2022. повећана за 4,5 п.п., на 4,5%, док је смањење биланса стања започето током јесени 2022, када су банке започеле отплату обавеза по основу *TLTRO*. Смањење биланса је додатно појачано од марта 2023. смањењем портфолија ХоВ купљених у оквиру програма *APP*, док ће се главница доспелих ХоВ купљених у оквиру програма *PEPP* реинвестирати до краја 2024, уз постепено затварање портфолија како би се избегао неповољан утицај на монетарне услове. С обзиром на изјаве званичника ЕЦБ-а, не би требало очекивати смањење референтне каматне стопе пре средине ове године. Након изјаве да се на децембарском састанку није дискутовало о ублажавању монетарне политике, председница ЕЦБ-а је у Давосу била прецизнија, нагласивши да ће тек на касно пролеће ЕЦБ имати довољно информација да процени да ли јењавају притисци на тржишту рада и да донесе одлуку о евентуалном снижењу трошкова задуживања. Поједини чланови Управног савета ЕЦБ-а сматрају да је још увек рано за објаву победе над инфлацијом и да ЕЦБ не треба да жури са смањењем каматних стопа. Поред тога, оценили су да су тржишта била превише оптимистична у својим очекивањима да би прво смањење референтне каматне стопе могло да уследи на седници у априлу, што су била и очекивања већине учесника приказана у резултатима *Consensus Forecast*-овог панела. Ипак, и *Consensus Forecast* је релативизовао та очекивања, оценивши у пропратном тексту да би прво смањење референтне каматне стопе од 0,25 п.п. могло да уследи „у јуну или око јуна".

С друге стране, група централних банака из региона средње и источне Европе које су започеле с пооштравањем монетарне политике током 2021. и чије је пооштравање било интензивније у односу на водеће централне банке већ су почеле са снижењем каматних стопа. Пољска, која је од октобра 2021. до септембра 2022. повећала референтну каматну стопу за 6,65 п.п., у септембру и октобру 2023. снизила је ову стопу за укупно 1 п.п., након чега ју је задржала на нивоу од 5,75%. Наводећи да су снажна дезинфлација и смањена рањивост земље то омогућили, централна банка Мађарске је започела са смањивањем референтне каматне стопе у октобру 2023. и закључно с јануарским снижењем смањила ју је укупно за 3,0 п.п., на 10,0%. Претходно је у мају започела са смањењем стопе на једнодневне депозите, уз оцене да је то почетак нормализације монетарне политике, при чему је од маја до децембра 2023. ова стопа смањена са 18,0% на 10,75%. Њима се крајем 2023. придружила и централна банка Чешке снижењем референтне каматне стопе за 25 б.п., на 6,75%. При томе, тржишта сматрају да децембарска инфлација у земљама средње и источне Европе указује на то да су даља снижења каматних стопа могућа, при чему у појединим земљама ублажавање монетарне политике може бити ускоро интензивирано.

Ублажавање монетарних политика водећих централних банака требало би да допринесе и повољнијим глобалним финансијским условима и расту расположивог дохотка за инвестиције и потрошњу, као и већем приливу капитала и нижој премији ризика за земље у успону. Уз утицај на опоравак економске активности наших најважнијих спољнотрговинских партнера и по том основу раст тражње за нашим извозом, повољнији глобални финансијски услови и већи прилив капитала у земље у успону позитивно би се одразили и на домаћу економску активност. Иако би пребрзо ублажавање монетарних политика водећих централних банака могло за последицу да има задржавање инфлације у тим земљама на вишем нивоу, а тиме и веће притиске на нашу инфлацију по основу увозних цена, очекујемо да ће централне банке, управо поучене негативним искуством из прошлости, задржати принцип опрезности и умерено ублажавати монетарну политику, и то у мери у којој неће успоравати наставак пада инфлације.

Графикон V.0.17. **Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра**
(дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон V.0.18. **Кретање курсева одређених националних валута према долару***
(дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)

Извор: ММФ.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон V.0.19. **Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент**
(USD/барел)

Извор: Блумберг.

Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља смањени су током Т4 – у просеку за 99 б.п. у односу на претходно тромесечје, док су приноси на десетогодишње државне обвезнице САД смањени за 71 б.п. Пад приноса на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља и САД током Т4 у највећој мери је резултат очекивања тржишних учесника да ће водеће централне банке у наредном периоду попуштати монетарну политику.

Током Т4 **долар је ослабио према евру и осталим водећим валутама** на међународном финансијском тржишту. Пад вредности долара у посматраном периоду може се довести у везу са очекивањима тржишних учесника да ће ФЕД наредне године раније почети са смањењем каматних стопа, док су изјаве званичника ЕЦБ-а биле конзервативније у погледу прераног попуштања монетарних услова.

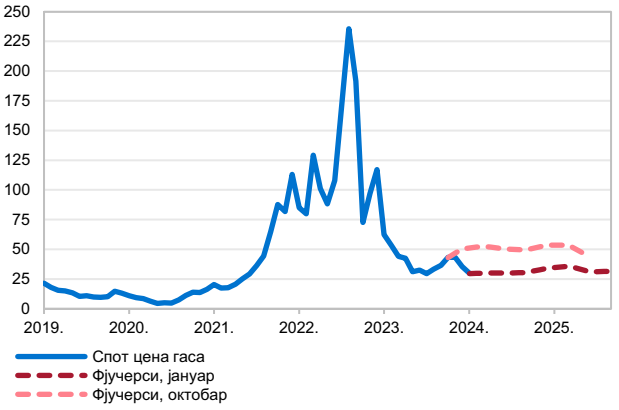
Светска цена нафте типа брент доминантно се кретала силазном путањом у Т4 услед веће производње земаља које нису чланице *OPEC+*, високих залиха у САД, као и ниже тражње за нафтом у последњем тромесечју 2023. од очекиване, а наставак успореног раста сада се очекује и у 2024. години. Цена нафте је у Т4 у просеку износила око 84 долара по барелу, што је за 2,6% ниже него у Т3, док је мг. посматрано нижа за 5%. У јануару је светска цена нафте повећана у односу на децембар и у просеку је износила 80,2 долара по барелу, доминантно због повећаног геополитичког ризика и тензија на Блиском истоку. Узимајући у обзир неизвесност у погледу ширења конфликта на Блиском истоку, очекујемо да цена нафте типа брент порасте на око 83 долара по барелу до краја 2024, након чега ће се до краја 2025. спустити на око 80 долара по барелу, а исто очекује и *Consensus Economics*. Слична очекивања има и Америчка енергетска информативна агенција (*EIA*), према којој ће цена нафте на крају 2024. и 2025. године износити 81 и 78 долара по барелу, респективно.

Након сезонски уобичајеног раста у октобру, **реперна цена природног гаса за Европу (на холандском чворишту *TTF*) до краја децембра спуштена је на око 32 евра по мегават-сату** (еквивалентно цени од око 350 долара за хиљаду кубних метара),[11] под

[11] 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).

утицајем топлијег времена за ово доба године и високе попуњености складишта. Цена природног гаса је у Т4 у просеку износила око 41 евро по мегават-сату, што је за 23,3% више него у Т3, али је у односу на исти период претходне године нижа за 57,1%. Под утицајем истих фактора цена природног гаса додатно је смањена у јануару и у просеку је износила око 30 евра по мегават-сату. Услед мање тражње за природним гасом и високе попуњености складишта, тржишни фјучерси у просеку су за 60% нижи од наше претходне пројекције, при чему би цена гаса на крају 2024. требало да износи око 34 евра по мегават-сату. *Consensus Economics* очекује да ће цена природног гаса порасти у Т1, да би после сезонски уобичајеног пада у Т2 и Т3, поново порасла на око 43 евра по мегават-сату на крају 2024. године.

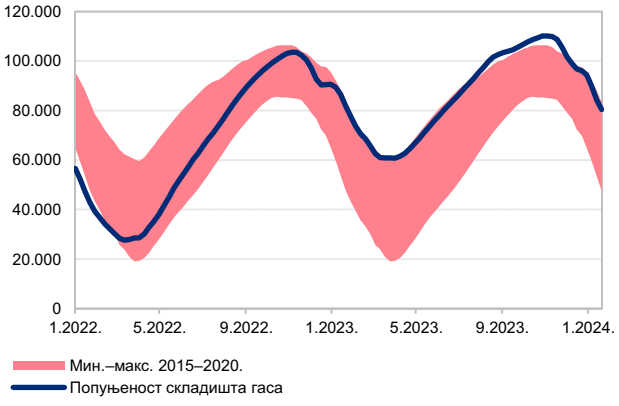
Графикон V.0.20. **Европска цена природног гаса**
(EUR/MWh)



Извор: Рефинитив.

Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) доминантно се кретала силазном путањом током Т4, на шта су се одразиле повољне временске прилике и нижа цена природног гаса. У Т4 цена електричне енергије у просеку је износила око 86 евра по мегават-сату, што је за 11,2% ниже него у Т3, док је мг. посматрано нижа за 58,0%. Цена електричне енергије на мађарској берзи слично се кретала и у Т4 у просеку је износила 102,9 евра по мегават-сату. Цене електричне енергије умерено су повећане у јануару услед хладнијег времена и у односу на децембар биле су више за 8,1% на немачкој и за 2,1% на мађарској берзи. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије кретаће се силазном путањом у П1, да би до краја 2024. године порасла на око 91 евра по мегават-сату.

Графикон V.0.21. **Попуњеност складишта гаса у ЕУ**
(млн m^3)

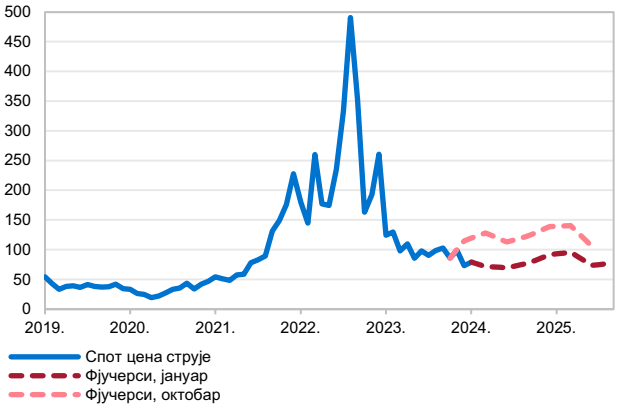


Извор: *Bruegel*.

Цена термалног угља смањена је током октобра и новембра, али је због повећане тражње у Азији умерено повећана у децембру, када је износила око 142 долара по тони. И поред тога, цена угља је нижа за 12,7% него у септембру, док је мг. посматрано нижа за чак 62,6%. У јануару је цена угља смањена на око 125 долара по тони, а према очекивањима *Consensus Economics*-а, она ће наставити да се креће силазном путањом до краја 2025. године.

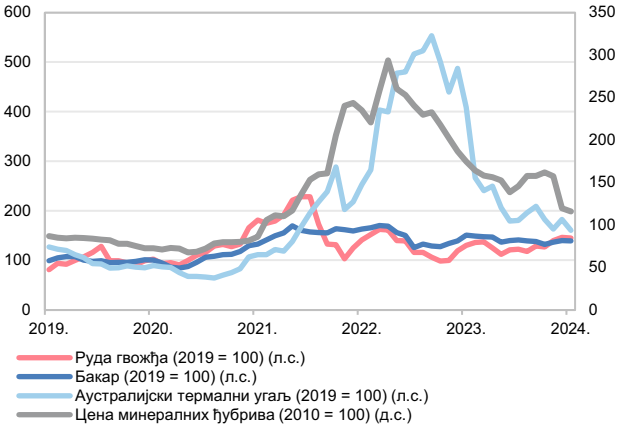
Доминантно под утицајем ниже цене природног гаса, **светске цене минералних ђубрива вратиле су се на силазну путању у Т4** и у децембру су биле ниже за 24,2% него у септембру, док су у односу на исти период претходне године ниже за 36,0%.

Графикон V.0.22. **Европска цена струје**
(EUR/MWh)



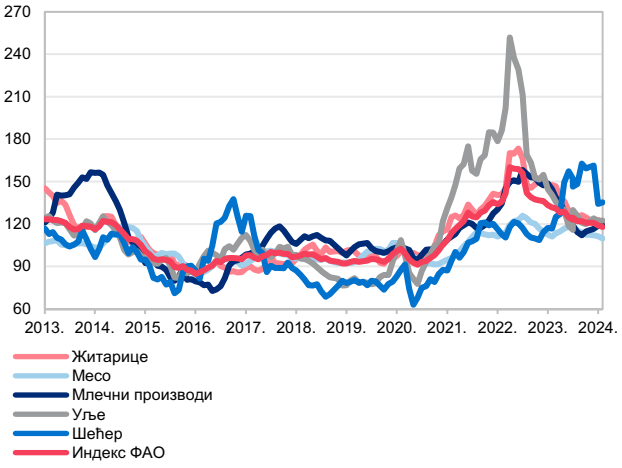
Извор: Рефинитив.

Графикон V.0.23. **Цене изабраних производа на светском тржишту**
(индекс)



Извор: *Commodity Prices*, Светска банка.

Графикон V.0.24. **Индекс светских цена хране**
(номинално, 2014−2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Након што су првобитно смањене у октобру, **цене метала и минерала умерено су повећане до краја Т4**, на шта су се одразиле изјаве званичника водећих централних банака да је циклус заоштравања монетарних услова највероватније завршен, док су у јануару готово непромењене. Према очекивањима *Consensus Economics*-а, раст цена метала наставиће се до краја 2025. године, када ће индекс светских цена основних метала[12] бити виши за 10,1% него на крају 2023. године. Насупрот томе, Светска банка очекује да се цене метала крећу силазном путањом у 2024. години, да би у 2025. порасле услед опоравка сектора некретнина у Кини, као и раста тражње за металима који се користе у зеленој транзицији.

Светске цене хране, мерене индексом ФАО, кретале су се силазном путањом у Т4 и у децембру су биле ниже за 2,3% него у септембру, док су у односу на исти период претходне године смањене за 10,4%. Паду су у највећој мери допринеле ниже цене шећера (17,5%) услед веће производње у Бразилу. Поред тога, у Т4 су смањене цене меса (2,4%) због повећаних залиха водећих извозника, као и цене житарица (2,7%), на шта се одразила повећана понуда. Насупрот томе, под утицајем раста тражње, повећане су цене млечних производа (6,1%), док су услед раста увоза повећане и цене уља (1,2%). Пад цена хране је настављен у јануару (1,0%), под утицајем нижих цена житарица и меса, док су цене шећера, уља и млечних производа умерено порасле.

Цене примарних пољопривредних производа на светским тржиштима стабилно су се кретале у Т4 и незнатно су промењене у односу на Т3. Добра жетва на северној хемисфери притискала је наниже цене примарних пољопривредних производа, насупрот чему су деловали појачана геополитичка неизвесност и лошији климатски услови у најважнијим пољопривредним подручјима јужне хемисфере. Светске цене примарних пољопривредних производа смањене су у јануару услед слабије активности због новогодишњих и божићних празника и јаке конкуренције из регије Црног мора. У наредном периоду очекујемо пад цена примарних пољопривредних производа, тако да у децембру буду за 2,7% ниже него на крају 2023. године, након чега очекујемо њихов умерени опоравак у 2025. години. Претпоставке о кретању цена примарних пољопривредних производа базирали смо на основу тржишних фјучерса.

[12] 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%).

Осврт 4: Поузданост фјучерса у пројекцији кретања светске цене нафте

Приликом израде средњорочне пројекције Народне банке Србије потребно је предвидети кретање различитих фактора из међународног окружења који утичу на домаће економске показатеље. Међу њима је од посебног значаја кретање светске цене сирове нафте, јер њена цена на светском тржишту знатно утиче на трошкове енергената, транспорта и производње, тј. на готово све домаће цене, нарочито ако се има у виду чињеница да је Србија нето увозница нафте. Нестабилност на светском тржишту нафте последњих година знатно је утицала на динамику ИПЦ-а у Србији. Тако је директан допринос цена нафтних деривата мг. инфлацији током 2023. углавном био негативан, док је средином 2021. достизао 35%. Због волатилности, као и чињенице да су цене енергије део инфлације на који централне банке не могу директно да утичу, оне представљају један од главних ризика њихових пројекција, па и ризика пројекција Народне банке Србије.

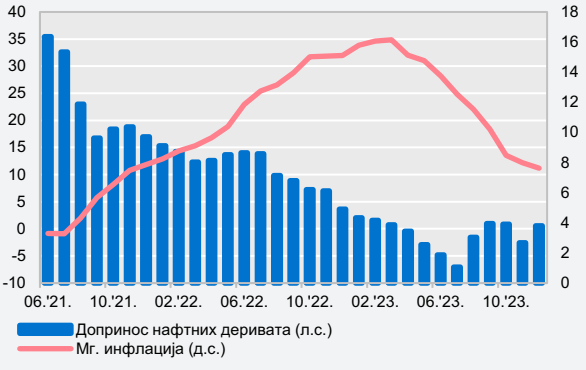
Значај светске цене нафте за кретање цена осталих енергената, као и за домаћу инфлацију, налаже потребу за што адекватнијом претпоставком о њеној путањи током хоризонта пројекције. У складу с праксом других централних банака и међународних институција, Народна банка Србије формулише путању кретања светске цене нафте у наредне две године користећи тржишне фјучерсе. У овом осврту ћемо размотрити колико су фјучерси добро пројектовали кретање светске цене нафте у централној пројекцији и упоредити њихову моћ предвиђања с другим методама.

Сирова нафта је роба чија је цена под утицајем не само промена у фундаментима самог тржишта већ у великој мери и потреса услед геополитичких тензија, шпекулативне трговине, одлука *OPEC+* и сл. Тржиште нафте је посебно осетљиво на геополитичке ризике, чији раст повећава шпекулативну трговину и волатилност цене нафте. Такође, нафтом се тргује на тржишту фјучерса, што повећава осетљивост њене цене на вести и очекивања тржишних учесника. Стога не изненађује чињеница да је тешко постићи задовољавајуће резултате у пројекцији цене нафте у будућности и да се пројекције различитих међународних институција у погледу њеног кретања често знатно разликују. Тако се актуелне пројекције цене нафте крећу у распону од 79,1 до 82,5 долара за барел за крај ове године, а за крај наредне године од 75,3 до 80,6 долара за барел.

Графикон О.4.1. **Светска цена нафте**
(у USD/барел, просек месеца)

Извор: Рефинитив.

Графикон О.4.2. **Допринос нафтних деривата укупној мг. инфлацији**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела О.4.1. **Пројекције светске цене нафте**
(у USD/барел, годишњи просек)

	2023.	2024.
EIA	82,5	79,5
Consensus Forecast	82,5	80,6
ЕЦБ	80,1	76,5
ММФ	79,1	75,3

Извор: наведене институције.

С обзиром на то да је нафта и финансијска актива, имамо могућност да информације с финансијског тржишта користимо за предвиђање њене цене у будућности. Насупрот спот цени, која представља цену робе купљену/продату данас, фјучерс је цена која се формира данас, али за куповину/продају робе одређеног дана у будућности. Међутим, треба имати у виду да фјучерси нису идеални за предвиђање због постојања премије ризика, али и тзв. премије за поседовање робе и трошкова складиштења. Наиме, инвеститори захтевају одговарајућу премију ризика због држања ризичне имовине као што је нафта, због чега ће за фјучерс платити мање од будуће очекиване вредности робе. Пошто премија ризика није мерљива, а и варира током времена, тешко је предвидети спот цену. Поред тога, односе између нафтних фјучерса и очекиване спот цене додатно компликују премија за поседовање робе и трошкови складиштења. Наиме, премија за поседовање робе постоји због предности поседовања робе у односу на фјучерсе, а предности се огледају у могућности да се остваре додатне користи у случају изненадног раста тражње. Премија за поседовање такође није мерљива, с тим да у великој мери зависи од стања залиха – када су залихе стабилне и попуњене, та премија ће бити ниска, јер не постоји бојазан од несташица и обрнуто. Све наведено треба имати у виду када претпоставку о будућој спот цени нафте базирамо на фјучерсима, као што то чини већина централних банака у својим пројекцијама.

Поузданост фјучерса у предвиђању прати се и анализира најчешће у поређењу са алтернативним методама, пре свега с моделом случајног хода, који је базиран на претпоставци да се промене у светској цени нафте не могу предвидети и да је актуелна спот цена најбоља могућа пројекција будуће спот цене. С фјучерсима се могу поредити и перформансе професионалних анкета, што смо учинили у овој анализи.

Оцењујући поузданост алтернативних метода предвиђања, анализирали смо перформансе тржишних фјучерса, пројекција из анкете *Consensus Economics*-а и модела случајног хода из периода 2017–2022. за годину дана унапред, а као методе оцене тачности користили смо средњу грешку предвиђања, апсолутну средњу грешку и корен средње квадратне грешке. Средња грешка предвиђања позитивна је за сва три метода, што указује на то да су они потцењивали цену нафте у посматраном периоду, тј. да је остварена спот цена нафте након годину дана била виша од оне која се на основу сва три метода предвиђала. У просеку, фјучерси, *Consensus Economics* и случајан ход потцењивали су остварену цену нафте у посматраном периоду између 4,6% и 8,0%. Треба имати у виду да најмања средња грешка не указује нужно на најбољи метод предвиђања, с обзиром на то да се позитивна и негативна одступања потиру, па средња грешка предвиђања има тенденцију да буде мала. Ако посматрамо апсолутне вредности одступања, грешка је већа за сва три метода, посебно за случајни ход, али и даље не указује на супериорност било ког метода. Слично је и с кореном средње квадратне грешке, који представља прецизнију меру и који се у истом периоду кретао у распону од 22,4% до 24,2%. При томе, све три пројекције су мање одступале од остварења у претпандемијском периоду у односу на период након избијања пандемије, а слично је и код прва два метода оцене. Резултати показују да различите методе дају сличне резултате у прогнозирању цене нафте, док је вероватноћа да ће прогноза бити тачна знатно већа у одсуству неизвесности.

Табела О.4.2. **Оцена поузданости алтернативних метода предвиђања светске цене нафте**
(у %)

	Тржишни фјучерси	*Consensus Forecast*	Случајан ход	Тржишни фјучерси	*Consensus Forecast*	Случајан ход	Тржишни фјучерси	*Consensus forecast*	Случајан ход
	За годину дана унапред из периода:								
	2017–2022.			2017–2019.			2020–2022.		
Средња грешка	8,0	6,7	4,6	-1,6	-2,2	-3,9	17,5	15,7	13,0
Апсолутна средња грешка	18,6	18,5	20,3	14,9	14,7	16,0	22,3	22,2	24,7
Корен средње квадратне грешке	22,6	22,4	24,2	17,6	17,7	19,1	26,6	26,2	28,4

Извор: Рефинитив, *Consensus Economics* и прерачун НБС.

Коришћење тржишних фјучерса у прогнозирању поседује недостатке, поготово у периодима егзогених потреса, када су цене на робним тржиштима изразито волатилне. Међутим, ни друге методе нису успешније у предвиђању цене нафте. При томе, размотрили смо и рацио успеха и Песаран–Тимерманов тест, који показују

да ли фјучерси тачно пројектују смер промене цене нафте. Рацио успеха у случају тржишних фјучерса за период 2017–2022. износи 0,72, што значи да тржишни фјучерси у 72% случајева исправно одређују смер кретања цене нафте, при чему је већи у периоду пре пандемије (0,86) него у периоду након њеног избијања (0,58). Истовремено, примена Песаран–Тимермановог теста потврдила је да тржишни фјучерси тачно одређују смер кретања цене нафте. Поред тога, тржишни фјучерси су лако доступни, транспарентни и једноставни за комуникацију с јавношћу, што их чини погодним за формулисање претпоставке о кретању светске цене нафте у пројекцијама централних банака.

Графикон О.4.3. **Алтернативне методе предвиђања светске цене нафте за годину дана унапред**
(у USD/барел)

Извор: Рефинитив, *Consensus Economics*.

Путању кретања светске цене нафте немогуће је у потпуности предвидети, те је стога неопходно бити свестан ризика у светлу различитих података, информација и експертских процена. Доносећи одлуке о монетарној политици, Народна банка Србије има у виду поменута ограничења тржишних фјучерса у пројекцији кретања светске цене нафте. Зато осим њих узима у обзир и низ других фактора када оцењује ризике за кретање светске цене нафте, као и за кретање других примарних производа, током периода пројекције. С обзиром на значај претпоставке о светској цени нафте у пројекцијама не само инфлације већ и БДП-а, Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати и анализира адекватност коришћења нафтних фјучерса у њиховом формулисању.

Графикон V.0.25. **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.

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.

Интерне претпоставке

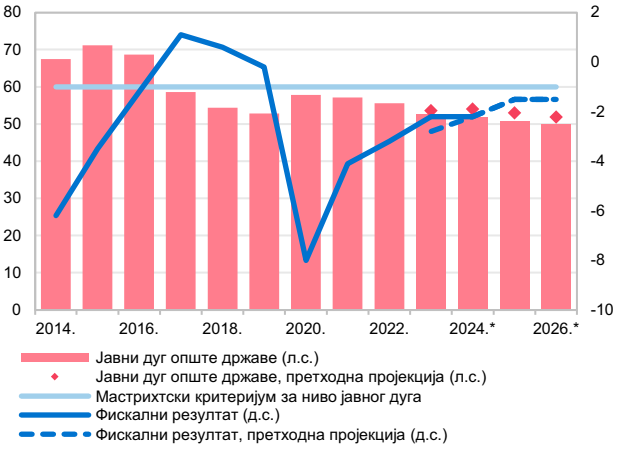
У складу са очекиваним даљим благим падом цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, очекујемо да ће се наставити и пад **цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту** у овој години, након чега би уследило њихово стабилно кретање у наредној години. Када је реч о карактеру домаће пољопривредне сезоне, треба имати у виду очекиване ефекте модернизације опреме и веће примене агротехничких мера, чему доприносе и повећане државне субвенције пољопривреди. Ипак, у недостатку информација на почетку године још увек је рано доносити закључке, па смо у нашој пројекцији засад претпоставили да ће овогодишња пољопривредна производња бити благо изнад прошлогодишње и остварити раст од око 1%, а исте претпоставке о даљем благом расту користили смо и за наредну годину.

Претпоставке о расту **регулисаних цена** заснивамо на чињеници да је највећи део усклађивања цена струје и природног гаса на домаћем тржишту извршен прошле године и да усклађивања за ову годину нису планирана, што је у складу с другом ревизијом аранжмана с ММФ-ом и нашим очекивањима из претходног извештаја. Полазећи од тога, у овој години очекујемо да ће раст регулисаних цена износити 5,2% и да ће га пре свега определити даље усклађивање акциза на цигарете, кафу, алкохолна пића и нафтне деривате. За 2025. годину претпоставили смо раст регулисаних цена од 6,6%.

Када је реч о факторима који утичу на домаћу тражњу, у овој и наредној години очекујемо наставак раста зарада и пензија, али умеренијим темпом него прошле године, јер ће и инфлација бити знатно успорена. Пројектујемо да ће маса зарада, након раста за око 16% у прошлој години, у овој години порасти за око 12%, као резултат раста минималне цене рада (за 17,8%), затим пројектованог наставка раста запослености, као и плата у јавном и приватном сектору, и да ће и даље бити кључан извор потрошачке тражње. Подршку расту потрошачке тражње пружиће и дознаке из иностранства, чији прилив пројектујемо на сличном нивоу као прошле године (5 млрд евра). У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу током ове године требало би да делује и ограничавање каматних стопа на нове евроиндексиране стамбене кредите, као и нижи трошкови отплате постојећих кредита за куповину првог стана, одобрених по варијабилној каматној стопи, у вредности до 200.000 евра.

На **консолидованом нивоу**, у 2023. години остварен је дефицит државе од 181,1 млрд динара, или 2,2% пројектованог БДП-а,[13] што је бољи резултат од дефицита планираног ребалансом републичког буџета од 2,8% БДП-а, при чему је успешнији резултат постигнут без знатног пада учешћа капиталних расхода у БДП-у. У складу с повољнијом реализацијом дефицита, и фискални импулс државе био је мањи од очекиваног, што доприноси нижој инфлацији. Јавни дуг опште државе на крају децембра износио је 52,7% БДП-а, док је ребалансом буџета пројектован јавни дуг опште државе од 53,6% БДП-а за крај године.

Графикон V.0.26. **Фискални резултат и јавни дуг опште државе**
(у % БДП-а)



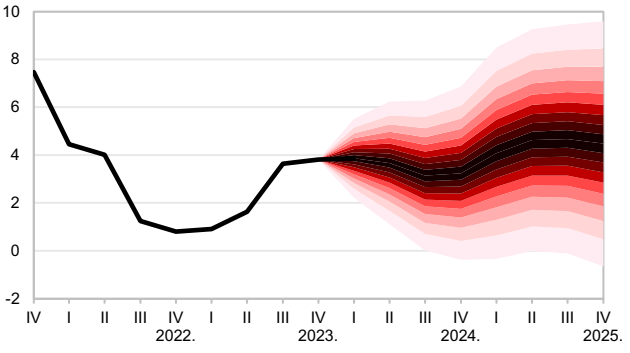
Извор: Министарство финансија.

* Пројекција из Ревидиране Фискалне стратегије за 2024. са пројекцијама за 2025. и 2026.

Према *Ревидираној Фискалној стратегији за период 2024–2026*, **средњорочни фискални оквир** предвиђа смањење учешћа јавног дуга у БДП-у, с циљем да се он до краја 2026. године спусти на ниво од 50%, уз планирано ограничавање дефицита државе на 2,2% у 2024. години, а потом на 1,5% у 2025. и 2026. години, што је у складу са општим фискалним правилима. Када су у питању расходи државе у наредном периоду, очекује се да ће учешће плата и пензија бити на стабилном нивоу, до граница дефинисаних посебним фискалним правилима, односно на нивоима од око 10% и 11%, респективно, док ће у расходима државе приоритет имати инфраструктурни и капитални пројекти, с планираним уделом капиталних расхода око 6–7% БДП-а у 2024–2026. години. У наредном периоду држава ће наставити да подржава конкурентност приватног сектора и стабилан привредни раст тако што ће наставити политику смањења пореског оптерећења привреде.

Према нашој оцени, смањење дефицита државе у наредном периоду допринело би нижим инфлаторним притисцима, што би заједно са опадајућом путањом јавног дуга позитивно утицало на **кредитни рејтинг и премију ризика земље**.

Графикон V.0.27. **Пројекција раста БДП-а**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Пројекција БДП-а

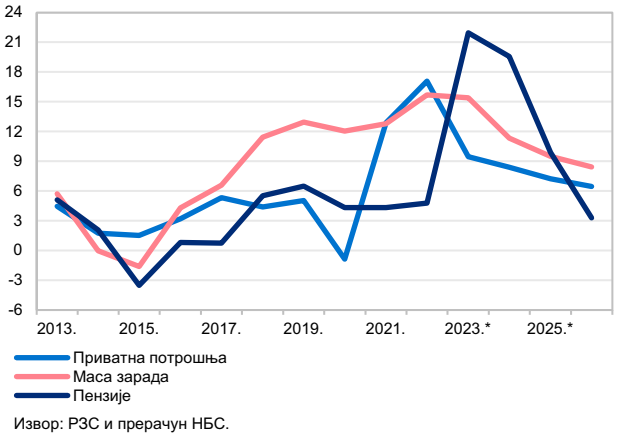
Према процени РЗС-а, реални раст БДП-а у 2023. износио је 2,5%, што је у потпуности у складу с нашом пројекцијом, а био је вођен већом активношћу у свим производним и већини услужних сектора. При томе, готово подједнак допринос потекао је од грађевинарства, индустрије и пољопривреде. Посматрано с расходне стране, према нашој процени,

[13] Према пројекцији Министарства финансија за 2023.

Графикон V.0.28. **Доприноси реалном расту БДП-а**
(у п.п.)

Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.29. **Стопа раста приватне потрошње и њених извора**
(номиналне мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

највећи позитиван допринос расту БДП-а дао је нето извоз услед реалног раста извоза робе и услуга и пада увоза у П1, а затим фиксне инвестиције и у мањој мери лична потрошња, док су у супротном смеру деловале ниже залихе и државна потрошња.

Према нашој новој пројекцији, очекујемо убрзање **раста реалног БДП-а Србије у овој години на распон 3,0–4,0%, с централном вредношћу пројекције од 3,5%**. Остварење пројекције биће подржано ефектом пренетих тенденција из 2023. године (енг. *carry-over*), за који процењујемо да износи око 1,5 п.п. Раст економске активности водиће домаћа тражња – потрошња и инвестиције у основна средства. Раст потрошње домаћинстава биће заснован на даљем расту запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, као и пензија, али не у мери у којој би се знатније повећали инфлаторни притисци. Раст фиксних инвестиција очекује се захваљујући смањењу глобалне премије ризика и смањењу глобалних инфлаторних притисака, али пре свега повећаној профитабилности привреде, високим приливима по основу СДИ, као и инвестицијама државе у саобраћајну, енергетску и комуналну инфраструктуру. С друге стране, допринос нето извоза у 2024. години биће негативан, и поред очекиваног наставка раста извоза, услед пројектованог бржег раста увоза опреме и репроматеријала за потребе инвестиционог циклуса и растуће личне потрошње.

Према нашој новој пројекцији, очекујемо додатно убрзање економске активности у наредним годинама, **тако да смо пројекције раста БДП-а за 2025. и 2026. годину повећали на распон 4,0–5,0%, с централном вредношћу од 4,5%**. Убрзани раст економске активности узима у обзир очекивани опоравак зоне евра, а тиме и екстерне тражње, као и реализацију инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе Експо 2027, као и осталих инфраструктурних пројеката.

Када је реч о структури раста БДП-а са становишта његове употребе, значајан позитиван допринос, од 2,0 п.п. у 2024. години, очекујемо од **приватне потрошње**, која има и највеће учешће у структури БДП-а. Потрошња ће бити вођена наставком раста запослености и зарада (укључујући и раст минималне зараде), као и пензија у складу с фискалним правилима. Очекивани раст плата у приватном сектору резултат је и повећане продуктивности рада, тако да по том основу не очекујемо веће инфлаторне притиске. Истовремено, расту реалног расположивог дохотка за потрошњу допринеће успоравање

инфлације и нижи трошкови отплате стамбених кредита услед одлуке Народне банке Србије да привремено ограничи ове каматне стопе до краја текуће године. Такође, током 2024. реално је очекивати да централне банке започну с постепеним ублажавањем монетарних услова, што би требало подстицајно да делује на кредитну активност, чиме би се додатно подржала потрошња становништва. Ипак, пројектовани раст приватне потрошње у 2024, као и у наредним годинама, спорији је од пројектованог раста укупног БДП-а, што доприноси и средњорочној ценовној стабилности.

У складу с планом дефинисаним у ревидираној фискалној стратегији за 2024. годину, очекујемо да ће **државна потрошња у 2024.** и надаље благо позитивно допринети расту БДП-а, са око 0,3 п.п. у просеку годишње. На то указује пре свега кретање издатака за зараде у јавном сектору, које се пројектује у средњем року на око 10% БДП-а, у складу с фискалним правилима, док ће се учешће издатака за робу и услуге у БДП-у чак благо смањивати.

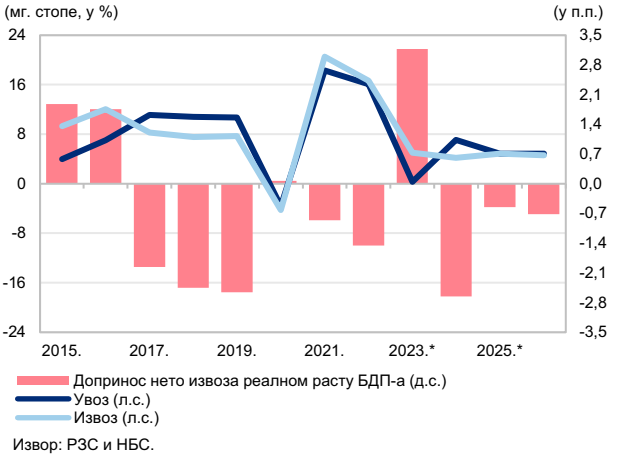
Према новој пројекцији, очекује се убрзани раст **приватних инвестиција** у 2024. години и њихов позитиван допринос расту БДП-а од 1,0 п.п. Додатно повећање доприноса инвестиција пројектује се за наредне године. Позитивна динамика инвестиционе активности приватног сектора резултат је очуваног инвестиционог поверења, повољних изгледа раста наше привреде, као и доказане отпорности на негативне екстерне потресе у претходном периоду. Поред тога, очекивано попуштање монетарних услова водећих централних банака и успоравање инфлације позитивно ће деловати на укупни инвестициони сентимент, што ће подржати и домаће и прекограничне (енг. *cross-border*) инвестиционе кредите. Ипак, основни извор финансирања приватних инвестиција остаће сопствени капитал, као резултат повећане профитабилности привреде, и очекиваног наставка релативно високог прилива по основу СДИ. Истовремено, очекује се и убрзани раст **државних инвестиција**, чији допринос укупном расту БДП-а у 2024. години и надаље, према новој пројекцији, износи 0,5 п.п. Планирани су значајни пројекти у саобраћајној инфраструктури и енергетици који ће бити финансирани средствима државе, а захваљујући планираном одржавању изложбе Експо 2027. године у Београду можемо очекивати и додатна значајна улагања у осталу јавну инфраструктуру.

Постепено опорављање **залиха** очекивано је током 2024. године, с обзиром на то да је њихов велики део искоришћен током претходне године за домаћу

Графикон V.0.30. **Кретање инвестиција у основне фондове**
(мг. раст, у п.п.)

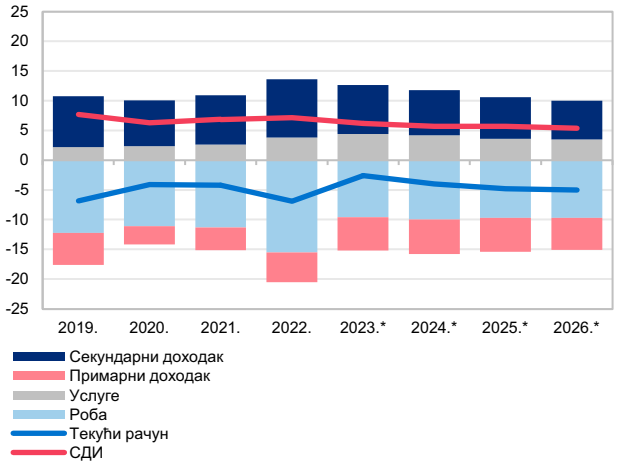
Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.31. **Реални раст извоза и увоза**



Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.32. **Пројекција текућег рачуна и СДИ**
(у % БДП-а)



Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

потрошњу, а делом и за извоз. Расту залиха пољопривредних производа допринеће добра прошлогодишња пољопривредна сезона, посебно јесењих култура. За наредне године пројектујемо да ће допринос залиха бити близу неутралног нивоа.

С обзиром на очекиване ефекте инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и постепени опоравак екстерне тражње, пројектован је и даљи раст нашег извоза у 2024. години. Такође, добра прошлогодишња пољопривредна сезона, посебно јесењих култура, резултирала је вишим приносима примарних пољопривредних производа и знатно изнад домаћих потреба, што ће највероватније позитивно утицати на раст извоза током текуће године. Истовремено, очекујемо да се суфицит у трговини услуга одржи на сличном нивоу као у 2023, што је резултат распрострањеног раста извоза услуга посматрано по врстама, а пре свега ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта, и поред очекиваног раста увоза пре свега туристичких услуга у условима раста приватне потрошње. Ипак, уважавајући потребе планираних инвестиционих активности у наредном периоду, за 2024. годину пројектовали смо снажан раст увоза (бржи од пројектованог раста извоза), и то посебно опреме и репроматеријала. Раст приватне потрошње у условима растућег расположивог дохотка допринеће и расту увоза потрошне робе. Све ће то за последицу имати негативан допринос **нето извоза** (од –2,7 п.п.). С обзиром на очекивано убрзање инвестиционог циклуса, негативан допринос нето извоза од око 0,6–0,7 п.п. очекује се и у наредним годинама, јер ће извоз расти по незнатно нижим стопама од увоза.

Бржи реални раст увоза од извоза у овој и наредним годинама одразиће се на већи дефицит спољнотрговинске размене него у 2023, док ће у правцу његовог смањења ове године утицати односи размене, тј. раст извозних и пад увозних цена. Када је реч о осталим компонентама **текућег рачуна платног биланса**, претпоставка пројекције је и да суфицит секундарног дохотка неће прелазити 8% БДП-а, што је ниво који је у просеку бележен и пре пандемије. Поред тога, очекивани ниво нето прилива СДИ од око 5% БДП-а утицаће на то да принос по основу њиховог власништва остане солидна расходна ставка на рачуну примарног дохотка, чији ће се дефицит због тога умерено повећавати. Када је реч о приливима по основу СДИ, очекујемо задржавање њихове високе географске и пројектне распрострањености, као и да

ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе.

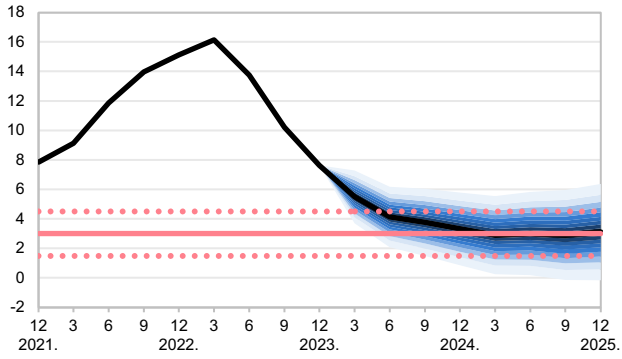
Имајући све претходно у виду, пројектујемо да ће се **дефицит текућег рачуна у овој години приближити нивоу од 4%, а у средњем року да ће се кретати у распону 4–5% БДП-а**. Важно је нагласити да је то ниво који обезбеђује екстерну одрживост, као и да ће, према нашим проценама, бити у пуној мери покривен нето приливом СДИ, што је био случај и у претходних девет година.

Посматрано с **производне стране, раст БДП-а у 2024. и надаље ће водити услужни сектори (2,2 п.п.)**, чему ће посебно допринети раст личне потрошње подржан позитивним трендовима на тржишту рада, растом зарада, као и расположивог дохотка, нарочито у условима успоравања инфлације. У складу с растом услужних сектора, позитиван допринос, према нашим проценама, пружиће и **нето порези** (од око 0,5 п.п. годишње). Истовремено, пројектован је и раст **производних сектора**, чији збирни допринос расту БДП-а у 2024. години, према новој пројекцији, износи 0,9 п.п. Највећи позитиван допринос очекујемо од убрзаног раста **индустрије**, при чему сличан допринос (по 0,2 п.п.) очекујемо од њеног прерађивачког дела, у којем очекујемо активирање нових и проширење постојећих капацитета, као и од енергетике. У енергетици су новим аранжманом с ММФ-ом планиране структурне реформе, а позитиван допринос БДП-у даће и почетак рада новог погона у термоелектрани Костолац. Благ позитиван допринос (0,1 п.п.) очекује се и од рударства услед веће експлоатације угља и руде метала, нарочито бакра. Позитиван допринос очекује се и од **грађевинарства**, око 0,3 п.п., услед планиране реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Када је реч о **пољопривреди**, претпоставили смо наставак благог раста производње, као резултат модернизације опреме и веће примене агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди. То би требало да резултира благим позитивним доприносом пољопривредне производње БДП-у. У наредним годинама раст доприноса очекујемо од грађевинарства, прерађивачке индустрије и већине услужних сектора, чему треба да допринесе организација међународне изложбе Експо 2027.

Графикон V.0.33. **Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна**
(у п.п.)

Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

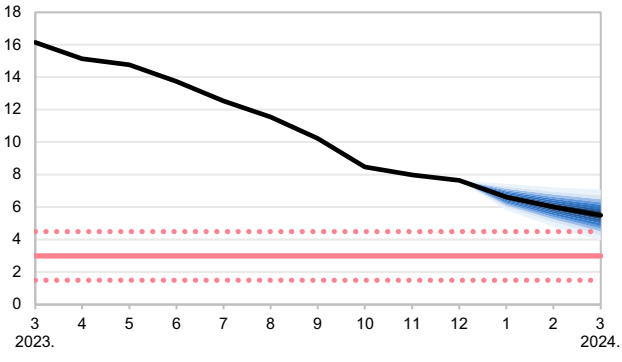
Графикон V.0.34. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



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.0.35. **Краткорочна пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Пројекција инфлације

Наша нова пројекција инфлације, као и претходна, одражава пре свега чињеницу да се наставља попуштање глобалних инфлаторних притисака и да се ефекти заоштравања монетарне политике све више испољавају. Према фебруарској централној пројекцији, **мг. инфлација ће се у границе циља највероватније вратити средином ове године**, а затим ће наставити да успорава и крајем године ће се приближити централној вредности циља од 3%, што је ниво око којег ће се кретати до краја периода пројекције. Нова пројекција инфлације незнатно је нижа од новембарске, пре свега услед нижих претпостављених светских цена примарних производа – нафте и примарних пољопривредних производа.

Иако су изражене геополитичке тензије, затим фрагментација трговине и протекционистичке мере, неколико је кључних фактора који ће доприносити опадајућој путањи мг. инфлације – рестриктивни монетарни услови, пад инфлационих очекивања, успоравање увозне инфлације, смањење цена примарних пољопривредних производа и негативни производни јаз.

По свему судећи, већина централних банака завршила је циклус **заоштравања монетарних политика**, а неке централне банке започеле су циклус монетарног ублажавања. У случају водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а, почетак ублажавања монетарних политика очекује се ове године. Ипак, с обзиром на смањење инфлације, реалне каматне стопе остаће повишене и држаће монетарну политику рестриктивном још неко време.

У текућем циклусу заоштравања монетарних услова, Извршни одбор Народне банке Србије настојао је пре свега да утиче на **инфлациона очекивања тржишних субјеката**, односно да убрза њихов повратак у границе циља и да обезбеди да се инфлација нађе на одрживој опадајућој путањи. Смањење инфлационих очекивања нарочито је изражено код финансијског сектора, при чему се очекивања овог сектора налазе у границама циља Народне банке Србије. Са смањењем текуће инфлације очекује се пад инфлационих очекивања свих сектора, што ће се одразити на даљи пад инфлације, истовремено доприносећи расту реалне каматне стопе и рестриктивнијем деловању монетарне политике и без додатног заоштравања монетарних услова.

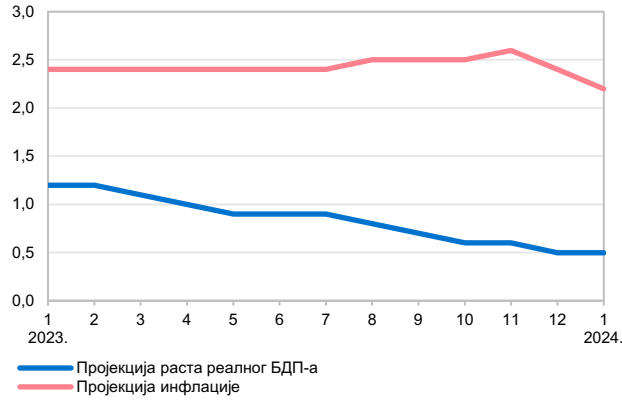
Као и у претходној пројекцији, једна од **кључних претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији јесте смањење инфлације у свету, пре свега у зони евра**. Смањењу увозне инфлације доприносе фактори и на страни понуде и на страни тражње. На страни понуде важан је пад цена енергената и других примарних производа, као и боље функционисање глобалних ланаца снабдевања. На страни тражње то су ефекти раста каматних стопа услед рестриктивних монетарних политика водећих централних банака и исцрпљивање ефекта коришћења штедње становништва акумулиране током прве фазе пандемије, а окончани су и фискални програми помоћи становништву у великим економијама света.

Иако се инфлација смањује, она се у већини земаља неће вратити у границе циља пре 2025. године. Забринутост и даље постоји због **затегнутих услова на тржишту рада** и могућег покретања инфлаторне спирале цена и зарада. У зони евра очекује се и даље снажан раст трошкова рада, који ће бити доминантни покретач базне инфлације. Ипак, ЕЦБ очекује постепено успоравање раста номиналних зарада током хоризонта пројекције, заједно са слабљењем инфлације, јер ће тиме слабити и притисци да се повећају зараде како би се компензовала инфлација.

Даље смањење цена примарних пољопривредних производа и хране, након њиховог максимума 2022. године, такође ће допринети опадајућој пројектованој путањи инфлације. Цене хране на глобалном нивоу, према индексу ФАО, смањене су прошле године за 10,1%, што је највећи годишњи пад од 2015. године. Даљи пад цена хране на светском тржишту очекује се и у наредном периоду, на шта указује очекивано смањење цена примарних пољопривредних производа, према фјучерсима. То је у складу и са смањењем трошкова инпута у пољопривредној производњи, пре свега **минералних ђубрива**.

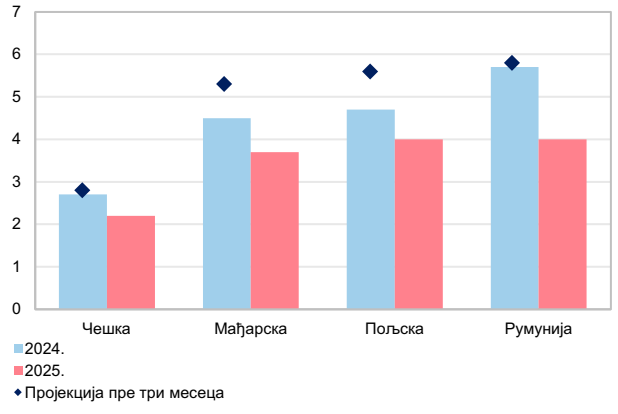
За разлику од претходне пројекције, када смо очекивали да ће **светска цена сирове нафте** бити кључни инфлаторни фактор, у нашој новој пројекцији то није случај. У периоду од претходне пројекције, цена нафте на светском тржишту смањена је упркос конфликту на Блиском истоку и смањењу производње од стране *OPEC+*, јер су понуду надокнадили други произвођачи, пре свега Иран и САД. Смањени су и нафтни фјучерси, а нижу цену светске нафте очекују готово све релевантне институције. Главни разлог смањења очекиване цене нафте јесте успоравање раста тражње за нафтом услед слабије активности

Графикон V.0.36. **Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2024.**
(у %)



Извор: *Consensus Economics*.

Графикон V.0.37. **Пројекција раста потрошачких цена**
(мг. стопе, у %)

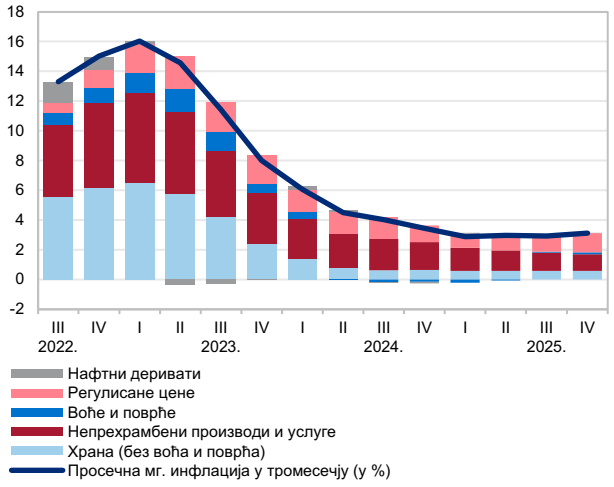


Извор: *Consensus Economics*.

Графикон V.0.38. **Пројектовано кретање производног јаза***
(у % потенцијалног производа)

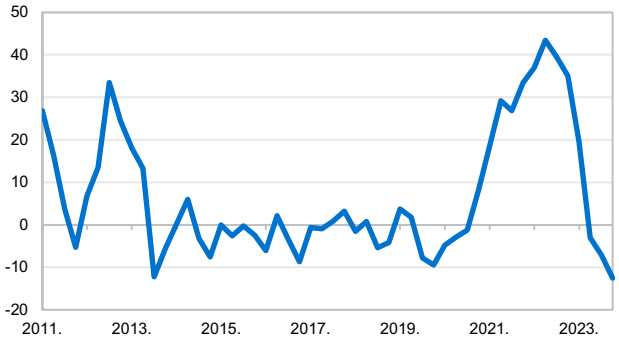
Извор: РЗС и НБС.
* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.

Графикон V.0.39. **Доприноси мг. инфлацији по компонентама**
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон V.0.40. **Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране**
(одступање у % од тренда)



Извор: НБС.

светске привреде и Кине. Ипак, опрезност налажу тензије с почетка ове године које су довеле у питање проток нафте (и друге робе) Црвеним морем и Суецким каналом, јер би напуштање те руте знатно повећало време транспорта нафте, трошкове превоза, осигурања и других логистичких услуга.

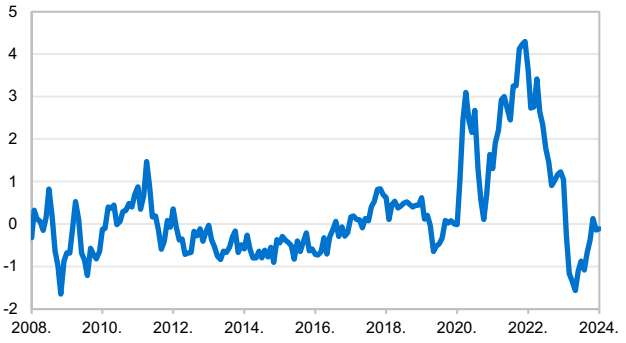
У складу са слабим растом светске привреде и рестриктивним финансијским условима током највећег дела хоризонта пројекције, очекујемо да ће по основу **екстерне тражње** преовладавати дезинфлаторни притисци. Предвиђа се да привредни раст зоне евра ове и наредне године буде 0,8% и 1,5%, респективно. Скроман раст зоне евра последица је пре свега кретања у најјачој европској економији и нашем водећем економском партнеру, Немачкој. Бундесбанка очекује скроман привредни раст Немачке од 0,4% ове и 1,2% наредне године због слабе екстерне тражње, спорог раста домаће потрошње и рестриктивних финансијских услова за инвестиције. Када је у питању **домаћа тражња у Србији**, нешто нижи расположиви доходак за потрошњу услед претходног заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије, као и због очекиваног рестриктивнијег карактера фискалне политике, биће делом компензован растом плата у приватном сектору и наставком раста запослености. Имајући то у виду, процењујемо да ће се негативни производни јаз благо продубити током П1 ове године, а да ће затим почети да се смањује, али се ипак неће затворити до краја периода пројекције.

Очекујемо смањење доприноса мг. инфлацији свих њених компонената, што ће довести до њеног даљег успоравања у наредном периоду. То се посебно односи на **цене хране (без воћа и поврћа)**, које су највише водиле раст мг. инфлације у претходном периоду. На пад доприноса цена хране утицаће висока база код цена индустријско-прехрамбених производа и мањи трошковни притисци у производњи хране, пре свега услед пада цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје), које су се спустиле на преткризни ниво, као и опадања увозне инфлације. На опадање трошковних притисака у производњи хране указује даље затварање јаза реалних маргиналних трошкова (мереног одступањем односа цена инпута и цена финалних прехрамбених производа од тренда) и његов прелазак у негативну зону. Овај јаз је почео да се затвара у Т3 2022, а с додатним поскупљењем хране и падом цена примарних пољопривредних производа од Т2 прошле године има негативне вредности. Даље смањење доприноса цена хране мг. инфлацији очекујемо током

П1 ове године, а затим његову стабилизацију на нивоу од 0,6 п.п. до краја периода пројекције.

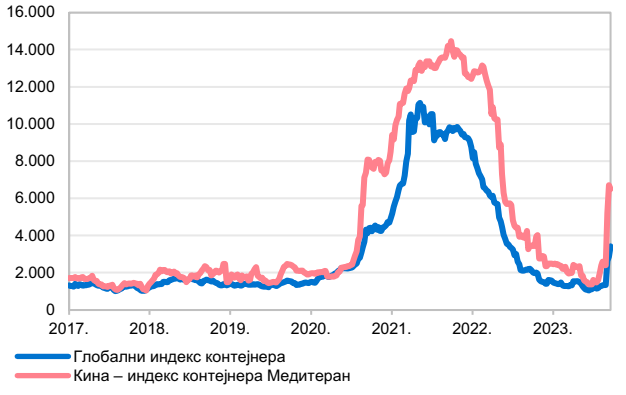
Тенденцију смањења доприноса мг. инфлацији очекујемо и од **непрехрамбене инфлације**. Цене ове категорије производа зависе у великој мери од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер. Раст непрехрамбене инфлације готово се у потпуности подудара с растом увозне инфлације из зоне евра од 2021, али и из других земаља ЕУ изван зоне евра, које су такође наши важни партнери (попут Мађарске, Румуније, Чешке). Као и у претходној пројекцији, увозна инфлација је фактор чије ће дејство на цене непрехрамбених производа током хоризонта пројекције знатно ослабити. Смањењу притиска на домаће цене непрехрамбених производа допринеће и даље смањење инфлационих очекивања. Иако је индекс притиска у глобалним ланцима снабдевања повећан последњих месеци, он је и даље негативан, тако да по том основу не очекујемо притиске на непрехрамбену инфлацију. Више забрињава раст трошкова међународног контејнерског транспорта, али је и он још увек знатно испод максимума достигнутог 2022. године. Имајући све поменуто у виду, очекујемо да ће се допринос цена непрехрамбених производа и услуга континуирано смањивати – са око 2,7 п.п. почетком ове године на око 1 п.п. крајем хоризонта пројекције.

Графикон V.0.41. **Притисци у глобалним ланцима снабдевања**
(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: *Federal Reserve Bank of New York*.

Графикон V.0.42. **Цена контејнерског транспорта**
(у USD)



Извор: *Freightos*.

Након што је прошле године извршен највећи део усклађивања цена струје и природног гаса, за ову годину нису планирана повећања њихових цена, што смо претпоставили и у претходној пројекцији. Полазећи од тога, у овој и наредној години очекујемо знатно мањи раст **регулисаних цена** него у 2023 – у овој години 5,2%, а у наредној години 6,5%, тако да ће се допринос регулисаних цена мг. инфлацији постепено смањивати током ове године и крајем године износити око 1 п.п.

Због смањења светске цене нафте у периоду од претходне пројекције, као и нижих очекивања за наредни период, пројектовани допринос **цена нафтних деривата** мг. инфлацији нижи је него што је био у нашој претходној пројекцији. Уместо инфлаторног дејства током већег дела ове године који смо очекивали пре три месеца, сада очекујемо да ће цене нафтних деривата имати занемарљив допринос мг. инфлацији и током ове, али и током наредне године.

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). Са смиривањем трошковних притисака по основу цена енергената, пре свега природног гаса, а тиме и минералних ђубрива, као и због нове пољопривредне сезоне (за коју смо претпоставили да ће бити благо изнад просечне) и базног ефекта, очекујемо да ће се и њихов допринос мг. инфлацији знатно смањити почетком ове године, а да ће затим од Т3 прећи у негативну зону, тј. деловати у правцу смањења мг. инфлације у наредној години дана, да би потом у П2 2025. имао занемарљив утицај на мг. инфлацију.

Осврт 5: Остварење макроекономских пројекција за 2023. у односу на пројекције Народне банке Србије од пре годину дана и поређење с пројекцијама других институција

С обзиром на то да поседујемо податке о остварењима макроекономских показатеља за 2023, која је била година бројних изазова пре свега из међународног окружења, што је знатно отежавало пројекције свих централних банака, па и Народне банке Србије, у овом осврту анализирали смо у којој мери су се остариле наше пројекције од пре годину дана и како су се и у којој мери мењале током године.

Оно што сада можемо да закључимо јесте да су глобална економска кретања у току 2023. године генерално надмашивала очекивања свих релевантних тржишних учесника. Светске економије показале су значајан ниво отпорности на бројне потресе, а негативан утицај затезања монетарних политика централних банака на глобални привредни раст био је мањи од првобитно очекиваног. Поред тога, захваљујући нормализацији у функционисању глобалних ланаца снабдевања и смањењу инфлаторних притисака, посебно код енергената и хране, глобална инфлација је постепено, али стабилно успоравала током 2023. године, што даје оптимизам да се високе каматне стопе, које по правилу представљају ограничавајући фактор за бржи економски опоравак, неће предуго задржати, односно да се у наредном периоду може очекивати почетак њиховог смањивања.

У условима глобално повећане неизвесности и потреса из међународног окружења, који су били карактеристични и за 2023. годину, ризици по остварење макроекономских пројекција већи су него у уобичајеним околностима, што потврђује и анализа средње квадратне грешке прогнозе Народне банке Србије,[1] али и других централних банака и релевантних међународних финансијских институција. Сагледавање одступања остварених од очекиваних кретања побољшава нам пројектовање и за наредни период, јер на бази анализе одступања можемо закључити који су се методи пројекције и извори података показали прецизнијим. У овом осврту поредили смо и наше пројекције с пројекцијама других релевантних институција за Србију како бисмо оценили поузданост и кредибилитет наших процена.

Када је реч о пројекцији БДП-а за 2023, наша централна пројекција од новембра 2022. до маја 2023, као и у новембру 2023, била је у потпуности у складу са остварењем и износила је 2,5%. У августу, у условима неповољнијих изгледа за раст зоне евра, а пре свега Немачке, и даље смо очекивали раст у распону 2–3%, али ближе доњој граници пројектованог распона. Ипак, испоставило се да је наша привреда показала већу отпорност на смањену екстерну тражњу из зоне евра од очекиване. Исто су потврђивали и подаци на месечном нивоу за Т3 који су у међувремену пристизали, због чега смо у новембру поново повећали пројекцију раста БДП-а за 2023, на 2,5%. Када се упореди наша пројекција с пројекцијама других релевантних међународних институција (ММФ-а, Светске банке, Европске комисије, ЕБРД-а, *Consensus Economics*-а), уочава се да су друге институције углавном очекивале нижи раст за 2023. од Народне банке Србије и да су током године њихове пројекције углавном биле кориговане наниже, као и да су углавном биле испод или око нивоа од 2%. Притом, средња квадратна грешка израчуната за период 2016–2019. указује на то да су прогнозе Народне банке Србије углавном биле прецизније од

Табела О.5.1. **Пројекције БДП-а Србије**

	Пројекција за 2023.					Пројекција за 2024.				
	IX–XI 2022.	I–II 2023.	IV–V 2023.	VII–VIII 2023.	X–XI 2023.	X–XI 2022.	I–II 2023.	IV–V 2023.	VII–VIII 2023.	X–XI 2023.
Народна банка Србије	2,5	2,5	2,5	2,0*	2,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
ММФ	2,7	-	2,0	2,0	2,0	3,5	-	3,0	3,0	3,0
Consensus Forecasts	2,6	2,4	2,1	1,9	2,0	-	3,3	3,1	3,2	3,0
Европска комисија	2,4	-	1,9	-	2,2	3,0	-	3,0	-	3,1
Светска банка	2,7	-	2,3	-	2,0	2,8	-	3,0	-	3,0
ЕБРД	3,3	-	2,0	-	1,8			3,5		3,5

Извор: НБС (извештаји о инфлацији), ММФ (*WEO* и саопштења поводом разматрања програма), *Consensus Forecasts* (месечни извештаји за источну Европу), Европска комисија (пролећне и јесење пројекције), Светска банка (регионални економски извештаји, пролећно и јесење издање), ЕБРД (регионални економски изгледи, пролећно и јесење издање).

* НБС је очекивала да ће БДП бити у распону 2–3%, али ближе доњој граници распона.

[1] Видети Извештај о инфлацији – новембар 2022, Осврт 1: Анализа фактора који су утицали на одступање остварене од пројектоване инфлације у Србији у 2021. и 2022. години.

пројекција других институција.[2] Када је реч о пројекцији за 2024, Народна банка Србије је све време у претходној години дана пројектовала раст БДП-а у распону 3–4%, с централном вредношћу пројекције од 3,5%. И друге институције пројектују раст БДП-а за 2024. у распону 3–3,5%, док за 2025. углавном очекују раст од 3,8%, што је блиско и пројекцији Народне банке Србије. Исто као и ми, и остале институције очекују да ће раст бити вођен домаћом тражњом, а пре свега приватном потрошњом и фиксним инвестицијама.

Остварење инфлације у 2023. такође је било у великој мери у складу с нашим пројекцијама од пре годину дана, и поред неизвесности у погледу кретања цена нафте и других енергената на светском тржишту, која је била све време присутна.

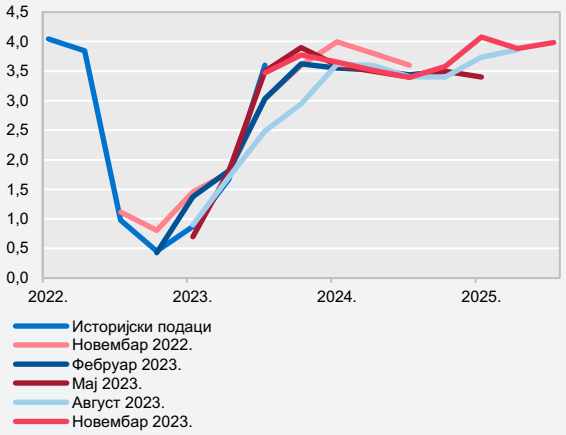
Од новембра 2022. све време смо очекивали да ће инфлација крајем 2023. износити 8% или испод тог нивоа и били смо међу првим институцијама које су очекивале такав ниво инфлације на крају 2023. Просечна инфлација у 2023. износила је 12,1% и била је чак нижа од наших пројекција, при чему су остварења у П2 2023. углавном била нижа од очекиваних, чему је допринело успоравање раста цена хране, које је било брже од очекиваног, али и цена у оквиру базне инфлације. Све време у претходној години дана очекивали смо да ће услед ефекта заоштравања монетарне политике, високе базе, слабљења глобалних трошковних притисака, успоравања увозне инфлације, као и услед пада инфлационих очекивања и ниже екстерне тражње, инфлација бити на опадајућој путањи током 2023. и 2024. године. Сличне пројекције просечне инфлације за 2023. имале су и друге међународне институције, док за 2024. очекују за око 1 п.п. вишу просечну инфлацију од Народне банке Србије.

Табела О.5.2. **Пројекције инфлације за Србију**

	Пројекција за 2023.					Пројекција за 2024.				
	X–XI 2022.	I–II 2023.	IV–V 2023.	VII–VIII 2023.	X–XI 2023.	X–XI 2022.	I–II 2023.	IV–V 2023.	VII–VIII 2023.	X–XI 2023.
Народна банка Србије	12,5	12,3	12,7	12,7	12,5	-	4,5	4,7	4,4	4,6
ММФ	8,3	-	12,2	12,4	12,4	4,2	-	5,3	5,3	5,3
Consensus Forecasts	7,5	10,0	10,5	10,9	12,0	-	4,7	4,8	4,7	5,2
Европска комисија	10,6	-	12,4	-	12,7	5,6	-	5,9	-	5,5
Светска банка	9,2	-	8,2	-	12,4	3,7	-	4,0	-	5,3

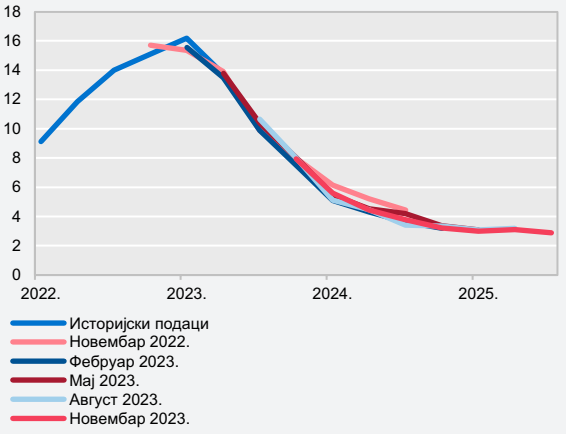
Извор: НБС (извештаји о инфлацији), ММФ (*WEO* и саопштења поводом разматрања програма), *Consensus Forecasts* (месечни извештаји за источну Европу), Европска комисија (пролећне и јесење пројекције), Светска банка (регионални економски извештаји, пролећно и јесење издање).

Графикон О.5.1. **Остварено и пројектовано кретање БДП-а у Србији**
(у %)



Извор: НБС.

Графикон О.5.2. **Остварено и пројектовано кретање мг. инфлације у Србији**
(у %)



Извор: НБС.

[2] Видети Извештај о инфлацији – новембар 2020, Осврт 5: Пројекција раста домаћег БДП-а Народне банке Србије, њена ревизија током године и поређење с пројекцијама међународних финансијских институција.

Табела О.5.3. **Пројекције текућег рачуна платног биланса за Србију**

	Пројекција за 2023.					Пројекција за 2024.				
	X–XI 2022.	I–II 2023.	IV–V 2023.	VII–VIII 2023.	X–XI 2023.	X–XI 2022.	I–II 2023.	IV–V 2023.	VII–VIII 2023.	X–XI 2023.
Народна банка Србије	-9,4	-6,9	-4,5	-2,5	-2,5	-7,3	-6,2	-4,3	-3,4	-3,8
ММФ	-7,0	-	-6,1	-4,7	-2,3	-5,0	-	-5,7	-4,6	-3,2
*Consensus Forecasts**	-5,7	-5,6	-4,8	-3,9	-3,4	-	-5,0	-4,3	-3,9	-3,7
Европска комисија	-7,8	-	-5,5	-	-3,3	-6,5	-	-5,1	-	-3,5
Светска банка	-9,4	-	-6,3	-	-2,5	-7,9	-	-5,4	-	-3,4

Извор: НБС (извештаји о инфлацији), ММФ (*WEO* и саопштења поводом разматрања програма), *Consensus Forecasts* (месечни извештаји за источну Европу), Европска комисија (пролећне и јесење пројекције), Светска банка (регионални економски извештаји, пролећно и јесење издање).

* Приликом рачунања учешћа биланса текућег рачуна платног биланса у БДП-у, за номинални БДП коришћена је пројекција Народне банке Србије.

Када је реч о пројекцији дефицита текућег рачуна платног биланса за 2023, она је коригована током године и ту је било највеће одступање у односу на пројекције с краја 2022, када је и даље постојала неизвесност у погледу кретања цена енергената на светском тржишту (нафте, гаса и струје) услед наступања зимске сезоне и изражених геополитичких тензија. Због тога су пројекције дефицита текућег рачуна за 2023. првобитно биле прилично високе. Оне су током године постајале повољније, на шта се пре свега одразио знатан пад цена енергената, који је смањио вредност њиховог увоза, као и инвестиције у извозне секторе, које су допринеле отпорности извоза прерађивачке индустрије на смањену екстерну тражњу из зоне евра. Од средине 2023. године очекивали смо да ће текући дефицит у 2023. износити око 2,5% БДП-а, што је најнижи дефицит досад, при чему је остварење (2,6% БДП-а) било у складу с том пројекцијом. И друге институције кориговале су током године наниже пројекције дефицита текућег рачуна за 2023, уважавајући повољнија од очекиваних остварења извоза и нижи увоз. Према последњим расположивим пројекцијама, све релевантне институције за 2024. очекују дефицит текућег рачуна у распону 3–4%, на шта ће се одразити раст домаће тражње, а пре свега убрзање раста инвестиција.

Имајући у виду све наведено, као и искуство из претходних година, које нам је показало да се глобално окружење и макроекономске околности могу променити веома брзо, Народна банка Србије наставиће да израђује своје пројекције уважавајући начело опрезности и конзервативности, како би сачувала стечени кредибилитет и наставила да доноси исправне и правовремене одлуке монетарне политике. Такође, наставићемо с праксом транспарентног објашњавања разлога одступања остварења од пројекција како бисмо указали на значај материјализације потенцијалних ризика пројекција, који су њен саставни део.

Ризици пројекције

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се у највећој мери односе на факторе **из међународног окружења**, а пре свега на геополитичке односе и изгледе за глобални привредни раст, пре свега зоне евра, као и њихов утицај на светске цене енергената и других примарних производа. У извесној мери ризици из међународног окружења односе се и на перзистентност базне инфлације и дужину трајања рестриктивних монетарних услова водећих централних банака. Када је реч о факторима **из домаћег окружења**, ризици пројекције односе се на брзину опоравка домаће тражње, пре свега по основу висине прилива СДИ, а делом и по основу улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Ризик представља и исход домаће пољопривредне сезоне, пре свега преко утицаја на

Табела V.0.6. **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
Интензивирање геополитичких тензија и утицај на цене нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената)	Интензивирање геополитичких тензија и сукоба довело би до поновног раста светских цена енергената. То би за последицу имало 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.	↓	↑
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.	↓	↓
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 заоштравање монетарних политика водећих централних банака води већој аверзији инвеститора према ризику и мањим токовима капитала према земљама у успону, и обрнуто.	↕	↕
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.	↕	↕
Брзина раста домаће тражње	Виши/нижи расположиви доходак по основу бржег/споријег раста зарада и запослености од очекиваног, услед више/ниже извозне тражње и/или вишег/нижег прилива СДИ за последицу би имао бржи/спорији раст домаће тражње и веће/мање инфлаторне притиске. Убрзање раста активности у грађевинарству услед убрзане реализације инфраструктурних пројеката од стране државе, инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе Експо 2027, као и приватних инвестиција у условима смиривања инфлаторних притисака, утицало би у правцу раста домаће тражње, БДП-а и инфлације.	↑	↑
Опоравак сектора енергетике	Реформа сектора енергетике може да има мање и веће ефекте на обим производње од очекиваног.	↑	↓
Пољопривредна сезона	Боља пољопривредна сезона од претпостављене води већој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне притиске и обрнуто, лошија пољопривредна сезона од претпостављене за последицу има мању понуду пољопривредних производа и инфлаторне притиске.	↕	↕

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.

цене воћа и поврћа. **Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације током хоризонта пројекције оцењујемо као симетричне**.

Геополитичке тензије су и даље главни извор неизвесности на робним и финансијским тржиштима. Оне су почетком ове године и повећане када је доведен у питање проток нафте и друге робе (посебно делова за аутомобилску индустрију) Црвеним морем и Суецким каналом, јер би напуштање те руте знатно повећало време транспорта робе, трошкове превоза, осигурања и других логистичких услуга. Забринутост држава, инвеститора и потрошача у погледу снабдевања енергентима и поновног раста цене нафте, као и хране и друге робе, могла би да подстакне нови круг инфлаторних притисака и тиме продужи и/или повећа степен заоштравања монетарних политика ради обуздавања инфлације. Чак и кад би изостали директни ефекти на цене енергената у Србији, то би се одразило на раст увозне инфлације, а тиме и домаће инфлације. Такође, даља глобална економска и политичка фрагментација може поделити земље у трговинске блокове и проузроковати знатне губитке у светској производњи, укључујући и негативне ефекте на наше главне трговинске партнере. Наиме, даље затезање односа између Кине и Запада, који су погоршани у последње време, могло би да има негативни преносни ефекат на светску привреду и глобалне ланце снабдевања. Посебно би могао бити погођен наш главни трговински партнер, Немачка, не само због пада тражње из Кине већ и због ослањања немачке привреде на кључне инпуте из Кине. Према анализи Бундесбанке, скоро једна од две фирме у производном сектору Немачке, директно или индиректно, набавља кључне инпуте у Кини.[14] Под ризиком би могао бити и немачки финансијски сектор с обзиром на велику изложеност банака према предузећима који су у великој мери зависни од Кине. С обзиром на то да је мала вероватноћа да би се геополитичка ситуација убрзо могла знатније поправити, ценимо да су **ризици пројекције БДП-а по основу евентуалне ескалације геополитичких тензија асиметрични наниже, а инфлације навише**.

Глобална привредна активност, по свему судећи, биће слаба још неко време. Према јануарској оцени Светске банке, наставиће да успорава и у 2024. години, трећу годину заредом, уз доминацију ризика наниже. С друге стране, ММФ је у јануару повећао пројекцију глобалног раста за ову годину за 0,2 п.п.,

[14] „Економски ризици услед веза Немачке с Кином", веб-сајт Бундесбанке, 24. јануар 2024.

на 3,1%, уз оцену да су ризици пројекције уравнотежени, уместо оцене која је преовладавала дуже времена да су ризици пројекције више изражени наниже. Као најважније ризике наниже обе институције наводе интензивирање геополитичких тензија и с тим повезане поремећаје на светским тржиштима примарних производа, који се могу одразити на додатно успоравање глобалног привредног раста и перзистентну инфлацију, отежану отплату дугова због повишених трошкова задуживања, слабији привредни раст у Кини од очекиваног, наставак трговинске и финансијске фрагментације услед геополитичких тензија, као и глобалне потресе узроковане климатским променама и природним непогодама. Ако раст светске привреде ослаби више него што се очекује, више би ослабила и **економска активност зоне евра**, нашег најзначајнијег економског партнера. Раст зоне евра могао би бити нижи од пројектованог и ако се ефекти рестриктивне монетарне политике покажу снажнијим, а геополитичке тензије додатно продубе. Ефекти већег успоравања раста светске привреде од очекиваног, а пре свега зоне евра, испољили би се на Србију пре свега путем ниже екстерне тражње и ниже цене енергената и примарних производа. Нижа екстерна тражња одразила би се на успоравање раста активности домаће прерађивачке индустрије и извоза.

С друге стране, глобални раст би могао бити и виши од очекиваног, а од ризика навише ММФ истиче могуће брже успоравање инфлације, које би у комбинацији с бржим падом инфлационих очекивања омогућило централним банкама да раније започну ублажавање својих монетарних политика, што би допринело убрзању економске активности. Такође, могуће је и спорије повлачење фискалне подршке у главним економијама света, као и већи ефекти примене вештачке интелигенције и реформи на страни понуде. Као ризик навише Светска банка види недавну изненађујуће снажну економску активност у САД, која, заједно са опадајућом глобалном инфлацијом, указује на могућност да раст светске привреде буде већи од пројектованог. Када је у питању зона евра, ЕЦБ у својој децембарској пројекцији наводи да би привредни раст у 2024. могао бити и већи уколико раст реалних доходака у приватном сектору подстакне већи ниво потрошње, а раст светске привреде премаши првобитна очекивања. Могуће је да потрошачи у водећим земљама још увек нису искористили акумулирану штедњу током пандемије, као и да економске мере подршке домаћинствима у Кини допринесу опоравку домаће и светске привреде више него што се очекује. 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 да су **ризици пројекције БДП-а, а у мањој мери и инфлације, по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње, пре свега зоне евра, нешто израженији наниже**.

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

Упркос смањењу **глобалне инфлације**, пут ка одрживој стабилности цена у свету и даље прате бројни изазови. Пре свега, затегнутост на тржишту рада, нарочито у развијеним земљама, могла би изазвати већи раст зарада од очекиваног. Кључно питање у зони евра и даље се односи на то да ли ће тражња бити смањена толико да компаније апсорбују веће трошкове зарада без даљег повећања цена својих производа и услуга, јер је то услов да се постигне циљ за инфлацију у 2025. години. Централни банкари су забринути да је висока инфлација дала предузећима моћ одређивања цена, коју у условима ниске инфлације нису имали деценијама, и да то отежава обарање инфлације. Ако **компаније пребаце повећање зарада на потрошаче путем виших цена својих производа**, базна инфлација и инфлациона очекивања вероватно би расли. То би захтевало рестриктивност монетарне политике у дужем периоду, што би могло да произведе негативне ефекте по привредни раст и финансијску стабилност. У супротном смеру на инфлацију би деловало смањење тражње услед већег заоштравања кредитних услова од очекиваног и ефикаснијег трансмисионог механизма монетарне политике, посебно у средњем року.

Поновни раст инфлације довео би до **рестриктивније монетарне политике водећих централних банака него што се очекује**. Затезање монетарне политике водећих централних банака веће од тренутно очекиваног водило би даљем пооштравању глобалних услова финансирања, расту премије ризика и смањењу прилива капитала у земље у успону, као и појави депрецијацијских притисака по том основу. У том случају би 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 се привредни раст знатније успори, водеће централне банке могле би да раније започну циклус смањења референтних каматних стопа. То 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, ризици остварења пројекције односе се 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, **способност Србије да привуче СДИ** могла би се испоставити као већа од очекиване, тим пре 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. У истом правцу деловало би убрзање темпа извођења грађевинских радова више него што претпостављамо. У условима смиривања инфлаторних притисака и стабилизације цена елемената и материјала у грађевинарству, могуће је убрзање реализације **инфраструктурних пројеката** које финансира држава, као и приватних инвестиција. Поред тога, ефекат реализације инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе Експо 2027 у наредним годинама могао би бити већи него што очекујемо. Имајући то у виду, ценимо да су **ризици пројекције БДП-а по основу домаће тражње асиметрични навише. Такође, бржи раст домаће тражње од очекиваног у одређеној мери повећао би и инфлаторне притиске**.

Ризик пројекције представљају и **дешавања у домаћем сектору енергетике**. С обзиром на потребу за обезбеђењем енергетске сигурности, али и постепеном транзицијом на зелену економију, аранжманом с ММФ-ом планиране су значајне инвестиције у сектор у енергетике, што би могло да има веће ефекте на извоз електричне енергије од очекиваних, тако да ценимо да су ризици по том основу **за пројекцију привредног раста асиметрични навише. Истовремено, то смањује потребу за већим корекцијама цене струје на домаћем тржишту**.

Симетрични ризик пројекције инфлације и БДП-а представља **пољопривредна сезона**, пре свега преко утицаја на цене воћа и поврћа. Претпоставили смо да ће пољопривредна сезона ове године бити нешто боља од прошлогодишње, а исту претпоставку користили смо и за пољопривредну сезону наредне године, узимајући у обзир напредак у модернизацији опреме у пољопривреди и већу примену агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди.

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 геополитичке односе, као и да процењује њихов утицај на нашу привреду. Приликом доношења одлука о монетарној политици, Народна банка Србије имаће у виду да су у претходном периоду повећане референтна каматна стопа и стопе обавезне резерве и да ће ефекти тих мера наставити да се преносе на инфлацију и у наредном периоду. 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 6: Алтернативни сценарији пројекције

Према оценама свих релевантних међународних институција, ризици макроекономских пројекција мањи су него пре годину или две, али су и даље бројни, па се чини да у овом тренутку највећи ризици потичу од даљег заоштравања геополитичких тензија.

Иако избијање сукоба у Израелу није имало знатан ефект на светске цене примарних производа у периоду од нашег претходног извештаја, услед најновијих дешавања на Блиском истоку, геополитичка неизвесност и даље представља највећи ризик пројекције инфлације и БДП-а. Узимајући у обзир напад јеменских побуњеника Хута на конвенционалне бродове у Црвеном мору, као и реакцију САД и Велике Британије, у овом осврту настојимо да представимо ефекте алтернативног сценарија, који подразумева додатно заоштравање геополитичких тензија на Блиском истоку. Насупрот томе, представићемо и повољнији сценарио од основног, у којем претпостављамо да инфлација у зони евра наставља да опада брже од наших очекивања, узимајући у обзир и да, према најновијем извештају из јануара, *Consensus Economics* има нижу пројекцију инфлације зоне евра за ову годину (2,2%) него што смо претпоставили (2,6%), руководећи се првенствено пројекцијама ЕЦБ-а из децембра.

Након ескалације сукоба у Израелу, код тржишних учесника јавила се бојазан да ће се сукоб проширити на цео регион Блиског истока, што би знатно утицало на цене примарних производа, пре свега нафте, с обзиром на велико тржишно учешће земаља региона. Међутим, након првобитног раста од око 5% почетком октобра, цена нафте се кретала силазном путањом до краја године. На повремено одступање и умерени раст цене нафте одразили су се напади Хута на бродове у Црвеном мору средином децембра, као и интервенција САД и Велике Британије средином јануара. Иако ови напади нису у већој мери утицали на цену нафте, већина теретних бродова почела је да користи алтернативни пут око Африке, који је знатно дужи, што повећава трошкове контејнерског транспорта, али и време испоруке, те утиче на застоје у глобалним ланцима снабдевања. При томе, глобални индекс контејнерског транспорта на крају јануара више је него удвостручен у односу на крај децембра, али је и поред тога на вишеструко нижем нивоу у односу на постпандемијски период. Када је реч о застојима у глобалним ланцима снабдевања, према индексу *New York FED*-а, у јануару је дошло до повећања од 24,2% у односу на децембар, али се он и даље налази у негативној зони.

Наставак сукоба у мореузу Баб ел Мандеб, који спаја Индијски океан и Црвено море, а кроз који пролази око 40% поморске трговине између Европе и Азије, утицао би на даљи раст цена контејнерског транспорта и застој у глобалним ланцима снабдевања, што би вршило нове инфлаторне притиске. Поред тога, ширење сукоба на Блиском истоку, пре свега укључивање Ирана, који подржава Хуте, подстакло би раст цена енергената, не само зато што је Иран велики светски извозник нафте већ и због његовог положаја на Ормуском мореузу, који спаја Персијски залив и Индијски океан, а кроз који пролази око петине глобалног извоза нафте, као и велике количине течног гаса. Раст цена енергије би у том случају утицао на раст глобалне инфлације, као и на додатно заоштравање финансијских услова и по том основу успоравање глобалне економске активности. Поред тога, нарушило би се потрошачко и инвестиционо окружење, а нарочито у земљама у успону и развоју услед повлачења капитала у развијене земље.

Узимајући претходно наведено у обзир, у првом алтернативном (песимистичнијем) сценарију претпоставили смо да цена нафте до краја 2024. године порасте на око 100 долара по барелу, док би до краја 2025. била делимично смањена на 95 долара по барелу. У том случају ће цене примарних пољопривредних производа, чије кретање је у великој мери корелисано са светским ценама нафте, према нашој претпоставци, на крају 2024. бити више за око 12% него на крају 2023, а затим ће у 2025. благо опасти (око 2%). Последице таквог сценарија биле би следеће:

• Директан ефекат раста светских цена примарних производа на домаћу инфлацију потицао би од виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту, а индиректан од повећаних трошкова у производњи хране. Индиректан ефекат на домаћу инфлацију имао би и раст инфлације у зони евра, по истом основу, преко виших увозних цена. Према нашој процени, последице таквог сценарија биле би виша просечна инфлација у 2024. за 0,4 п.п. и у 2025. 0,3 п.п. него у основном сценарију.

• Услед повећаних инфлаторних притисака уследило би вероватно и додатно заоштравање монетарних политика, што би се уз повећане трошковне притиске, као и глобалну фрагментацију и раст премије ризика,

негативно одразило на глобални привредни раст. Нижа екстерна тражња и заоштрени глобални финансијски услови негативно би деловали и на домаћу економску активност, и преко нижег извоза, али и инвестиција и потрошње, што би делом ипак ублажило инфлаторне притиске. Ипак, ефекти на привредни раст таквог сценарија били би мањи него ефекти на инфлацију и вероватно не би прелазили 0,2 п.п.

• Ефекти таквог сценарија не би били велики ни у погледу дефицита текућег рачуна. Нижа екстерна тражња смањила би вредност извоза, што би се делом компензовало већим извозом пољопривредних производа и метала због раста њихових цена на светском тржишту. Поред тога, више цене нафте, а вероватно и осталих енергената, утицале би на виши увоз енергената, вредносно посматрано, али би то било неутралисано нижим увозом опреме и потрошне робе у условима ниже екстерне и домаће тражње, док би на раст дефицита текућег рачуна могли да утичу већи расходи по основу примарног дохотка услед виших каматних стопа.

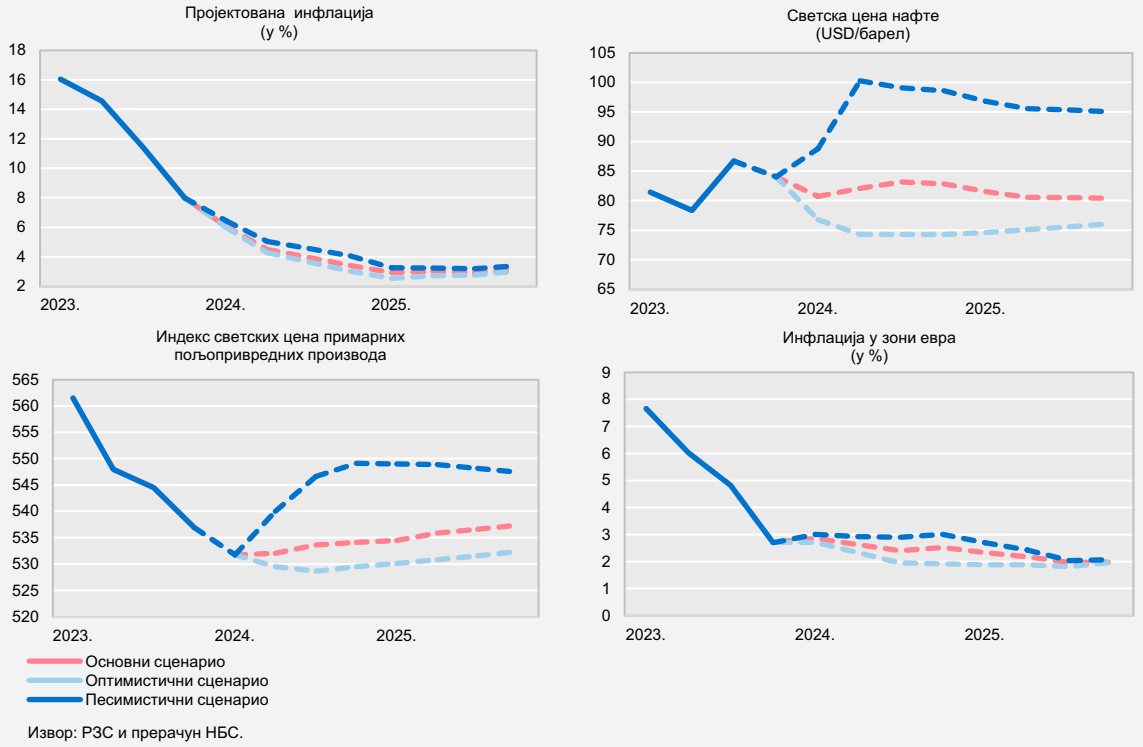
Насупрот томе, извели смо и сценарио у коме смо претпоставили да ће инфлација у зони евра успорити брже него што смо претпоставили и да ће у 2024. у просеку износити 2,2% (наспрам 2,6% у основном сценарију). Истовремено, пројектовали смо и нешто ниже цене нафте (74 долара по барелу) и примарних пољопривредних производа крајем ове године него у основном сценарију (за око 7%), на које указују и тржишни фјучерси. Последице остварења таквог сценарија биле би следеће:

• Просечна инфлација у 2024. била би нижа за 0,3 п.п., а у 2025. за 0,2 п.п. него у основном сценарију, на шта би се одразиле нижа инфлација у зони евра и ниже светске цене примарних производа.

• Нижа инфлација у зони евра одразила би се на брже попуштање монетарних услова од очекиваног, што би утицало на раст производне активности, као и екстерне тражње. То би даље утицало на већи домаћи привредни раст за око 0,2 п.п. На већи раст него у основном сценарију утицали би и нижи инфлаторни притисци и нижа премија ризика.

• Материјализација таквог сценарија резултирала би бржим растом извоза услед веће екстерне тражње, нижим увозом енергената због ниже светске цене нафте, као и смањењем расхода примарног дохотка услед нижих каматних стопа. Насупрот томе, раст домаће тражње вероватно би утицао на раст увоза у већој мери него у основном сценарију, али би и поред тога дефицит текућег рачуна био благо нижи него у основном сценарију.

Графикон О.6.1. **Ефекти алтернативних сценарија на инфлацију**



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	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	6,7
Девизне резерве / краткорочни дуг[3]	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	249,6	264,9	334,5
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	30,8	32,1	36,0
Отплата дуга / БДП[3]	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	9,0
Отплата дуга / извоз робе и услуга[3]	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	15,8
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																			
Спољни дуг / БДП[3]	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	69,3	66,7
Краткорочни дуг / БДП[3]	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	12,4	12,1	10,8
Спољни дуг / извоз робе и услуга[3]	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	109,8
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	166,6
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	201,0
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	123,8
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	53.345	60.426	69.120
Спољни дуг[3]	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	41.895	44.821
Сервисирање спољног дуга[3]	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	1.607
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	24.909
Краткорочни дуг[2][3]	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	2.405	1.599
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	-4.162	-1.810

КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)	2005. Мај/Јул	2006. Феб.	2007. Јул	2008. Март/Дец.	2009. Дец.	2010. Нов.	2011. Март	2012. Авг.	2013. Јул	2014. Јан.	2015. Дец.	2016. Јан/Март/Јун/Дец.	2017. Март/Дец.	2018. Дец.	2019. Септ/Дец.	2020. Мај	2021. Март/Дец.	2022. Јун
S&P	BB- /стабилан	BB- /позитиван	BB- /стабилан	BB- /негативан	BB- /стабилан		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан
Fitch	BB- /стабилан			BB- /негативан		BB- /стабилан		BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан		BB+ /стабилан			
Moody's									B1 /стабилан			B1 /позитиван	Ba3 /стабилан		Ba3 /позитиван		Ba2 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 / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног 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
Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног 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. Податак за 2023. процена је Народне банке Србије.

[2] По оригиналној рочности.

[3] Податак за 2023. годину односи се на Т3.

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. дати су према специјалном систему трговине.
5. Сервисирање спољног дуга не укључује 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.	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	7,7	2,5	2,5
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	7,6
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	24.909
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	38.004	41.009
– 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	7,9
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	45.054	44.596
– 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	-1,0
Текући рачун платног биланса[3]																			
(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	-4.162	-1.810
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	-2,6
Незапосленост по Анкети (у %)[6]						20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,0	9,5	9,0
Зараде (просечне за период, у еврима)[7]	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	726,4
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)[4]				-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	-2,2
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)[4]	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	-2,2
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)[8]	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	52,3
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	108,41
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	105,87
Курс динара према евру (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	117,25
Курс динара према евру (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	117,17
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	53.345	60.426	69.120

[1] У сталним ценама претходне године. Податак за 2023. процена је 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 *ESA* 2010. Податак за 2023. процена је Народне банке Србије.

[6] Подаци су ревидирани према новој методологији *Анкете о радној снази* из 2021. године. Од 2021. подаци усклађени с Пописом из 2022. године. Податак за 2023. годину односи се на Т3.

[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 прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за 2023. годину просек је једанаест месеци.

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

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке 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. Извор за податак о стопи незапослености је *Анкета о радној снази* РЗС-а.
4. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графикона и табела

Графикони

II.0.1. Кретање референтне и просечне репо стопе 9

III.0.1. Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. динамици инфлације 13
III.0.2. Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март 2023. 13
III.0.3. Инфлација на крају 2022. и 2023. 14
III.0.4. Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији 14
III.0.5. Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена 15
III.0.6. Доприноси изабраних компонената мг. стопи раста увозних цена 15
III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред 19
III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва 19
III.0.9. Очекивана инфлација за две године унапред 19

IV.1.1. Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности 21
IV.1.2. Кретање каматних стопа 22
IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ 22
IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ 22
IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите 23
IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите 23
IV.1.7. Показатељи премије ризика 24
IV.1.8. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ 24
IV.1.9. Структура финансијског биланса 25
IV.1.10. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту 25
IV.1.11. Кретање курса динара и евра према долару 26
IV.1.12. Кретање курсева одређених националних валута према евру 26

IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3 27
IV.2.2. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура 27
IV.2.3. Кретање монетарних агрегата 27
IV.2.4. Доприноси мг. расту кредита привреди 28
IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа 28
IV.2.6. Доприноси мг. расту кредита становништву 29
IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора 29
IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора 30
IV.2.9. Ниво *NPL* и учешће у укупним кредитима, бруто принцип 30

IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна 31
IV.3.2. Извоз и увоз робе и услуга 36
IV.3.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије 36
IV.3.4. Кретање главних компонената увоза 36

IV.4.1. Кретање показатеља економске активности 37
IV.4.2. Показатељи активности сектора услуга 37
IV.4.3. Доприноси мг. стопи раста индустрије 37
IV.4.4. Показатељи грађевинске активности 38

IV.5.1. Просечна номинална нето зарада 38
IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима 39
IV.5.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености 39
IV.5.4. Кретање регистроване незапослености 39

V.0.1. Привредни раст по економским регионима – остварења и пројекције 42
V.0.2. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра 42
V.0.3. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025. 43

V.0.4. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД 43
V.0.5. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе 44
V.0.6. Кретање инфлације по економским регионима 45
V.0.7. Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2024. и 2025. 45
V.0.8. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра 46
V.0.9. Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2024. и 2025. 46
V.0.10. Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД 47
V.0.11. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана 47
V.0.12. Консолидовани биланс Евросистема 48
V.0.13. Очекивани тромесечни *EURIBOR* 48
V.0.14. Очекивања чланова *FOMC*-а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе 49
V.0.15. Укупна актива ФЕД-а 49
V.0.16. Кретање референтних стопа по земљама 49
V.0.17. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра 54
V.0.18. Кретање курсева одређених националних валута према долару 54
V.0.19. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент 54
V.0.20. Европска цена природног гаса 55
V.0.21. Попуњеност складишта гаса у ЕУ 55
V.0.22. Европска цена струје 55
V.0.23. Цене изабраних производа на светском тржишту 56
V.0.24. Индекс светских цена хране 56
V.0.25. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа 60
V.0.26. Фискални резултат и јавни дуг опште државе 61
V.0.27. Пројекција раста БДП-а 61
V.0.28. Доприноси реалном расту БДП-а 62
V.0.29. Стопа раста приватне потрошње и њених извора 62
V.0.30. Кретање инвестиција у основне фондове 63
V.0.31. Реални раст извоза и увоза 63
V.0.32. Пројекција текућег рачуна и СДИ 64
V.0.33. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна 65
V.0.34. Пројекција инфлације 66
V.0.35. Краткорочна пројекција инфлације 66
V.0.36. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2024. 67
V.0.37. Пројекција раста потрошачких цена 67
V.0.38. Пројектовано кретање производног јаза 67
V.0.39. Доприноси мг. инфлацији по компонентама 68
V.0.40. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране 68
V.0.41. Притисци у глобалним ланцима снабдевања 69
V.0.42. Цена контејнерског транспорта 69

Табеле

IV.1.1. Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури 23
IV.1.2. Кредитни рејтинг 24

IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава 31
IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција 32

IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а 38

V.0.1. Најважније претпоставке пројекције 41
V.0.2. Пројекције реалног раста БДП-а за 2024. и 2025. 42
V.0.3. Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона за 2024. и 2025. 44
V.0.4. Пројекције инфлације по земљама региона 47
V.0.5. Нови сет фискалних правила 60
V.0.6. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације 74

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 82
Табела Б. Основни макроекономски показатељи 83

Графикони у освртима

О.1.1. Доприноси цена производа и услуга базној инфлацији 16
О.1.2. Кретање различитих показатеља мг. базне инфлације 16
О.1.3. Учешће производа и услуга из ИПЦ листе према висини мг. стопа раста 17
О.1.4. Дистрибуција мг. раста цена робе и услуга 17
О.1.5. Понедрисана средина и медијана тромесечних стопа раста цена производа и услуга из потрошачке корпе 17
О.1.6. Стандардна девијација тромесечних стопа раста цена производа и услуга из потрошачке корпе 18

О.2.1. Динамика прихода домаћинстава и номиналних зарада и пензија у периоду 2014-2022. 33
О.2.2. Структура укупних прихода домаћинстава у Србији у 2022. 33
О.2.3. Структура потрошње домаћинстава по главним категоријама 33
О.2.4. Потрошња појединачних децилиних група домаћинстава на храну и безалкохолних пића 34
О.2.5. Потрошња појединачних децилиних група домаћинстава на услуге комуникације, рекреације, угоститељства и остале личне услуге и предмете 34
О.2.6. Просечна потрошња домаћинстава по регионима Србије 35
О.2.7. Однос просечне потрошње домаћинстава по регионима Србије и просечне потрошње домаћинстава у региону Београда 35

О.3.1. Очекивања тржишта у погледу каматних стопа у САД, фјучерси 51
О.3.2. Очекивања тржишта у погледу каматних стопа у зони евра, свопови 51
О.3.3. Кретање референтних стопа по земљама 52
О.3.4. Очекивано кретање референтних стопа по земљама4 52
О.3.5. Опсег прогнозе за прво смањење референтне каматне стопе 52
О.3.6. Очекивано смањење референтних каматних стопа у 2024. 52

О.4.1. Светска цена нафте 57
О.4.2. Допринос нафтних деривата укупној мг. инфлацији 57
О.4.3. Алтернативне методе предвиђања светске цене нафте за годину дана унапред 59

О.5.1. Остварено и пројектовано кретање БДП-а у Србији 72
О.5.2. Остварено и пројектовано кретање мг. инфлације у Србији 72

О.6.1. Ефекти алтернативних сценарија на инфлацију 81

Табеле у освртима

О.4.1. Пројекције светске цене нафте 57
О.4.2. Оцена поузданости алтернативних метода предвиђања светске цене нафте 58

О.5.1. Пројекције БДП-а Србије 71
О.5.2. Пројекције инфлације за Србију 72
О.5.3. Пројекције текућег рачуна платног биланса за Србију 73

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

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	6,25	+25
13. јул	6,50	+25
10. август	6,50	0
7. септембар	6,50	0
10. октобар	6,50	0
9. новембар	6,50	0
7. децембар	6,50	0

2024. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 12. 2023.

Извршни Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 6,50%. На непромењеним нивоима задржане су и каматне стопе на депозитне (5,25%) и кредитне олакшице (7,75%).

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу определио је наставак попуштања глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њен очекивани повратак у границе циља средином наредне године. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду пооштравани монетарни услови путем основног инструмента, каматне стопе, а у септембру и повећањем стопе обавезне резерве, као и да је сада потребно да се сагледају пуни ефекти донетих мера. Преношење досадашњег пооштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду пре свега даље слабљење глобалних инфлаторних притисака. У зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација је наставила да се смањује у новембру, а томе су у највећој мери допринели пад цена енергената и нижи раст цена хране и услуга. Поред смањења инфлације у међународном окружењу, Извршни одбор је имао у виду и да је раст светске привреде и даље спор и испод дугорочног просека, на шта су утицале рестриктивне монетарне политике централних банака широм света, које су биле неопходне за обуздавање инфлације. Због ниже инфлације и успоравања привредне активности повећана су и очекивања да би водеће централне банке, Европска централна банка и Систем федералних резерви, могле нешто раније да започну циклус ублажавања монетарних политика. Ипак, притисци с тржишта рада и даље су снажни и водеће централне банке их истичу као кључне факторе који захтевају опрезност у вођењу монетарне политике. Опрезност је потребна и због неизвесности у погледу цена енергената, као и геополитичких тензија у свету, иако су се светске цене нафте стабилизовале током новембра.

Извршни одбор је истакао да су кретања у домаћој економији у складу с пројекцијама Народне банке Србије. Међугодишња инфлација наставила је да се смањује и у октобру се спустила на једноцифрени ниво од 8,5%. Смањењу инфлације у највећој мери допринео је наставак успоравања раста цена хране, као и цена производа и услуга у оквиру базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) на 7,3% међугодишње. Раст цена хране у октобру био је најнижи у претходне две године и износио је 10,5% међугодишње. Извршни одбор је истакао значај стабилизације кретања на тржишту основних животних намирница, чему је допринело и попуштање трошковних притисака у производњи хране, на шта указује и кретање произвођачких цена у прехрамбеној индустрији, које су од почетка године закључно с новембром снижене за 2,1%. У наредном периоду Извршни одбор очекује даље смањење инфлације – на око или испод 8% крајем ове године, а потом и њен повратак у границе циља средином наредне године и наставак кретања ка централној вредности циља од 3% до краја 2024. године. Томе ће допринети ефекти заоштравања монетарних услова, успоравање увозне инфлације, као и очекивани даљи пад инфлационих очекивања.

Према подацима Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју износио је 3,6%, што је више од прве процене, и највише су му допринели грађевинарство, као резултат убрзања реализације инфраструктурних пројеката, и индустрија. Показатељи доступни на месечном нивоу указују на то да се позитивна кретања у реалном сектору настављају и у четвртом тромесечју. У октобру је индустријска производња била већа за 3,0% међугодишње, производња у прерађивачкој индустрији виша је за 3,3%, а у трговини на мало заустављен је пад количинског промета, који је био присутан током ове године. Таква динамика привредне активности у складу је с пројекцијом Народне банке Србије о расту бруто домаћег производа у овој години од око 2,5%. С претпоставком смањења глобалних инфлаторних притисака и опоравком зоне евра, као и услед очекиваног убрзања реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, Извршни одбор очекује убрзање раста бруто домаћег производа у 2024. години на 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4%.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира кретање кључних фактора инфлације из домаћег и међународног окружења и да доноси одлуке у зависности од пројектованог кретања инфлације. Истовремено,

водиће рачуна и о одржавању финансијске стабилности и обезбеђењу подршке континуираном привредном расту, даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. јануара 2024. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 1. 2024.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 6,50%. На непромењеним нивоима задржане су и каматне стопе на депозитне (5,25%) и кредитне олакшице (7,75%).

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу определило је даље смањење глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њен очекиван повратак у границе циља средином ове године. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду повећане референтна каматна стопа и стопе обавезне резерве и да ће ефекти тих мера наставити да се преносе на инфлацију и у наредном периоду. Преношење досадашњег пооштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, као и пад инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред указују на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду да се настављају попуштање трошковних притисака и смањење инфлације на глобалном нивоу. Такође, иако је светска привреда завршила прошлу годину нешто боље него што се очекивало, њен раст је испод дугорочног просека и биће успорен ове године, што, уз смањење инфлације, повећава очекивања да би водеће централне банке, Европска централна банка и Систем федералних резерви, могле нешто раније да започну циклус ублажавања монетарних политика. Ипак, притисци с тржишта рада и даље су снажни и водеће централне банке их истичу као кључни фактор који захтева опрезност у вођењу монетарне политике. Поред тога, изгледи за макроекономска кретања у Кини, због утицаја на глобалну трговину и светске цене примарних производа, као и присутне геополитичке тензије, и даље су кључни извори неизвесности који захтевају опрезност у вођењу монетарне политике.

Извршни одбор је истакао да је међугодишња инфлација у Србији наставила да се смањује у складу с пројекцијом Народне банке Србије и да се, према процени Републичког завода за статистику, у децембру спустила на 7,6%, што је готово двоструко ниже него на крају 2022. године. Као и претходних месеци, смањењу инфлације у највећој мери допринели су мере монетарне политике, попуштање глобалних трошковних притисака, смањена увозна инфлација и добра пољопривредна сезона. Извршни одбор је истакао да се базна инфлација (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) током целе године кретала на знатно нижем нивоу од укупне, захваљујући предузетим мерама монетарне политике. У наредном периоду Извршни одбор очекује даље смањење инфлације и њен повратак у границе циља средином ове године, а затим приближавање централној вредности циља од 3% крајем године. Томе ће допринети ефекти заоштравања монетарних услова, успоравање увозне инфлације, као и очекивани даљи пад инфлационих очекивања.

Према процени Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа у 2023. години износио је 2,5%, што је у складу с пројекцијом Народне банке Србије. Раст активности је остварен у свим производним и услужним секторима. Највећи раст остварили су сектор енергетике, пољопривреда, као и грађевинарство захваљујући интензивирању реализације инфраструктурних пројеката. Отпорност у условима успоравања екстерне тражње показала је прерађивачка индустрија, остварујући раст производње и извоза. Повољна кретања настављена су и на тржишту рада, где се бележи даљи раст запослености, смањење незапослености и реални раст зарада. Просечна зарада је на нивоу године номинално повећана за 15,0%, док је њен реални раст био око нивоа реалног раста бруто домаћег производа и износио је 2,6%, што потврђује да је очувана куповна моћ становништва. С претпоставком смањења глобалних инфлаторних притисака и опоравком зоне евра, као и услед очекиваног даљег убрзања реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, Извршни одбор очекује убрзање раста бруто домаћег производа у овој години на 3,0–4,0%. Према оцени Извршног одбора, важан фактор раста биће и лична потрошња, али не у мери у којој би то могло да изазове веће инфлаторне притиске, као и инвестиције у основна средства, које повећавају и производни потенцијал.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира кретање кључних фактора инфлације из домаћег и међународног окружења и да доноси одлуке у зависности од пројектованог кретања инфлације. Истовремено,

водиће рачуна и о одржавању финансијске стабилности и обезбеђењу подршке континуираном привредном расту, даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 2. 2024.

Извршни Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 6,50%. На непромењеним нивоима су задржане и каматне стопе на депозитне (5,25%) и кредитне олакшице (7,75%).

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу определило је даље смањење глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њен очекиван повратак у границе циља средином ове године. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду повећани референтна каматна стопа и стопе обавезне резерве и да ће ефекти ових мера наставити да се преносе на инфлацију и у наредном периоду. Преношење досадашњег пооштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, као и пад инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред указују на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду да глобална инфлација опада брже од очекивања и приближава се претпандемијским нивоима, услед слабљења трошковних притисака, попуштања застоја у ланцима снабдевања и ефеката претходног заоштравања монетарних услова већине централних банака. Иако су светске цене нафте у паду због смањене тражње, а цене примарних пољопривредних производа због глобално добре пољопривредне сезоне, глобална неизвесност може утицати на њихов раст и успорити повратак инфлације у границе циља у многим земљама. Од почетка године повећане су цене транспорта, трошкови осигурања и других логистичких услуга под утицајем геополитичких тензија и проблема у допремању нафте, али и других сировина и производа Црвеним морем и Суецким каналом. Иако се ова кретања за сада нису знатније одразила на светске цене примарних производа, ни на инфлацију наших важних трговинских партнера, а самим тим ни на цене производа и услуга које увозимо, према оцени Извршног одбора Народне банке Србије посебна опрезност по овом основу је неопходна приликом доношења одлука монетарне политике. Поред тога, даља глобална фрагментација може поделити земље у трговинске блокове и проузроковати знатне губитке у светској производњи, укључујући и негативне ефекте на наше главне трговинске партнере.

Извршни одбор је истакао да је опадајућа путања међугодишње инфлације у Србији настављена и да је она крајем 2023. била двоструко нижа него на крају 2022. и износила је 7,6%, што је благо испод нивоа који смо очекивали у новембарској пројекцији. Даљем успоравању инфлације допринели су слабљење трошковних притисака и ефекат базе код цена хране, као и ефекти претходног заоштравања монетарних услова, који су утицали и на снижавање базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), на 6,5% међугодишње у децембру. У наредном периоду Извршни одбор очекује даље смањење инфлације и њен повратак у границе циља средином ове године. Томе ће допринети ефекти заоштравања монетарних услова, успоравање увозне инфлације, још увек ниска екстерна тражња, као и очекивани даљи пад инфлационих очекивања.

Захваљујући инвестицијама у основна средства и приватној потрошњи, остварено је убрзање раста бруто домаћег производа у четвртом тромесечју 2023. на 3,8% међугодишње, што је на нивоу 2023. године резултирало реалним растом од 2,5%. Имајући у виду смањење глобалних инфлаторних притисака и постепен опоравак зоне евра, као и очекивано даље убрзање реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, у овој години се очекује да ће стопа раста убрзати и наћи се у распону 3–4%, са централном вредношћу од 3,5%.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 14. фебруара, када ће бити додатно образложене и донете одлуке монетарне политике.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. марта 2024. 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