



Народна банка Србије

2022
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2022
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. маја 2022. 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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 4. маја.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 1: Одговор економске политике у Србији на раст светских цена хране и енергије – преглед мера и упоредна анализа са земљама региона</i>	13
IV. Детерминанте инфлације	21
1. Кретања на финансијском тржишту	21
2. Новац и кредити	27
3. Агрегатна тражња	30
4. Економска активност	33
<i>Осврт 2: Макроекономски ефекти конфликта у Украјини на Србију</i>	36
5. Кретања на тржишту рада	39
6. Међународно окружење	41
<i>Осврт 3: Очекивани ефекти нормализације монетарне политике водећих централних банака на Србију</i>	49
V. Пројекција	57
<i>Осврт 4: Ревизија макроекономских пројекција за Србију и алтернативни сценарио</i>	76
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	81
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	82
Списак графикана и табела	83
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	86
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	87

I. Резиме

Док је неизвесност у погледу тока пандемије вируса корона и појаве нових сојева вируса смањена у периоду од претходног извештаја, јачање геополитичких тензија и избијање конфликта у Украјини знатно су погоршали изгледе глобалног привредног раста и утицали на додатно јачање инфлаторних притисака на глобалном нивоу. С обзиром на то да су Русија и Украјина значајни светски произвођачи житарица, метала и минерала, а Русија и нафте и природног гаса, цене ових производа приближиле су се историјски највишим нивоима или их чак премашиле. То је повећало бојазан и да би се несташнице и застоји у глобалним ланцима снабдевања, за које се очекивало да ће се постепено решавати током ове године, могли продужити. Актуелна енергетска криза повећава трошковне притиске у зони евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, што би за последицу могло да има њен нижи привредни раст и нижу екстерну тражњу за нашим извозом, као и више цене увозних производа и услуга. Према пројекцијама релевантних међународних институција, привредни раст зоне евра ревидиран је наниже за ову годину, док је просечна инфлација ревидирана знатно навише. При томе, пројекције међународних институција се разликују у већој мери него иначе у зависности од периода у којем су рађене, с обзиром на то да су се тржишна кретања интензивно мењала од последње недеље фебруара и избијања кризе у Украјини, при чему је на глобална кретања утицало даље заоштравање и продужавање конфликта. Такође, све међународне институције ризике макроекономских пројекција оцењују као асиметричне – наниже у случају бруто домаћег производа, односно навише у случају инфлације.

Јачи и постојанији инфлаторни притисци од очекиваних и достизање вишедеценијских највиших стопа инфлације, уз затезање тржишта рада, утицали су на одлуку Система федералних резерви да у марту и мају повећа референтну каматну стопу, а Европске централне банке да смањи обим квантитативног попуштања током другог тромесечја. Одлуке о будућој монетарној политици водећих централних

Период од претходног извештаја обележило је избијање конфликта у Украјини, што се одразило на неповољније изгледе глобалног привредног раста и јачање инфлаторних притисака, пре свега због додатног повећања цена енергената, сировина и хране.

Инфлаторни притисци јачи и постојанији од претходно очекиваних, уз притиске с тржишта рада, утичу на одлуке централних банака да заоштравају монетарне услове.

И Народна банка Србије наставила је да заоштрава монетарне улове – до седнице у априлу повећањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама којима на недељу дана повлачи вишкове динарске ликвидности из банкарског система, а од априла и повећањем референтне каматне стопе.

Међугодишња инфлација у Србији, као и у другим земљама, наставила је да се креће узлазном путањом и у овој години, у највећој мери вођена вишим светским ценама енергената, сировина и хране. Базна инфлација је и даље знатно нижа од укупне и нижа него у земљама региона које спроводе режим циљања инфлације.

банака зависиће првенствено од јачине и постојаности инфлаторних притисака, али и од изгледа раста њихових привреда, при чему за сада преовлађују оцене да би заоштравање монетарних политика могло бити брже од претходних очекивања. Исти фактори утицали су и на одлуке централних банака у региону у режиму циљања инфлације да наставе са заоштравањем својих монетарних политика.

Користећи флексибилност коју јој пружа постојећи монетарни оквир, Народна банка Србије је у периоду од октобра 2021. до априлске седнице Извршног одбора заоштравала монетарне услове повећањем просечне пондерисане каматне стопе на аукцијама репо продаје хартија од вредности (укупно за 84 базна поена). С обзиром на то да се просечна репо стопа скоро изједначила с референтном каматном стопом, на седницама у априлу и мају донета је одлука да се референтна каматна стопа повећа за по 50 базних поена, на 2,0%. На одлуку о даљем поштравању монетарних услова утицали су пре свега повећани трошковни притисци у међународном и домаћем окружењу, који су додатно интензивирани са избијањем конфликта у Украјини, као и потреба да се утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката и ограниче секундарни ефекти на цене осталих производа и услуга. Поред тога, Извршни одбор је имао у виду повећану неизвесност на међународном финансијском тржишту, која би, уз ефекте заоштравања монетарне политике водећих централних банака – Система федералних резерви и Европске централне банке, за последицу могла да има мањи прилив капитала у земље у спону, укључујући и Србију, пре свега у виду портфолио инвестиција.

Инфлација у Србији, као и у већини других земаља, наставила је да се креће узлазном путањом и почетком ове године, на шта се пре свега одразио нови раст светских цена енергената, хране и сировина у условима појачаних геополитичких тензија и ескалације кризе у Украјини, што је појачавало и притиске у погледу произвођачких и увозних цена. Укупна инфлација у марту достигла је 9,1% међугодишње, при чему је и даље највећој мери била опредељена вишим ценама хране и енергије. Базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, била је готово двоструко нижа од укупне инфлације и у марту је износила 4,8%. Очувању базне инфлације на нижем нивоу допринела је релативна стабилност девизног курса, која је представљала снажно сидро ценовне стабилности и у претходних осам година.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду и да се подршка привредном расту може обезбедити и нешто рестриктивнијом монетарном политиком. И поред тога што су каматне стопе на кредите крајем првог тромесечја благо расле, услови задуживања на домаћем тржишту могу се оценити као повољни са становишта подршке кредитној активности, а тиме и привредном расту. Међугодишња стопа раста кредита у марту износила је 12,1%, уз већи допринос кредита привреди у поређењу с кредитима становништву. Истовремено, учешће проблематичних кредита у укупним кредитима задржано је испод преткризног нивоа и у марту је износило 3,4%, указујући на то да проблематични кредити не представљају препреку за наставак раста кредитне активности.

Расту фиксних инвестиција и приватне потрошње у овој години настављају да доприносе и предузете мере економске помоћи, укључујући и ограничење цена горива и струје за привреду, затим повећани капитални издаци државе, као и раст запослености и зарада. С друге стране, повећан увоз енергената, али и опреме и репроматеријала за потребе реализације инвестиционих пројеката, одражава се на већи негативан допринос нето извоза од очекиваног, и поред тога што извоз прерађивачке индустрије и рударства наставља да бележи високе стопе раста. Посматрано с производне стране, раст бруто домаћег производа, који је, према процени Републичког завода за статистику, у првом тромесечју износио 4,3% међугодишње, односно 0,6% десезонирано у односу на претходно тромесечје, воде услужни сектори и индустрија. У оквиру укупне индустрије, производња у прерађивачкој индустрији наставља да расте, иако је и даље присутан ефекат застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и мање екстерне тражње у условима заостравања геополитичких тензија и више глобалне инфлације. Знатно расте и експлоатација руде метала, док производња угља и електричне енергије и даље опада.

У условима знатног раста увоза енергената, првенствено због раста њихових цена на светском тржишту, у првом тромесечју ове године дефицит текућег рачуна платног биланса износио је 1,3 милијарде евра. Увоз енергената одразио се и на појачане депрецијацијске притиске на домаћем девизном тржишту, при чему су на њих утицали и повећана аверзија према ризику у условима присутне неизвесности на међународном финансијском тржишту, и раст тражње грађана за ефективним страним новцем, који је био присутан у првим

Кредитна активност на међугодишњем нивоу убрзана је у односу на крај 2021. и остала је важан фактор финансирања инвестиција и потрошње.

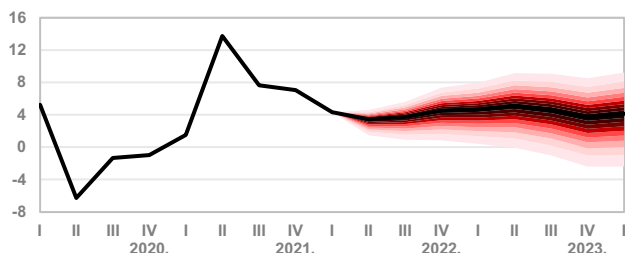
И поред негативних ефеката конфликта у Украјини, већина показатеља економске активности на домаћем тржишту у првом тромесечју наставила је да бележи позитивне тенденције.

Већи увоз енергената определио је 85% повећања дефицита текућег рачуна у првом тромесечју у односу на исти период претходне године.

Као што је то случај и у другим земљама, ескалација кризе у Украјини утицала је и на ревизију пројекција кључних макроекономских показатеља Србије – бруто домаћег производа наниже, а инфлације и дефицита текућег рачуна навише.

Пројекција раста бруто домаћег производа за ову годину ревидирана је наниже за 0,5 процентних поена. Пројектовани раст у 2022. години креће се у распону 3,5–4,5%, док је у средњем року пројекција раста непромењена и износи 4–5% годишње.

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



недељама од избијања конфликта. У супротном смеру деловао је прилив страних директних инвестиција од 593 милиона евра, који је остао пројектно и географски распрострањен. Ове притиске Народна банка Србије је ублажавала интервенцијама на девизном тржишту којима је банкама обезбеђена додатна девизна ликвидност, тако да је динар тек незнатно ослабио према еврџу (посматрано од почетка године за 0,1%). И поред појачаних интервенција, девизне резерве земље су остале на адекватном нивоу, обезбеђујући покривеност од пет месеци увоза робе и услуга, што је готово двоструко више од критеријума којим се утврђује њихова адекватност.

Узимајући у обзир досадашње негативне ефекте кризе у Украјини на светске цене енергената и других примарних производа, као и ревидиране оцене најзначајнијих међународних институција у погледу глобалних економских кретања, Народна банка Србије ревидирала је своје најзначајније макроекономске пројекције – бруто домаћег производа наниже, а инфлације и дефицита текућег рачуна навише. Ипак, очекујемо да ће очувана пуна макроекономска, финансијска и фискална стабилност у Србији, у чијој је основи и стабилност девизног курса, као и током пандемије допринети смањивању негативних ефеката екстерних фактора на најмању могућу меру. У том смеру деловаће и одлични финансијски резултати српске привреде остварени и у годинама пандемије, очувано пословно, инвестиционо и потрошачко поверење захваљујући предузетим економским мерама, наставак стабилног прилива страних директних инвестиција, као и рекордно висок ниво улагања државе у путну, железничку и комуналну инфраструктуру.

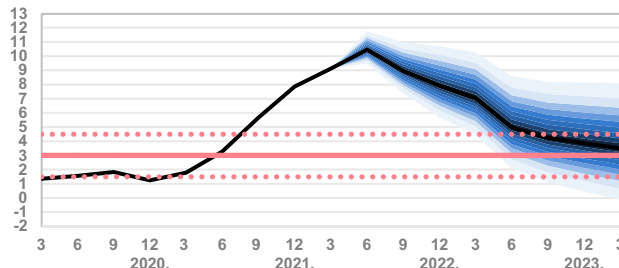
Пројекција раста бруто домаћег производа за ову годину ревидирана је с распона од 4% до 5% на распон од 3,5% до 4,5% и базирана је на претпоставци да неће доћи до додатног заоштравања геополитичких тензија и прекида у снабдевању гасом и нафтом у Европи, по ком основу ценимо да су ризици ове пројекције асиметрични наниже. Посматрано с производне стране, раст светских и домаћих цена енергената, хране и сировина које се користе у индустријској производњи утицаће на нешто спорији раст сектора прерађивачке индустрије, грађевинарства, а у мањој мери и услужних сектора у овој години од очекиваног у фебруару, а највероватније биће и нижа производња електричне енергије. С друге стране, мања производња угља биће више него компензована растом експлоатације руде метала, по ком основу очекујемо и већи допринос

расту него у претходној пројекцији. Посматрано с расходне стране, мања екстерна тражња биће компензована растом извозне понуде по основу инвестиција из претходног периода, али ће већи негативан допринос нето извоза бити последица повећаног увоза енергената. По том основу пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу у овој години бити више и да ће износити око 6,5%, уместо испод 5%, како смо очекивали у фебруару, што је, према проценама и Народне банке Србије и Међународног монетарног фонда, ниво који обезбеђује екстерну одрживост. У односу на очекивања из фебруара, очекујемо да ће допринос личне потрошње и инвестиција расту бруто домаћег производа бити благо нижи због мањег реалног расположивог дохотка услед растућих трошкова. На раст залиха би у кратком року свакако требало да утиче и ограничавање извоза пољопривредних производа, као и формирање стратешких робних резерви. У средњем року пројекција раста бруто домаћег производа задржана је у распону 4–5% годишње. Повољним средњорочним изгледима привредног раста, поред очуваног инвестиционог и потрошачког поверења, повећаних производних капацитета и радних места, доприноси и очекивана реализација планираних стратешких пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре.

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација у другој половини ове године имати опадајућу путању, да ће се у границе циља највероватније вратити у другој половини наредне године, а затим наставити да успорава до краја периода пројекције. Раст светских цена примарних производа, енергената, као и увозна инфлација, који су додатно појачани у периоду од наше пројекције из фебруара у условима избијања конфликта у Украјини, у кратком року и даље ће вршити инфлаторне притиске на цене непрехрамбених производа и услуга, као и прехрамбених производа без воћа и поврћа, али се у хоризонту пројекције очекује њихово слабљење. Долазак нове пољопривредне сезоне требало би да резултира смањењем цена воћа и поврћа са садашњих високих нивоа. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће и ефекти досадашњег заштравања монетарних услова, а у кратком року и ефекти економских мера Владе на цене хране и енергената на домаћем тржишту. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље се у највећој мери односи на кретање светских цена хране, енергената, дужину трајања застоја у глобалним

И поред више остварене инфлације у Србији у првом тромесечју од очекиване, виших пројектованих светских цена енергената и примарних пољопривредних производа, као и веће увозне инфлације из зоне евра, инфлација у Србији би у другој половини ове године требало да се нађе на опадајућој путањи и да се у границе циља врати у другој половини наредне године.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



У случају да се материјализују неки од ризика који би за последицу могли имати кретање инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља у дужем периоду, Народна банка Србије је спремна да реагује у најкраћем року свим расположивим инструментима.

ланцима снабдевања, а у мањој мери и на исход домаће пољопривредне сезоне, због чега ценимо да су ризици пројекције инфлације, укупно посматрано, израженији навише.

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује њихов утицај на нашу привреду. У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за додатним заштравањем монетарних услова или ефекти претходног заштравања обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. 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 повољном инвестиционом амбијенту.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног извештаја Народна банка Србије наставила је да заоштрава монетарне улове – до седнице у априлу повећавањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама којима на недељу дана повлачи вишкове динарске ликвидности из банкарског система, а од априла и повећањем референтне каматне стопе.

На одлуку о даљем затезању монетарних услова утицали су пре свега повећани трошковни притисци у међународном и домаћем окружењу, који су додатно интензивирани са избијањем конфликта у Украјини, као и потреба да се утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката и ограничи секундарни ефекти на цене осталих производа и услуга. Поред тога, Извршни одбор је имао у виду повећану неизвесност на међународном финансијском тржишту, која би, уз ефекте заоштравања монетарне политике водећих централних банака – ФЕД-а повећањем распона основних каматних стопа и ЕЦБ-а смањењем обима квантитативног попуштања, за последицу могла да има мањи прилив капитала у земље у успону, укључујући и Србију, пре свега у виду портфолио инвестиција.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је оценио и да актуелно заоштравање монетарних услова неће знатније успорити економску активност у нашој земљи.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор је наставио да заоштрава монетарне услове, имајући у виду повећане трошковне притиске, који су у највећој мери били условљени факторима из међународног окружења, као и потребу да се ограниче њихови секундарни ефекти на остале цене преко инфлационих очекивања. Користећи флексибилност коју јој пружа постојећи монетарни оквир, Народна банка Србије је у периоду од октобра 2021. до априлске седнице Извршног одбора монетарне услове заоштравала повећањем просечне пондерисане каматне стопе на аукцијама репо продаје хартија од вредности (укупно за 84 б.п.). С обзиром на то да се просечна репо стопа готово изједначила с референтном каматном стопом, на седници у априлу донета је одлука да се референтна каматна стопа повећа за 50 б.п., а у мају за додатних 50 б.п., на 2,0%. Истовремено, проширен је коридор каматних стопа Народне банке Србије на $\pm 1,00$ п.п. у односу на референтну стопу, тако да закључно с мајским повећањем референтне каматне стопе, каматна стопа на депозитне олакшице износи 1,0%, а каматна стопа на кредитне олакшице 3,0%. На одлуку Извршног одбора о пооштравању монетарних услова утицали су инфлаторни притисци на светском и домаћем тржишту, који су се показали јачим и постојанијим

него што се претходно очекивало, посебно након избијања конфликта у Украјини.

На одлуку о наставку заоштравања монетарних услова утицале су пре свега **више увозне и произвођачке цене**, на које се одразио претходни раст светских цена енергената, хране и сировина, уз присутне више трошкове транспорта, као и застоје у снабдевању и несташице појединих сировина у производњи на глобалном нивоу. Инфлаторни ефекти тих фактора додатно су појачани геополитичким тензијама и избијањем кризе у Украјини, што је за последицу имало додатан знатан раст цена енергената, светских цена примарних пољопривредних производа и метала. С обзиром на то да су Русија и Украјина значајни светски произвођачи житарица и метала, а Русија и нафте и природног гаса, цене ових производа приближиле су се историјски највишим нивоима или их чак премашиле. То је повећало бојазан и да би се несташице и застоји у глобалним ланцима снабдевања, за које се очекивало да ће се постепено решавати током ове године, могли продужити.

Заоштравање геополитичких тензија повећало је и неизвесност на међународном финансијском

тржишту, што се одrazilo и на раст премије ризика Србије и других европских земаља у успону. Дешавања на међународном финансијском тржишту, а тиме и токове капитала према земљама у успону, у великој мери ће опредељивати и одлуке водећих централних банака – ФЕД-а и ЕЦБ-а. У складу са очекивањима, ФЕД је у марту и мају повећао основне каматне стопе за 25 б.п. и 50 б.п., респективно, тако да се оне сада крећу у распону 0,75–1,0%. Иако још увек није најавила када ће повећати референтну каматну стопу, и ЕЦБ је у марту, у условима јачих инфлаторних притисака од очекиваних, одлучила да додатно смањи обим нето куповине активе у оквиру програма *APP* током Т2 (на 40 млрд евра у априлу, 30 млрд евра у мају и 20 млрд евра у јуну). Одлуке о будућој монетарној политици водећих централних банака зависиће првенствено од јачине и постојаности инфлаторних притисака, али и од изгледа раста њихових привреда. Према пројекцијама из марта, инфлација је и у САД и у зони евра коригована навише за ову годину, а пројекција привредног раста наниже. С обзиром на то да би се нормализација монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а могла одразити на нижи прилив капитала и депрецијацијске притиске у земљама у успону, Извршни одбор је констатовао да је неопходна опрезност монетарне политике Народне банке Србије. Ипак, наглашено је да је претходних година знатно ојачана макроекономска стабилност у Србији и смањена екстерна и унутрашња неравнотежа, а девизне резерве земље повећане, што доприноси и већој отпорности домаће привреде на ризике из међународног окружења.

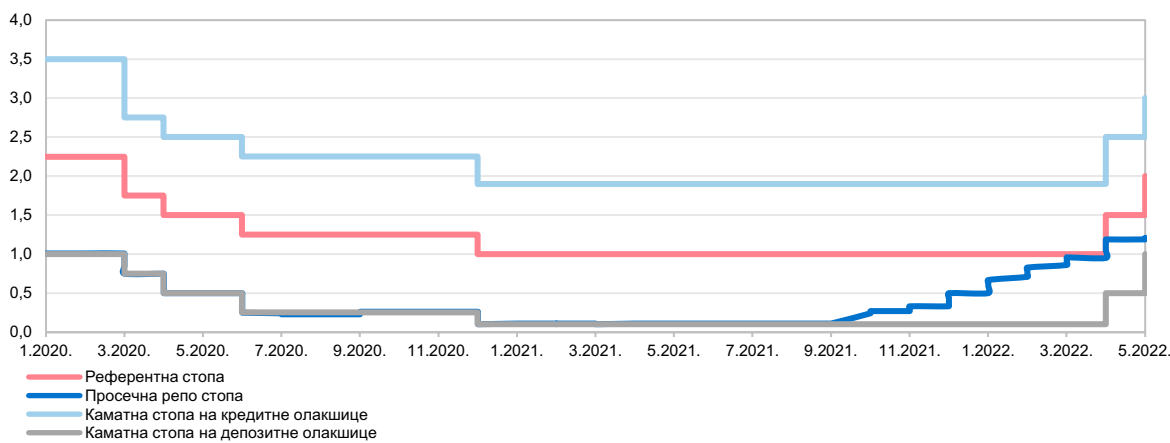
За разлику од геополитичких тензија и брзине нормализације монетарних политика водећих централних банака, **неизвесност у погледу утицаја**

тока пандемије и појаве нових сојева вируса на брзину глобалног привредног раста, светске цене примарних производа, а тиме и на инфлацију, смањена је у периоду од претходног извештаја. Све већи број земаља ублажава рестриктивне здравствене мере, уз оцену да су ефекти пандемије мањи него у претходним таласима. И поред тога, **изглед глобалног привредног раста за ову годину кориговани су наниже** у условима растућих инфлаторних притисака по основу виших цена енергената и примарних производа, као и продужених застоја у глобалним ланцима снабдевања, уведених санкција западних земаља Русији и смањеног потрошачког и инвестиционог поверења. Овим ефектима могла би бити нарочито погођена зона евра, наш најзначајнији трговински партнер, с обзиром на јаке трговинске и финансијске везе с Русијом, а посебно њену енергетску зависност од Русије.

Раст инфлације на глобалном нивоу настављен је и почетком 2022. и у већини земаља, укључујући и зону евра, био је виши од очекивања, што је утицало на ревизију навише пројекција просечне инфлације за ову годину. У земљама региона које су у режиму циљања инфлације, поред виших цена енергената и других трошкова у производњи, раст инфлације води и домаћа тражња, као и заострени услови на тржишту рада, о чему сведочи и базна инфлација. Због тога су централне банке ових земаља претходних месеци у већој мери заостравале монетарне услове него што је то чинила Народна банка Србије.

Када је реч о **инфлацији у Србији**, она је, у складу са очекивањима Народне банке Србије, у Т1 2022. наставила да се креће узлазном путањом, али се у марту, услед виших глобалних инфлаторних

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



притисака, нашла на вишем нивоу од очекиваног и износила је 9,1% мг. Инфлација је и даље у највећој мери опредељена вишим ценама хране и енергије, док је базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, била знатно нижа од укупне инфлације и у марту је износила 4,8%. Очувању базне инфлације на нижем нивоу допринела је **релативна стабилност девизног курса**, која представља снажно сидро ценовне стабилности у претходних осам година.

Иако кретања светских цена енергената и примарних производа претходних месеци указују на то да ће инфлација у овој години бити на вишем нивоу од пројектованог у фебруару, Извршни одбор је оценио да ће она **у остатку ове године имати опадајућу путању**. Томе ће, према оцени Извршног одбора, поред обезбеђене релативне стабилности девизног курса, допринети и **долазак нове пољопривредне сезоне и по том основу нижи трошкови у производњи хране, као и мере Владе Србије** којима је привремено ограничен раст цена основних животних намирница, горива и омогућено предузећима да у П1 2022. купују струју по знатно повољнијим условима од тржишних.

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред претходних месеци умерено су расла. У случају финансијског сектора она се налазе око горње границе циља, а у случају привреде, највероватније под утицајем виших цена енергената, од децембра су изнад горње границе циља. Ипак, **средњорочна очекивања и финансијског сектора и привреде остала су у границама циља**, што указује на то да они сматрају да је раст инфлације у највећој мери последица фактора привременог карактера.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду и да актуелно

заоштравање монетарних услова неће знатније успорити домаћу тражњу. Фиксне инвестиције и приватна потрошња настављају да воде привредни раст и од почетка 2022. године, чему доприносе обезбеђени повољни услови финансирања у претходном периоду и предузете мере економске помоћи, повећани капитални издаци државе и раст запослености и зарада. Посматрано с производне стране, раст воде услужни сектори, као и индустрија, и поред мање производње угља и електричне енергије. Производња у прерађивачкој индустрији расте, иако је и даље присутан ефекат застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и мање екстерне тражње у условима заоштравања геополитичких тензија и више глобалне инфлације. Због неповољнијих изгледа глобалног привредног раста након избијања конфликта у Украјини, а пре свега изгледа за раст зоне евра, Извршни одбор процењује да су у овој години израженији ризици наниже по наш привредни раст, уз оцену да ће ефекти у највећој мери зависити од дужине трајања кризе.

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује њихов утицај на нашу привреду. У зависности од даљег тока геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и међународног окружења, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за додатним заоштравањем монетарних услова или ефекти претходног заоштравања обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције.

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 марту мг. инфлација у Србији износила је 9,1%, при чему су њену динамику и током Т1, као и у другим земљама региона, доминантно одређивале цене хране и енергије (с преко две трећине доприноса), које су пратиле раст цена на светском тржишту услед јачања геополитичких тензија и ескалације конфликта у Украјини.

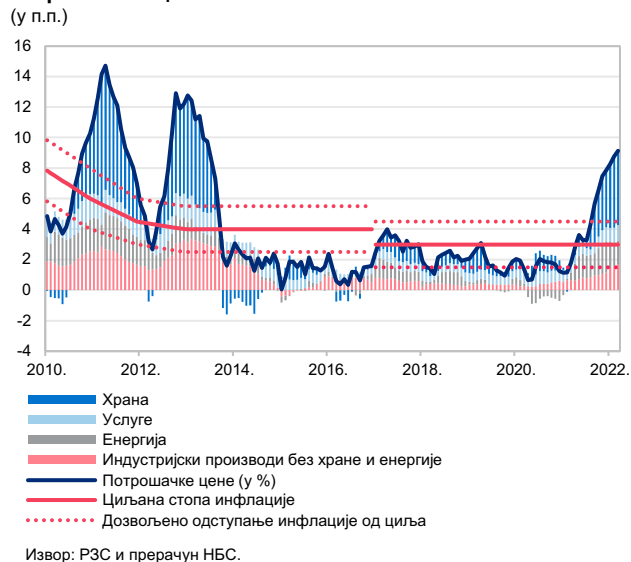
Базна инфлација је и током Т1 наставила да се креће знатно испод укупне инфлације (4,8% мг. у марту), чему су допринели релативна стабилност девизног курса и усидреност средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора у границама циља за инфлацију.

Кретање инфлације у Т1

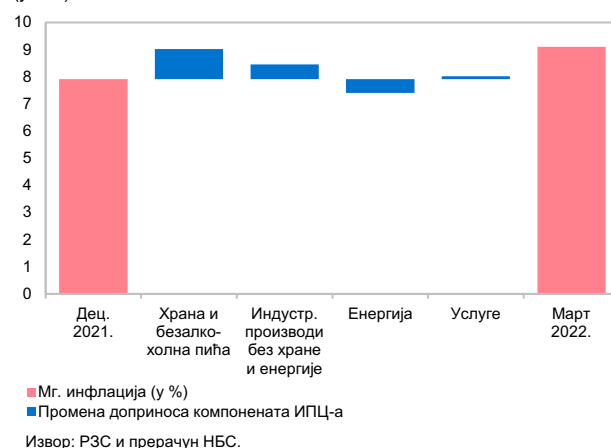
Иако смо у фебруарској пројекцији очекивали да ће се мг. инфлација током Т1 наћи на сличном или благо вишем нивоу него на крају 2021, интензивирање геополитичких тензија и ескалација кризе у Украјини утицали су на то да се светске цене енергената, сировина и хране додатно повећају и достигну или престигну своје највише нивое. По том основу порасле су и произвођачке цене и увозна инфлација, што се одразило и на домаћу инфлацију, која је у марту износила 9,1% мг. У односу на децембар, виши ниво мг. инфлације у марту доминантно је последица повећања доприноса цена хране (за 1,1 п.п.), превасходно под утицајем фактора на страни понуде – прошлогодишње суше, скоковитог раста светских цена примарних пољопривредних производа и енергената и по том основу увећаних трошкова у производњи хране. Услед продужених застоја у глобалним ланцима снабдевања и несташице појединих индустријских сировина, већи допринос мг. инфлацији у марту него у децембру потекао је и од цена индустријских производа без хране и енергије (за 0,5 п.п.), који је ипак неутрализован са 0,5 п.п. нижим доприносом цена енергије услед изласка прошлогодишњег раста цена електричне енергије из обрачуна мг. инфлације.

У условима наставка раста произвођачких и увозних цена, и мг. базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), тј. део инфлације на који мере монетарне политике највише утичу, бележила је раст током Т1 – са 3,5% у децембру на 4,8% у марту, али је и даље била готово двоструко нижа од укупне инфлације. Нижем нивоу базне инфлације допринели су очувана релативна стабилност девизног курса, упркос

Графикон III.0.1. Доприноси компонента мг. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Графикон III.0.2. Промене доприноса основних група ИПЦ-а мг. инфлацији (у п.п.)



Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонента расту потрошачких цена у Т1 2022.**
(тримесечно)

	Стопе раста (у %)	Допринеси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,8	2,8
Непрерађена храна	7,2	0,8
Прерађена храна	3,2	0,7
Индустријски производи без хране и енергије	2,1	0,6
Енергија	3,2	0,5
Услуге	0,9	0,2
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,3	0,6
Регулисане цене	0,8	0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

повећаној глобалној неизвесности, и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора усидрена у границама циља.

Тримесечно посматрано, **потрошачке цене су у Т1 порасле за 2,8%**, доминантно вођене растом цена **хране и безалкохолних пића** за 4,5% (уз допринос инфлацији од 1,45 п.п.). На раст цена **непрерађене хране** у Т1 (7,2%) утицао је сезонски уобичајен раст цена свежег поврћа у јануару и фебруару, као и поскупљење свежег меса у марту, услед драстичног раста цена (пре свега свињског меса) на светском тржишту због повећаних трошкова производње. Цене **прерађене хране** порасле су за 3,2% у Т1, при чему је њихов раст у марту ублажен у односу на почетак године и Т4 2021.

Цене енергије порасле су за 3,2% у Т1, првенствено због знатног поскупљења нафтних деривата (6,3%), које је донекле ублажено од друге половине фебруара по основу примене одлуке Владе о привременом смањивању акциза на нафтне деривате, а потом и уредбе којом се ограничавају цене бензина и дизел-горива на домаћем тржишту.¹ У Т1 повећане су и цене чврстих горива – дрва и угља (4,6%), што је карактеристично за овај период године.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) бележиле су сличан месечни раст од краја прошле године, који је на нивоу Т1 износио 2,1%, првенствено као резултат виших цена намештаја и опреме за домаћинства (3,5%) и корекције цена цигарета (3,1%), а у мањој мери и раста осталих цена у овој групи. Насупрот томе, у Т1 регистрован је сезонски уобичајен пад цена одеће и обуће (-1,9%).

Цене услуга повећане су за 0,9% у Т1, по основу виших цена станарина, транспортних услуга и услуга ресторана и хотела, док су цене туристичких пакет-аранжмана, после раста у јануару и фебруару, забележиле сезонски уобичајен пад у марту.

Благи раст **регулисаних цена** од 0,8% у Т1 одређен је редовним усклађивањем акциза на цигарете у фебруару.

Раст **цена у оквиру базне инфлације** од 1,3% у Т1 био је одређен поскупљењем кућне хемије, станарина, фармацеутских и медицинских производа, као и услуга транспорта и угоститељства. У супротном смеру деловало је већ поменуто појефтинјење одеће и обуће и туристичких пакет-аранжмана.

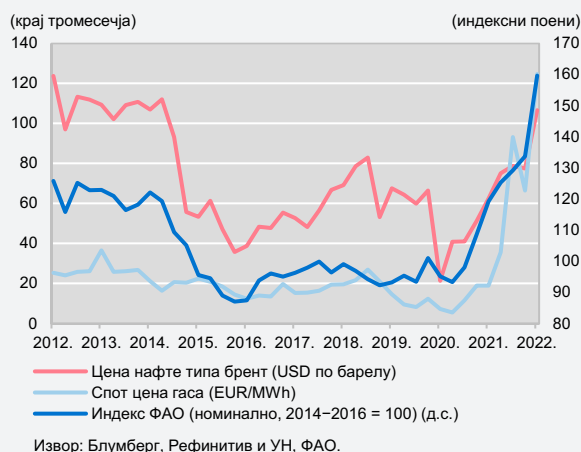
¹ За детаље видети Осврт 1, стр. 13.

Осврт 1: Одговор економске политике у Србији на раст светских цена хране и енергије – преглед мера и упоредна анализа са земљама региона

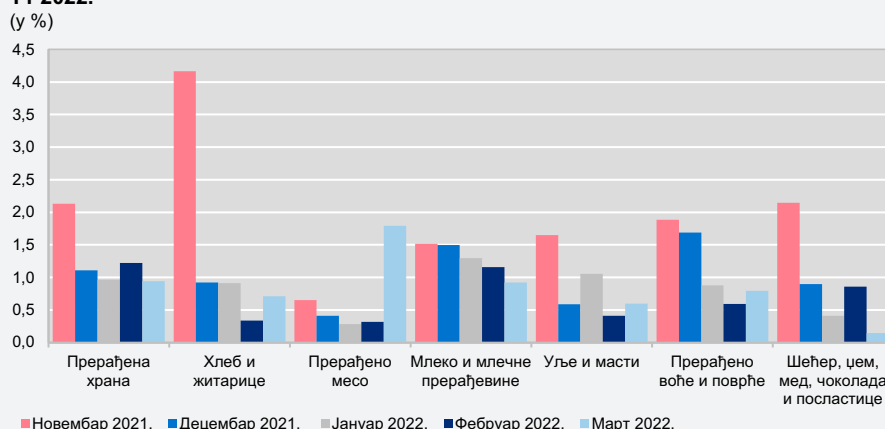
Снажан раст цена енергената и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, који је карактерисао прошлу годину, настављен је и почетком 2022. услед ескалације конфликта у Украјини и с тим повезаних економских и финансијских санкција према Русији, што је на светском нивоу довело у питање снабдевање природним гасом и сировом нафтом из Русије, која је међу водећим светским извозницима, али и до отежаног снабдевања житарицама и различитим индустријским сировинама. На вишемесечни раст светских цена хране и енергије утиче и повећана глобална тражња у условима започетог попуштања рестриктивних здравствених мера, с једне стране, и појачане неизвесности у погледу дужине трајања конфликта и нараслих глобалних геополитичких тензија, с друге стране.

Како би се спречило интензивније преливање растућих светских цена енергије и хране на домаће цене и тиме ублажили негативни ефекти на животни стандард грађана и пословну активност предузећа, **носиоци економске политике у Србији деловали су проактивно и у више праваца**. У новембру 2021. године постигнут је изузетно повољан договор с Руском Федерацијом, по коме ће се у П1 2022. године део гаса увозити по непромењеној цени (270 долара за хиљаду кубних метара гаса), која је и једна од најнижих цена у Европи. Још пре тога, на шест месеци ограничена је цена хлеба (од брашна Т-500) на 46 динара, која је, због поскупљења сировина у производњи хлеба, у мају благо повећана на 49 динара у наредних 90 дана. Недуго затим, посебном уредбом Владе РС **ограничене су и цене основних животних намирница¹** – шећера, брашна (Т-400 и Т-500), јестивог сунцокретовог уља, свињског меса (бут) и млека са 2,8% млечне масти, тако да произвођачке цене и цене у трговини на велико и мало за наведене производе не прелазе ниво регистрован 15. новембра 2021. Реч је о производима који у ИПЦ-у учествују са 4,2%.

Графикон О.1.1. Кретање цене гаса за Европу и светских цена нафте и хране



Графикон О.1.2. Месечни раст цена прерађене хране у Србији крајем 2021. и током Т1 2022.



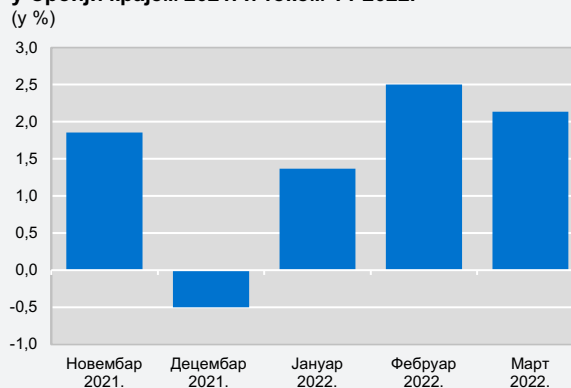
¹ Ограничење се не примењује на снижене цене (по основу распродаје, сезонских снижења или акцијске продаје), већ на редовне цене пре снижења.

То је допринело успоравању раста цена прерађене хране у децембру (1,1%) у односу на новембар (око 2,1%). Уредба је (уз неколико допуна) првобитно важила 60 дана, али је због даљег поскупљења примарних пољопривредних производа продужена на још 90 дана, а крајем априла на додатних 60 дана. С тим у вези, месечни раст цена прерађене хране у јануару (1,0%) и фебруару (1,2%) био је сличан децембарском (Графикон О.1.2), а у марту је благо успорио, на 0,9%. Поред тога, **држава је више пута интервенисала из робних резерви на појединим тржишним сегментима** и снабдела потрошаче јефтинијим производима, што је нарочито битно за категорије становништва с нижим примањима. Ове мере су, према нашој оцени, биле важне и због утицаја на инфлациона очекивања становништва, јер је реч о есенцијалним производима.

Услед интензивирања енергетске кризе у Европи, **Влада је предузела низ мера с циљем обуздавања прекомерног раста цена нафтних деривата и гаса на домаћем тржишту**, као и преношења тог раста на цене осталих производа. Још крајем 2021. донета је **Уредба о привременој мери ограничавања цене гаса**, према којој се одређује цена гаса за даљу продају, основна цена природног гаса² (исказана у динарима по кубном метру), као и право на надокнаду разлике у цени природног гаса набављеног из увоза или произведеног у земљи, које могу остварити предузећа из области енергетике у случају поремећаја на тржишту природног гаса. Ограничење цене гаса је иницијално спровођено до почетка марта, након чега је продужено за 60 дана, с обзиром на то да су последице енергетске кризе додатно појачане кризом у Украјини. За то време, цена природног гаса за домаћинства у Србији није мењана, како би се заштитила куповна моћ потрошача који користе овај енергент. Крајем 2021. Влада РС је донела и **Одлуку о условима и начину за смањење царинских дажбина на одређену робу у 2022**, која се тиче увоза репроматеријала и компонената пореклом из земаља с којима Србија има закључене споразуме о слободној трговини. У марту је одлука допуњена нултим царинским стопама на сирову нафту и азотна ђубрива, чиме је домаћим предузећима и пољопривредницима омогућен увоз сирове нафте из „трећих земаља” по нижој стопи од оне која је прописана *Законом о царинској тарифи*, што доприноси мањим трошковима горива и набавке минералних ђубрива потребних за пољопривредну сетву.

Имајући у виду раст трошкова енергије по основу поскупљења сирове нафте на светском тржишту, Влада је одустала од редовног јануарског усклађивања акциза на нафтне деривате, да би накнадно усвојила и **Одлуку о привременом смањивању акциза на нафтне деривате** (оловни бензин, безоловни бензин и гасна уља), којом су за 20% смањени динарски износи акциза на деривате нафте у року од 30 дана. Процењујемо да је по основу смањења акциза ефекат на смањење инфлације износио око 0,4 п.п. Цене нафтних деривата су, после пада у децембру, од почетка године порасле за око 4,0%, од чега се забележени раст од 2,5% у фебруару (Графикон О.1.3) доминантно везује за прву половину месеца, јер је средином фебруара донета **Уредба о ограничењу висине цена нафтних деривата**,³ којом се на период од 30 дана прописује начин обрачуна највиших цена нафтних деривата у малопродаји – евро дизела и евро премијума БМБ 95. У марту је раст цена нафтних деривата успорио на 2,1%, што се може довести у везу с применом Уредбе, која је крајем априла продужена за додатних 30 дана под утицајем постојаних ценовних притисака који долазе с међународног тржишта енергената. Треба напоменути да је изменама и допунама Уредбе изричито ограничена малопродајна цена деривата за регистрована пољопривредна газдинства на 179 динара по литру, како би се и на тај начин смањили оперативни издаци пољопривредника, при чему ће до

Графикон О.1.3. Месечни раст цена нафтних деривата у Србији крајем 2021. и током Т1 2022.



Извор: РЗС.

² Користи се у обрачуна цене за даљу продају снабдевачима и крајњим купцима у висини просечне јединичне цене природног гаса за новембар 2021.

³ До престанка важења Уредбе (која се не односи на деривате нафте са адитивима), Министарство трговине, туризма и телекомуникација сваког петка утврђује највише малопродајне цене деривата и објављује их на званичној интернет страници (најкасније до 15 часова).

Табела О.1.1. Одговор економске политике Србије на повишене цене хране и енергије на светском тржишту

Пропис Владе Републике Србије	Датуми објављивања „Сл. гласника“	Период важења	Очекивани ефекти*
1. Уредба о обавезној производњи и промету хлеба од брашна Т-500 („Сл. гласник РС“, бр. 106/2021)			
– Уређена је обавезна производња и промет хлеба од брашна Т-500, чија је цена ограничена на 46 динара; – Одређени су максимална висина маржи, ремитенда и рокови плаћања привредним субјектима који се баве производњом хлеба од брашна Т-500.	Донета: 10. 11. 2021.	Првобитно шест месеци	Контрола цене хлеба у производњи и промету и несметано снабдевање потрошача Надокнада дела трошкова произвођачима и лекарима путем благе корекције цене хлеба, с обзиром на поскупљења свих инпута у производњи хлеба од новембра прошле године
– Цена хлеба од брашна Т-500 ограничена је на 49 динара.	Важећа Уредба: 10. 5. 2022.	Продужена за три месеца	
2. Уредба о ограничењу висине цена основних животних намирница („Сл. гласник РС“, бр. 114/2021, 116/2021, 119/2021, 12/2022 и 50/2022)			
Привремено су ограничене цене следећих животних намирница (на ниво регистрован 15. 11. 2021): – шећер у кристалу у паковању од једног килограма; – брашно тип Т-400 глатко, у паковању до пет килограма, укључујући и пет килограма; – брашно тип Т-500 у паковању до пет килограма, укључујући и пет килограма; – јестиво сунцокретово уље у паковању од једног литра; – свињско месо од бутта; – УНТ млеко са 2,8% млечне масти у паковању од једног литра.	Донета: 30. 11. 2021. Измене: 2. 12. 2021. и 10. 12. 2021. Важећа Уредба: 1. 2. 2022.	Првобитно 60 дана Продужена на 90 дана	Спречавање прекомерног раста цена прехранбених производа и поремећаја у њиховом снабдевању и ограничавање негативног утицаја на инфлациона очекивања становништва Спречавање деформација у формирању цена наведених производа, који су од изузетне важности за снабдевање потрошача, а нарочито социјалних категорија
Накнадно је за цену УНТ млека са 2,8% млечне масти у паковању од једног литра прописана максимална малопродајна цена од 113,99 динара, уместо претходног нивоа од 15. 11. 2021.	Измене и допуне: 28. 4. 2022.	Додатно продужена на 60 дана	
3. Уредба о привременој мери ограничавања цене гаса и надокнади разлике у цени природног гаса набављеног из увоза или произведеног у Републици Србији у случају поремећаја на тржишту природног гаса („Сл. гласник РС“, бр. 132/2021 и 30/2022)			
Привремено је ограничена цена гаса и дефинисано право на надокнаду разлике у цени природног гаса набављеног из увоза или произведеног у Републици Србији која се користи за обрачун цене за даљу продају и основне цене.	Донета: 30. 12. 2021. Важећа Уредба: 4. 3. 2022.	Првобитно 30 дана Продужена на 60 дана	Надокнада трошкова увоза и испоруке гаса за привреду и спречавање преливања на више цене гаса за домаћинства и остале производе у случају поремећаја на тржишту природног гаса
4. Одлука о условима и начину за смањење царинских дажбина на одређену робу, односно за изузимање одређене робе од плаћања царинских дажбина у 2022. години („Сл. гласник РС“, бр. 132/2021, 9/2022 и 32/2022) – пречишћен текст прописа			
– Смањене или укинуте царине на одређену робу – сировине, репроматеријале и компоненте; – Снижене царине на обрађени дуван који се не производи у Србији у потребној количини и одговарајућем квалитету, а корисници га употребљавају у сопственој производњи; – Нулте царинске стопе на сирову нафту и уља добијена од битуменозних минерала, амонијак и азотна ђубрива.	Донета: 30. 12. 2021. Допуне: 21. 1. 2022. Важећа Одлука: 10. 3. 2022.	Првобитно шест месеци Продужена на целу годину	Смањење трошкова за предузећа и пољопривреднике по основу увоза робе која или се не производи у Србији или њена производња квалитативно или квантитативно не задовољава потребе домаћег тржишта, а значајно утиче на цену и конкурентност готових производа на домаћем и иностраном тржишту
5. Одлука о привременом смањивању акциза на нафтне деривате („Сл. гласник РС“, бр. 32/2022 и 50/2022) из члана 9. став 1. тач. 1), 2) и 3) Закона о акцизама			
Привремено су смањени износи акциза за 20% (закључно са 30. 4. 2022): – оловни бензин – износ акције 49,20 динара за литар; – безоловни бензин – износ акције 46,27 динара за литар; – гасна уља – износ акције 47,58 динара за литар.	Донета: 10. 3. 2022.	До 30. априла	Растеређење потрошача од дела трошкова за гориво
Привремено су смањени износи акциза за 15% (закључно са 31. 5. 2022): – оловни бензин – износ акције 52,28 динара за литар; – безоловни бензин – износ акције 49,16 динара за литар; – гасна уља – износ акције 50,56 динара за литар.	Допуна: 28. 4. 2022.	До 31. маја	Очување енергетске стабилности и функционисања малопродаје и велепродаје нафтних деривата у земљи услед тенденције раста цене сирове нафте на светском тржишту
6. Уредба о ограничењу висине цена нафтних деривата („Сл. гласник РС“, бр. 17/2022, 32/2022, 35/2022, 46/2022 и 50/2022)			
Привремено су ограничене цене следећих деривата нафте: – евро дизел, у износу просечне велепродајне цене деривата евро дизел на територији Републике Србије, увећане за шест динара; – евро дизел намењен регистрованим пољопривредним газдинствима, у износу од 179 динара; – евро премијум БМБ 95, у износу просечне велепродајне цене деривата евро премијум БМБ 95 на територији Републике Србије, увећане за шест динара.	Донета: 11. 2. 2022. Важећа Уредба: 11. 3. 2022. Измене и допуне: 17. 3. 2022. и 7. 4. 2022.	Првобитно 30 дана Продужена до 30. 4.	Спречавање прекомерног раста цена нафтних деривата и преливања тог раста на цене осталих производа
Просечна велепродајна цена деривата евро дизел и евро премијум БМБ 95 на територији Републике Србије увећана за по седам динара до краја маја 2022.	Измена: 28. 4. 2022.	Додатно до 31. 5.	
7. Одлука о привременој забрани увоза основних пољопривредно прехранбених производа битних за становништво („Сл. гласник РС“, бр. 32/2022, 35/2022, 48/2022 и 49/2022) – пречишћен текст прописа			
Привремено је забрањен извоз следећих производа: – пшенице у зрну; – пшенично брашно; – кукуруз; – прекрупа; – сунцокретово уље.	Донета: 10. 3. 2022. Измене и допуне: 17. 3. 2022. Допуна: 15. 4. 2022. Важећа Одлука: 20. 4. 2022.		Спречавање несташица и одржавање прехранбене сигурности становништва
Накнадно су одобрене квоте за извоз житарица на месечном нивоу: – 150.000 тона пшенице; – 150.000 тона кукуруза; – 20.000 тона брашна; – 8.000.000 литара рафинисаног сунцокретовог уља.			

Извор: „Сл. гласник РС“.

* Процена НБС и државних институција.

краја маја важити увећана просечна велепродајна цена евро дизела и евро премијума БМБ 95 за по седам динара⁴. Поред тога, Влада је донела одлуку да акцизе до краја маја буду ниже за наведене деривате нафте за 15% уместо досадашњих 20%, с обзиром на то да су у међувремену снижене светске цене сирове нафте.

У првој половини марта усвојена је **Одлука о привременој забрани извоза основних пољопривредно прехрамбених производа битних за становништво** – пшенице у зрну, пшеничног брашна, кукуруза, прекрупце и сунцокретовог уља, с намером да се, у условима повећане тражње на међународном и домаћем тржишту, спрече несташице ових производа. На основу уговора закључених пре ступања наведене одлуке на снагу, Влада је одобрила извоз меркантилне пшенице и кукуруза привредним субјектима који ове производе пласирају на тржишта Албаније, Северне Македоније и Италије, чиме је домаћим предузећима и пољопривредницима отворен простор за повећан промет и зараду. Накнадно је Влада одобрила и квоте за извоз пшенице, кукуруза, брашна и рафинисаног сунцокретовог уља, тако да извозници могу поднети захтев (према датом упутству) за извоз максимално 20% одобрених количина по групи производа на месечном нивоу. Процењено је да извоз ових житарица неће изазвати поремећаје у активностима агрокомплекса Србије и угрозити прехрамбену сигурност становништва, а у исто време ће допринети очувању добрих трговинских односа.

Свим поменутих прописима (хронолошки побројаним у Табели О.1.1) држава делује у смеру смиривања инфлаторних притисака и сузбијања секундарних ефеката на цене остале робе и услуга преко инфлационих очекивања, као и обезбеђења несметаног снабдевања храном и енергентима, који су од виталног значаја за функционисање робних и новчаних токова у изузетно неповољним и непредвидивим глобалним околностима.

Одговор економских политика у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе на раст светских цена хране и енергије

И остале земље у региону средње и југоисточне Европе предузимају сличне административне и фискалне мере како би сузбиле знатан раст потрошачких цена и контролисале њихову динамику у наредним месецима.

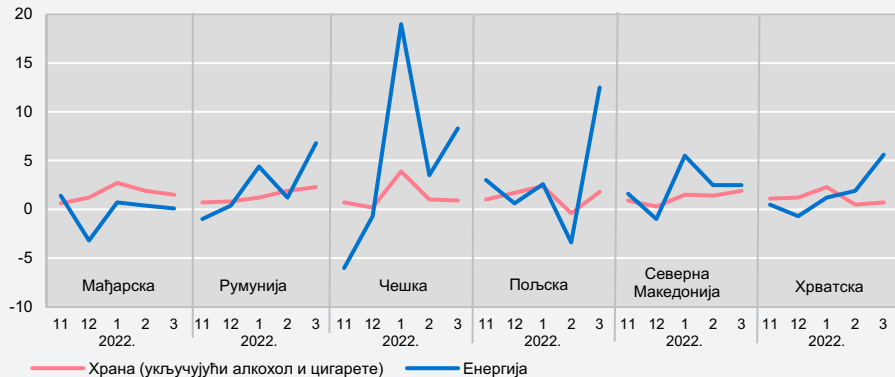
У **Мађарској** је средином новембра донета одлука о тромесечном ограничавању цена нафтних деривата, захваљујући којима је умањен раст укупне инфлације за 0,5–0,6 п.п. (према процени водећих аналитичара), након чега је важење одлуке продужено на још три месеца. Почев од фебруара, ограничене су цене основних животних намирница (млека, шећера, брашна, сунцокретовог уља, појединих категорија пилећег и свињског меса) на ниво од 15. октобра 2021, при чему је ефекат ограничења на смањење инфлације процењен на око 0,5 п.п. У **Румунији** је усвојен *Закон о заштити угрожених потрошача енергије*, којим је дефинисана шема расподеле месечне накнаде домаћинствима за утрошену електричну енергију и природни гас у периоду новембар 2021 – март 2022. Истим актом су предвиђене и накнаде за мала и средња предузећа, предузетнике и породична предузећа, док ће корпорације бити ослобођене плаћања тарифа и накнада за електричну енергију. Поред тога, најављено је да ће планирано умањење стопе ПДВ-а на цене електричне енергије (са 19% на 5%) од априла бити размотрено и за цене нафтних деривата, уз предлог да се на основне прехрамбене производе привремено обустави наплата ПДВ-а.

У **Чешкој** је донета одлука по којој се у новембру и децембру није обрачунавао ПДВ на цене електричне енергије и природног гаса, што је утицало на то да укупна инфлација буде нижа за око 1,0 п.п. **Пољска** је спровела два пакета фискалних мера (тзв. антиинфлационе штитове), тако што је у оквиру првог пакета одложила примену акциза и смањење ПДВ-а на цене електричне енергије и природног гаса, уз две исплате новчане помоћи грађанима, чији је збирни ефекат на снижење инфлације процењен на око 1,0 п.п. У оквиру другог пакета обустављена је наплата ПДВ-а на основне прехрамбене артикле, природни гас и ђубрива, док је стопа ПДВ-а на цене нафтних деривата спуштена са 23% на 8% за период од фебруара до јула. При томе, продужено је трајање првог пакета с првобитно планираних пет месеци (до краја маја) на седам месеци (до краја јула) како би се синхронизовали ефекти донетих мера, чија је укупна вредност процењена на око 7,5 млрд евра (1,2% БДП-а).

⁴ Привредни субјекти који тргују моторним и другим горивима на пумпама у обавези су да наставе да испоручују ове деривате утакањем у погонске резервоаре и посуде за транспорт у максималној количини до 60 литара.

Графикон О.1.4. Динамика цена хране и енергије у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе крајем 2021. и током Т1 2022.

(компоненте хармонизованог ИПЦ-а, месечне стопе у %)



Извор: Eurostat.

Од земаља у региону Западног Балкана, **Северна Македонија** је почетком марта усвојила 26 мера за спречавање економске кризе и даљег раста цена (процењене вредности око 400 млн евра). Међу мерама се издвајају укидање стопе ПДВ-а од 5% на основне животне намирнице и подела новчаних ваучера за око 35 хиљада запослених и пензионисаних лица, који се могу искористити до краја маја за куповину одређених прехранбених артикала. **Хрватска** је у октобру ограничила цене нафтних деривата на 30 дана, у децембру је ограничење суспендовано, да би почетком фебруара било поново уведено на бензин и дизел. Крајем марта усвојен је пакет економских мера (процењене вредности од око 636 млн евра), који укључује помоћ пензионерима и енергетски угроженим домаћинствима (око 90 хиљада), субвенције за покриће трошкова гаса за мала и средња предузећа, као и смањење стопе ПДВ-а са 25% на 13% на снабдевање електричном и топлотном енергијом, односно 5% на испоруке природног гаса до марта 2023. године.

Начелно посматрано, економске мере које су, ради обуздавања инфлације, увеле Србија и земље у окружењу могу се разврстати у три сродне групе: 1) привремено ограничење цена енергената и основних животних намирница путем административних и правних прописа, које спроводе Србија и Мађарска; 2) привремено смањење и/или укидање стопе ПДВ-а на цене енергената и хране, које примењују Пољска, Чешка и Румунија и 3) сукцесивна комбинација административних ограничења и фискалних мера у Северној Македонији и Хрватској. **Намера носилаца економских политика у Србији и другим земљама региона јесте да сетом мера привремено ограниче раст цена најважнијих категорија хране и енергије, које у великој мери одређују укупну инфлацију**, чиме се индиректно спречава знатније и трајније преливање трошковних притисака на остале цене преко инфлационих очекивања. На тај начин држава настоји умањити негативне (економске и психолошке) утицаје растућих светских цена хране и енергије на куповну моћ становништва и растеретити привреду од дела трошкова везаних за набавку енергената, тако да приватни сектор избегне теже последице и настави да буде покретач привредног раста. Због тога ће држава редовно процењивати оправданост постојећих мера и потребе за новим мерама, узимајући у обзир остварене и очекиване ефекте и економска кретања у домаћем и међународном окружењу.

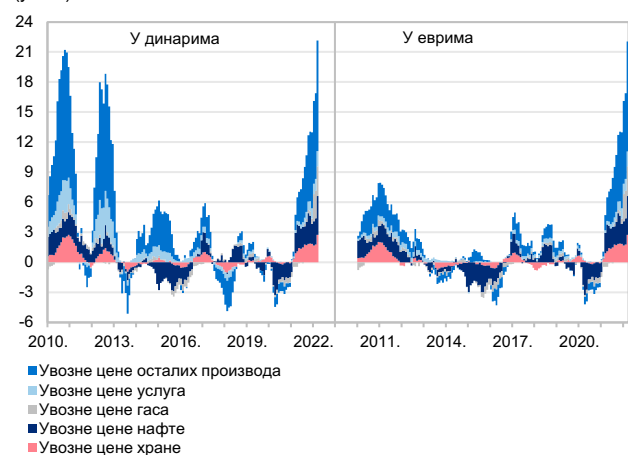
Графикон III.0.4. Доприноси компонента м.г. стопи раста произвођачких цена* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

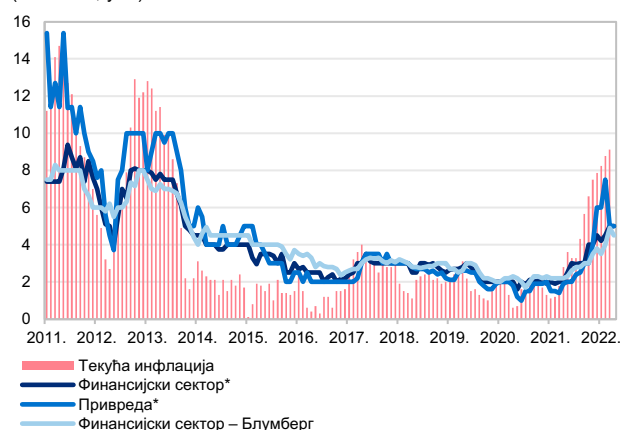
* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.5. Доприноси појединих компонента м.г. стопи раста увозних цена (у п.п.)



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

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



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

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

Произвођачке и увозне цене

Након што су крајем прошле и почетком ове године благо успориле, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у марту су поново убрзале м.г. раст на 17,0%, по основу интензивираних трошковних притисака у производњи енергената и интермедијарних производа (хемикалија, производа од гуме и пластике, основних метала), као и виших цена произвођача капиталних производа и производа за широку потрошњу (трајних и нетрајних). Слично ценама произвођача индустријских производа, м.г. раст **цена елемената и материјала у грађевинарству** у јануару и фебруару незнатно је успорио у односу на крај 2021, да би у марту поново убрзао на 19,9%, што указује на изражене трошковне притиске у области грађевинарства, на које се такође негативно одражавају продужени застоји у глобалним ланцима снабдевања и несташнице појединих сировина.

После незнатног успоравања у децембру, **цене робе и услуга које се увозе у Србију**² (изражене у динарима) наставиле су кретање узлазном путањом и у марту су забележиле м.г. раст од 22%, који је у највећој мери одређен повећањем извозних цена Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала). И остале компоненте повећале су допринос м.г. расту увозних цена у марту, пре свега светске цене енергената и хране, а у мањој мери и потрошачке цене у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга).

Инфлациона очекивања

Раст текуће инфлације одразио се и на раст инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, али не у пуној мери, при чему су средњорочна инфлациона очекивања задржана у границама циља.

Према резултатима анкета обеју агенција, инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред** у марту су се, први пут од септембра 2013, нашла изван граница циља Народне банке Србије. Након пада у јануару на 4,2%, очекивања представника финансијског сектора у анкети агенције **Ипсос** наредних месеци су расла и у

² Прелиминаран податак. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Базна година је 2010.

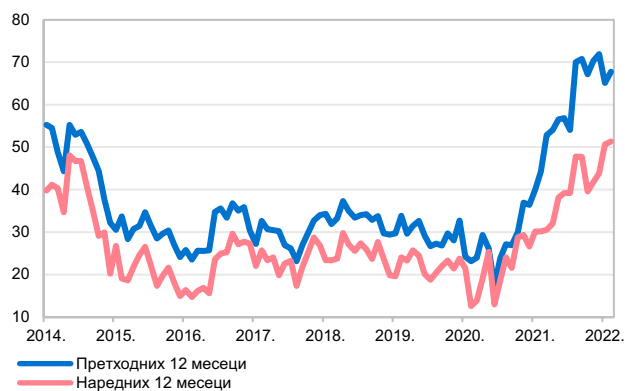
марту су износила 5,0%, где су се задржала и у априлу. На сличном нивоу била су у марту и очекивања према анкети агенције **Блумберг** (4,9%), која су у априлу ипак снижена – на 4,5%.

Резултати априлске анкете агенције Ипсос указују на смиривање инфлационих очекивања **сектора привреде**, која су у јануару стагнирала на 6,0%, у фебруару порасла на 7,5%, да би у марту била нижа за 2,5 п.п. и износила 5,0%, где су се задржала и у априлу. Нето проценат предузећа која у наредна три месеца очекују растуће трошковне притиске по основу цена инпута порастао је на 78,2%, што је близу процента предузећа која очекују раст цена инпута и у наредних 12 месеци. Истовремено, проценат предузећа која очекују да ће повећати цене својих производа и услуга у наредна три месеца нижи је и износи 68,1%. То би могло да упућује на закључак да и даље раст произвођачких цена воде повећани трошкови производње, а не тражња, тако да ће део повећаних трошкова предузећа вероватно надоместити нижим маржама.

Инфлациона очекивања сектора становништва за годину дана унапред, након стагнације на 10,0% у јануару, у условима знатног јачања геополитичких тензија, у фебруару су повећана на 15,0% и на том нивоу су остала и у марту, да би у априлу порасла на 20,0%. Према резултатима квалитативне анкете,³ вредност индекса перципиране инфлације виши је од очекиване, што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за две и три године унапред у априлу налазе се у границама циља Народне банке Србије и износе 4,0% и 3,5%, респективно. Оваква средњорочна очекивања могла би указивати на то да представници ова два сектора текућу вишу инфлацију оцењују као привремену. **Инфлациона очекивања становништва за две и три године унапред** остала су непромењена – на 10,0%.

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



Извор: Ипсос/Нинамедиа и прерачун НБС.

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

Графикон III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.

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

³ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

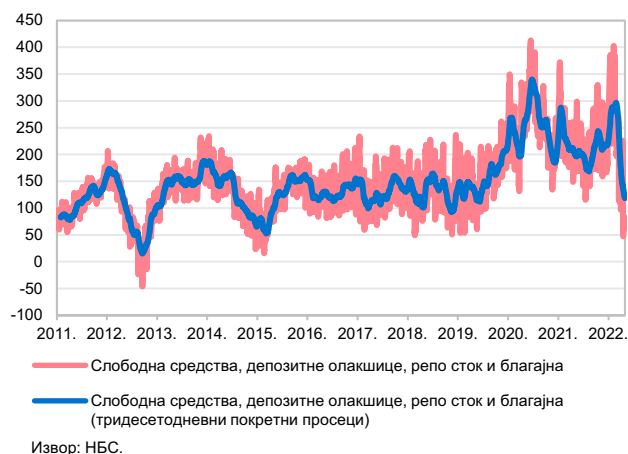
Наставак поопштравања монетарних услова одразио се на каматне стопе на тржишту новца, а крајем Т1 и на благи раст каматних стопа на динарске кредите. Током Т1 порасле су и стопе приноса на државне ХоВ услед повећане неизвесности на светском финансијском тржишту.

Каматне стопе

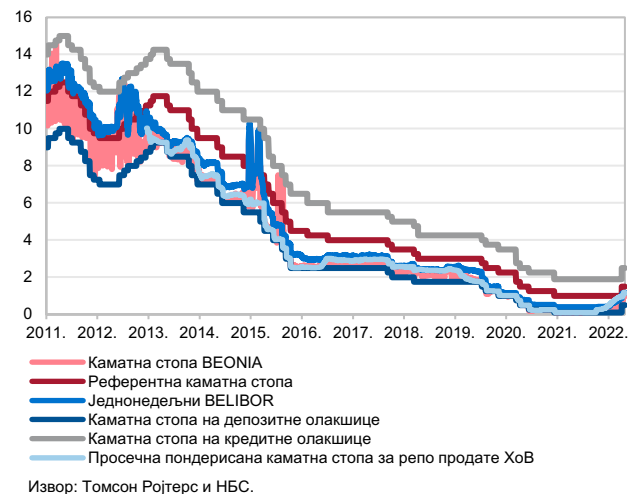
Народна банка Србије наставила је током Т1 да смањује степен експанзивности монетарне политике повећањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама, при чему је ова стопа крајем марта била готово изједначена с референтном каматном стопом, на нивоу од 0,96%, што у односу на крај 2021. представља раст од 46 б.п. У условима смањених вишкова динарске ликвидности банака, што је делом и сезонског карактера, а делом и резултат интервенција Народне банке Србије на девизном тржишту претежно продајом девиза, смањено је и стање продатих репо ХоВ у Т1 (са 72,3 млрд динара просечно у децембру 2021. на 39,5 млрд динара просечно у марту). По истом основу смањен је и просечан дневни износ преконоћних депозита банака код Народне банке Србије (са 67,4 млрд динара у децембру 2021. на 42,0 млрд динара у марту).

Раст просечне пондерисане репо стопе одразио се и на раст каматних стопа на **преконоћном међубанкарском тржишту новца**, тако да је каматна стопа *BEONIA* остварила раст током Т1 од 53 б.п., на 0,76%, колико је износила крајем марта. И просечан дневни промет у Т1 готово је удвостручен и износио је близу 7,0 млрд динара, што се може довести у везу с већом тражњом за динарским средствима. Раст бележе и каматне стопе *BELIBOR* свих рочности, које су током Т1 повећане за око 30 б.п., тако да су се крајем марта кретале у распону од 0,58% за најкраћу рочност до 1,39% за рочност од шест месеци. Просечна каматна стопа на закључене једнонедељне трансакције на међубанкарском тржишту новца такође је повећана, за преко 50 б.п., и у марту је њена

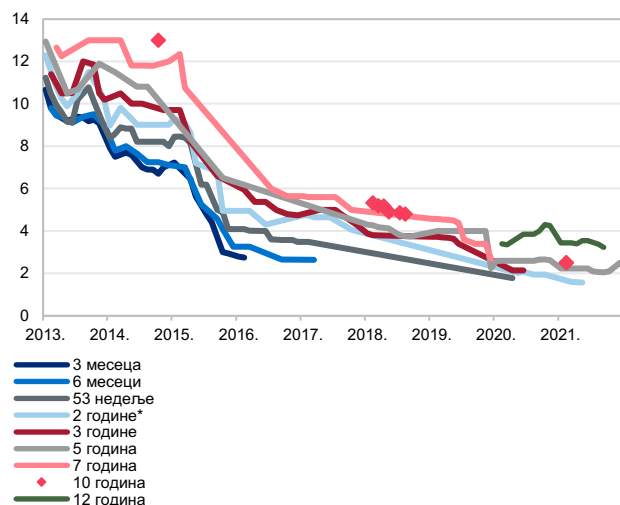
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност
(у млрд RSD)



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



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 НБС.

просечна вредност (0,95%) била готово изједначена с референтном каматном стопом.

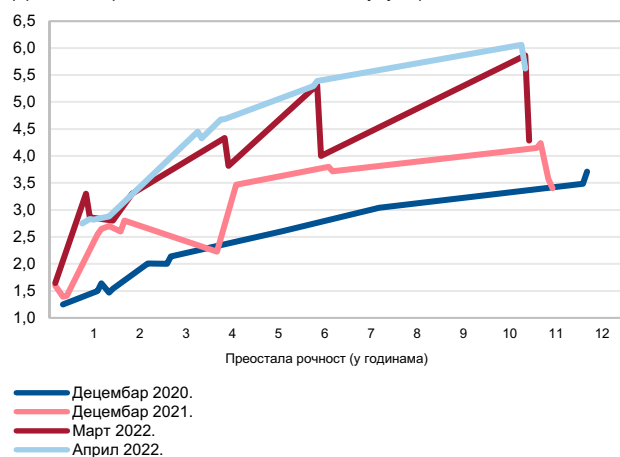
У априлу Народна банка Србије повећала је референтну каматну стопу за 50 б.п., на 1,5%, уз проширење коридора каматних стопа на $\pm 1,00$ п.п. у односу на референтну стопу, тако да су каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице повећане на 0,5% и 2,5%, респективно, што се директно одразило на кретање каматних стопа на тржишту новца. Тако је просечна репо стопа повећана на 1,13%, што се одразило на раст каматне стопе *BEONIA*, која је крајем априла износила 0,98%. Каматне стопе *BELIBOR* такође су забележиле раст, тако да су се крајем априла кретале у распону од 1,01% за најкраћу рочност до 1,74% за рочност од шест месеци.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ, током Т1 одржаване су само аукције за продају динарских ХоВ рочности од две године. На првој аукцији у јануару извршна стопа је била једнака купонској стопи (2,75%), након чега је у фебруару смањена за 10 б.п., на 2,65%. Ефекат растуће неизвесности на светском финансијском тржишту био је видљив и на домаћем тржишту динарских ХоВ, тако да је на аукцији у марту извршна стопа на двогодишње ХоВ повећана за 30 б.п. у односу на претходну аукцију исте рочности, на 2,95%. У априлу су одржане још две аукције за ХоВ ове рочности, при чему је на другој аукцији извршна стопа додатно повећана, на 3,3%.

У Т1 укупно су продате ХоВ у номиналном износу од 39,2 млрд динара. С друге стране, доспеле су раније продате ХоВ у номиналном износу од 109,2 млрд динара, тако да је стање продатих динарских ХоВ смањено за 70,1 млрд динара, на 920,6 млрд динара крајем Т1. Као и претходних тромесечја, и током Т1 смањено је стање динарских ХоВ у власништву нерезидената, за 9,3 млрд динара, на 167,8 млрд динара крајем марта, што се може довести у везу и с нормализацијом монетарних политика водећих централних банака и повећаном неизвесношћу на међународним финансијским тржиштима.

Као и на примарном, и на секундарном тржишту повећане су стопе приноса, што је случај и у другим земљама у успону. Тако су приноси за преосталу рочност од шест и 11 година почетком марта износили 4% и 4,3%, респективно, да би крајем месеца, уз знатан пад промета, достигли ниво од око 6%. Раст приноса забележен је и код динарских ХоВ краћих рочности, али је био мање изражен, тако да су се оне у просеку кретале у распону од 1,7% за

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

преосталу рачност од два месеца до 3,3% за преосталу рачност од две године. Током Т1 настављен је пад промета на секундарном тржишту динарских државних ХоВ – за 37,8%, на 71,9 млрд динара.

Током Т1 организоване су три аукције за продају државних ХоВ у еврима, једна за рачност од две године (са извршном стопом од 0,75%, која је била једнака купонској стопи и која је продата у потпуности), друга за рачност од 2,5 године (чија је извршна стопа износила 0,81%, што је испод купонске стопе од 0,85%), а први пут је одржана аукција за рачност од 25 година, што представља најдужу рачност државних ХоВ, са извршном стопом од 2,5% (купонска стопа износила је 2,3%). Продате су ХоВ у номиналном износу од 311,5 млн евра, а како су током Т1 доспеле раније продате ХоВ у еврима у номиналном износу од 398,4 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима смањено је на 2.231,4 млн евра крајем марта.

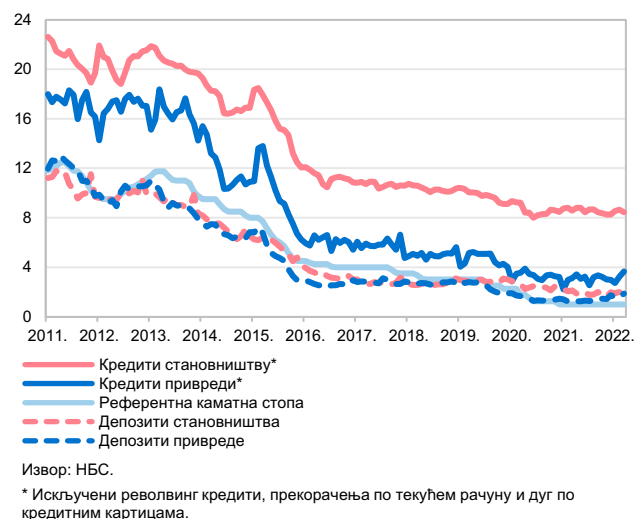
Раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца крајем Т1 пренео се и на каматне стопе на **нове динарске кредите**, које су биле у благом порасту. У односу на крај 2021, каматне стопе на динарске кредите становништву више су за 0,2 п.п. (у марту су износиле 8,4%), а на кредите привреди за 0,7 п.п. (3,6% у марту).

Раст каматних стопа на динарске кредите привреди бележи се пре свега за кредите за обртна средства, за 0,7 п.п., на 3,8%, а у мањој мери и за остале некатегорисане кредите, за које је каматна стопа повећана за 0,2 п.п., на 2,8%. Код динарских кредита становништву, повећане су каматне стопе код готовинских кредита за 0,4 п.п., на 9,0% (чиме су се вратиле близу просечног нивоа за претходну годину), и код потрошачких кредита за 0,5 п.п., на 2,0%.

Просечна пондерисана каматна стопа на кредите привреди у **евро знаку** снижена је за 0,2 п.п. у односу на децембар 2021, на 2,3% у марту. Пад каматне стопе претежно је вођен падом каматне стопе на кредите за обртна средства за 0,3 п.п., на 2,1%, али и знатним растом учешћа ове категорије кредита у укупном кредитирању привреде, с обзиром на то да је каматна стопа на кредите за обртна средства нижа од просечне каматне стопе на кредите привреди. Просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву благо је повећана (за 0,1 п.п.), на 3,5%, услед раста каматних стопа на потрошачке и остале некатегорисане кредите, док је каматна стопа на евроиндексиране стамбене кредите остала непромењена од августа 2021, на нивоу од 2,6%.

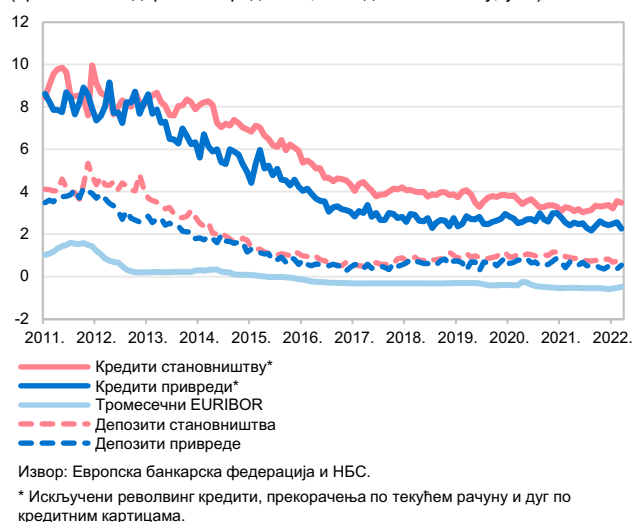
Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



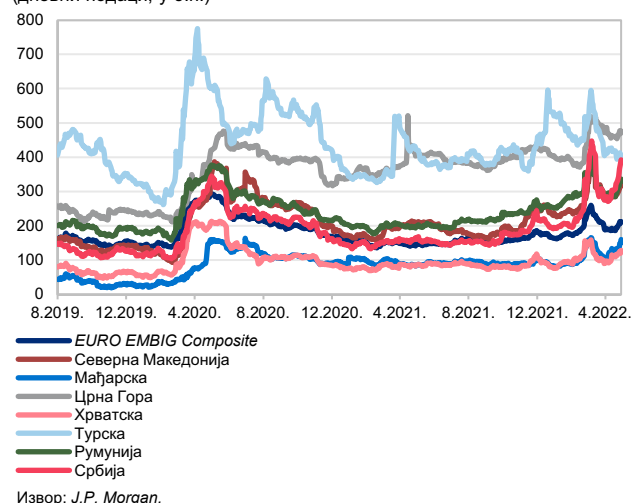
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

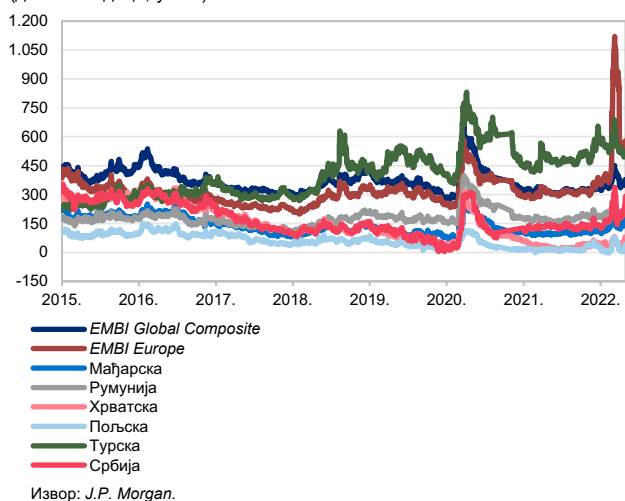


Графикон IV.1.7. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – *EURO EMBIG*

(дневни подаци, у б.п.)

Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – *EMBI*

(дневни подаци, у б.п.)

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

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
S&P	BB/ста- билни ⁴⁾	BB/пози- тивни ⁴⁾	BB+/пози- тивни ⁴⁾	BB+ /ста- билни ²⁾	BB+/пози- тивни ⁴⁾
Fitch	BB/ста- билни ⁴⁾		BB+ /ста- билни ³⁾		
Moody's	Ba3/ста- билни ¹⁾		Ba3 /пози- тивни ³⁾		Ba2 /ста- билни ¹⁾

Извор: НБС.

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

У односу на крај 2021. каматна стопа на штедњу становништва у динарима снижена је за 0,3 п.п. и износи 1,7% у марту, док је каматна стопа на штедњу у еврима непромењена и износи 0,9%. Каматна стопа на орочене депозите привреде у еврима снижена је за 0,1 п.п. у односу на децембар и износи 0,5%, док је каматна стопа на орочене динарске депозите привреде повећана за 0,1 п.п., на 1,9% у марту.

Премија ризика

Кретање глобалне премије ризика, као и премије ризика посматраних земаља у развоју (укључујући и Србију), током Т1 било је првенствено одређено ескалацијом геополитичких тензија, избијањем кризе у Украјини и увођењем санкција Русији од стране западних земаља. То је за последицу имало додатно појачану аверзију према ризику током фебруара, која је карактерисала међународна финансијска тржишта и у претходном периоду због неизвесног тока пандемије и почетка нормализације монетарних политика водећих централних банака. Упркос чињеници да се геополитичке тензије нису смириле, у марту је дошло до делимичне корекције наниже глобалне премије ризика, при чему је она и даље на вишем нивоу него на крају 2021. године.

EURO EMBIG, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, повећана је током Т1 за 79 б.п., на ниво од 275 б.п. Истовремено, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, повећана је током Т1 за 26 б.п. и крајем марта је износила 189 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је порасла током Т1 (за 56 б.п., на 195 б.п.), при чему је и даље наставила да се креће знатно испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је током Т1 повећана за 17 б.п., на 347 б.п.

Агенција *Fitch* задржала је у фебруару кредитни рејтинг Србије на нивоу од *BB+*, као и стабилне изгледе за његово повећање на ниво инвестиционог рејтинга. Одлука је донета у условима појачаних геополитичких тензија, што додатно потврђује адекватност економских политика у Србији. Агенција *Fitch* је у образложењу ове одлуке акценат ставила на кредибилан оквир макроекономске политике, одговорну фискалну политику, као и на квалитетније управљање и виши ниво економског развоја у односу на земље са сличним кредитним рејтингом. Такође, истакнута је и стабилност банкарског сектора, као и повећана отпорност Србије на потресе из међународног окружења.

Прилив капитала из иностранства

Прилив капитала у Т1 остварен је по основу СДИ и раста кредитног задужења свих сектора у иностранству. Ти приливи делимично су покрили одливе по основу трговинских кредита, средстава које су банке држале на рачунима у иностранству и портфолио инвестиција.

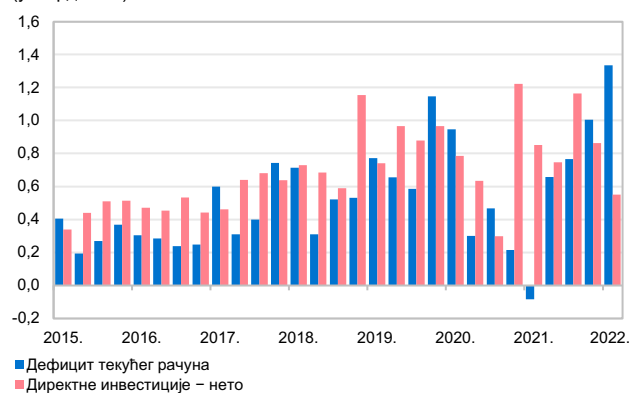
Према прелиминарним подацима, у Т1 остварен је **нето прилив СДИ** у износу од 551,1 млн евра. Највећим делом прилив СДИ у Србију, који је износио око 593 млн евра, односио се на улагања из Кине, за којима следе улагања из Велике Британије, Аустрије и Швајцарске, док су, посматрано по делатностима, улагања претежно била усмерена у прерађивачку индустрију и грађевинарство. Истовремено, у делатности финансија забележен је одлив услед промене власништва појединих банака које послују на домаћем тржишту, где је укључено и преузимање власништва над *Sberbank Srbija a.d. Beograd*, која је била део банкарске групације повезане с Русијом на чије пословање су се одразиле новонастале околности услед ескалације геополитичких тензија. Уз добијање неопходних сагласности Народне банке Србије и надлежних институција, преузимање је извршила домаћа банка.

Геополитичке тензије и ескалација кризе у Украјини, али и почетак нормализације монетарних политика водећих централних банака, одразили су се на токове **портфолио инвестиција**. Током Т1 регистрован је нето одлив капитала у износу од 184,5 млн евра, који се претежно односио на продају државних ХоВ на секундарном тржишту. Одлив је регистрован и по основу доспећа државних ХоВ у поседу нерезидената, док су истовремено резиденти смањили улагања у ХоВ на иностраним тржиштима.

Нето обавезе резидената према иностранству по основу **финансијских кредита** током Т4 повећане су за скоро 440 млн евра под утицајем раста задужења свих сектора (предузећа, Владе и банака). Домаће банке повећале су износ средстава на рачунима у иностранству, тако да је по основу **готовог новца и депозита** регистрован одлив (784,6 млн евра). Одлив је забележен и по основу **трговинских кредита** (901,3 млн евра) у највећој мери због ненаплаћеног извоза.

Графикон IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ

(у млрд EUR)

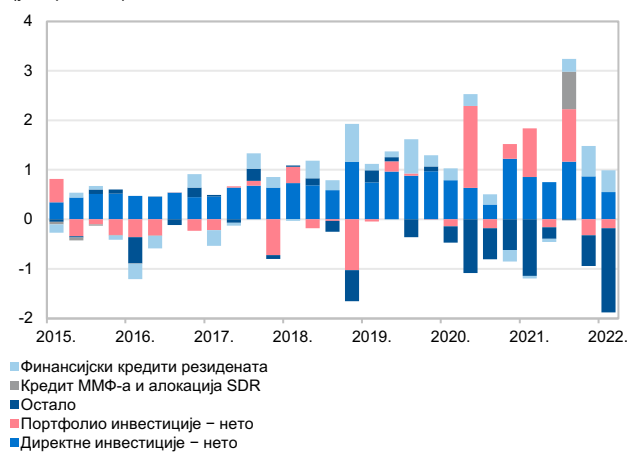


Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2022.

Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса

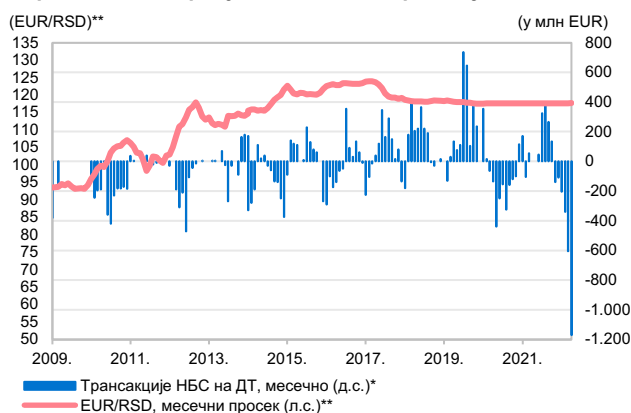
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2022.

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

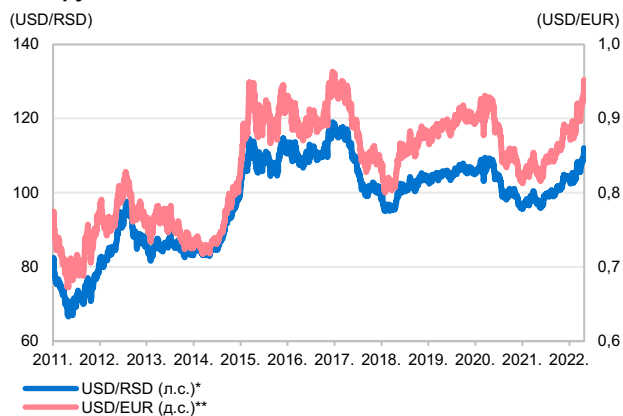


Извор: НБС.

* + нето куповина; - нето продаја.

** 1 EUR у RSD.

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



Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.

** 1 USD у EUR.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Депрецијацијски притисци, који су били присутни од Т4 2021. услед повећаног увоза енергената, додатно су појачани током Т1 ове године у условима геополитичких тензија и ескалације кризе у Украјини. Упркос томе, захваљујући интервенцијама Народне банке Србије, очувана је релативна стабилност динара према еврау и током Т1. Посматрано крајем периода, динар је према еврау у Т1 незнатно ослабио (за 0,1%), док је, због слабљења евра према долару, динар према долару ослабио за 1,5%.

Расту тражње за девизама током Т1 највише су допринела домаћа предузећа, увозници енергената, делом и због повећања цене енергената на светском нивоу. Ескалација кризе у Украјини утицала је и на раст премије ризика европских земаља у успону, што се одразило и на већу тражњу нерезидената за девизама на домаћем тржишту крајем фебруара, али се она током марта ипак знатно смањила. С друге стране, у условима повећане глобалне неизвесности, физичким лицима је у марту продат рекордан износ ефективног страног новца. Иако се понуда девиза повећавала из месеца у месец, највише услед раста валутно индексиране активне банака⁴ захваљујући расту кредитне активности, она није била довољна да покрије растућу тражњу за девизама.

У таквим околностима, ради очувања релативне стабилности курса динара према еврау, Народна банка Србије је у Т1 интервенисала на МДТ-у нето продајом 2.115,0 млн евра, од чега се нешто више од половине односило на продају девиза у марту.

Просечна вредност промета на МДТ-у⁵ у Т1 износила је 27,1 млн евра и била је за 7,0 млн нижа него у Т4 2021. Посматрано на месечном нивоу, највиша просечна вредност промета остварена је у фебруару (31,9 млн евра), а најнижа у марту (22,7 млн евра). Поред тога, током Т1 смањен је и обим промета на редовним девизним своп аукцијама, пре свега на двонедељним, на којима је купљено и продато банкама по 12,0 млн евра (наспрам 106,0 млн евра у Т4 2021). Нижи обим промета забележен је и на тромесечним аукцијама, на којима је купљено и продато по 5,0 млн евра (наспрам 15,0 млн евра у Т4 2021).

⁴ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

⁵ Без Народне банке Србије.

Валуте земаља региона које су у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања према еврџу током Т1. Посматрано крајем периода, према еврџу ојачала је једино чешка круна (1,9%), на шта су се одразили ефекти знатног заштравања монетарне политике из претходног периода, док је вредност румунског леја била непромењена. С друге стране, слабљење су забележили мађарска форинта (0,2%), пољски злот (1,1%) и турска лира (10,0%).

2. Новац и кредити

Смањење монетарних агрегата, које је карактеристично за почетак године, од краја фебруара додатно је било наглашено у условима повећане неизвесности изазване ескалацијом геополитичких тензија, док је домаћа кредитна активност наставила тренд стабилног раста подржана кредитирањем привреде, а затим и становништва.

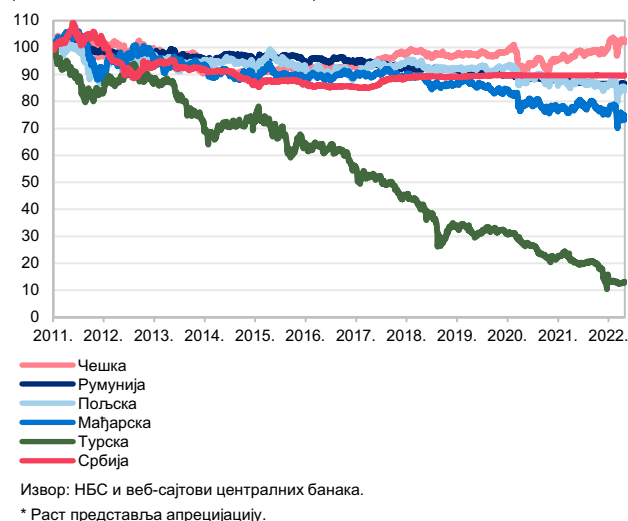
Новац

Динарска новчана маса, М2, смањена је током Т1 за 9,0%, док је М3, која обухвата и девизне депозите, смањена за 3,0%. Ово смањење делом је последица сезонских фактора, а делом и повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту у условима ескалације геополитичких тензија.

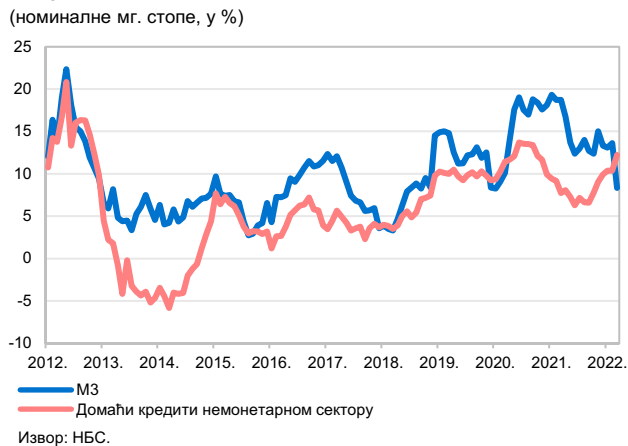
Посматрано по појединачним категоријама, највеће смањење бележе ликвидније компоненте. Динарски депозити по виђењу смањени су у Т1 за 100,1 млрд динара, од чега се готово 70% смањења односи на депозите становништва. Стање на трансакционим рачунима привреде смањено је током Т1 за 39,8 млрд динара. С друге стране, остали сектори су заједно забележили повећање трансакционих депозита за 6,2 млрд динара, а највише депозити других финансијских организација.

Орочени динарски депозити у Т1 смањени су за 40,2 млрд динара, уз готово подједнако смањење код сектора привреде и становништва, као и других финансијских организација. Након вишегодишњег континуираног раста, динарска штедња становништва је од краја фебруара забележила привремено смањење и крајем марта износила је 87,9 млрд динара. Избијање сукоба у Украјини повећало је аверзију према ризику и допринело привременом повлачењу штедње из банака. Ипак, битно је нагласити да су

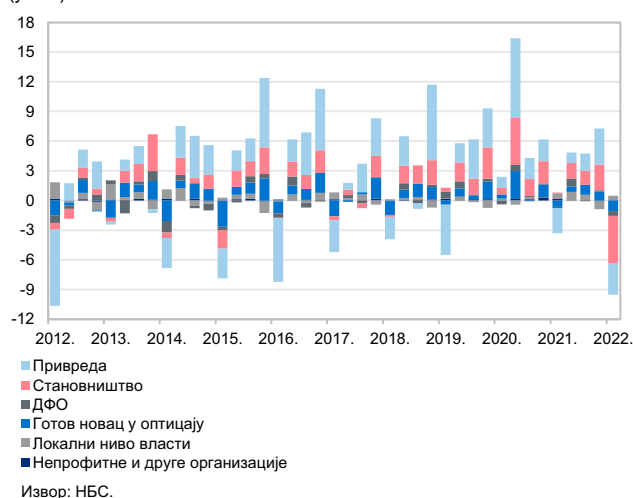
Графикон IV.1.13. Кретање курсова одређених националних валута према еврџу* (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



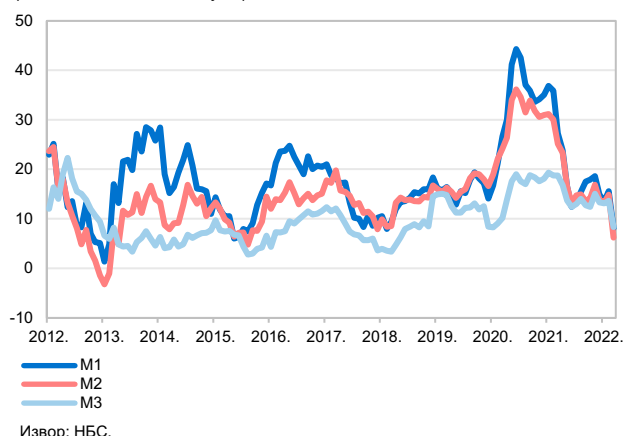
Графикон IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3 (номиналне мг. стопе, у %)



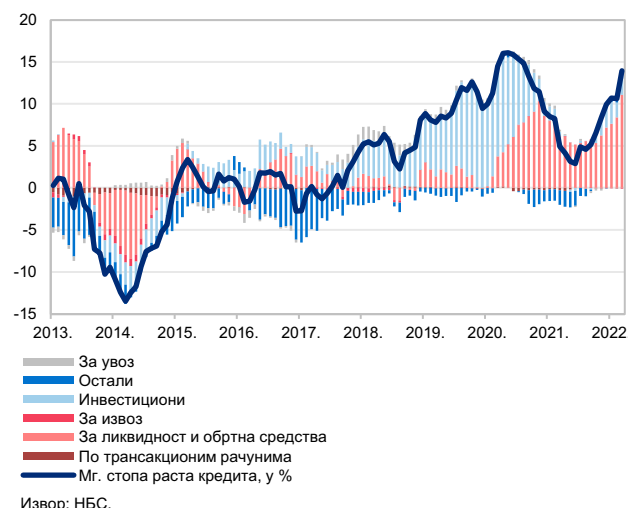
Графикон IV.2.2. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура (у п.п.)



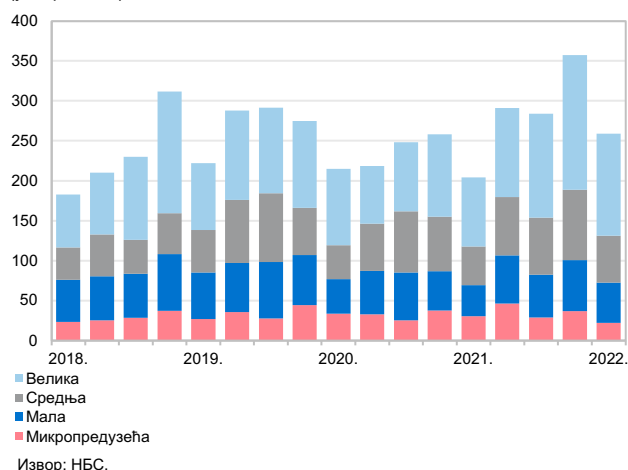
Графикон IV.2.3. Кретање монетарних агрегата
(номиналне мг. стопе, у %)



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



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



финансијска стабилност и релативна стабилност девизног курса остале очуване и у таквим условима. Током априла приметно је и смиривање притисака када је у питању повлачење динарске штедње.

За разлику од динарских депозита, **девизни депозити** су у Т1 повећани за 380,4 млн евра. Највише су повећани депозити привреде (254,6 млн евра) захваљујући приливима девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству. Девизна штедња становништва повећана је током Т1 за 69,9 млн евра и крајем марта износила је 12,4 млрд евра.

Посматрано на мг. нивоу, у Т1 је настављено успоравање стопа раста новчане масе. М1, М2 и М3 у марту забележиле су мг. стопе раста од 8,1%, 6,2% и 8,3%, респективно, при чему је стабилан раст кредитне активности наставио позитивно да доприноси расту монетарних агрегата.

Кредити

Укупни домаћи кредити, по искључењу ефекта промене девизног курса, убрзали су мг. раст на 12,1% у марту. Највећи допринос том расту пружају кредити привреди (7,2 п.п.), а затим становништву (5,0 п.п.), при чему је њихов мг. раст у марту износио 13,9% и 10,7%, респективно.

Посматрано на нивоу Т1, **кредити привреди** су, по искључењу ефекта промене девизног курса, забележили прираст од 64,1 млрд динара, што је релативно висок прираст, који није сезонски уобичајен за почетак године. Готово цео раст односио се на кредите за ликвидност и обртна средства (57,6 млрд динара), чије је учешће у укупним кредитима привреди повећано на 48,0% у марту. Раст су забележили и некатегорисани кредити (за 8,3 млрд динара), као и задужења по текућим рачунима (за 2,9 млрд динара). С друге стране, инвестициони кредити су током Т1 смањени за 4,5 млрд динара, што је утицало на то да њихов удео у кредитима привреди буде смањен на 39,7% у марту. Остале врсте кредита забележиле су релативно мање промене стања у односу на крај 2021. Посматрано по величини предузећа, кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 63,9% стања укупних кредита привреди у марту. Бржи раст девизно индексираних пласмана привреди од раста динарских пласмана утицао је на смањење степена динаризације пласмана привреди за 0,5 п.п., на 23,5% у марту.

Обим новоодобрених кредита привреди током Т1 износио је 258,8 млрд динара, што је за 26,8% више

него у истом периоду претходне године. Предузећа су и током Т1 највише користила кредите за ликвидност и обртна средства (64,2%), при чему су нешто мање од половине тих кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа. На инвестиционе кредите односило се 19,0% нових кредита привреди у Т1, при чему се на део тржишта који чине микропредузећа, мала и средња предузећа односило преко 80% ових кредита.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су у Т1 за 23,3 млрд динара. Највећи део прираста односило се на стамбене кредите (14,1 млрд динара), а њихов м.г. раст у марту износио је 16,2%. Раст готовинских кредита у Т1 износио је 8,8 млрд динара, а раст кредита за ликвидност и обртна средства одобренних предузетницима 2,9 млрд динара. Некатегорисани кредити смањени су за 2,6 млрд динара, док су остале врсте кредита забележиле релативно мањи прираст него на крају 2021. Раст девизно индексираних пласмана, услед раста стамбених кредита, био је бржи од раста динарских, што је допринело смањењу учешћа динарских пласмана становништву за 0,2 п.п., на 54,4% у марту.

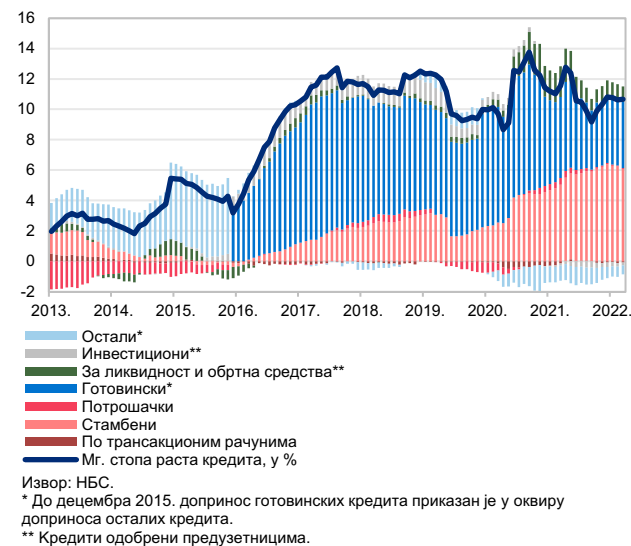
У структури кредита становништву, у марту најзаступљеније категорије били су готовински (44,0%) и стамбени кредити (39,3%).

Износ новоодобренних кредита становништву у Т1 од 127,8 млрд динара већи је за 1,3% у односу на исти период прошле године. Готовински кредити чинили су 59,3% нових кредита у Т1, док се на стамбене кредите односила готово четвртина нових кредита становништву. Обим нових стамбених кредита у Т1 износио је 29,7 млрд динара, чиме је настављен раст тражње становништва за стамбеним кредитима из претходних периода.

Резултати априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁶ показују да су банке у Т1 наставиле с благим поштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди, под утицајем већих трошкова финансирања, неизвесности у погледу опште економске ситуације и последичне мање спремности за преузимање ризика. С друге стране, банке су оцениле да су кредитни стандарди становништву у Т1, четврто тромесечје

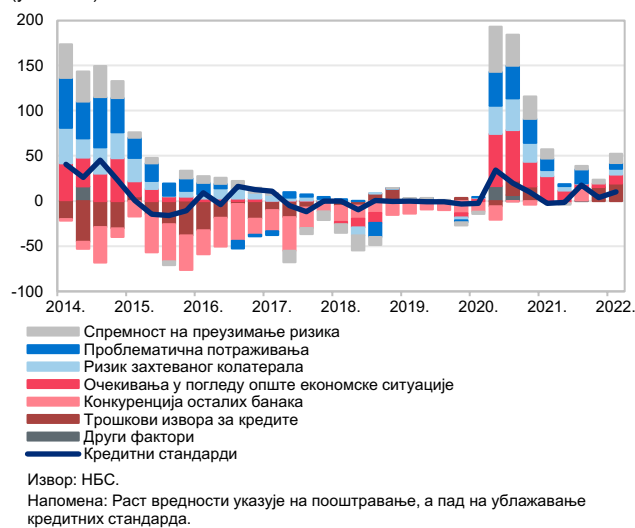
Графикон IV.2.6. Доприноси м.г. расту кредита становништву

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



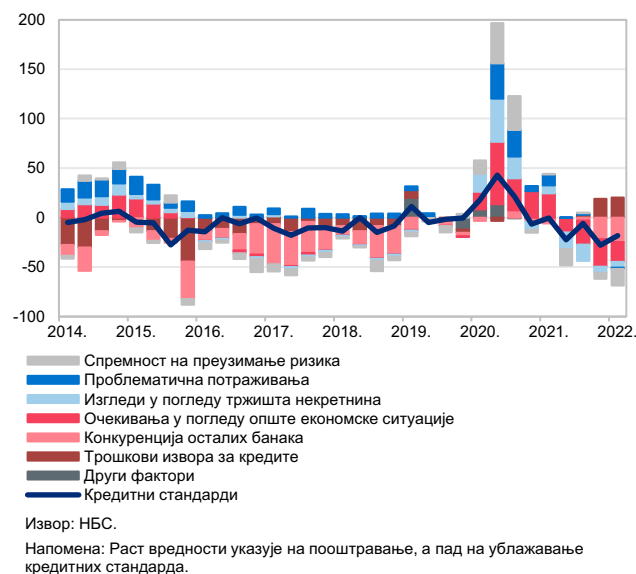
Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора

(у нето %)

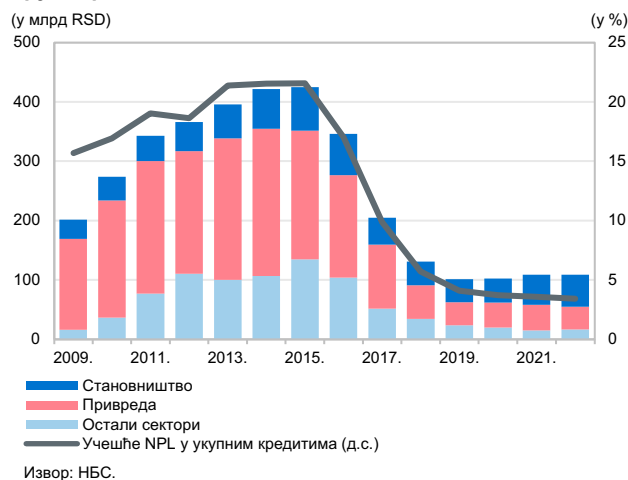


⁶ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

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



Графикон IV.2.9. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



Графикон IV.3.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)



заредом, ублажени, првенствено захваљујући конкуренцији у банкарском сектору, опоравку тржишта рада и факторима везаним за тржиште некретнина. Истовремено, тражња оба сектора за кредитима наставила је да се повећава током Т1. Финансирање обртних средстава и капиталних инвестиција доминантни су фактори раста тражње привреде за кредитима, док су код становништва водеће потребе за рефинансирањем и куповином непокретности.

Бруто *NPL* показатељ и даље је испод преткризног нивоа и у марту је износио 3,4%, што је за 0,1 п.п. ниже него на крају 2021. Овакво кретање указује на то да су мере Народне банке Србије и Владе биле правовремене и да су спречиле већи негативан ефекат по привреду и становништво, а тиме и по финансијску стабилност. У поређењу с крајем 2021, бруто *NPL* показатељ сектора становништва⁷ благо је повећан (за 0,1 п.п., на 4,2% у марту), док је код сектора привреде⁸ смањен за 0,4 п.п., на 2,4%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у марту износила је 89,2% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 56,3% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала⁹ на крају Т1 износио је 20,0%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Домаћа тражња

Раст домаће тражње, заснован на потрошњи и инвестицијама, водио је раст економске активности, који је, према процени РЗС-а, у Т1 износио 4,3% м.г.

Раст приватне потрошње настављен је и током Т1, али је, услед ишчезавања базног ефекта, на м.г. нивоу успорио са 7,2% у Т4 2021. на 7,0% у Т1 2022. Избијање конфликта у Украјини и последичан раст неизвесности имали су извесан психолошки ефекат на раст потрошње становништва, пре свега ради

⁷ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* у марту износи 4,3%.

⁸ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у марту износило је 2,6%.

⁹ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

набавке нетрајних потрошних добара, хране и нафтних деривата. На то указује повећање реалног промета у трговини на мало током марта од готово 20% мг., што је на нивоу тромесечја резултирало растом од 10,6% мг. Поред тога, јењавање епидемије вируса корона и даље ублажавање епидемијских мера подстакли су раст активности у осталим услужним секторима, о чему сведочи раст промета у угоститељству од 27,9% мг. (последњи расположив податак за јануар), као и повећање броја ноћења домаћих туриста од 18,8% мг. Позитиван допринос економској активности потиче и од раста **државне потрошње** (3,5% мг., уз допринос БДП-у од 0,6 п.п.).

Извори приватне потрошње сугеришу да је раст био пре свега заснован на расту масе зарада, која је у периоду јануар–фебруар повећана за 16,1% мг., чему је у већој мери допринео раст зарада, а у нешто мањој мери и раст запослености. Током Т1 регистрован је и раст дознака од око 17% мг., што се може довести у везу с даљим ублажавањем здравствених мера у Европи и већој мобилности радне снаге. Каматне стопе на кредите и даље су остале повољне, тако да је мг. раст стања кредита намењених потрошњи задржан на нивоу од око 7%, колико је износио и у претходна два тромесечја. Поред тога, средства за потрошњу потицала су и од једнократне исплате новчане помоћи пензионерима и становништву млађем од 30 година.

Даље унапређење инвестиционог амбијента резултирало је наставком **раста инвестиција у фиксне фондове**, који је, према нашој процени, током Т1 износио 2,5% мг., уз позитиван допринос и приватних инвестиција и инвестиција државе. То потврђује и даље висок ниво активности у грађевинарству, који је заснован пре свега на реализацији инфраструктурних пројеката које финансира држава. Поред тога, на раст инвестиционе активности указује и повећање производње машина и опреме од 7,1% мг. у Т1, као и раст увоза опреме од 8% мг.

Раст инвестиционе активности приватног сектора у Т1 финансиран је доминантно из сопствених извора, а у нешто мањој мери и по основу новоодобрених инвестиционих кредита. С друге стране, прилив СДИ од 551 млн евра у Т1 био је нижи него у истом периоду претходне године, али је остао пројектно распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе.

Залихе су такође позитивно допринеле привредном расту, на шта се пре свега одразило привремено ограничење извоза примарних пољопривредних

Табела IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства

	2021.			2022.
	T2	T3	T4	T1
Потрошња домаћинства	17,1	8,1	7,2	7,0*
Показатељи				
Промет у трговини на мало	19,1	7,8	8,4	10,6
Промет у угоститељству	115,0	100,0	118,5	27,9 ***
Број домаћих туриста	111,1	5,2	39,6	27,7
Број ноћења домаћих туриста	88,4	3,6	23,5	18,8
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	23,9	5,5	12,3	21,2
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	13,9	12,5	14,8	16,1 **
Нето прилив дознака, номинално	34,4	4,9	14,8	16,9
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	11,1	6,9	6,7	6,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Јануар–фебруар.
*** Јануар.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

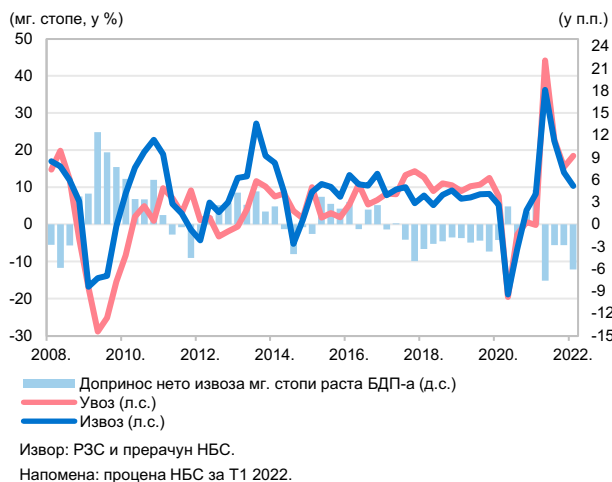
	2021.			2022.
	T2	T3	T4	T1
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	21,4	12,2	9,8	2,5 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	14,6	15,7	10,9	-5,0 *
Инвестиције државе	7,7	93,1	26,4	4,5 *
Број издатих грађевинских дозвола	54,7	31,5	34,4	23,4 **
Производња грађевинског материјала	28,7	0,4	-0,2	3,5
Вредност изведених радова	15,0	15,1	10,4	-5,9
Увоз опреме, номинално	53,1	12,2	13,3	8,0
Производња домаћих машина и опреме	26,4	12,6	7,7	7,1
Залихе готових производа у индустрији	2,4	2,4	4,0	-0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Јануар–фебруар.

Графикон IV.3.2. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)



Графикон IV.3.3. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



производа и формирање стратешких залиха енергената и хране.

И на тромесечном нивоу, раст економске активности од 0,6% дсз., према нашим проценама, био је вођен растом домаће тражње, пре свега личне потрошње и залиха, а затим и инвестиција државе.

Нето екстерна тражња

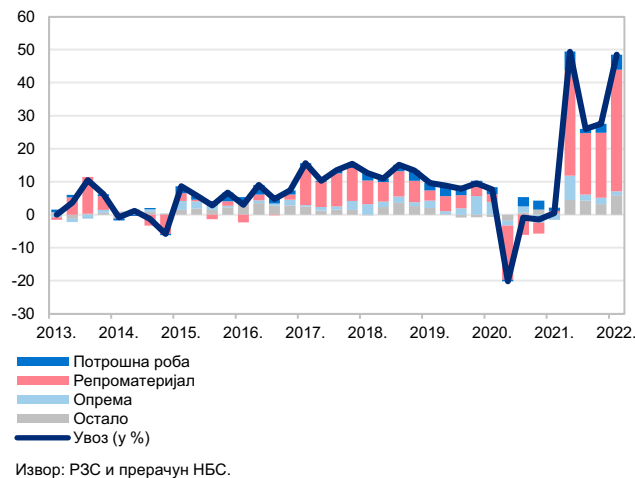
Повећање количинског увоза енергената у највећој мери утицало је на то да реални увоз робе и услуга у Т1 забележи израженији м.г. раст од извоза (18,5% наспрам 10,3%), што је, према нашој процени, резултирало негативним доприносом нето извоза м.г. расту БДП-а од 6,1 п.п.

Графикон IV.3.4. **Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије**
(тримесечни покретни просек дсз.)



Робни извоз, изражен у еврима, снажно је повећан у Т1 (31% м.г., према платнобилансним подацима), и то у условима успоравања екстерне тражње и присутних застоја у глобалним ланцима снабдевања, који су додатно погоршани под утицајем сукоба у Украјини и нових противепидемијских мера у Кини. Раст извоза вођен је извозом прерађивачке индустрије, који је повећан за 25,9% м.г., и био је широко распрострањен међу гранама (у 21 од 23 гране), при чему је највећи допринос долазио од извоза основних метала, прехранбених производа, хемијских производа, производа од гуме и пластике, деривата нафте и електричне опреме. Висок номинални раст извоза једним делом је резултат раста извезених количина робе, док је део резултат раста извозних цена. И рударство, чији је извоз био 11 пута већи него у истом периоду претходне године, наставило је да доприноси расту укупног извоза, док је извоз пољопривредних производа био нижи него пре годину дана, делом и по основу мере привременог ограничења извоза житарица.

Графикон IV.3.5. **Кретање главних компонената увоза**
(доприноси м.г. расту, у п.п.)



Робни увоз, изражен у еврима, повећан је за 47,7% м.г., пре свега услед високог увоза енергената, који је у Т1 износио 1.610,4 млн евра и био је за 1.199,6 млн евра виши него пре годину дана. Од тога, у односу на исти период претходне године, увоз гаса био је виши за 645 млн евра, нафте и деривата за 403,5 млн евра, електричне енергије за 94,4 млн евра и угља за 56,7 млн евра. При томе, највећи део раста увоза гаса и нафте (око 85%) последица је раста увозних цена ових енергената, док се преостали део раста односи на раст увезених количина енергената. Таква кретања потврђује и класификација увоза према општим економским категоријама (*BEC*), према којој је расту увоза највише допринео повећан увоз средстава за

репродукцију (68,4% мг.), категорије у оквиру које су сврстани енергенти. За њима следе увоз потрошне робе (21,2% мг.) и увоз средстава за рад (8% мг.), што указује на даљи раст личне потрошње и инвестиција. То потврђује и класификација увоза по наменама, где су расту увоза највише доприносили енергенти и интермедијарни производи, а затим производи за широку потрошњу и капитални производи.

Размена услуга са иностранством наставила је да се повећава током Т1, при чему је, услед израженијег раста увоза (45,8% мг.) од извоза (32% мг.), суфицит у размени услуга са иностранством смањен за 4,6% мг., на 420,3 млн евра.

Покривеност робног увоза извозом¹⁰ у марту је износила 75,8%, а по укључењу услуга 84,3%.

4. Економска активност

Упркос ескалацији геополитичких тензија проузрокованих конфликтом у Украјини, што је почело да се одражава и на ниво економске активности зоне евра, у Србији је задржана релативно висока стопа раста економске активности и током Т1 (4,3% мг.). И на тромесечном нивоу настављен је раст, који је, према нашој процени, износио 0,6% дсз. и био је вођен растом активности у индустрији, а у нешто мањој мери и растом активности у услужним секторима.

Као и током претходних тромесечја, и током Т1 највећи допринос расту економске активности потекао је од **услужних делатности** (3,2 п.п.). Збирно посматрано, раст активности у услужним секторима, према нашој процени, износио је око 6% мг., што потврђује и кретање показатеља из појединих услужних делатности. Тако је реалан промет у трговини на мало повећан за 10,6% мг., док је промет у туризму, мерен бројем ноћења, повећан за 40,6% мг., што се у великој мери дугује страним туристима, у условима побољшања епидемијске ситуације на глобалном нивоу.

Упркос расту неизвесности и смањењу екстерне тражње проузрокованом избијањем конфликта у Украјини, током Т1 настављен је раст **индустријске производње** од 1,5% мг. Потребно је истаћи да је раст обима индустријске производње посебно био изражен

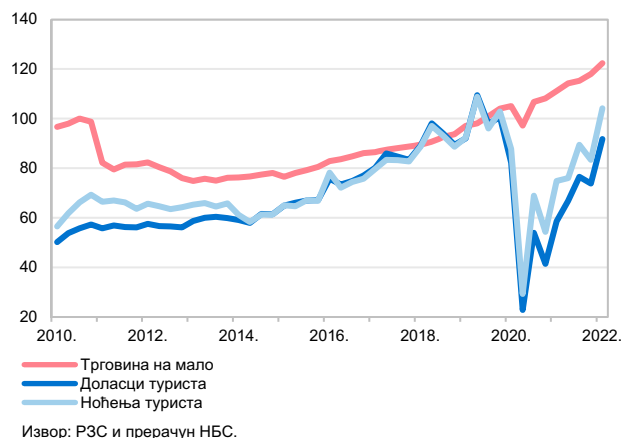
Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

(дсз. подаци, 2019 = 100)



Графикон IV.4.2. Показатељи активности сектора услуга

(дсз. подаци, 2019 = 100)



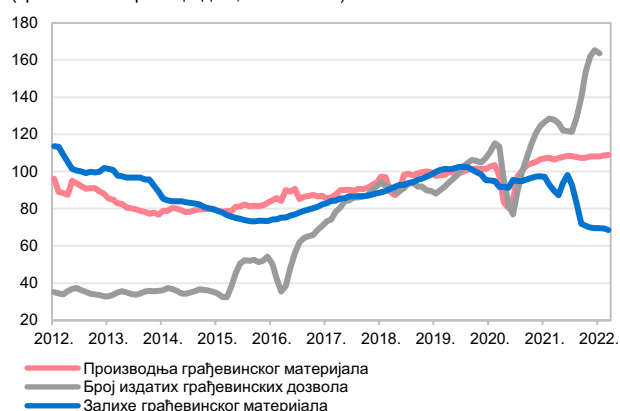
Графикон IV.4.3. Доприноси мг. стопи раста индустрије (у п.п.)



¹⁰ Мерено 12-месечним покретним просеком.

у марту, чиме је на нивоу тромесечја неутрализован благи м.г. пад који је забележен у прва два месеца 2022. Раст обима индустријске производње од 1,9% м.г. био је вођен растом активности прерађивачке индустрије и рударства (допринос од 3,0 п.п. и 2,5 п.п., респективно), док је, услед проблема у електроенергетском систему у претходном периоду, активност у сектору снабдевања електричном енергијом смањена у Т1 за 19,1% м.г., уз негативан допринос обиму индустријске производње с преко 3 п.п. У оквиру прерађивачке индустрије, током Т1 активност је повећана у 17 од 23 делатности, при чему се посебно истиче раст обима производње нафтних деривата, на који се односи трећина оствареног раста прерађивачке индустрије, што се може довести у везу с базним ефектом услед ремонта у нафтној индустрији прошле године. Поред тога, висок допринос расту прерађивачке индустрије потекао је од производње металних производа, основних метала, хемијских и прехрамбених производа.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Према нашој процени, грађевинска активност у Т1 смањена је за 5% м.г., на шта указује и прелиминарни податак РЗС-а о смањењу вредности изведених грађевинских радова од 5,9% м.г. Смањење активности у грађевинарству може се довести пре свега у везу с високом базом из претходне године, што потврђује и кретање осталих показатеља из области грађевинарства. Наиме, током Т1 настављена је интензивна реализација инфраструктурних пројеката које финансира држава, на шта указује раст капиталних расхода државе од 3,5% м.г. Поред тога, регистрован је и наставак раста станоградње, финансиране пре свега од стране приватног сектора, о чему сведочи двоцифрен раст броја издатих грађевинских дозвола за станове (14,6% м.г. у периоду јануар–фебруар 2022). Такође, повећана је производња грађевинског материјала за 3,5% м.г., при чему је и увоз грађевинског материјала повећан за преко 50% м.г. И број запослених у грађевинарству порастао је, за 3,4% м.г.

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

	2021.				2022.
	T1	T2	T3	T4	T1*
БДП (у %, м.г.)	1,5	13,7	7,6	7,0	4,3
Пољопривреда	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	0,0
Индустрија	0,8	3,1	0,5	0,9	0,3
Грађевинарство	0,7	0,8	0,8	0,7	-0,2
Услуге	0,6	7,7	5,2	4,6	3,2
Нето порези	-0,2	2,8	1,5	1,3	0,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

У недостатку прецизнијих процена, изузев података о укупно засејаним површинама током јесеће сетве, које су у односу на претходну сезону веће за 3,5%, односно за 5,8% за пшеницу, и даље претпостављамо да ће ова пољопривредна сезона бити просечна, што би требало да резултира растом **пољопривредне производње** на нивоу године од 2,5%, односно од око 1% м.г. у Т1.

На тромесечном нивоу, економска активност, према нашој процени, повећана је за 0,6% дсз., чему је у највећој мери допринела индустрија, а у мањој мери и услужни сектори, док је активност у сектору грађевинарства остала на непромењеном нивоу у односу на Т4 2021. године.

Осврт 2: Макроекономски ефекти конфликта у Украјини на Србију

Ескалација геополитичких тензија у 2022. години додатно је појачала ефекте светске енергетске кризе, доводећи цене енергената, а пре свега нафте и природног гаса, на највише нивое још од 2008. године. Економски изазови с којима су се суочавале готово све земље широм света због повећаних трошковних притисака и застоја у глобалним ланцима снабдевања додатно су наглашени избијањем сукоба у Украјини крајем фебруара, који је за последицу имао и увођење санкција Русији од стране Запада. У таквим околностима, изгледи глобалног привредног раста додатно су погоршани, а због растуће инфлације повећани су и ризици стагфлације. Све више постаје извесно да ће јачина и перзистентност ефеката кризе на глобална економска кретања, а тиме и повратак у нормалност, у великој мери зависити од дужине трајања сукоба у Украјини и санкција према Русији.

У овом моменту тешко је прецизно квантификовати економске последице нове кризе, али је познато да ће кључни канали утицаја бити преко:

- нивоа цена и расположивости енергената, као и цена примарних производа (житарица, метала, индустријских сировина) на светском нивоу;
- обима спољне трговине услед ниже екстерне тражње и проблема у глобалним ланцима снабдевања;
- нивоа инвестиција и потрошње у условима повећане аверзије према ризику и смањеног инвестиционог и потрошачког поверења, као и услед мањег расположивог дохотка.

Највеће негативне ефекте сукоба у Украјини највероватније ће осетити европске земље, које су уједно и наши најзначајнији економски партнери, првенствено због тога што су енергетски високо зависне од Русије. Раст цена енергената додатно је убрзан са избијањем сукоба у Украјини, с обзиром на то да је Русија један од највећих извозника природног гаса и други по величини светски извозник нафте. Иако још увек нису уведене санкције енергетском сектору Русије, на раст светских цена нафте и гаса утиче и растућа неизвесност у погледу њихове будуће расположивости за европске земље, због чега је повећана тражња за овим енергентима. Заоштравање политичке ситуације и тежња ових земаља да смање енергетску зависност од Русије додатно појачавају нестабилност на светском тржишту енергената и доприносе расту њихових цена, посебно ако се има у виду да није могуће да оне у кратком року обезбеде алтернативу за гас који увозе из Русије. Међутим, утицај текуће енергетске кризе није равномерно распоређен на све европске земље, тако да је знатно већи притисак на државама чији се извори енергената у највећој мери заснивају на увозу из Русије (Табела О.2.1. и Табела О.2.2), што је пре

Табела О.2.1. Учешће увоза нафте и нафтних деривата из Русије у укупном увозу нафте и нафтних деривата (у %)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Аустрија	6,8	3,7	1,9	2,4	5,8
Белгија	26,9	33,3	25,8	22,4	22,2
Бугарска	63,0	50,2	53,3	54,4	8,0
Хрватска	12,1	12,0	13,6	7,5	8,9
Кипар	2,8	0,3	0,5	2,1	1,2
Чешка	33,8	35,2	34,0	32,6	29,1
Данска	35,2	21,8	15,3	10,3	14,9
Естонија	25,2	29,8	30,5	28,7	32,0
Финска	73,7	71,9	70,2	74,9	66,8
Француска	12,4	14,6	14,0	12,9	13,3
Немачка	33,1	31,4	30,0	26,4	29,7
Грчка	20,8	19,6	22,5	20,4	26,3
Мађарска	54,5	42,7	46,9	51,4	44,6
Ирска	2,0	4,7	7,8	5,1	4,7
Италија	13,9	11,1	11,0	14,6	12,5
Летонија	27,7	24,1	13,9	18,9	20,3
Литванија	75,2	61,8	64,3	74,4	68,8
Луксембург	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Холандија	30,2	30,2	31,1	21,9	21,0
Пољска	73,3	68,5	68,9	63,8	67,5
Португалија	17,7	22,2	18,5	10,6	4,0
Словачка	76,9	74,0	74,3	74,0	78,4
Словенија	4,7	5,5	6,3	15,3	12,9
Шведска	35,1	31,2	30,6	26,7	12,9
Румунија	41,6	40,9	39,5	38,1	32,8
Малта	6,1	3,2	0,5	4,0	8,2
Шпанија	8,0	5,7	3,0	4,7	5,6
ЕУ	27,4	26,3	25,4	23,1	22,8
Зона евра	24,0	23,4	22,3	20,0	20,8

Извор: Eurostat.

Табела О.2.2. Учешће увоза природног гаса из Русије у укупном увозу природног гаса (у %)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Аустрија	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Белгија	0,0	0,0	1,7	8,2	6,5
Бугарска	100,0	100,0	99,9	79,4	75,2
Хрватска	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Кипар	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Чешка	100,0	99,2	99,5	99,7	100,0
Данска	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Естонија	100,0	98,4	99,8	99,0	46,2
Финска	100,0	100,0	97,6	97,0	67,4
Француска	20,2	18,7	19,8	19,6	16,8
Немачка	60,3	52,3	48,8	48,8	65,2
Грчка	64,7	58,2	65,9	32,3	39,0
Мађарска	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0
Ирска	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Италија	41,1	47,5	48,4	47,1	43,3
Летонија	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Литванија	38,5	53,7	56,8	43,3	41,8
Луксембург	25,3	27,2	27,2	27,2	27,2
Холандија	27,5	20,8	32,6	31,7	30,3
Пољска	74,3	65,6	61,6	55,0	54,9
Португалија	0,0	0,0	0,0	1,6	9,7
Словачка	98,8	84,6	100,0	100,0	85,4
Словенија	34,0	23,0	31,3	11,8	8,7
Шведска	0,0	0,0	0,0	0,0	12,7
Румунија	98,9	98,9	86,7	36,9	44,8
Малта	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Шпанија	0,0	0,0	2,5	8,5	10,4
ЕУ	39,7	38,3	38,3	38,4	38,7
Зона евра	34,9	33,5	33,5	33,4	34,9

Извор: Eurostat.

свега случај са земљама средње и југоисточне Европе. Када је реч о Србији, она такође припада групи високо енергетски зависних земаља од увоза из Русије. Учешће увоза нафте и гаса из Русије чини око 30% увоза ових енергената у Србију, при чему је та зависност знатно већа у случају гаса (око 80% увоза гаса у 2021. потицало је из Русије), док је у случају нафте и нафтних деривата учешће увоза из Русије било мање од петине.

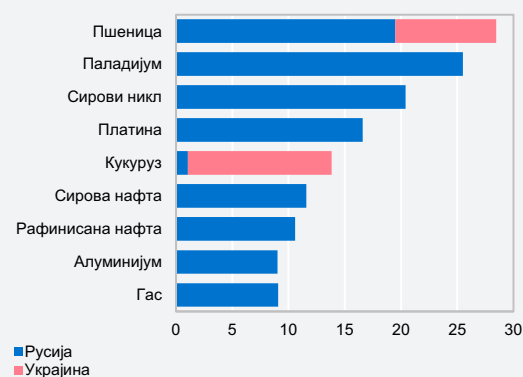
Захваљујући уговору с Русијом потписаном крајем прошле године о испоруци дела неопходних количина гаса по цени нижој од тржишне, који важи до средине ове године, Србија значајан део гаса тренутно плаћа по знатно нижим ценама од тржишних, тако да је утицај текуће енергетске кризе на трошкове производње за нашу привреду нижи него у већини других земаља. Ипак, и Србија је остатак неопходних количина гаса плаћала по берзанским ценама, што се, уз ефекте виших увезених количина, одразило на раст спољнотрговинског дефицита у Т1 у односу на исти период 2021. С обзиром на последице које актуелна криза оставља на привреду Русије, остаје отворено питање цене гаса коју ће Србија плаћати у наредном периоду.

Русија и Украјина имају значајно учешће у светској производњи примарних производа. Ова криза ће утицати на знатно мању понуду у текућој години ако се има у виду да се Украјина налази у самом врху светских произвођача бројних пољопривредних производа – на шестом месту у производњи пшенице и јечма, на четвртном месту у производњи кукуруза, док је највећи светски извозник сунцокретоног уља. Према подацима UNCTAD-а, заједно посматрано, Украјина и Русија обезбеђују око 25% укупне понуде пшенице и јечма на светском тржишту, као и 16% кукуруза. Отежани услови обраде земље у Украјини услед оружаних сукоба, уз смањену расположивост горива и осталих енергената, чије су залихе великим делом преусмерене у војне сврхе, као и отежан транспорт поморским путем, утицаће на раст цене хране широм света. Према процени ММФ-а, овогодишњи извоз пољопривредних производа из Украјине могао би бити упола нижи него у претходним годинама. Готово је извесно да текући раст цена примарних пољопривредних производа неће бити краткорочан, што ће се, поред директног утицаја на раст инфлације, преко секундарних ефеката и повећаних трошковних притисака и смањеног расположивог дохотка прелити и на успоравање глобалне привредне активности ове године. С обзиром на то да је Србија нето извозник примарних пољопривредних производа, као и да је светско тржиште ових производа високо интегрисано, виши ниво светских цена примарних пољопривредних производа позитивно би се одразио на наш извоз, поготово уколико овогодишња пољопривредна сезона буде просечна, као што смо претпоставили.

Русија је значајно налазиште појединих метала попут никла, алуминијума, као и ретких метала као што су неон, паладијум, титанијум и др., који се, поред осталог, користе и за производњу микрочипова и других ауто-компонената. Поред тога што се по основу виших цена метала повећавају трошкови производње у индустрији, по овом основу додатно се продубљују застоји у глобалним ланцима снабдевања и јачају инфлаторни притисци на светском нивоу. Несташице појединих индустријских сировина појачавају и притиске на раст цена произвођача у индустрији на домаћем тржишту и тиме утичу на нижи расположиви доходак за инвестиције.

И поред тога што учешће извоза Србије у ове две земље није високо, знатне корекције привредног раста Украјине и Русије, на -35% и -8,5% за ову годину, према пројекцијама ММФ-а, имаће свакако и директне

Графикон О.2.1. Учешће Русије и Украјине у укупном светском извозу примарних производа у 2020. (у %)



Извор: The Observatory of Economic Complexity (OEC).

Табела О.2.3. Учешће Русије и Украјине у робној спољнотрговинској размени Србије (у %)

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Учешће у укупном извозу						
Русија	5,3	5,9	5,3	5,0	4,7	3,9
Украјина	0,5	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7
Учешће у укупном увозу						
Русија	8,0	7,3	7,9	9,7	6,0	5,4
Украјина	1,2	1,1	1,5	1,3	0,6	0,8
Учешће у укупној спољнотрговинској размени						
Русија	6,8	6,7	6,8	7,7	5,5	4,7
Украјина	0,9	0,9	1,1	1,1	0,6	0,8

Извор: Eurostat.

последнице на нашу привреду. Учешће извоза у Русију у укупном извозу Србије константно се смањује од 2017. године и у 2021. чинило је мање од 4% укупног извоза робе и услуга, а учешће извоза у Украјину било је испод 1%. У Русију највише извозимо поврће, воће (где се посебно издваја извоз јабука) и гуме за аутомобиле, док се у оквиру извоза у Украјину издваја ђубриво.

Поред директних ефеката, сукоб у Украјини имаће и негативне индиректне ефекте на Србију, преко утицаја на нижу екстерну тражњу, пре свега из ЕУ. Учешће Русије у укупном извозу ЕУ износи око 2%. Ако се искључи трговина унутар ЕУ, то учешће у просеку износи око 4%, а ситуација по појединачним земљама је различита (Табела О.2.4). У условима велике међузависности и укључености у глобалне ланце производње, индиректне импликације смањене трговинске активности и уведених санкција и контрасанкција тешко је тачно проценити.

Табела О.2.4. **Робна спољна трговина ЕУ и Русије**
(у %)

	Учешће Русије у укупном извозу			Учешће Русије у укупном извозу ван ЕУ			Учешће Русије у укупном увозу			Учешће Русије у укупном увозу ван ЕУ		
	2018.	2019.	2020.	2018.	2019.	2020.	2018.	2019.	2020.	2018.	2019.	2020.
Аустрија	1,4	1,5	1,5	4,2	4,6	4,6	0,6	0,6	0,5	1,9	1,8	1,6
Белгија	0,9	1,0	1,1	2,4	2,8	2,9	2,5	2,1	1,7	7,5	6,3	5,3
Бугарска	1,4	1,8	1,5	4,0	4,8	4,3	9,7	9,9	6,1	25,3	25,2	15,6
Хрватска	1,0	1,0	1,2	3,1	3,1	3,7	1,6	1,2	1,0	6,9	5,7	4,9
Кипар	0,5	0,9	1,7	0,6	1,3	2,5	1,3	1,2	0,5	2,5	3,0	1,1
Чешка	2,0	2,2	2,2	9,9	10,3	10,9	3,2	2,8	1,7	8,4	7,1	4,2
Данска	0,8	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5	1,8	1,5	1,1	5,3	4,4	3,6
Естонија	8,7	8,4	8,4	23,0	23,7	22,3	9,8	9,6	9,1	22,8	22,5	21,3
Финска	5,1	5,5	5,2	10,9	11,9	11,1	13,9	13,6	9,8	30,8	31,1	23,2
Француска	1,1	1,1	1,2	2,3	2,3	2,6	1,8	1,5	1,1	4,0	3,3	3,2
Немачка	2,0	2,0	1,9	4,2	4,2	4,0	2,4	2,0	1,5	5,0	4,3	3,2
Грчка	0,7	0,6	0,5	1,3	1,3	1,2	7,5	7,3	6,0	14,1	14,2	13,1
Мађарска	1,5	1,7	1,6	6,5	7,4	6,9	3,9	3,8	2,3	14,9	13,7	7,8
Ирска	0,4	0,4	0,3	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4	0,3	1,0	0,7	0,5
Италија	1,6	1,6	1,6	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	2,5	8,0	7,8	6,0
Летонија	8,9	9,2	8,5	25,5	27,3	24,7	8,4	6,8	6,1	29,5	26,9	25,6
Литванија	14,0	14,0	13,4	31,0	31,0	30,3	14,2	14,5	8,8	41,9	43,1	30,1
Луксембург	1,0	1,2	0,9	4,2	5,6	4,3	0,2	0,2	0,2	0,8	1,0	0,9
Холандија	1,1	1,3	1,3	2,9	3,3	3,3	3,9	3,4	2,2	7,4	6,4	4,3
Пољска	3,1	3,1	3,0	11,8	11,8	11,4	7,3	6,5	4,5	16,6	14,3	10,0
Португалија	0,3	0,3	0,3	1,1	1,1	1,1	1,8	1,4	0,8	6,6	5,2	3,0
Словачка	1,9	1,8	1,5	9,7	8,6	7,2	5,8	5,5	4,6	13,5	13,1	11,0
Словенија	2,6	2,6	2,6	10,3	9,3	7,9	1,4	1,8	1,2	4,1	4,7	2,8
Шведска	1,3	1,4	1,3	2,8	2,8	2,6	3,2	2,7	1,0	9,2	7,7	3,0
Румунија	1,6	1,5	1,3	5,8	5,4	5,0	3,8	3,6	2,2	13,8	13,2	8,5
Малта	0,0	0,2	0,2	0,0	0,3	0,4	2,1	3,9	0,3	5,0	7,4	0,6
Шпанија	0,7	0,7	0,7	1,6	1,5	1,6	0,9	1,0	0,9	1,8	1,9	1,7
ЕУ	1,7	1,7	1,7	4,0	4,1	4,0	3,1	2,8	2,0	7,2	6,4	4,8

Извор: UN Comtrade Database .

Повећана неизвесност на светском нивоу и повећана аверзија према ризику могле би се одразити и на успоравање прилива СДИ на светском нивоу и генерално смањену склоност ка инвестирању, поготово ако се имају у виду повећани трошкови производње и нижи расположиви доходак по том основу. То би за последицу могло да има и мањи раст запослености и зарада од очекиваног, а тиме и мањи раст потрошње.

Такође, уведене санкције руском финансијском сектору и искључивање руских банака из SWIFT-а представљају ризик по стабилност глобалног финансијског система, посебно у кратком року, с обзиром на његову међусобну повезаност и зависност. С тим у вези, Народна банка Србије је, ради очувања поверења у финансијски систем, реаговала правовремено и одмах на почетку новонасталих проблема донела решење о покретању поступка реструктурирања *Sberbank Srbija a.d. Beograd*, чиме је била омогућена непосредна продаја акција ове банке. На тај начин она је престала да буде део банкарске групације чије је пословање у државама које су увеле санкције Русији тренутно онемогућено и постала је део домаће групације банака.

Да закључимо. Ефекти сукоба у Украјини негативно ће се одразити на светске економске токове, а тиме и на привредну активност у Србији. Под претпоставком да неће бити додатног заоштравања геополитичких тензија и прекида у испоруци гаса Европи, ови ефекти не би требало да буду дугорочни. При томе, остварена и очувана макроекономска стабилност у претходним годинама, уз раст извозних капацитета захваљујући инвестицијама из претходних година и уз повећану отпорност на екстерне ризике, деловаће у смеру смањења негативних ефеката текуће геополитичке кризе.

5. Кретања на тржишту рада

Током Т1 настављена су повољна кретања на тржишту рада, о чему сведоче раст зарада у свим привредним делатностима, повећање укупне формалне запослености и истовремено смањење регистроване незапослености на нови најнижи ниво.

Зараде и продуктивност рада

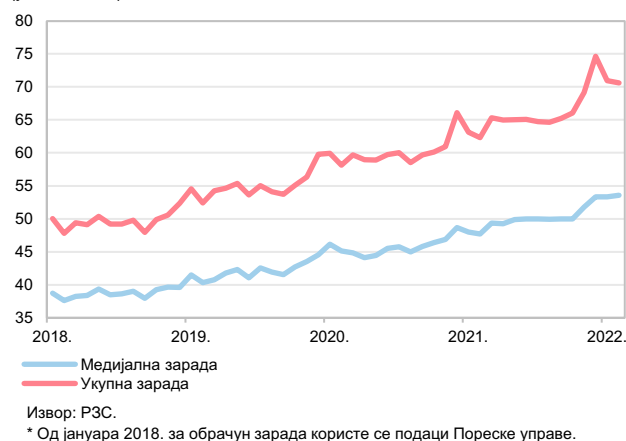
Просечна номинална нето зарада у периоду јануар–фебруар повећана је за 12,9% м.г., на 70.762 динара (602 евра), првенствено по основу раста зарада у приватном сектору (15,1% м.г.), а у мањој мери и зарада у јавном сектору (8,9% м.г.). У истом периоду, медијална нето зарада повећана је за 11,7% м.г., на 53.459 динара (455 евра), док је минимална зарада увећана за 9,4% м.г., што је било могуће у условима снажног привредног раста и бољег фискалног резултата од очекиваног у прошлој години.

У периоду јануар–фебруар настављен је м.г. раст просечних номиналних нето зарада у свим привредним делатностима, који је посебно изражен у областима информисања и комуникација¹¹ (31,6%), стручним, научним, иновационим и техничким услугама (19,0%), рекреативним услугама (15,4%), као и у услугама смештаја и исхране (13,6%) и трговине на велико и мало (13,2%), које претежно припадају приватном сектору. У истом периоду, просечне зараде су порасле у грађевинарству (11,4%) и прерађивачкој индустрији (10,0%), као и у областима државне управе, здравства и образовања (9,4% збирно), где преовладава јавни сектор. То је у складу с применом одлуке Владе о расту плата запосленима у јавном сектору, који је на нивоу 2022. планиран на око 7% у просеку.

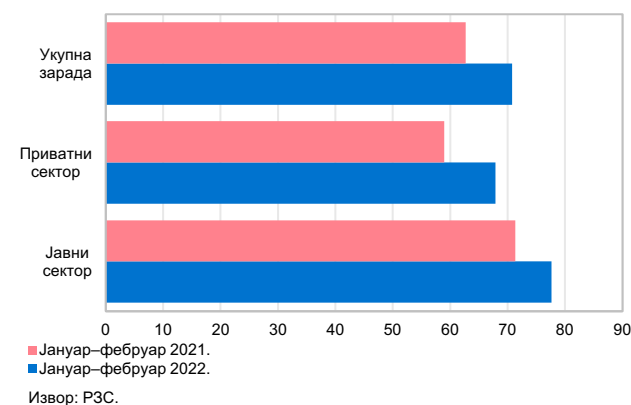
Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 16,1% м.г. у јануару и фебруару, као резултат даљег повећања просечних зарада и формалне запослености.

Према прелиминарним подацима, продуктивност укупне економије у Т1 порасла је за 2,7% м.г., у условима даљег раста економске активности и ублажавања здравствених мера од почетка године.

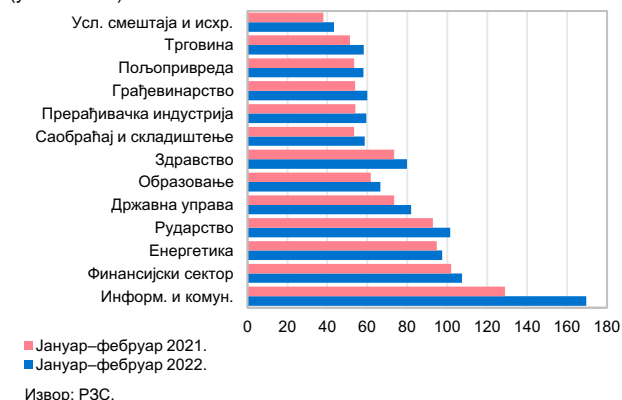
Графикон IV.5.1. Месечна динамика просечне номиналне нето зараде и медијалне нето зараде* (у хиљ. RSD)



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



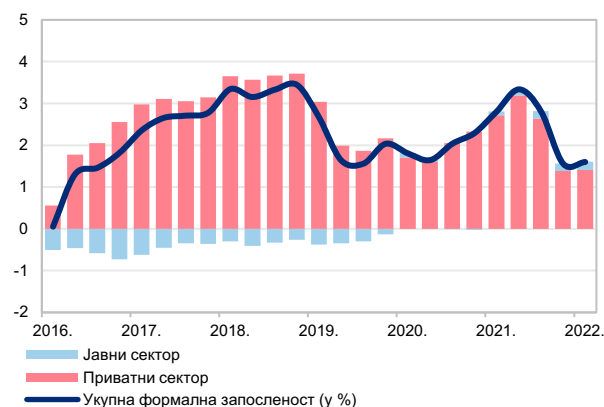
Графикон IV.5.3. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



¹¹ Знатан раст зарада у ИКТ сектору делом се дугује и законском обухвату прилива из иностранства кроз Пореску пријаву за порез по одбитку, која је извор података о просечним зарадама.

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

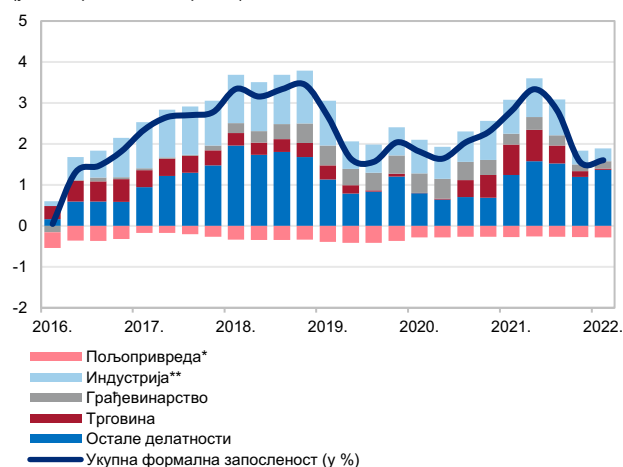
(у п.п., тромесечни просек)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

(у п.п., тромесечни просек)



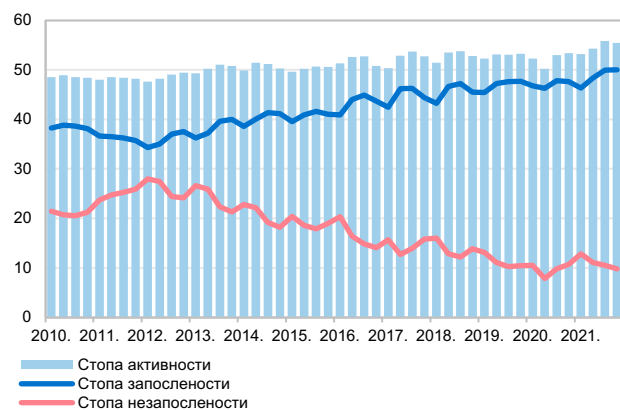
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Укључује индивидуалне пољопривреднике.

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

Графикон IV.5.6. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази

(у %)



Извор: РЗС.

Запосленост

Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, **укупан број формално запослених у Т1 био је већи за 1,6% мг.** (за колико је порастао и у Т4 2021) и у марту је износио 2,29 млн лица, што је за око 40 хиљада лица више него годину дана раније. То се у потпуности дугује мг. расту броја запослених код правних лица и предузетника за око 45 хиљада лица у марту, док је број индивидуалних пољопривредника смањен за готово 5 хиљада лица.

Формална запосленост у приватном сектору и током Т1 налазила се близу рекордног нивоа од 1,69 млн лица и у марту је на мг. нивоу порасла за готово 35 хиљада лица, од чега је највећи број новозапослених забележен у услугама информисања и комуникација, административним и помоћним услугама, стручним, научним, иновационим и техничким услугама, за којима следе прерађивачка индустрија, услуге смештаја и исхране и грађевинарство. Насупрот томе, број формално запослених је на мг. нивоу у марту смањен пре свега у областима енергетике, пољопривреде и финансијском сектору. **Формална запосленост у јавном сектору** у марту повећана је за око 5 хиљада лица на мг. нивоу, доминантно у областима здравства и образовања.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост у марту износила је 473.573 лица**, што је за скоро 61 хиљаду незапослених мање него пре годину дана и уједно **нови најнижи ниво** откад постоје статистички упоредиви подаци. При томе, број незапослених је на мг. нивоу у марту смањен у свим групама занимања унутар производног и услужног сектора.

Према доступним резултатима из ревидиране **Анкете о радној снази**, који обухватају и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т4 2021. износила је 71,0% (мг. раст од 2,9 п.п.), док је стопа активности (старији од 15 година) износила 55,4% (мг. раст од 2,1 п.п.). Стопа запослености је у Т4 задржана на рекордном нивоу од 50,0% и притом је била за 2,4 п.п. изнад нивоа од пре годину дана. **Стопа незапослености је у Т4 поново била једноцифрена (9,8%)** и за 0,9 п.п. нижа него у Т4 2020. Сви наведени показатељи указују на наставак повољних кретања на тржишту рада.

6. Међународно окружење

Пројектовано знатно успоравање глобалног привредног раста у 2022. доминантно је изазвано украјинском кризом, чије последице директно погађају Украјину и Русију, а индиректно и остале земље преко растућих светских цена примарних производа и нарушених глобалних трговинских и финансијских токова.

С обзиром на то да инфлација наставља да расте изнад граница циља у већини земаља, очекује се наставак нормализације монетарних политика, чија брзина зависи од усидрености инфлационих очекивања. Централне банке се све више суочавају са изазовима истовременог обуздавања инфлаторних притисака и очувања привредног раста.

Економска активност

Према оцени ММФ-а из априлског издања *WEO*, економске последице украјинске кризе проузроковаће знатно успоравање раста светске привреде у 2022. и истовремено интензивирати инфлаторне притиске. Поред директних последица по Украјину и Русију, за које се прогнозира снажна привредна контракција, последице се путем трговинских и финансијских канала и робних тржишта преливају и на остатак света. Имајући то у виду, ММФ је у априлу ревидирао наниже јануарску пројекцију глобалног привредног раста у 2022, за 0,8 п.п., на 3,6%, при чему највећи ризик по пројекцију представља продубљивање украјинске кризе, што може за последицу имати додатно успоравање раста БДП-а и више стопе инфлације. Додатни ризици по пројекцију за 2022, који су доминантно асиметрични наниже, односе се на могућу ескалацију санкција према Русији, веће успоравање кинеске привреде од очекиваног услед повремених затварања ради сузбијања вирусне инфекције, као и на појаву заразних сојева вируса.

Привреда зоне евра у Т4 остварила је благи дсз. раст од 0,3%, који је одређен повећањем укупних инвестиција и државне потрошње (уз збирни допринос БДП-у од 1,2 п.п.), на супрот чега је деловао пад нето извоза и потрошње домаћинства (уз збирни негативан допринос БДП-у од 0,9 п.п.) услед поскупљења енергената и поновног ширења вируса. Ипак, остварени привредни раст зоне евра у Т4 био је довољан да се премаша преткризни ниво економске активности (Т4 2019), при чему је на нивоу целе 2021. износио 5,3%. У земљама које су наши

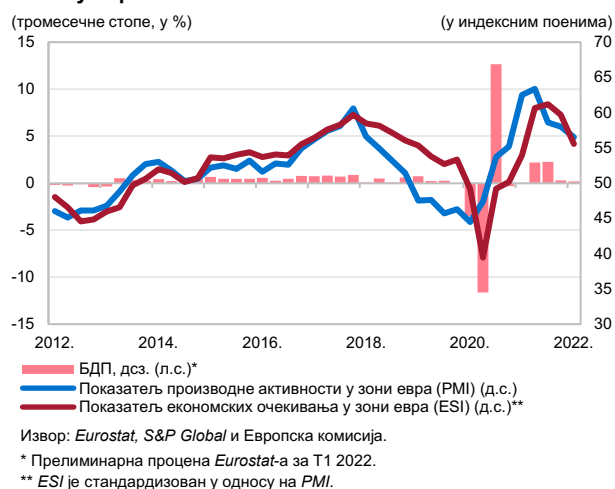
Графикон IV.6.1. Показатељи глобалне економске активности



Графикон IV.6.2. Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а зоне евра



Графикон IV.6.3. Кретање БДП-а и водећих показатеља за зону евра



најважнији трговински партнери унутар зоне евра забележена су дивергентна кретања у Т4 – БДП Италије је повећан за 0,7% дсз., док је БДП Немачке смањен за 0,3% дсз.

У условима испољавања негативних ефеката пренетих тенденција (тзв. *carry-over*) с краја 2021, продужених застоја у ланцима снабдевања, високих цена енергената и преливања последица украјинске кризе, **ЕЦБ је у марту оценила да ће у Т1 додатно ослабити привредни раст зоне евра**, који је, према прелиминарним подацима Eurostat-а, износио 0,2% дсз. На то је указивало смањење водећег показатеља економских очекивања (*ESI*)¹² за зону евра на 106,7 поена у марту (најнижи ниво од априла 2021) због знатног погоршања очекивања потрошача, као и спуштање водећег индекса производне активности (*Manufacturing PMI*)¹³ на 56,5 поена у марту (најнижи ниво од јануара 2021) због пада извозних поруџбина у областима индустрије које су високо зависне од енергената. ЕЦБ је у марту ревидирала наниже децембарску пројекцију раста БДП-а у 2022. (за 0,5 п.п., на 3,7%), уз оцену да су ризици пројекције постали израженији наниже након ескалације конфликта у Украјини и с тим повезане неизвесности, што се негативно одражава на цене енергије, поверење потрошача и трговинске токове.

Према оцени ЕЦБ-а, **тржиште рада у зони евра наставило је да се опоравља у Т4**, о чему сведочи раст стопе активности радно способног становништва (15–64 године) на 74,2% и раст стопе запослености на 60,2%, што је изнад њиховог преткризног нивоа (Т4 2019). Поред тога, стопа незапослености се још раније нашла испод преткризног нивоа и у марту је износила 6,8%, с тим што је подршка шема са скраћеним радним временом и даље значајна. Иако и даље имају потешкоће у попуњавању слободних радних места, од почетка 2022. више послодаваца очекује пораст броја запослених у производном и услужном сектору. Због тога је ЕЦБ у марту благо повећала децембарску пројекцију раста стопе запослености у зони евра у 2022. (за 0,1 п.п., на 1,4%) и задржала прогнозу стопе незапослености од 7,3%.

БДП САД је у Т4 повећан за 1,7% дсз. (5,7% на нивоу 2021) по основу раста залиха и приватне потрошње и инвестиција у основна средства, док су потрошња

¹² Вредност индекса *Economic Sentiment Indicator* изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

¹³ Вредност индекса *Eurozone Manufacturing PMI* изнад 50 поена указује на експанзију, а испод 50 на контракцију производне активности у зони евра.

државе и нето извоз смањени. Композитни индекс индустријске активности за САД (*ISM Manufacturing PMI*)¹⁴ у марту је износио 57,1 поен (наспрам 58,8 поена у децембру), што указује на успоравање економске активности у Т1 под утицајем кашњења у испоруци и несташице кључних сировина у производњи, пре свега електронских компонената. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, БДП је у Т1 смањен за 0,4% дсз., односно за 1,4% на годишњем нивоу. Услед појачаних геополитичких тензија и погоршања финансијских услова и потрошачког поверења, као и смањења експанзивности фискалне и монетарне политике, ФЕД је у марту знатно ревидирао наниже децембарску пројекцију привредног раста САД – за 1,2 п.п., на 2,8%, оценивши ризике пројекције као асиметричне наниже.

Смањење стопе незапослености у САД на 3,6% у марту (најнижи ниво од избијања пандемије) праћено је даљим растом стопа активности и запослености. И поред тога, укупан број запослених у марту био је за око 1,6 млн лица мањи него пре пандемије (февруар 2020), а уз то је забележено и око 11 млн упражњених радних места, доминантно у услужном сектору, што ствара снажан притисак на зараде и чини **тржиште рада у САД затегнутим**. ФЕД у марту није мењао претходну прогнозу стопе незапослености од 3,5% у 2022. години.

Остварени привредни раст **региона средње и југоисточне Европе** од 6,0% м.г. у Т4 2021. дугује се расту укупне потрошње и инвестиција (уз збирни допринос расту БДП-а од 8,3 п.п.), док је нето извоз смањен (уз негативан допринос расту БДП-а од 2,3 п.п.). Посматрано по земљама, највећи м.г. раст у Т4 регистрован је у Словенији (10,4%) и Хрватској (9,7%), делом услед ниске базе из претходне године, док је најмањи м.г. раст забележен у Чешкој (3,7%) и Словачкој (1,4%). Боља остварења од очекиваних крајем 2021. утицала су на првобитно повољније економске изгледе региона у овој години, који су битно нарушени након избијања конфликта у Украјини, с обзиром на то да повишена неизвесност подрива домаћу и екстерну тражњу и подстиче наставак раста цена примарних производа. Због тога је ММФ у априлу ревидирао наниже јануарске пројекције привредног раста БДП-а у 2022. за све земље региона, при чему је прогнозирани раст Србије мање коригован него у већини осталих земаља.

¹⁴ Вредност индекса *ISM Manufacturing PMI* изнад 50 поена указује на експанзију, а испод 50 на контракцију производне активности у САД.

Графикон IV.6.4. Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а у САД

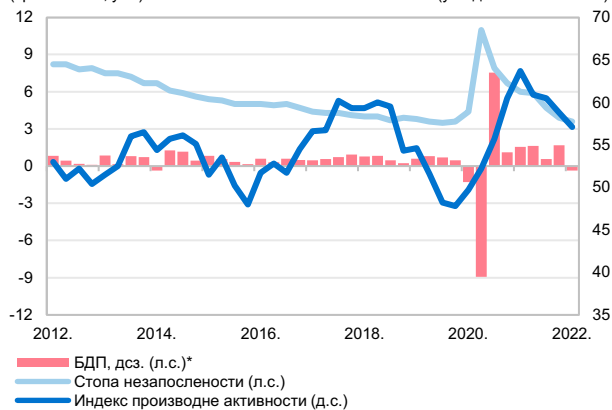
(тримесечно, у п.п.)



Извор: U.S. Bureau of Economic Analysis и прерачун НБС.

Графикон IV.6.5. Кретање изабраних макроекономских показатеља за САД

(тримесечно, у %) (у индексним поенима)

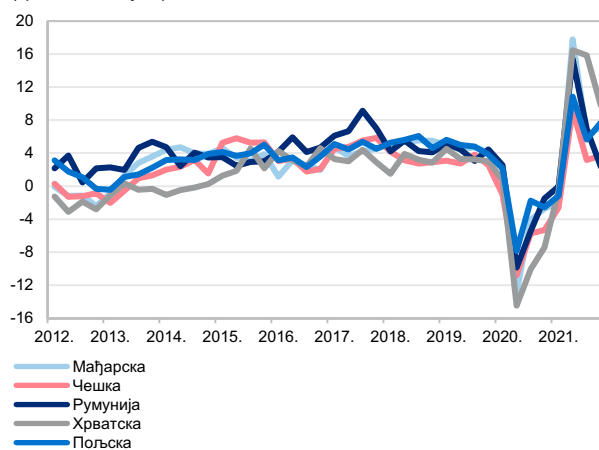


Извор: U.S. BEA, U.S. BLS и Institute for Supply Management.

* Прелиминарна процена U.S. BEA за Т1 2022.

Графикон IV.6.6. М.г. стопе раста БДП-а у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе

(тримесечно, у %)

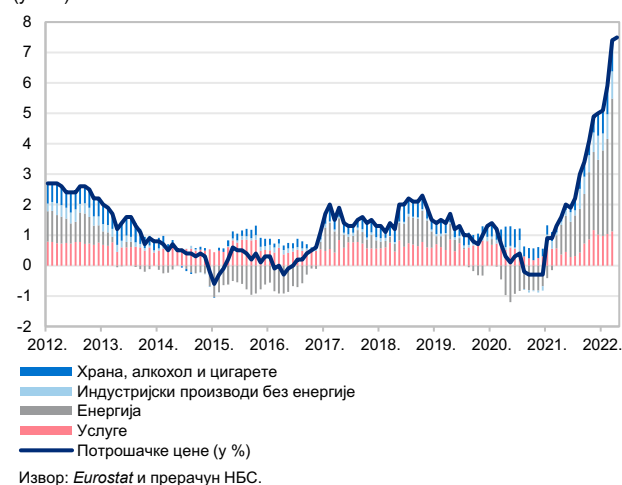


Извор: Eurostat.

Према процени државног статистичког завода, **БДП Русије** је у Т4 повећан за 5,0% м.г., вођен повећањем потрошње и залиха, док су економски изгледи у овој години, упркос даљем расту светских цена енергије и житарица (чији је Русија нето извозник), знатно погоршани под утицајем економских и финансијских санкција уведених од стране западних земаља. ММФ је у априлу изразито кориговао наниже јануарску прогнозу раста руске привреде у 2022, за 11,3 п.п., на -8,5%.

И поред учесталих затварања производних и трговинских центара због спровођења стратегије нулте толеранције на вирус корона, **БДП Кине** је, према прелиминарној процени Националног статистичког бироа, у Т1 забележио м.г. раст од 4,8% (после 4,0% у Т4 2021), по основу опоравка производног и услужног сектора и стабилне пољопривредне активности. ММФ је у априлу благо кориговао наниже јануарску прогнозу раста кинеске привреде у 2022, за 0,4 п.п., на 4,4%.

Графикон IV.6.7. Допринос компонента хармонизованог ИПЦ-а м.г. инфлацији у зони евра (у п.п.)



Графикон IV.6.8. Инфлација у САД, мерена ИПЦ-ом (м.г. стопе, у %)



Кретање инфлације

Током Т1 м.г. инфлација у зони евра наставила је да се креће узлазном путањом и у марту је достигла 7,4%, од чега се око половине доприноса дугује енормном расту цена енергије (око 44% м.г. у марту), који се преноси и на цене осталих производа и услуга, што инфлаторне притиске чини распрострањенијим. Услед повишених трошкова транспорта и ђубрива, а делом и због деловања сезонских фактора, цене хране у зони евра у марту порасле су за 5,0% м.г., док је мартовско повећање **базне инфлације** на 2,9% м.г. одређено даљим растом цена услуга и индустријских производа (без енергије), на које се такође одражава знатно поскупљење енергената и индустријских сировина. Њихов изразит раст у највећој мери одредио је и повећање м.г. инфлације (мерене променом хармонизованог ИПЦ-а) у **Немачкој** (7,6%) и **Италији** (6,8%). У наредним месецима ЕЦБ очекује додатан притисак на раст потрошачких цена у зони евра услед испољавања негативних ефеката украјинске кризе. Према прелиминарној процени Eurostat-а, инфлација је у априлу износила 7,5% м.г.

Укупна инфлација у САД (мерена ИПЦ-ом) додатно је убрзала м.г. раст на рекордних 8,5% у марту под утицајем знатног поскупљења енергената (32,0%) и хране (8,8%), на које се преноси снажан раст ових цена на светском тржишту, као и глобалне геополитичке тензије. Базна инфлација (по искључењу цена хране и енергије) такође је убрзала

раст на 6,5% мг. у марту по основу раста цена производа од око 12% мг., као и виших цена услуга (пре свих становања и транспорта). Узимајући у обзир неравнотеже на тржишту производа и услуга и растуће притиске с тржишта рада, као и раст увозне инфлације, ФЕД очекује перзистентне и широко распрострањене инфлаторне притиске у САД, о чему сведочи мг. повећање индекса личних издатака за потрошњу (*PCE*) на рекордних 6,6% у марту, односно на 5,2% по искључењу компонената хране и енергије (преферирана мера инфлације ФЕД-а). Према прелиминарној процени америчког Бироа за статистику рада, укупна инфлација је у априлу благо успорила мг. раст на 8,3%, првенствено по основу нешто мањег поскупљења гаса него у марту.

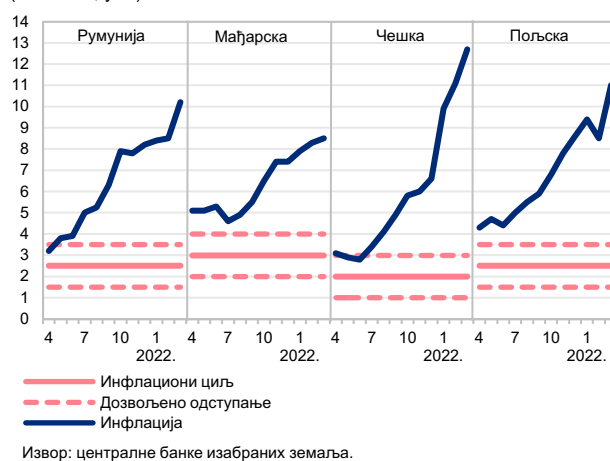
У свим посматраним земљама **региона средње и југоисточне Европе** настављено је повећање потрошачких цена током Т1 у условима знатног поскупљења енергије, хране и сировина, које је додатно подстакнуто избијањем сукоба у Украјини због отежаног снабдевања и несташница одређених енергената, пољопривредних производа и основних метала. Највиши мг. раст инфлације у марту регистрован је у Чешкој (12,7%), за којом следе Пољска (11,0%) и Румунија (10,2%), при чему су све компоненте ИПЦ-а деловале инфлаторно. У Мађарској, у којој је захваљујући спровођењу владине одлуке успорен мг. раст цена нафтних деривата у протеклим месецима, мг. инфлација износила је 8,5% у марту. При томе, и остале земље региона предузимају низ административних и фискалних мера како би ограничиле прекомеран раст цена енергената и основних животних намирница и ублажиле последице по куповну моћ становништва и пословање предузећа.

Током Т1 инфлаторни притисци по основу растућих цена хране и енергије интензивирани су и у земљама **Западног Балкана**, пре свега у Босни и Херцеговини и Црној Гори, у којима је мг. инфлација у марту порасла на 10,2% и 9,7%, респективно. Нешто нижи ниво мг. инфлације у марту забележен је у Северној Македонији (8,8%) и Хрватској (7,3%), а најнижи у Албанији (5,7%).

Монетарна политика

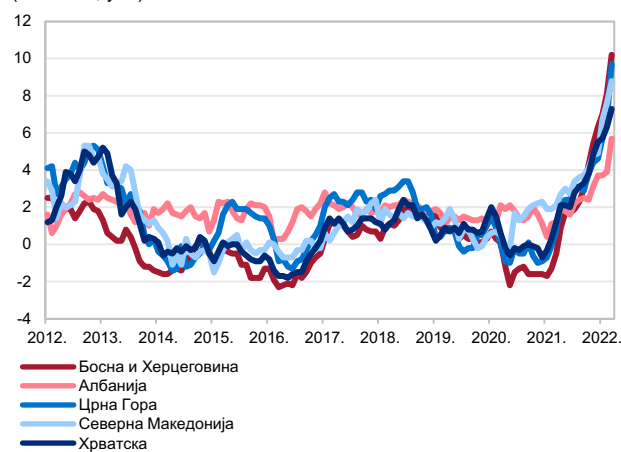
Током четири месеца 2022. **ЕЦБ** није мењала основне каматне стопе, а нормализација монетарне политике настављена је смањењем квантитативних олакшица, при чему је одлучено да се **програм APP** оконча раније него што је то претходно планирано. Тако су у марту ревидирани наниже планирани износи

Графикон IV.6.9. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

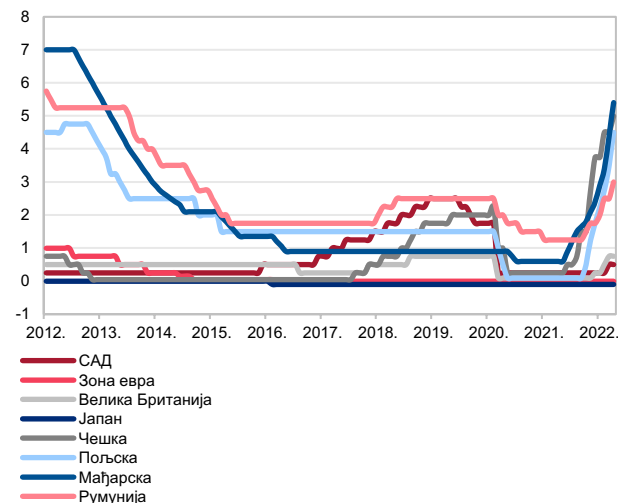
Графикон IV.6.10. Кретање ИПЦ-а у земљама Западног Балкана (мг. стопе, у %)



Извор: државни статистички завод.

Графикон IV.6.11. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

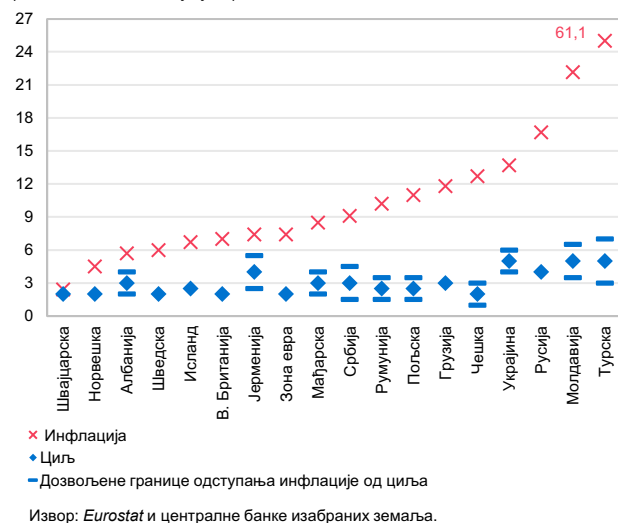
куповине активе у оквиру овог програма,¹⁵ а у априлу је потврђена одлука да би нето куповина активе требало да буде окончана током ТЗ,¹⁶ при чему ће износи нето куповине у ТЗ бити одређени накнадно, у зависности од будућих података. Као и до сада, ЕЦБ је навела да ће средства од доспећа ХоВ купљених у оквиру овог програма бити реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа. Поред тога, од марта делимично су измењене најаве у погледу будућих одлука монетарне политике (*forward guidance*) да ће промена каматних стопа уследити „након извесног времена” по окончању нето куповине активе у оквиру *APP*, а не „убрзо”, као што је претходно најављено. Када дође до промена каматних стопа, оне ће бити постепене.

Након што је током Т1 смањен обим куповине активе у оквиру програма *PEPP*, у складу с најавама, он је и окончан крајем марта, при чему ће се главница доспелих ХоВ реинвестирати најмање до краја 2024. године. У случају фрагментације тржишта повезане с пандемијом, реинвестирање се може флексибилно прилагодити у погледу периода, класа активе и емитената, што укључује куповину грчких обвезница. Куповине ХоВ у оквиру овог програма могу бити настављене ако буде потребно, како би се ублажили негативни утицаји повезани с пандемијом. ЕЦБ наставља да обезбеђује ликвидност и путем својих операција рефинансирања дугорочних кредита банкама (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III*), при чему очекује да ће се посебни услови финансирања у оквиру овог програма примењивати до краја јуна ове године.

Као што је сигнализирано у јануару, ФЕД је на састанку у марту повећао распон референтне каматне стопе за 25 б.п., и даље за 50 б.п. у мају, на 0,75–1,0%. Наставак повећања референтне каматне стопе очекује се и на наредним састанцима, а у мају је објављен план смањења биланса стања ФЕД-а, које ће бити започето у јуну. На састанку у марту, највећи број представника ФЕД-а очекивао је референтну стопу у распону 1,75–2,0% крајем 2022, док се медијана очекивања за крај 2023. налазила на 2,75%. Почетак заостравања монетарне политике ФЕД је образложио даљим јачањем показатеља економске активности и тржишта рада, док инфлација остаје повишена, одражавајући неравнотежу између понуде и тражње,

Графикон IV.6.12. Инфлација и циљ по земљама у марту 2022.

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Eurostat и централне банке изабраних земаља.

¹⁵ Износи су ревидирани на 40 млрд евра у априлу, 30 млрд евра у мају и 20 млрд евра у јуну.

¹⁶ Претходно је планирана просечна месечна куповина од 40 млрд евра у Т2, 30 млрд евра у Т3 и 20 млрд евра од октобра надаље.

раст цена енергената, али и ценовне притиске који се све више шире на остале производе и услуге. Оцењено је да је утицај догађања у Украјини на америчку економију веома неизвесан, али да ће вероватно створити додатне притиске на раст инфлације и оптеретити економску активност.

Након што је у децембру 2021. започела са заштравањем монетарне политике, **Банка Енглеске** је и на наредна три састанка, у фебруару, марту и мају, повећала референтну каматну стопу за по 25 б.п., на 1,0%, чиме је ова стопа премашила претпандемијски ниво. На седници у фебруару одлучено је и да биланс стања почне да се смањује, да се престане с реинвестирањем средстава од обвезница које доспевају, као и да се продају корпоративне обвезнице. У мају је објављено да ће бити размотрена и одлука о почетку продаје државних обвезница, а најављен је и наставак умереног поштравања монетарне политике у наредним месецима.

Растући инфлаторни притисци, повезани и са ескалацијом сукоба у Украјини, утицали су на то да и централне банке региона средње и југоисточне Европе коригују навише пројекције инфлације и да наставе са заштравањем монетарних политика у 2022. Централна банка **Чешке** од почетка године повећала је референтну каматну стопу за 200 б.п., на 5,75% у мају, што је њен највиши ниво од октобра 1999. године. Од јуна 2021. референтна каматна стопа повећана је осам пута заредом, укупно за 550 б.п. Уз мајску одлуку, истакнуто је да монетарна политика може бити додатно поштрена на наредним седницама. И централна банка **Мађарске** наставила је да повећава референтну стопу – по 50 б.п. у јануару и фебруару и за по 1 п.п. у марту и априлу, на 5,4%. Априлско повећање референтне каматне стопе једнаесто је узастопно повећање од јуна 2021, а од тада повећана је укупно за 480 б.п. Поред тога, почетком марта је проширен коридор каматних стопа повећањем распона за стопу на кредитне олакшице (референтна каматна стопа + 3,0 п.п.), уз образложење да се тиме обезбеђује додатни маневарски простор монетарној политици. За наредни период најављен је продужетак циклуса поштравања монетарних услова и повећања референтне каматне стопе у већем обиму него раније. Повећање каматних стопа наставиће се све док се инфлациона очекивања не буду стабилизовала око централне вредности циља и ризици инфлације уравнотежили у хоризонту монетарне политике.

Табела IV.6.1. **Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама**
(у %)

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	9,1	3,0 ± 1,5	1,50
Пољска	11,0	2,5 ± 1,0	5,25
Чешка	12,7	2,0 ± 1,0	5,75
Мађарска	8,5	3,0 ± 1,0	5,40
Румунија	10,2	2,5 ± 1,0	3,00
Турска	61,1	5,0 ± 2,0	14,00

Извор: централне банке изабраних земаља.

* ИПЦ, мг. стопе у марту 2022.

** Последњи расположив податак.

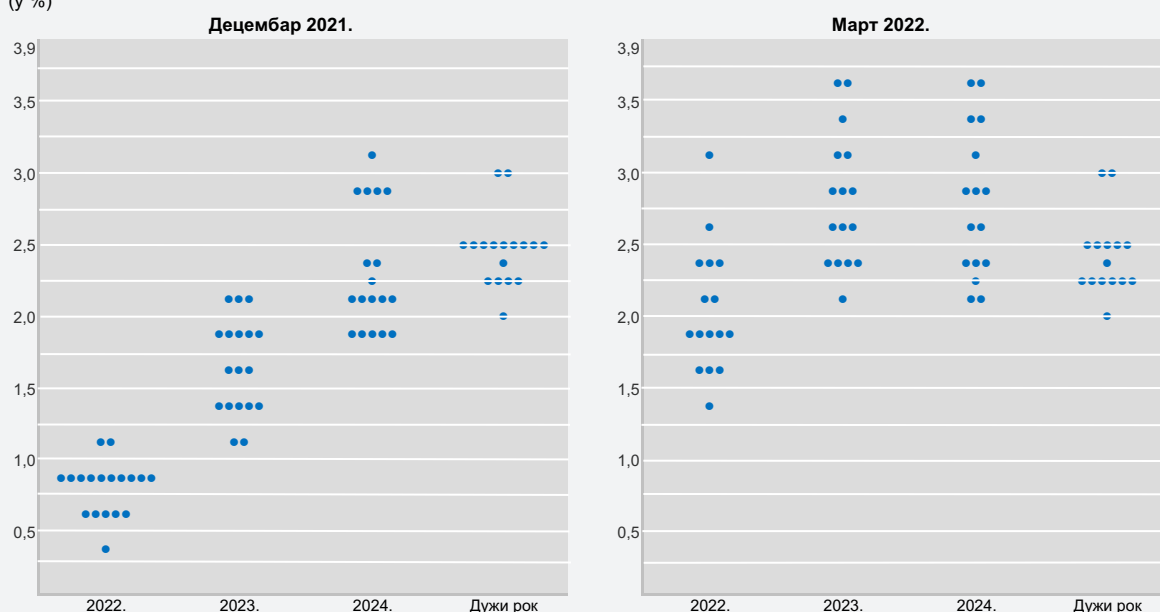
И централна банка **Пољске** наставила је с поштравањем монетарне политике у 2022. и закључно с мајем повећала је референтну каматну стопу укупно за 350 б.п., на 5,25%. Тиме је од октобра 2021. референтна каматна стопа повећана осам пута, укупно за 515 б.п. Поред тога, у марту је повећана и стопа обавезне резерве, са 2,0% на 3,5%. Централна банка Пољске саопштила је да ће предузети све потребне мере ради обезбеђења макроекономске и финансијске стабилности, пре свега да смањи ризик да инфлација остане повишена. И централна банка **Румуније**, која је такође почела са заштравањем монетарне политике у октобру 2021, наставила је у 2022. с повећањем референтне каматне стопе – за 25 б.п. у јануару, за по 50 б.п. у фебруару и априлу и за 75 б.п. у мају, тако да је референтна стопа у мају износила 3,75%. Уз образложење да је то део постепене нормализације монетарне политике, у јануару је коридор каматних стопа симетрично проширен (референтна каматна стопа $\pm 1,0$ п.п.).

С друге стране, упркос снажним инфлаторним и депрецијацијским притисцима, централна банка **Турске** током прва четири месеца 2022. није мењала референтну каматну стопу (14,0%), што је у складу с најавама из децембра 2021. године.

Осврт 3: Очекивани ефекти нормализације монетарне политике водећих централних банака на Србију

Наставак јачања инфлаторних притисака, пре свега због ескалације енергетске кризе, супротно претпоставкама да ће се они постепено смиривати у П2 ове године у условима очекиваног решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања, утицао је на то да водеће централне банке започну с нормализацијом монетарних политика, односно помере најаве о почетку нормализације за ранији период него што се то првобитно очекивало. Банка Енглеске била је прва међу водећим централним банкама која је у децембру 2021. започела с повећањем референтне каматне стопе, док је ФЕД то учинио у марту 2022. С обзиром на то да се промене монетарних политика водећих централних банака одражавају на ликвидност на међународном финансијском тржишту, глобалне финансијске услове и токове капитала, у овом осврту ћемо сагледати потенцијалне ефекте нормализације монетарне политике ФЕД-а и ЕЦБ-а на Србију.

Графикон О.3.1. ФЕД: 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*, децембар 2021. и март 2022.

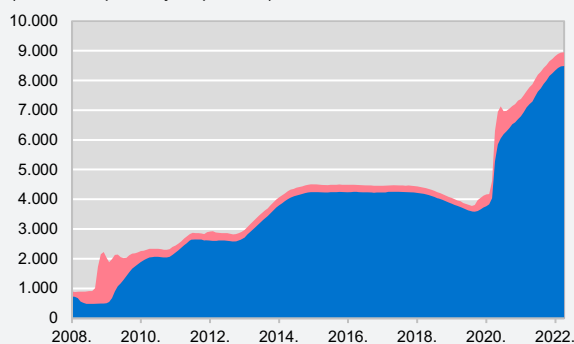
Привреде САД и зоне евра налазе се у различитим фазама економских циклуса, при чему се привреда САД брже опоравља, посебно тржиште рада. Тако је ФЕД, који је, за разлику од ЕЦБ-а, започео са заостравањем монетарне политике и пре избијања пандемије вируса корона, и овај пут започео раније са заостравањем монетарне политике. ФЕД је у 2021. задржао распон референтне стопе на постојећем нивоу (0–0,25%), при чему су крајем године и почетком 2022. преовладала очекивања да ће прво повећање уследити у марту 2022, што се и догодило. С растом очекивања о бржем постизању циљева ФЕД-а, током 2021. повећавао се и број представника ФЕД-а који је очекивао повећање референтне стопе у 2022. и у 2023, као и број повећања током обе године. Уз то, на састанку у мају објављен је план смањења обима активе (државних и хипотекарних обвезница) у билансу стања ФЕД-а, чија ће реализација бити започета у јуну.

Како је српска привреда више везана за привреду зоне евра него за САД, не би требало очекивати већи непосредан утицај повећања стопа ФЕД-а и јачања америчког долара на нашу економију. Мањи део укупне робне размене Србије са иностранством одвија се у доларима – око 8% извоза и око 14% увоза (петогодишњи просек), и то пре свега примарних пољопривредних производа и енергената, док робна размена са САД чини мање од 2%

укупне робне размене Србије са иностранством (око 2% извоза из Србије усмерено је у САД и око 1% увоза потиче из САД). Такође, с обзиром на то да је учешће јавног дуга у доларима током претходних година знатно смањено (са 34% крајем 2016. на 11% у марту 2022), смањен је потенцијални ефекат повећања трошкова задуживања државе и валутни ризик који произлази из промене вредности америчког долара према евра, а тиме и према динару. Поред тога, долар не представља валуту у којој је изражен значајан износ штедње (око 3% штедње становништва и 4,6% депозита привреде), док је код кредита то учешће још ниже – код становништва и нема кредита у доларима, а код привреде учешће кредита у доларима износи 0,3%. Одређени утицај заоштравања монетарне политике ФЕД-а могао би се осетити преко токова портфолио инвестиција, с обзиром на то да се промене монетарне политике ФЕД-а одражавају на укупну ликвидност на међународном тржишту, глобалне финансијске услове и токове капитала, посебно према земљама у успону. Закључно с крајем априла, у поседу страних инвеститора било је око 143 млрд динара, или 15,5% портфеља динарских државних ХоВ. Међутим, треба имати у виду да је у односу на 2014, када су изласци појединих инвеститора с тржишта (услед смањења квантитативних олакшица ФЕД-а) утицали на веће одливе по основу портфолио инвестиција из Србије, база инвеститора који улажу у државне ХоВ Републике Србије сада проширена и у погледу броја инвеститора и у погледу географске структуре. Ширењу базе инвеститора доприноси и укључивање динарских државних ХоВ у индексе *J.P. Morgan*-а у јуну 2021. и у међународни регистар ХоВ *Clearstream* у октобру 2021. године.

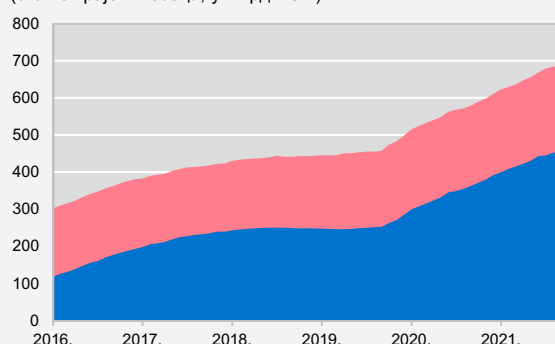
За разлику од ФЕД-а, који је започео са заоштравањем монетарне политике, ЕЦБ још увек директно не најављује када ће започети с повећањем каматних стопа. Програм *PEPP* окончан је крајем Т1, а на састанку у марту одлучено је да се смањи обим нето куповине активе банака у оквиру програма *APP*, при чему би, према последњим информацијама, овај програм требало да буде окончан током Т3, док ће повећање каматних стопа започети у неком периоду након завршетка овог програма. У том смислу, не би требало очекивати веће заоштравање финансијских услова у скорије време, јер и ЕЦБ наглашава да су подстицајни услови финансирања и даље неопходни како би се обезбедио одржив раст економске активности, чији су изгледи притом, под утицајем кризе у Украјини, сада и неповољнији.

Графикон О.3.2. Укупна актива ФЕД-а
(месечни просек, у млрд USD)



Извор: *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Графикон О.3.3. Укупна актива ЕЦБ-а
(стање крајем месеца, у млрд EUR)



Извор: ЕЦБ.

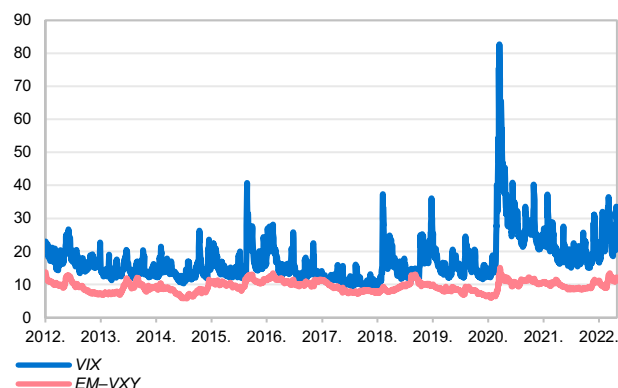
С обзиром на снажне трговинске и финансијске везе Србије са ЕУ, може се очекивати већи утицај промена монетарне политике ЕЦБ-а него ФЕД-а. Најзначајнији спољнотрговински партнер Србије је ЕУ, у коју одлази око две трећине српског извоза и из које долази око три петине увоза у Србију, при чему се само на зону евра односи око 40% и извоза и увоза. Поред тога, евро је валута у којој се обавља највећи део извоза (90%) и увоза (82%) (петогодишњи просек). Ипак, треба имати у виду да се учешће зоне евра у спољнотрговинској размени Србије смањује последњих година, а да расте учешће из других земаља, пре свега Кине и земаља ЕУ ван зоне евра. Иако и даље највећи део СДИ долази из ЕУ, последњих година знатно расту улагања из Азије, на која се у 2020. и 2021. односило преко 20% прилива СДИ, чиме се умањује и утицај очекиваног заоштравања монетарне политике ЕЦБ-а на Србију.

Нормализација монетарне политике ЕЦБ-а, као и у случају ФЕД-а, може се одразити на токове капитала, пре свега на портфолио инвестиције. Заоштравање монетарне политике путем основне каматне стопе може утицати на очекивања инвеститора у погледу раста приноса у развијеним земљама, што би за последицу могло да има веће очекиване приносе у земљама у успону (укључујући и Србију) и/или мањи прилив капитала по том основу. У истом смеру деловало би и смањење биланса стања ЕЦБ-а. С друге стране, сматрамо да СДИ не би требало да буду знатније погођене, с обзиром на то да ова врста инвеститора више пажње придаје макроекономској стабилности и структурним показатељима земље у коју улаже него условима у земљи из које потиче, јер су то по својој природи дугорочна улагања. Поред тога, повећана регионална распрострањеност инвестиција, попут раста улагања из Азије, додатно повећава отпорност на измене финансијских услова у зони евра.

Мере ЕЦБ-а могу утицати на домаће финансијско тржиште и преко канала каматних стопа. Будући да је око 62% пласмана приватном сектору девизно индексирано, пре свега у еврима, заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а и последични раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра може утицати на кретање каматних стопа на домаћем тржишту. Ипак, с обзиром на повољну макроекономску перспективу Србије и очекивани наставак раста кредитног рејтинга Србије на ниво инвестиционог, не очекујемо да би се евентуално повећање каматних стопа у зони евра у потпуности прелило на раст каматних стопа на кредите у евро знаку на домаћем тржишту.

Неизвесност у погледу динамике опоравка светске економије од кризе изазване пандемијом вируса корона и последица које криза у Украјини има на тај опоравак опредељује и неизвесност у погледу брзине нормализације монетарних политика водећих централних банака. Србија, као мала и отворена економија, неће бити изолована од дешавања на међународним финансијским и робним тржиштима. Ипак, потенцијалним мањим приливом капитала биће погођене пре свега земље са израженом спољном и унутрашњом неравнотежом, што Србија свакако није. **Захваљујући обезбеђеној и одржаној макроекономској и финансијској стабилности, смањеним интерним и екстерним неравнотежама и креираним девизним резервама, у претходном периоду повећана је отпорност Србије на ризике који долазе из међународног окружења и смањена њена зависност од екстерних извора финансирања.** Народна банка Србије наставиће да прати и оцењује дешавања у међународном окружењу, као и да, користећи мере које су јој на располагању, реагује како би умањила њихове негативне ефекте на домаћу привреду и финансијски систем.

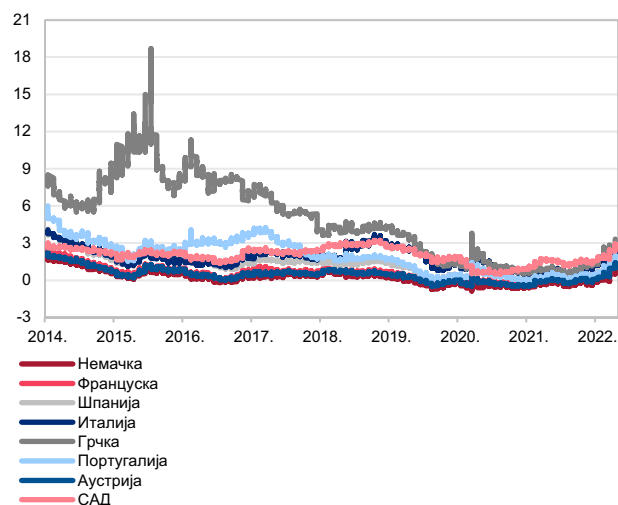
Графикон IV.6.13. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта*



Извор: Блумберг.

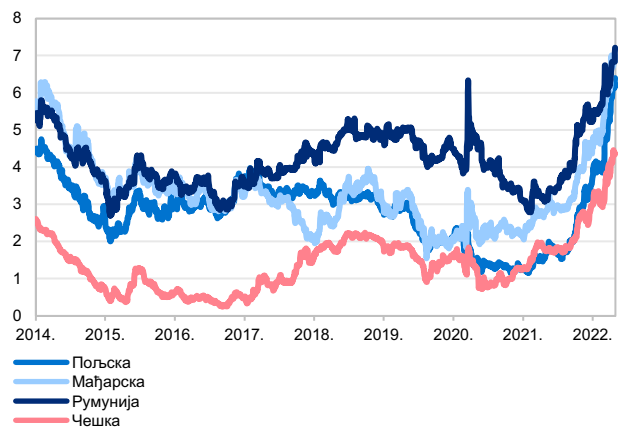
* VIX (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; EM-VXY (J.P. Morgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

Графикон IV.6.14. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.6.15. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



Извор: Рефинитив.

Финансијска и робна тржишта

Повећана склоност ка инвестирању на међународном финансијском тржишту која је преовладала крајем прошле и почетком ове године због слабљења негативних ефеката вируса корона убрзо се променила под утицајем очекивања тржишта да ће се монетарне политике водећих централних банака брже нормализовати у условима растућих и перзистентнијих инфлаторних притисака. Растућој неизвесности и повећаној аверзији према ризику додатно су допринели ескалација геополитичких тензија, почетак оружаног сукоба у Украјини и последично увођење санкција Русији од стране западних земаља. С тим у вези, имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (VIX) повећана је током Т1 2022. за 3,2 п.п., на 20,6%. Истовремено, индекс EM-VXY, који указује на волатилност валута земаља у успону, порастао је за 0,3 п.п. и крајем марта 2022. године износио је 11,5%.

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља повећани су током Т1 у просеку за око 1 п.п. На раст приноса на десетогодишње државне хартије САД током Т1 највише су утицала очекивања тржишта у вези с реакцијом монетарне политике ФЕД-а на убрзање инфлације и растуће инфлаторне притиске. Расту приноса додатно је допринело и повећање референтне каматне стопе ФЕД-а у марту за 25 б.п., као и изјаве званичника ФЕД-а које говоре у прилог потенцијално бржег и оштријег заоставања растуће инфлације. Слично су се кретали и приноси на десетогодишње обвезнице развијених европских земаља у условима наставка раста инфлације и инфлационих очекивања. С друге стране, средином тромесечја растуће геополитичке тензије и ескалација сукоба у Украјини деловали су у супротном смеру и утицали су на привремено смањење приноса на обвезнице развијених земаља у условима повећане тражње инвеститора за сигурном активом. Раст приноса у Т1 забележиле су и десетогодишње државне ХоВ земаља у региону, чему је додатно допринело повећање референтних каматних стопа њихових централних банака.

Паралелно с растом приноса на државне обвезнице САД, долар је ојачао према еврау током Т1 за 1,8%. Овакво кретање највећим делом је проузроковано одлукама водећих централних банака, као и очекивањима тржишних учесника да ће ФЕД заостравати монетарну политику брже од ЕЦБ-а. Поред тога, јачање америчке валуте делом је резултат повећаних тензија између Русије и западних земаља у

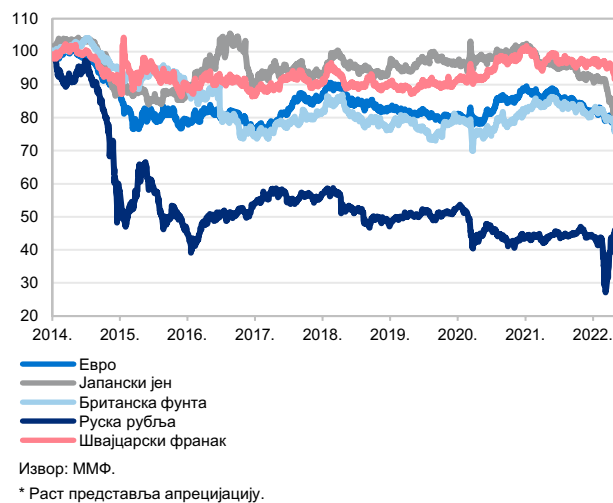
условима кризе у Украјини, што је допринело расту тражње инвеститора за доларом као валутом сигурног уточишта.

Услед повећаних очекивања тржишта да ће ФЕД брже и обимније поштрити монетарну политику, **светска цена злата** крајем јануара спустила се испод 1.800 долара по унци, да би већ у фебруару знатно порасла и крајем месеца премашила 1.900 долара по унци, по основу преласка инвеститора у сигурну активу због избијања конфликта у Украјини и уведених санкција Русији од стране САД и ЕУ. Исти фактори су условили раст цене злата изнад 2.000 долара по унци у првој декади марта, који је средином месеца ублажен након одлуке ФЕД-а да започне циклус повећања референтне каматне стопе. Крајем Т1 цена злата је износила око 1.940 долара по унци, што је за 7,5% више него на крају 2021. Међутим, у другој половини априла уследио је благи пад цене злата, под утицајем повећаних приноса на дугорочне обвезнице САД и планираног смањења биланса стања ФЕД-а, тако да је крајем месеца цена злата износила око 1.910 долара по унци.

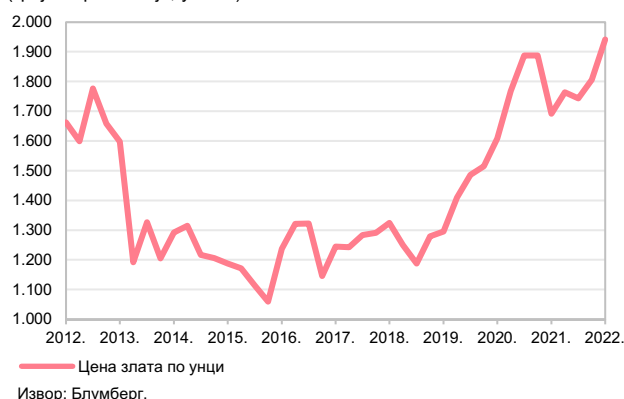
Светска цена нафте кретала се узлазном путањом током Т1 у условима повећане глобалне неизвесности због отежаног снабдевања нафтом и другим енергентима, првенствено из Русије, која је међу водећим светским извозницима. У таквим околностима, цена нафте је са 100 долара по барелу крајем фебруара у марту наставила да расте и бележи рекордне нивое, повремено прелазећи и ниво од 120 долара по барелу. Крајем Т1 она се спустила на око 107 долара по барелу, под утицајем одлуке САД да настави с коришћењем стратешких резерви сирове нафте, обновљеног извоза нафте из Казахстана, као и потенцијално слабије тражње за нафтом у Кини због поновног закључавања ради сузбијања пандемије. На том нивоу цена нафте се задржала и крајем априла, услед прогнозираног успоравања глобалног привредног раста и повећане инфлације, што се негативно одражава на глобалну тражњу за нафтом.

Након ескалације конфликта у Украјини крајем фебруара, **цена природног гаса** за Европу нагло је скочила на преко 100 евра по мегават-сату, да би у првој декади марта забележила и двоструко више нивое. Крајем Т1 цена гаса је износила око 120 евра по мегават-сату, што је знатно више него крајем прошле године и уједно показатељ да је европско тржиште гаса остало затегнуто, с обзиром на то да се цена овог енергента, пре израженог раста од средине прошле године и додатног притиска услед украјинске кризе, углавном кретала испод 30 евра по мегават-

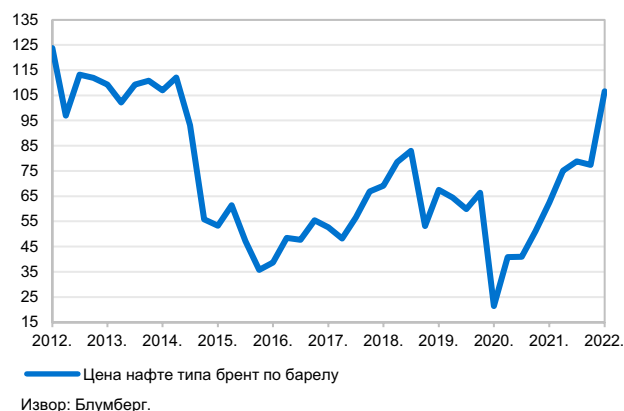
Графикон IV.6.16. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Графикон IV.6.17. Кретање светске цене злата (крајем тромесечја, у USD)

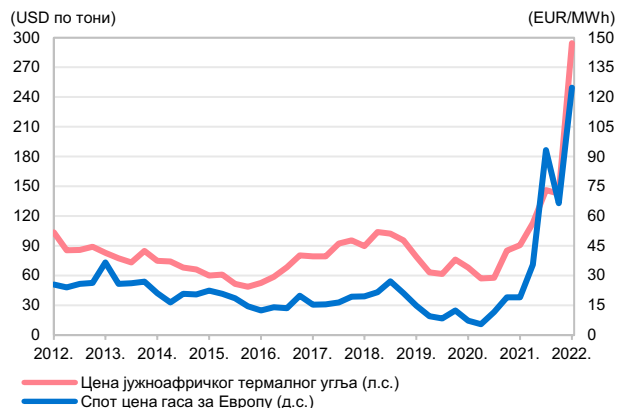


Графикон IV.6.18. Кретање светске цене нафте (крајем тромесечја, у USD)



Графикон IV.6.19. Кретање цена природног гаса и термалног угља

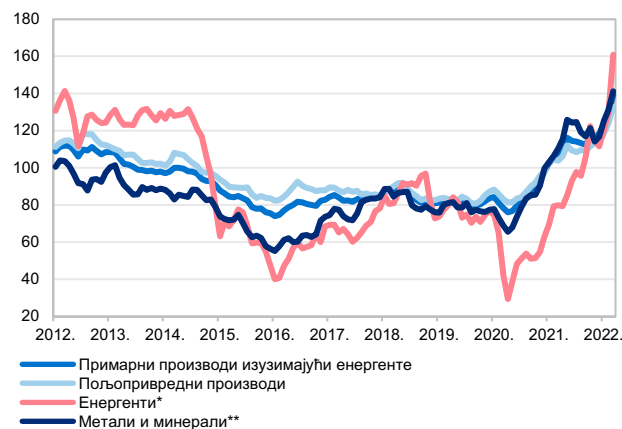
(крајем тромесечја)



Извор: Рефинитив и Светска банка.

Графикон IV.6.20. Индекс светских цена примарних производа

(2010 = 100)



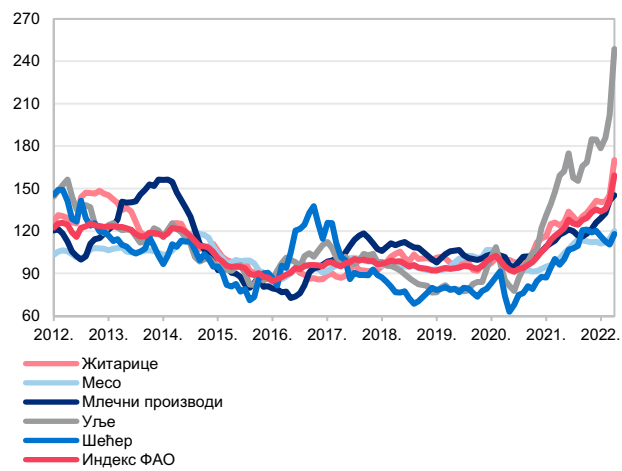
Извор: Светска банка.

* Сирова нафта, природни гас и угаљ.

** Бакар, алуминијум, руда гвожђа, олово, никл, цинк и калај.

Графикон IV.6.21. Индекс светских цена хране

(номинално, 2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

-сату. Због тога се очекује да ће цене гаса остати повишене у дужем периоду, а слично важи и за цене електричне енергије, које су с њима блиско повезане. Топлије време и повећане залихе течног нафтног гаса у Европи обуздале су знатнији раст цене гаса, која се од средине до краја априла кретала испод 100 евра по мегават-сату.

Према подацима Светске банке, **цена термалног угља** (пореклом из Јужне Африке) од средине јануара наставила је снажан раст из претходних месеци услед започетог економског опоравка од пандемије, који је поспешило тражњу за фосилним горивима, пре свега угљем. У марту је цена угља достигла нови највиши ниво од око 290 долара по тони, због тога што су европске економије тражиле алтернативу руској испоруци енергената. Након пада у јануару и фебруару, у марту су знатно повећане и цене минералних ђубрива (амонијака, азота, нитрата, фосфата, карбоната и сулфата) због смањене производње у Европи. Интензивнија производња угља у Кини прекинута је поновним затварањима због ширења вируса, услед чега је цена угља од средине априла поново расла и на крају месеца достигла је рекордних 300 долара по тони.

Знатан раст током Т1 бележиле су и **цене метала и минерала**, које су, према индексу Светске банке, порасле за 21%. По избијању украјинске кризе, најбрже су реаговале цене никла, уз драстичан раст у Т1 (око 70%), као и цене паладијума, чије су залихе знатно смањене, с обзиром на то да је Русија међу главним светским произвођачима ових метала. На нивоу Т1 знатно су повећане и цене руде гвожђа и алуминијума (по 30%). Након пада залиха на Лондонској берзи, цена бакра је у марту била на историјском максимуму, при чему су повећане и цене цинка, калаја и олова. У априлу су цене већине метала и минерала (изузев цинка и олова) биле нешто ниже него у марту, али и даље на знатно вишем нивоу него на крају 2021.

После пада у децембру, **светске цене хране** (мерене индексом ФАО) благо су порасле у јануару (1,4%), захваљујући вишим ценама биљних уља и млечних производа, насупрот чега су деловали пад цена пшенице услед раста залиха у Аустралији и Аргентини и ниже цене шећера због повољних изгледа за извоз шећера из Индије, Тајланда и Бразила. У фебруару и марту светске цене хране су убрзале раст (4,3% и 12,6%, респективно), пре свега цене биљних уља (сунцокретовог, палминог, сојиног и уља од репице), подстакнуте смањеним извозом због

конфликта у црноморском региону. Снажан раст **цена житарица** у Т1, чији је Србија нето извозник, опредељен је растом светских цена пшенице и сирових житарица, који је изазван прекидима у снабдевању из Украјине, а у мањој мери и из Русије. Поред тога, цене кукуруза, јечма и шећерне трске регистровале су највише нивое откад се објављује индекс ФАО (1990). Цене меса (пре свега свињског) такође су повећане у Т1, као последица слабије понуде у западној Европи, док је већи раст цена шећера, по основу више цене етанола и јачања бразилског реала према долару, ублажен повољним изгледима за производњу и извозом шећера из Индије. У односу на рекордне нивое у марту, цене хране на светском тржишту у априлу благо су смањене (за 0,8%), првенствено због пада цена биљних уља и нижих цена житарица, док су цене шећера, меса и млечних производа наставиле да расту.

V. Пројекција

Узимајући у обзир досадашње негативне ефекте конфликта у Украјини, пре свега на светске цене енергената, као и по том основу ревидиране оцене глобалних економских кретања од стране најзначајнијих међународних институција, укључујући и оцене за зону евра и земље региона, с којима остварујемо најзначајније трговинске везе, Народна банка Србије ревидирала је пројекцију раста БДП-а Србије за ову годину на распон 3,5–4,5%, што је за 0,5 п.п. ниже од наших очекивања у фебруару. Полазећи од претпоставке да се геополитичке тензије неће даље продубљивати и да се неће прекинути снабдевање гасом на глобалном нивоу, средњорочну пројекцију раста БДП-а од 4% до 5% годишње задржали смо непромењеном. Повољним средњорочним изгледима раста доприноси очувана пуна макроекономска, финансијска и фискална стабилност у Србији, у чијој је основи и стабилност девизног курса, која ће, као и током пандемије, допринети смањивању негативних ефеката екстерних фактора на најмању могућу меру. У том смеру деловаће и одлични финансијски резултати српске привреде остварени и у годинама пандемије, очувано пословно, инвестиционо и потрошачко поверење захваљујући предузетим економским мерама, наставак стабилног прилива СДИ, као и рекордно висок ниво улагања државе у путну, железничку и комуналну инфраструктуру.

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација у П2 ове године имати опадајућу путању, да ће се у границе циља највероватније вратити у П2 наредне године, а затим наставити да успорава до краја хоризонта пројекције. Раст светских цена примарних производа, енергената, као и увозна инфлација, који су додатно појачани у периоду од наше пројекције из фебруара у условима избијања конфликта у Украјини, у кратком року и даље ће вршити инфлаторне притиске на цене непрехрамбених производа и услуга, као и прехрамбених производа без воћа и поврћа, али се у хоризонту пројекције очекује њихово слабљење. Поред тога, долазак нове пољопривредне сезоне требало би да резултира смањењем цена воћа и поврћа са садашњих високих нивоа. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће и ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, а у кратком року и ефекти економских мера Владе усмерених на цене хране и енергената на домаћем тржишту.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а у највећој мери се односи на дужину трајања конфликта у Украјини, ефеката по том основу на светске цене енергената и хране, дужину трајања застоја у глобалним ланцима снабдевања, а у мањој мери и на исход домаће пољопривредне сезоне, због чега ценимо да су ризици пројекције инфлације, укупно посматрано, израженији навигше, а БДП-а наниже.

Почетни услови и претпоставке пројекције

Економске последице конфликта у Украјини утичу на неповољније изгледе раста светске привреде путем трговинског и финансијског канала, али и због раста цена енергената и примарних производа, што додатно убрзава глобалну инфлацију. Према оцени ММФ-а из априлског издања *WEO*, очекује се да ће глобални привредни раст у овој и наредној години износити по 3,6%, што представља корекцију наниже у односу на очекивања из јануара за 0,8 п.п. и 0,2 п.п., респективно. Од фактора који нису директно повезани с конфликтом у Украјини, као фактор корекције глобалног привредног раста наниже наводи се и закључавање важних трговинских и производних

Табела V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а (у %)

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

Извор: ММФ *WEO* (април 2022) и ММФ *WEO* (јануар 2022).

Табела V.0.2. Најважније претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	2022.		2023.	
	Феб.	Мај	Феб.	Мај
Раст БДП-а у зони евра	4,0%	2,9%	2,5%	2,3%
Инфлација у зони евра (просек)	3,1%	6,5%	1,6%	2,4%
EURIBOR 3М (децембар)	-0,2%	0,3%	0,4%	1,3%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-3,6%	17,1%	-5,1%	-8,9%
Цена нафте типа брент по барелу (дец. у USD)	81	99	75	87
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,0%	4,7%	4,5%	7,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

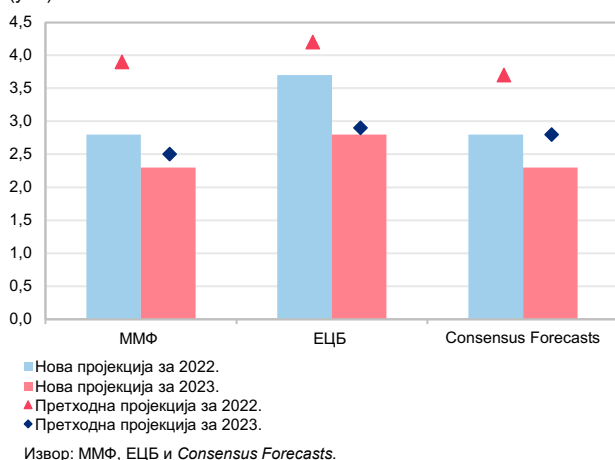
Извор: ЕЦБ, Consensus Forecasts, Euronext, CBOT, Блумберг и НБС.

центра у Кини ради сузбијања ширења вируса, што ће утицати на додатно продубљивање проблема у глобалним производним ланцима. Према оцени ММФ-а, ризици пројекције су асиметрични наниже, пре свега по основу могућег заоштравања сукоба у Украјини, увођења додатних санкција Русији, успоравања привредног раста Кине већег од очекиваног услед примене нулте толеранције према вирусу корона, као и по основу могућег новог таласа пандемије у случају појаве заразних сојева вируса.

С обзиром на јаке трговинске и финансијске везе зоне евра с Русијом, као и високу енергетску зависност, управо је привредни раст зоне евра највише коригован наниже (ако се изузме обим корекције раста за Русију и Украјину). Према оцени ММФ-а, зона евра ће забележити раст БДП-а од 2,8% ове године, а 2,3% наредне године, што је за 1,1 п.п. и 0,2 п.п. ниже од очекивања из јануара. Пројекција раста БДП-а САД коригована је са 4,0% у јануару на 3,7% у априлу, због бржег од првобитно очекиваног повлачења монетарних стимуланса и поштравања монетарне политике ради обуздавања инфлације, као и слабије трговинске размене са земљама које су изложене последицама конфликта у Украјини. Пројекција раста БДП-а Кине такође је благо коригована наниже (за 0,4 п.п.), на 4,4% у априлу, на шта су утицала честа затварања производних и трговинских центара, што ограничава бржи опоравак приватне потрошње, као и због проблема у станоградњи и мањих очекиваних инвестиција у овај сектор. За Русију ММФ пројектује пад БДП-а у овој години од 8,5%, који ће се наставити и у наредној години, али у мањој мери (-2,8%).

Графикон V.0.1. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2022. и 2023.

(у %)



■ Нова пројекција за 2022.
■ Нова пројекција за 2023.
▲ Претходна пројекција за 2022.
◆ Претходна пројекција за 2023.

Извор: ММФ, ЕЦБ и Consensus Forecasts.

Када је реч о зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, поред директних негативних ефеката украјинске кризе и санкција према Русији на обим спољнотрговинске размене и утицаја на енергетску безбедност, индиректни ефекти потичу и од продужених застоја у ланцима снабдевања, пре свега у аутомобилској индустрији. С обзиром на то да се њихове економије у великој мери ослањају на прерађивачку индустрију, коју погађају уска грла у производњи, као и да су више од осталих европских земаља зависне од увоза енергената из Русије, према оцени ММФ-а, највећа ревизија наниже за ову годину односи се на Немачку (за 1,7 п.п., на 2,1%) и Италију (за 1,5 п.п., на 2,3%). У априлу исту пројекцију за зону евра за ову и наредну годину као ММФ има и Consensus Forecasts, што је за 1,2 п.п. и 0,2 п.п., респективно, ниже од очекивања забележених у анкети пре три месеца. Када су у питању наши најзначајнији партнери унутар зоне евра, пројекција

за Немачку незнатно је виша у пројекцији *Consensus Forecasts*-а у односу на ММФ и износи 2,2% за ову годину и 2,5% за наредну, уз наглашавање да је претпоставка ове пројекције да ће енергетске потребе бити у потпуности задовољене. Слично је и с пројекцијом за Италију, чији ће раст БДП-а, према *Consensus Forecasts*-у, ове године износити 2,7%, а наредне 1,9%. Поред ефеката на увоз енергената, процењује се да ће и приходи од туризма Италије бити нижи, као и продаја луксузне робе због увођења финансијских санкција Русији. У својим мартовским пројекцијама, ЕЦБ је ревидирала пројектовани раст БДП-а зоне евра наниже – са 4,2%, колико је износио пре избијања конфликта у Украјини, на 3,7%, при чему је истакла да би раст у најлошијем сценарију, који подразумева потенцијалне прекиде у снабдевању Европе енергентима из Русије, могао да износи и свега 2,3%. Процена професионалних прогнозера изнета у анкети ЕЦБ-а у погледу БДП-а зоне евра за ову годину износи 2,9%, а за следећу 2,3%, што је слично проценама ММФ-а и *Consensus Forecasts*-а.

Према оцени ММФ-а, раст **БДП-а у европским економијама у успону** (искључујући Белорусију, Русију, Турску и Украјину) ревидиран је наниже за 1,5 п.п., на 3,2% у 2022, услед преливања негативног утицаја украјинске кризе на екстерну и домаћу тражњу, постојанијих застоја у снабдевању и снажног раста цена енергената, који подстичу инфлаторне притиске, због чега су централне банке већине земаља наставиле циклус поштравања монетарне политике. Према оцени ММФ-а, раст за ову годину је коригован наниже пре свега за Хрватску, Румунију, Словачку, Мађарску и Чешку, у распону од 3,1 п.п. до 1,3 п.п., с обзиром на то да су ове земље високо интегрисане у глобалне производне ланце, пре свега у области аутомобилске индустрије, а са изузетком Хрватске и веома зависне од увоза енергената из Русије. У односу на очекивања од пре три месеца, *Consensus Forecasts* је за све земље у региону средње и југоисточне Европе кориговао раст БДП-а наниже за ову годину. Корекције се крећу од 0,3 п.п., колико је коригован раст за Србију, до 2,2 п.п. за Чешку. Брзина опоравка овог региона у наредном периоду зависиће, пре свега, од цена енергената и њихове доступности, брзине опоравка зоне евра, која је овој групи земаља најзначајнији трговински партнер, али и од мера монетарне политике предузетих у условима јачања инфлаторних притисака.

Глобална инфлација, која је у претходној години убрзавала, вођена факторима изласка из пандемије, добила је нови замах након ескалације

Табела V.0.3. Процена привредног раста по земљама (реални раст, у %)

	Јануар 2022.		Април 2022.	
	2022.	2023.	2022.	2023.
Пољска	4,7	4,0	3,9	3,4
Чешка	4,2	3,9	2,0	3,1
Мађарска	4,9	3,8	3,8	3,5
Румунија	4,5	4,4	2,7	4,1
Словачка	4,2	4,4	2,6	3,7
Словенија	4,0	3,4	4,0	2,8
Хрватска	4,6	3,7	3,3	3,5
Бугарска	3,6	3,8	2,7	3,2
Албанија	4,0	3,9	3,5	3,5
БиХ	3,5	3,3	3,1	3,0
С. Македонија	4,1	3,5	3,3	3,2
Црна Гора	5,1	4,0	4,1	4,2
Србија	4,4	4,0	4,1	3,7

Извор: *Consensus Forecasts*.

Графикон V.0.2. Претпоставка о инфлацији у зони евра (мг. раст, у %)



конфликта у Украјини и увођења економских санкција Русији. Како су ове две земље значајни произвођачи великог броја примарних производа (енергенти, пољопривредни производи, метали, минерали...), бележи се снажан нови талас раста цена ових производа од краја фебруара. Овај утицај појачан је и јачањем долара према евр, а последично и према динару, што додатно подиже цене примарних производа изражене у динарима. Оваква комбинација фактора условила је да у **већини земаља инфлација наставља да расте знатно изнад очекивања**, а у складу с тим навише се ревидирају и пројекције инфлације за наредни период. Тако је раст потрошачких цена у марту 2022. у САД био највиши у последње четири деценије, у зони евра од њеног оснивања – 1999. године, а у највећој чланици зоне, Немачкој, од 1981. године.

У садашњим околностима, пројекције инфлације на глобалном нивоу веома су неизвесне. Централне банке своје пројекције инфлације у основном сценарију базирају на претпоставци да ће се у наредном периоду постепено смиривати ситуација на тржиштима примарних производа, што би условило постепени пад инфлације ка циљаном нивоу у току наредне године. Томе би требало да допринесе и очекивана нормализација у функционисању производних ланаца. У прилог томе говори пад цена прекоморског транспорта који се бележи последњих месеци, мада би најновије противепидемијске мере закључавања у Кини могле преокренути овај тренд. У складу с пројекцијом *Consensus Forecasts*-а, претпоставили смо да ће **инфлација у зони евра** ове године у просеку износити 6,5%, а наредне године 2,4%.

Растућа инфлација навела је велики број централних банака да реагују затезањем својих монетарних политика. Тако је **ФЕД** најпре у новембру започео са успоравањем обима куповине активе у оквиру програма квантитативног попуштања, да би у марту и мају повећао основну каматну стопу за 25 б.п. и 50 б.п., респективно (на 0,75–1,0%), уз одлуку да започне циклус продаје активе, тј. смањење свог биланса стања. При томе, извесније је брже заштравање монетарне политике од претходно очекиваног. Према мартовским пројекцијама, медијално очекивање представника ФЕД-а јесте да ће референтна каматна стопа ФЕД-а крајем текуће године износити 1,9%, а крајем наредне године 2,75%. Поред високе инфлације, у прилог затезања монетарне политике иде и пад стопе незапослености у САД на 3,6% у марту, као и даље висока пројекција раста БДП-а за текућу годину од 2,8%.

Како су инфлаторни притисци у зони евра блажи (базна инфлација је упола нижа у зони евра него у САД), ЕЦБ је у својим одлукама и реторици и даље умеренија од ФЕД-а. На мартовском састанку, ЕЦБ је донела одлуку да у Т2 успори програм нето куповине активе (APP) са 40 млрд евра месечно, колико је раније било најављено, на 40 млрд у априлу, 30 млрд у мају и 20 млрд у јуну, док ће за Т3 износи куповине бити утврђени накнадно. ЕЦБ засад није мењала своје основне каматне стопе. Мада међу члановима ЕЦБ-а постоје различита мишљења у погледу брзине нормализације монетарне политике, очекивања су да би до првог повећања каматне стопе најраније могло доћи у септембру текуће године. У нашој пројекцији претпоставили смо, према фјучерсима, да ће тромесечни *EURIBOR* крајем ове године прећи у позитивну зону.

Светске цене нафте, чија узлазна тенденција траје од маја 2020. године, у једном тренутку у марту премашиле су 130 долара за барел, што није забележено још од 2008. године. Након тога је дошло до корекције наниже, која је нарочито била изражена након одлуке САД да интервенише на тржишту нафте из стратешких резерви, па се у тренутку израде пројекције цена нафте креће око 107 долара за барел. Према тржишним очекивањима (нафтни фјучерси), која користимо као претпоставку пројекције, светска цена нафте ће у наредном периоду постепено опадати, на 99 долара за барел крајем текуће, а затим на 87 долара крајем наредне године. Та пројекција је за близу 10 долара виша у односу на фебруарску.

Иако се почетком године смирила и чак благо опала, као последица конфликта у Украјини **светска цена природног гаса** почетком марта достигла је нови рекордни ниво. Средином марта, када су започети преговори Русије и Украјине, уследио је благи пад цене, али се она и даље налази на вишем нивоу него почетком године и највероватније ће се до краја ове године кретати око сличних нивоа, тако да би тек у наредној години, са завршетком зимске грејне сезоне, гас могао да појефтини у већој мери. Сличан тренд се очекује и за цене електричне енергије и угља, као алтернативних извора енергије. Вишим ценама гаса претходних месеци нарочито је била погођена Европа, а пре свега Немачка, која веома зависи од увоза руског гаса. Ипак, за сада санкцијама Запада није обухваћен енергетски сектор и наша пројекција у основном сценарију претпоставља да се неће прекинути снабдевање гасом из Русије.

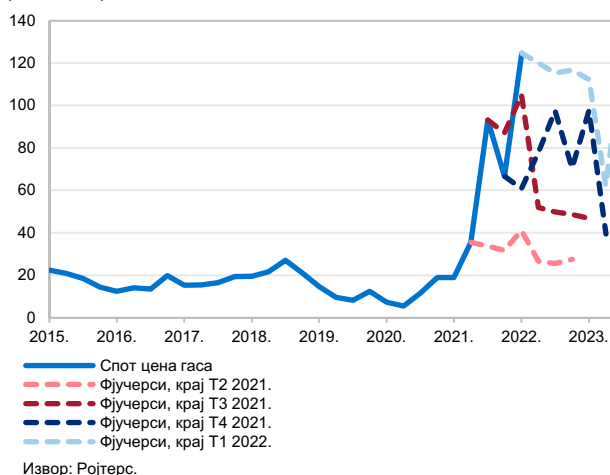
Графикон V.0.3. Очекивани тромесечни *EURIBOR* (на годишњем нивоу, у %)



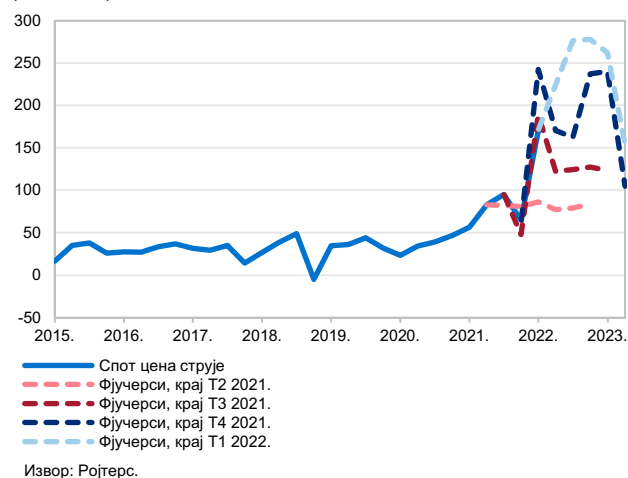
Графикон V.0.4. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



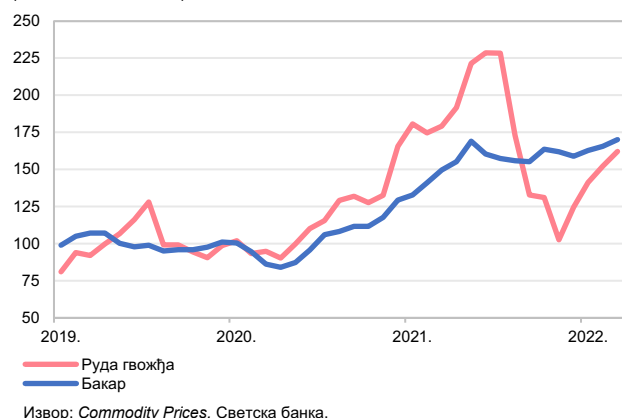
Графикон V.0.5. Реперна цена природног гаса за Европу, на холандском чворишту TTF (EUR/MWh)



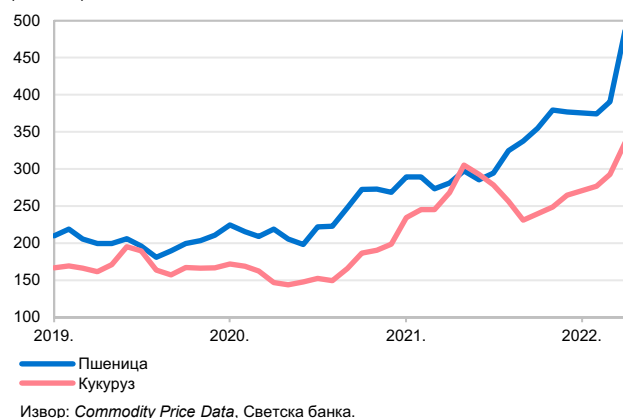
Графикон V.0.6. Реперна цена струје за Европу, *German power baseload* (EUR/MWh)



Графикон V.0.7. Цене руде гвожђа и основних метала на светском тржишту (индекс, 2019 = 100)



Графикон V.0.8. Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту (USD/mt)



Захваљујући уговорима потписаним с Русијом крајем прошле године, Србија ће до средине ове године плаћати највећи део гаса по непромењеној цени у односу на претходну годину. Ипак, с обзиром на уведене санкције Запада и очекивани пад привредне активности у Русији, постоји ризик да ћемо гас убудуће плаћати по вишој цени него што је то био случај до сада. Када је реч о **цени електричне енергије**, она је крајем прошле године повећана за око 50% за домаћу привреду и одлуком Владе на том нивоу ће се задржати до средине ове године, док за домаћинства није мењана од фебруара 2021. По основу повећаних трошкова компанија из енергетског сектора, за потребе пројекције претпоставили смо да би у овој години требало да се коригују цене гаса и електричне енергије за домаћинства, што би, уз раст цена комуналних услуга и цигарета по основу редовног годишњег усклађивања акциза, требало да за последицу има раст регулисаних цена у овој години од 4,7%, а у наредној од 7%. Поред ових директних ефеката, индиректни ефекти на расположиви доходак, а тиме и на инфлацију и привредни раст, разликују се у зависности од тога у којој мери трошкови енергената учествују у укупним трошковима предузећа и домаћинства, тако да их је теже проценити. Када је реч о уредби Владе која се односи на смањење акциза на нафтне деривате, претпоставили смо да ће она у неком облику наставити да се примењује до краја ове године.

Крајем фебруара и почетком марта знатан раст бележе готово све **светске цене метала и минерала**. Иако је због почетка преговора око конфликта у Украјини и ширења вируса корона у Кини уследио пад ових цена од средине марта, крајем марта оне су остале на знатно вишем нивоу него крајем 2021. Њихов висок ниво и волатилност знатно повећава притиске на даљи раст произвођачких цена. Највише су повећане цене никла, за преко 50%, али знатан раст цена бележе и алуминијум, руда гвожђа, паладијум и др. Као и у случају енергената, очекује се да ове цене и у наредном периоду остану повишене, иако на нешто нижем нивоу од тренутног.

Геополитичка дешавања утицала су и на то да светске цене **примарних пољопривредних производа** од последњег извештаја додатно снажно порасту. Крајем фебруара и почетком марта, цена пшенице порасла је преко 60%, да би се касније вратила на нижи ниво и тренутно се креће око 36% изнад нивоа из прошле пројекције. Раст, мада нешто блажи, забележен је и код цена кукуруза и соје, па се цене пољопривредних производа тренутно налазе на највишем нивоу од

2013. године. У нашој пројекцији, претпоставке о кретању ових цена у наредном периоду базирали смо на подацима о фјучерсима на светским берзама, према којима би раст на нивоу године износио око 17%, а наредне године требало би да уследи пад од око 9%. У складу с тим, очекујемо да ће се и **цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту**, које прате кретање светских цена, слично кретати. У односу на прошлу пројекцију, цене пољопривредних производа пројектоване су на вишем нивоу.

Када је реч о факторима који утичу на домаћу тражњу, треба имати у виду да је **средњорочним фискалним оквиром**, дефинисаним у ревидираној *Фискалној стратегији за 2022. са пројекцијама за 2023. и 2024.*, предвиђено да ће фискална политика имати рестриктивнији карактер него у претходне две године и поред наставка релативно високих **издвајања државе за капиталне инвестиције** (које се пројектују на око 7% БДП-а), као и раста улагања у здравствени систем. У наредном периоду предвиђа се **умерено повећање пензија и плата у јавном сектору, као и извесно пореско растерећење привреде**, што све заједно треба да допринесе одржавању животног стандарда становништва и расту средстава за нове инвестиције. Истовремено, пројектовано смањење дефицита опште државе са око 3% БДП-а ове године, на око 1% у 2024, и прелазак у примарни суфицит треба да обезбеди да се **јавни дуг одрживо нађе на опадајућој путањи**, као и да осигура флексибилност јавних финансија и могућност реакције на евентуалне нове екстерне потресе и кризу. Одговорна фискална политика, у комбинацији с повољним изгледима раста и одржаном макроекономском стабилношћу, треба да допринесе и нижој **премији ризика земље и достизању инвестиционог кредитног рејтинга**, које се очекује у хоризонту пројекције. За сада не видимо да ће фискални дефицит у овој години знатније одступати од плана, иако је у прва три месеца остварен дефицит од 68 млрд динара, што чини око 34% планираног фискалног дефицита за ову годину према ревидираној Фискалној стратегији. И поред тога што је држава смањила приходе од акциза на нафтне деривате, истовремено је обезбеђен раст прихода по другим основама, пре свега по основу боље од очекиване наплате ПДВ-а.

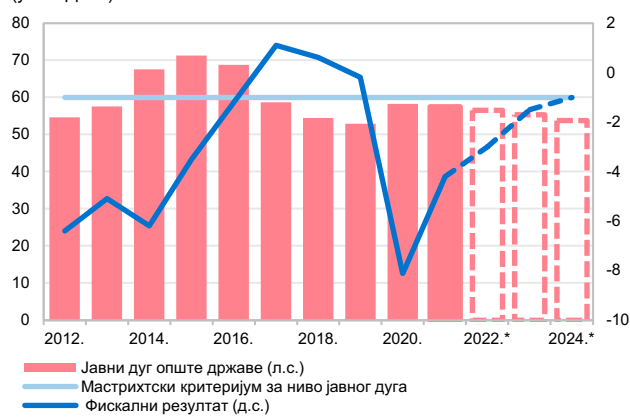
Према нашој оцени, **раст зарада у приватном сектору** ове године биће нешто бржи него у јавном сектору, чему ће допринети и виша минимална цена рада (201,22 динара по сату). Уз очекивани наставак раста запослености, мада нешто спорији него у

Графикон V.0.9. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



Извор: СВОТ, Euronext и прерачун НБС.

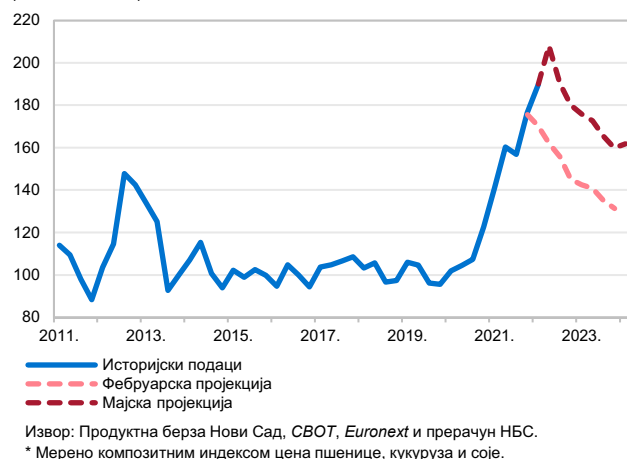
Графикон V.0.10. Фискални резултат и јавни дуг опште државе (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

* Пројекција из ревидиране Фискалне стратегије за 2022. са пројекцијама за 2023. и 2024.

Графикон V.0.11. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа* (Т4 2013 = 100)

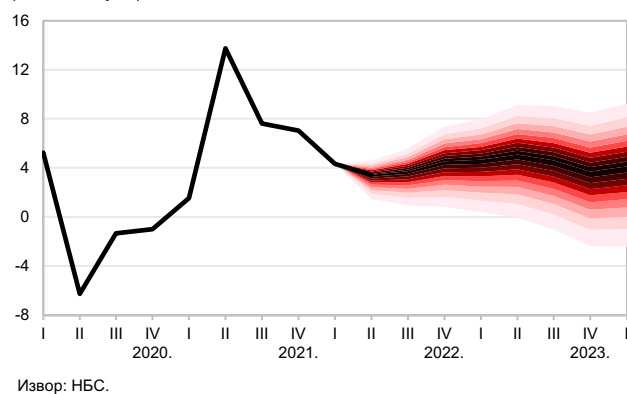


претходној пројекцији, то ће резултирати растом укупне масе зарада од око 12%, која ће остати кључан извор финансирања потрошње.

У новој пројекцији претпоставили смо да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна, што је претпоставка и за наредне године. С обзиром на то да је због неповољних временских прилика прошлогодишња пољопривредна производња била нижа за око 5%, ове године очекујемо благ позитиван допринос пољопривреде БДП-у. С доласком нове пољопривредне сезоне, очекује се постепено смањење трошковних притисака у производњи прерађене хране и меса, а и цене воћа и поврћа требало би да се нађу на нижем нивоу него претходне године.

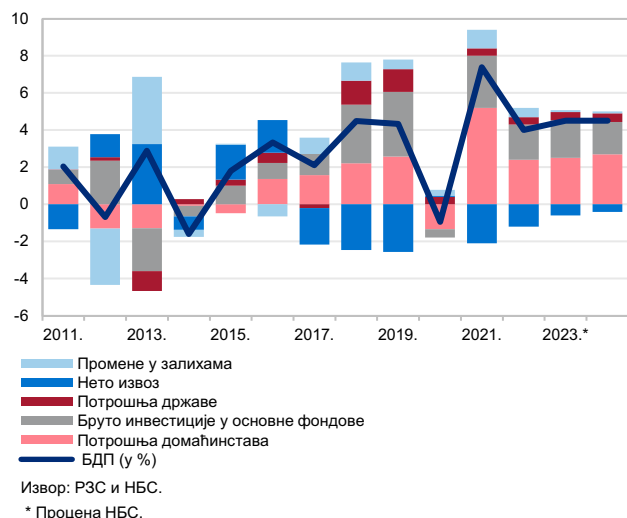
Пројекција БДП-а

Графикон V.0.12. Пројекција раста БДП-а (мг. стопе, у %)



Након изразито снажног раста у претходној години, а пре свега као резултат високог тзв. *carry-over* ефекта из Т4 2021, у првим месецима ове године настављен је релативно динамичан раст привредне активности, на шта је упућивала већина показатеља доступних на месечном нивоу. Ипак, мања производња електричне енергије и угља и повећан увоз енергената утицали су на то да раст БДП-а у Т1 буде нешто нижи од наших очекивања у фебруару. Према процени РЗС-а, раст БДП-а је у Т1 износио 4,3% мг., односно 0,6% дсз. у односу на претходно тромесечје, према нашој процени. Посматрано с производне стране, раст БДП-а воде услужни сектори и индустрија, а посматрано с расходне стране – приватна потрошња и фиксне инвестиције, као и раст залиха, нарочито након доношења одлуке да се привремено ограничи извоз примарних пољопривредних производа.

Графикон V.0.13. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Узимајући у обзир досадашње негативне ефекте конфликта у Украјини, пре свега на светске цене енергената, као и ревидиране оцене глобалних економских кретања од стране најзначајнијих међународних институција по том основу, укључујући и зону евра и земље региона, с којима остварујемо најзначајније трговинске везе, Народна банка Србије ревидирала је пројекцију раста БДП-а Србије за ову годину на **распон 3,5–4,5%**, што је за 0,5 п.п. ниже од наших очекивања у фебруару. Полазећи од претпоставке да се неће даље продубљивати геополитичке тензије и да се неће прекидати снабдевање гасом на глобалном нивоу, **средњорочну пројекцију раста БДП-а од 4% до 5% годишње задржали смо непромењеном**. Повољним средњорочним изгледима раста доприноси очекивана

реализација планираних пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре. Реч је о преко четрдесет пројеката чија је реализација планирана у наредних десет година, а чија се укупна вредност процењује на око 25 млрд евра (брutto додата вредност око 5 млрд евра), што би требало да резултира вишим реалним растом БДП-а¹⁷ на годишњем нивоу за око 0,5 п.п.

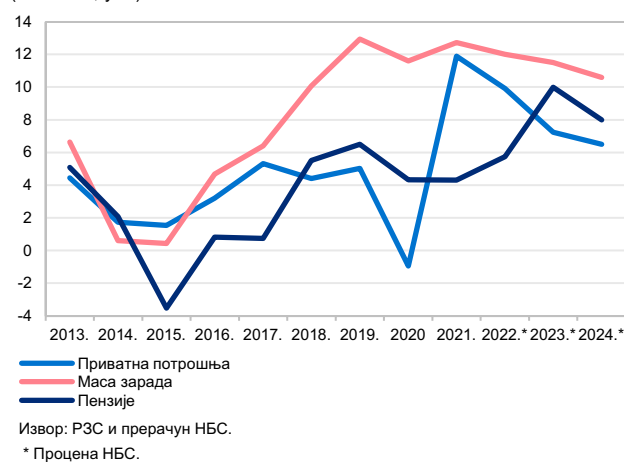
Према нашим проценама, највећи допринос расту БДП-а у овој години и средњем року потећи ће од **личне потрошње**, чији се допринос у овој години процењује на око 2,4 п.п., а њен допринос се и у средњем року очекује на сличном, односно незнатно вишем нивоу. **То значи да ће у наредном периоду потрошња расти спорије од укупног БДП-а, што обезбеђује његову средњорочну одрживост.** Раст потрошње биће резултат очекиваног наставка раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, чему доприноси и виша минимална цена рада, упркос томе што ће расположив доходак за потрошњу бити нешто нижи него што смо очекивали у фебруару због повећаних трошкова за енергенте и храну. И поред очекиваног смањења учешћа у БДП-у, важан извор за потрошњу представљаће и пензије, чији се раст пројектује у складу с тзв. швајцарском формулом, затим остварена једнократна фискална давања почетком године, као и подстицаји за повећање наталитета. Такође, услови кредитног задуживања требало би да остану релативно повољни и подстичу раст кредита намењених потрошњи, и поред оствареног заштравања монетарне политике Народне банке Србије и очекиваног заштравања монетарне политике ЕЦБ-а.

Благ позитиван допринос БДП-у очекује се и од **државне потрошње** (око 0,5 п.п. годишње) услед планираних знатних издвајања за здравствену заштиту и у наредном периоду. Очекујемо да ће се, у складу с Фискалном стратегијом, издаци за зараде и куповину робе и услуга повећавати умерено и уз контролу и вођење рачуна да се не повећа њихово учешће у БДП-у.

Због појачаних геополитичких тензија, знатно повећаних цена енергената и сировина, као и ниже екстерне тражње, ценимо да се на глобалном нивоу у извесној мери смањила склоност ка инвестирању, што би могло да се одрази и на нешто мању стопу раста инвестиција у Србији у овој години од претходно очекиване. Ипак, очекујемо да ће прилив СДИ и у овој

Графикон V.0.14. Стопа раста приватне потрошње и њених извора

(мг. стопе, у %)



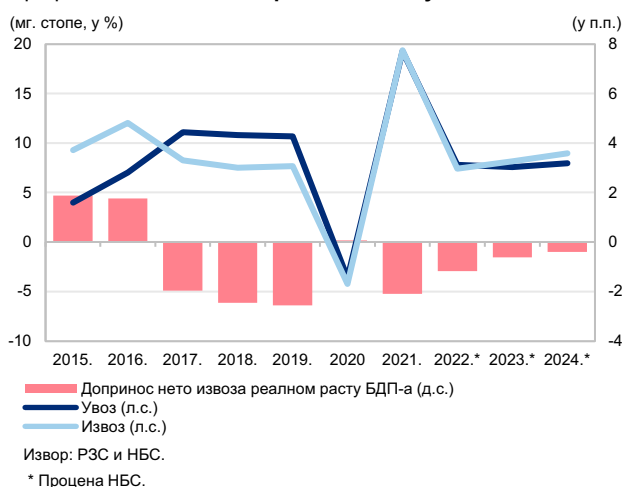
Графикон V.0.15. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



¹⁷ За детаље видети Извештај о инфлацији – август 2021, Осврт 2, стр. 34.

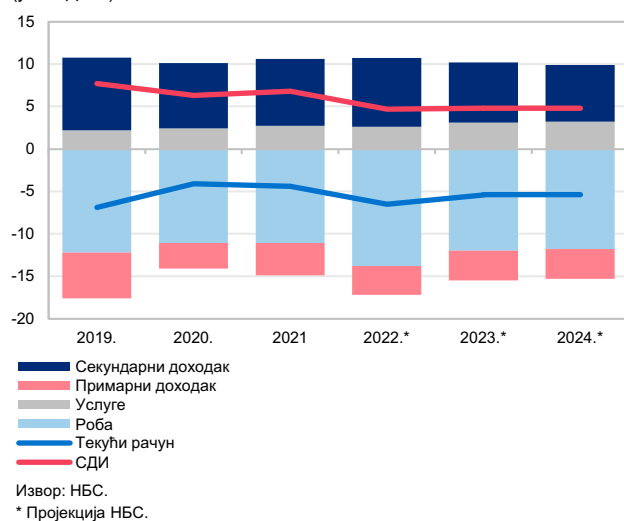
Графикон V.0.16. Реални раст извоза и увоза



години и у наредним годинама остати релативно висок и, као и до сада, пројектно распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе, захваљујући повољној макроекономској перспективи земље. Узимајући то у обзир, као и повећану профитабилност компанија у условима не само очуваних већ и проширених производних капацитета током пандемије, чему су допринеле правовремене и обимне мере подршке монетарне и фискалне политике, процењујемо да најважнији фактор **раста приватних инвестиција** остају сопствени извори. Средства за нове инвестиције и у станоградњи и у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре обезбеђиваће се и путем кредитних извора, и поред тога што се очекује постепена нормализација монетарне политике ЕЦБ-а у средњем року, што би за последицу могло имати нешто већу цену задуживања у инострану валути него у претходном периоду. С обзиром на најављену реализацију планираних инфраструктурних пројеката финансираних од стране државе и пројектовано задржавање релативно високог учешћа капиталних расхода државе у БДП-у (око 7% годишње), благ позитиван допринос у овој години очекујемо и од **инвестиција државе**, док би, због високе базе, он у наредним годинама могао бити неутралан. Имајући све претходно наведено у виду, процењујемо да ће фиксне инвестиције **и у овој години, као и у средњем року, задржати релативно висок допринос привредном расту (од око 1,9 п.п. у просеку годишње)**, што би требало да резултира тиме да учешће фиксних инвестиција у БДП-у престигне пожељан ниво од 25% у наредној години и настави да расте.

Уместо раније очекиваног негативног доприноса, у овој години сада очекујемо позитиван допринос расту БДП-а од **залиха**, на чији раст се одражава формирање стратешких робних резерви, пре свега хране и енергената, као и привремено ограничење извоза житарица.

Графикон V.0.17. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)

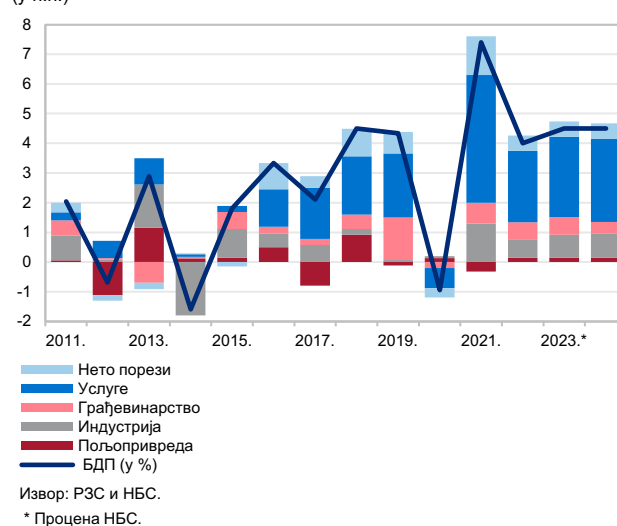


У условима повећања увоза енергената и опреме ради реализације поменутих инвестиционих пројеката, а у мањој мери и због ниже екстерне тражње, негативан допринос БДП-у у овој години очекује се од **нето извоза**. Русија и Украјина нису наши значајни трговински партнери по питању извоза, иако у погледу набавке енергената јесмо зависни од Русије. У том смислу не очекујемо веће негативне директне ефекте смањене тражње из ових земаља на наш извоз, већ пре свега индиректне ефекте путем утицаја конфликта у Украјини на изгледе глобалног привредног раста, тј. екстерну тражњу, као и на

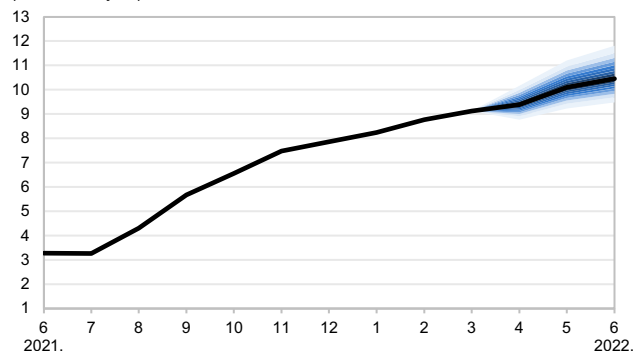
светске цене енергената и примарних производа. Мања екстерна тражња делимично ће бити компензована растом извозне понуде по основу инвестиција из претходног периода, али ће већи негативан допринос нето извоза него у претходној пројекцији бити пре свега последица повећаног увоза енергената, а у мањој мери и мањег извоза житарица због привременог ограничења извоза, док ће у смеру мањег дефицита деловати нешто нижи раст потрошње и инвестиција од очекиваног у фебруару. Последично, пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у у овој години износити око 6,5%, уместо мање од 5%, како смо очекивали у фебруару. Међутим, важно је нагласити да је то и даље дефицит који, и према нашим проценама и према проценама ММФ-а, **обезбеђује екстерну одрживост**. Екстерној одрживости ће допринети и то што ће дефицит текућег рачуна у највећој мери бити покривен нето приливима СДИ. У средњем року очекује се постепено смањење текућег дефицита ка нивоу од 5% БДП-а, чему ће допринети и повољнији односи размене.

Посматрано с **производне стране**, због високог учешћа у структури БДП-а и у складу с наставком раста личне потрошње, највећи позитиван допринос расту БДП-а очекује се од услужних сектора, премда се због нижег расположивог дохотка и повећане неизвесности на глобалном нивоу очекује благо нижи допринос него у претходној пројекцији. Готово у истој мери (од по 0,6–0,7 п.п.) позитиван допринос се очекује од рударства, прерађивачке индустрије и грађевинарства у овој години, а под претпоставком просечне пољопривредне сезоне благ позитиван допринос даће и пољопривреда. Притом, раст активности у сектору рударства бржи је од очекиваног у фебруару, пре свега услед активирања нових производних капацитета и веће експлоатације руде метала, пре свега бакра. С друге стране, допринос прерађивачке индустрије нешто је нижи од претходно очекиваног због ниже екстерне тражње и ефеката застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и повећаних трошкова производње. Ипак, раст прерађивачке индустрије и даље води активирање нових и проширење постојећих капацитета и раст извозне понуде по том основу. Расту грађевинарства доприноси реализација инфраструктурних пројеката, пре свега у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре, као и раст тражње за некретнинама. Једини негативан допринос расту у овој години очекујемо од сектора енергетике, због ниже производње струје и угља.

Графикон V.0.18. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)

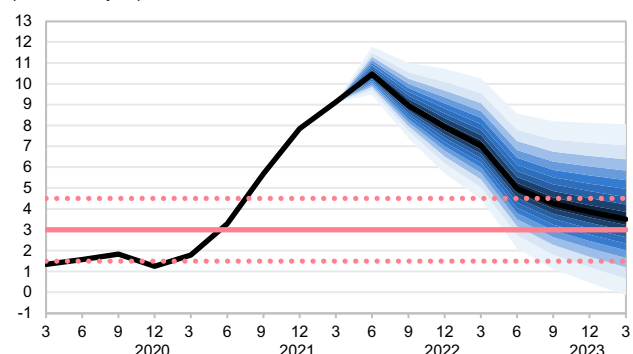


Графикон V.0.19. Краткорочна пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.20. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)

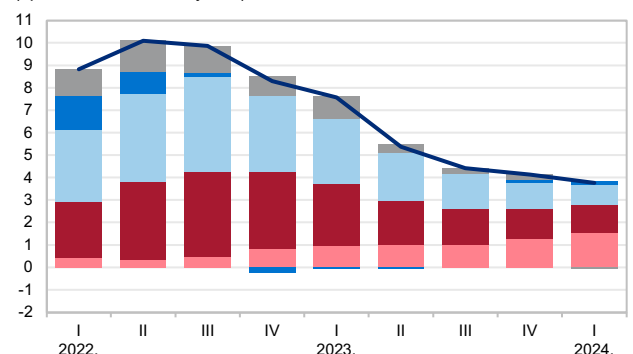


Извор: НБС.

Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтањијем делу графикана 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 графикану износи 10%.

Графикон V.0.21. Доприноси мг. инфлацији по
компонентама

(просечне мг. стопе, у п.п.)



— Нафтни деривати
— Воће и поврће
— Храна (без воћа и поврћа)
— Непрехранбени производи и услуге
— Регулисане цене
— Просечна мг. инфлација у тромесечју (у %)

Извор: НБС.

Пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације

Према централној пројекцији, укупна инфлација ће се у току Т2 и даље благо повећавати, на шта ће се у највећој мери одразити високи трошкови производње, пре свега по основу високих светских цена енергената, примарних пољопривредних производа и индустријских сировина. У супротном смеру деловаће долазак нове пољопривредне сезоне, који би од маја требало да услови снижење цена воћа и поврћа, с обзиром на њихов висок раст у претходном периоду услед прошлогодишње суше.

Ризици пројекције инфлације у кратком року у највећој мери односе се на цене непрерађене хране, као и на кретање светских цена нафте и других примарних производа.

Средњорочна пројекција инфлације

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација од П2 ове године имати опадајућу путању и да ће се у границе циља вратити у току П2 наредне године. Ескалација конфликта у Украјини, која се десила непосредно након објављивања нашег претходног Извештаја о инфлацији, знатно је подигла ионако високе инфлаторне притиске по основу светских цена примарних производа (енергенти, пољопривредни производи, метали, минерали...), због чега ће се, према нашој новој пројекцији, инфлација касније вратити у границе циља. При томе, актуелна фрагментација светских тржишта свакако неће повољно деловати на нормализацију функционисања глобалних производних ланаца, која се очекивала до краја ове године, што је била важна претпоставка наше претходне пројекције.

Упркос високим глобалним инфлаторним притисцима, очекујемо да би се инфлација у Србији ускоро могла наћи на опадајућој путањи, по основу очекиваног пада **цена воћа и поврћа**. Након снажног раста у протеклој години услед суше и високих летњих температура, оне се налазе на изузетно високом нивоу. Стога би у новој пољопривредној сезони, ако она буде просечна, требало да појефтини воће и поврће, што би од Т2 требало да доведе до снажног пада доприноса ове групе цена мг. инфлацији, који би од Т4 требало да се нађе у негативној зони.

Насупрот нашим ранијим очекивањима, **цене нафтних деривата** задржаће висок допринос инфлацији у већем делу текуће године, с тим да би од П2 тај допринос могао постепено опадати. Снажан

раст светских цена нафте након избијања сукоба у Украјини довео је до додатних поскупљења нафтних деривата, које је Влада ублажавала снижењем акциза. Ако би, у складу с кретањем фјучерса, светска цена нафте у наредном периоду умерено опадала, допринос нафтних деривата инфлацији могао би опадати од средине године. Претпоставка пројекције је да би почетком наредне године могло бити укинута привремено снижење акциза из фебруара ове године, што би у Т1 2023. привремено прекинуло силазну тенденцију стопе раста цена нафтних деривата.

Раст трошкова у производњи хране, до кога је дошло услед раста светских цена нафте и примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје), одразио се и на раст **прехранбене инфлације** на домаћем тржишту, који је донекле ублажен одлуком Владе о ограничењу цена основних животних намирница. Процењујемо да се показатељ трошkových притисака у производњи хране (без воћа и поврћа) – јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем од тренда које бележи однос цена инпута и цена финалних прехранбених производа) налази на највишем нивоу од 2012. године и кључно доприноси пројектованом расту цена прехранбених производа. Знатно одступање овог показатеља од неутралног нивоа уобичајено указује на његов очекивани пад у будућности и по том основу смањење трошkových притисака на цене хране. У складу с тим, прехранбена инфлација би ускоро могла да се нађе на силазној путањи. Кретање цена прехранбених производа једним делом ће зависити и од дужине трајања ограничења цена основних животних намирница.

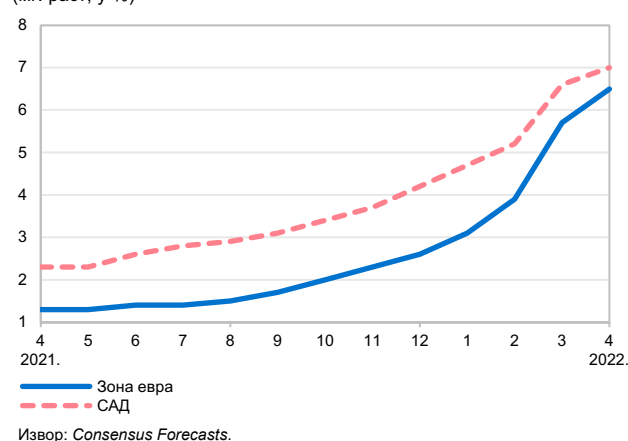
Сличну тенденцију требало би да има **непрехранбена инфлација**, мада ће овогодишњи максимум ове компоненте бити нижи од прехранбене инфлације. Цене ове категорије производа зависе од цена бројних увозних компонента и сировина, као и функционисања глобалних ланаца снабдевања, па очекујемо да ће се виша увозна инфлација и несташице сировина, као и више цене енергената и транспорта, одразити на то да се раст непрехранбене инфлације, који је био израженији у последња два тромесечја, настави и у наредним месецима. Ублажавање застоја у глобалним ланцима снабдевања које се очекује током ове године требало би да допринесе смањењу притиска на домаће цене непрехранбених производа, па би требало да допринос ове групе укупној инфлацији опадне од краја текуће године.

Насупрот осталим компонентама инфлације, допринос **регулисаних цена**, у складу с нашом

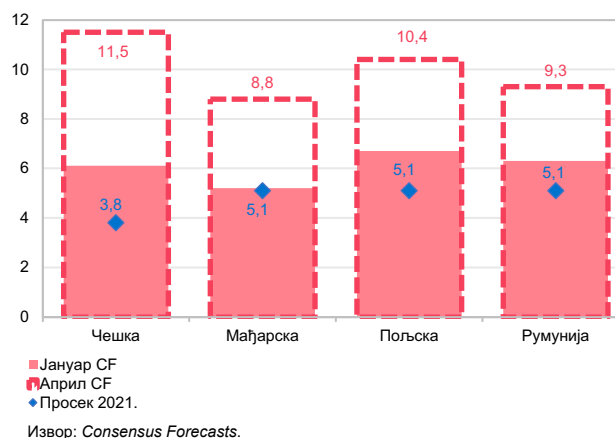
Графикон V.0.22. Пројектовано кретање производног јаза* (у % потенцијалног производа)



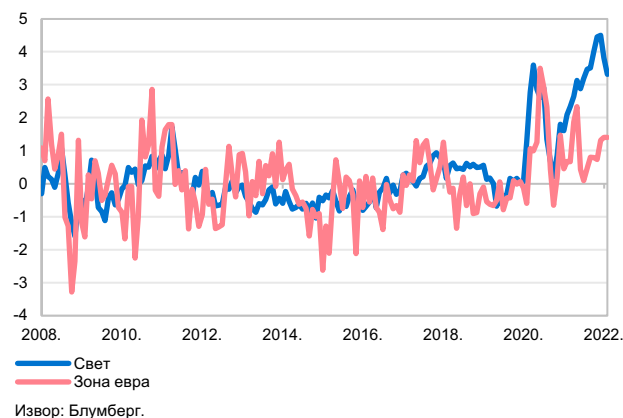
Графикон V.0.23. Ревизије прогнозе инфлације за 2022. у последњој години дана (мг. раст, у %)



Графикон V.0.24. Ревизија пројекције инфлације за 2022. (у %)



Графикон V.0.25. Притисци у глобалном ланцу снабдевања (индекс, 2022)



претпоставком о умереном расту цена енергената за домаћинства у П2 ове и наредне године, требало би да се ове године задржи на приближно истом нивоу као у 2021, а да наредне године буде благо већи.

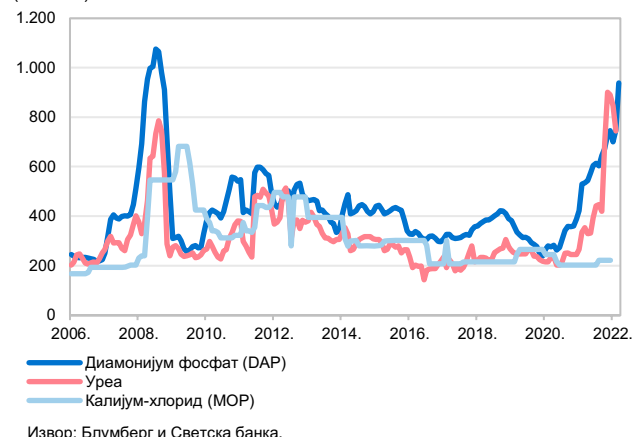
Посматрано по факторима, **цене из међународног окружења и даље су главни генератор инфлаторних притисака у Србији**. Економске последице сукоба у Украјини за сада су највидљивије на ценама примарних производа, при чему су оне и пре тога биле на високом нивоу услед опоравка глобалне тражње од иницијалног пандемијског шока, уз разна ограничења на страни понуде. Ипак, тржишна очекивања су да ће се у наредном периоду ове цене постепено нормализовати. Тако би, након високог раста од 28% у последњој години дана, закључно с априлом, **цене пољопривредних производа** могле пасти за око 5% у наредној години дана, што би постепено снижавало садашње, изузетно високе трошкове у производњи хране. Очекивања су слична и за **цене енергената**, које су се, као последица енергетске кризе из Т4 прошле године, нашле на изузетно високом нивоу. Према тржишним очекивањима, након завршетка грејне сезоне требало би да се цене ових производа смање. Светска цена нафте, која је у марту достигла највиши ниво након априла 2013. (посматрано као месечни просек), у текућој години требало би да се умерено смањује, што би знатно допринело паду мг. инфлације у Србији.

Графикон V.0.26. Цена контејнерског транспорта (у USD)



У водећим светским привредама и у земљама региона, инфлација се креће на вишедеценијским максимумима. У складу с тим, пројекције инфлације се ревидирају навише. Нарочито забрињава скок цена енергената у зони евра, што би могло у великој мери негативно да утиче на расположиви доходак, потрошњу и економску активност у наредним месецима. Томе треба додати и несташнице материјала, опреме и радне снаге, као и високе трошкове транспорта. Ипак, већина централних банака и даље процењује да ће се постепено успоставити равномернији однос понуде и тражње, као и да се раст светских цена примарних производа неће наставити. У правцу смиривања инфлаторних притисака требало би да делује и нормализација монетарне политике ФЕД-а, а вероватно крајем године и ЕЦБ-а. Сви ти фактори утицаће на то да се притисци по основу увозне инфлације на цене у Србији у току ове године смање, што је један од важних фактора пројектованог враћања инфлације ка циљу.

Графикон V.0.27. Цене пољопривредних ђубрива на светском тржишту (USD/mt)



По основу **агрегатне тражње** и даље не очекујемо веће инфлаторне притиске. Томе додатно доприноси актуелно глобално успоравање привредног раста,

нарочито у зони евра, нашем главном спољнотрговинском партнеру. Као резултат тога, у кратком року очекујемо одређено продубљивање негативног производног јаза, који би крајем ове и почетком наредне године требало да износи око $-2,4\%$, што ће допринети ублажавању инфлаторних притисака по основу тражње, а затим његово постепено затварање у наредном периоду. Иако су у периоду од претходног извештаја монетарни услови додатно поштрени, услови финансирања привреде и грађана остали су релативно повољни, чему доприносе и изузетно ниске каматне стопе у зони евра, чији се већи раст не очекује до краја периода пројекције. Поред тога, иако у мањој мери него у претходне две године, расту домаће тражње допринеће и раст плата у јавном сектору и пензија, као и капитални издаци државе, а по основу очекиване високе реализације капиталних издатака државе, пре свега у саобраћајну и комуналну инфраструктуру, очекује се и раст производног потенцијала. Уз очекивани раст екстерне тражње, наведени фактори треба да резултирају постепеним затварањем производног јаза.

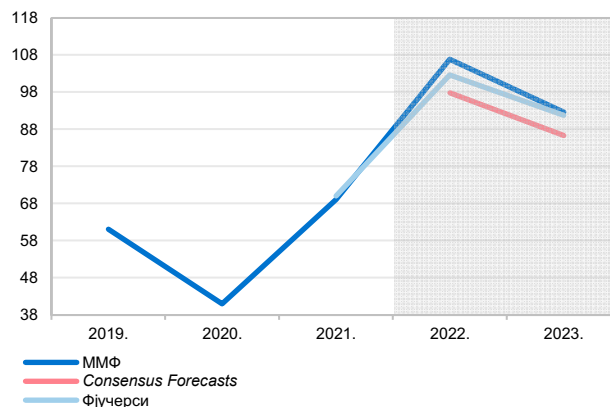
Ризици пројекције БДП-а и инфлације

Када је реч о ризицима пројекције БДП-а и инфлације, треба имати у виду да је неизвесност у погледу тока пандемије вируса корона и појаве нових сојева вируса знатно смањена у периоду од претходног извештаја, а да су геополитичка дешавања везана за ситуацију у Украјини и заоштравање енергетске кризе по том основу тренутно главни извори неизвесности нове пројекције. Они ће, пре свега, одредити интензитет и дужину трајања трошковних притисака из међународног окружења, као и брзину глобалног привредног раста. Поред тога, остварење наших макроекономских пројекција зависиће и од нормализације монетарних политика водећих централних банака. Мањим делом неизвесност се односи и на домаће тржиште, и то на успешност овогодишње пољопривредне производње, брзину раста домаће тражње, као и на трајање мера ограничења цена енергената и основних животних намирница.

С обзиром на то да су макроекономске пројекције у основном сценарију базиране на претпоставци да се геополитичке тензије неће додатно заоштрити и да се неће прекинути снабдевање гасом и нафтом у Европи, **ценимо да су ризици пројекције БДП-а асиметрични наниже, а инфлације навише.**

Ризици наниже по глобални привредни раст додатно су порасли, на шта се пре свега одражава

Графикон V.0.28. Пројекције цене нафте на светском тржишту (USD/барел)



Извор: ММФ, Consensus Forecasts, Блумберг.

Напомена: Осенчена површина означава пројекцију.

геополитичка неизвесност. Евентуална даља ескалација сукоба и санкција могла би додатно да умањи извозну тражњу за нашим производима, а тиме и да успори раст прерађивачке индустрије и извоза. Мада јењавање епидемије вируса корона у Европи наводи многе земље да готово у потпуности укидају рестрикције кретања, политика нулте толеранције према вирусу корона у Кини условила је нове мере закључавања у великим областима ове земље, укључујући финансијски центар Шангај. Ако би закључавања потрајала, то би могло поново нарушити ионако покидане глобалне производне ланце. Имајући у виду ове ризике, нарочито изражене геополитичке тензије, **оцењујемо да су ризици пројекције инфлације и БДП-а по основу глобалног привредног раста благо асиметрични наниже.**

С обзиром на јаке трговинске и финансијске везе, за Србију су, пре свега, важни **изгледи привредног раста зоне евра**. Поред ефеката које тражња из зоне евра има на извоз и производњу прерађивачке индустрије, на трошкове домаће производње одражаваће се и **темпо решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања и енергетске кризе** у зони евра, путем утицаја на доступност и цене увозних сировина у производњи. По основу могућег продужења застоја у глобалним ланцима снабдевања и енергетске кризе, **постоји ризик да инфлаторни притисци у зони евра постану трајнији, што би се одразило и на раст трошкова производње у Србији, нижи привредни раст и вишу инфлацију.**

Утицај геополитичких дешавања најизраженији је на светским тржиштима **енергената**. На цене енергената утицаће досадашње санкције Запада Русији и њихово евентуално проширење, несагласност око начина плаћања енергената (у рубљама или доларима), став земаља према увозу енергената из Русије, могућности транзита итд. Ризици су по том основу нешто мањи у случају нафте у односу на гас и струју због постојања алтернативних извора снабдевања и могућности интервенисања из стратешких резерви, као што је недавно био случај у САД. У случају гаса, међутим, европске земље немају пуно могућности супституције, па је цена овог енергента под већим ризиком. Притом, треба имати у виду да су залихе гаса у Европи и пре кризе у Украјини пале испод дугогодишњег просека, што је, уз снажан раст тражње, вођен рекордним ценама емисионих дозвола, генерисало узлазни раст цена овог енергента и пре новог потреса. Због тога **процењујемо да су ризици по инфлацију у погледу**

светских цена нафте симетрични, а природног гаса и струје асиметрични навише. С друге стране, већи трошкови производње по основу виших цена енергената представљају ризик наниже по питању раста БДП-а.

То што су Русија и Украјина **велики произвођачи примарних пољопривредних производа, метала и минерала**, знатно повећава ризике и по овом основу. С једне стране, нижи глобални привредни раст могао би смањити цене примарних производа. С друге стране, продубљивање геополитичких тензија, а у случају цена примарних пољопривредних производа и неповољни метеоролошки услови, могли би утицати на њихову мању понуду на светском тржишту. Поред тога, Русија је доминантан произвођач компонената минералног ђубрива, чије цене знатно утичу на трошкове производње пољопривредних производа широм света, па и у Србији. Из тих разлога, трајање кризе, као и с тим повезане геополитичке поделе, чине да су ризици одступања светских цена примарних производа веома високи **и у случају инфлације вероватно асиметрични навише**. Када је реч о утицају на БДП, треба имати у виду да су по основу већих светских цена примарних производа виши трошкови производње и да је расположиви доходак за инвестиције нижи, док, с друге стране, то доприноси већем извозу пољопривредних производа и метала, тако да оцењујемо да су **ризички по БДП по овом основу једнако изражени у оба смера**.

Снажан раст инфлације у најразвијенијим светским економијама у протеклом периоду знатно повећава вероватноћу да ће **водеће централне банке у већој мери заштитити монетарне политике**. Веће од очекиваног затезање монетарне политике развијених централних банака водило би поштравању глобалних услова финансирања, као и смањењу прилива капитала у земље у успону и појави депресијацијских притисака по том основу. Ценимо да би се у том случају виша цена задуживања у страном валути, преко нижег расположивог дохотка, могла одразити на нижу домаћу тражњу, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу мањих прилива капитала. Ако се пак инфлација у развијеним земљама врати на ниже нивое раније од очекивања и/или ако се привредни раст додатно успори, стимулативне мере водећих централних банака могу потрајати и дуже него што се очекује, а тиме и повољни услови финансирања на глобалном нивоу.

Када су у питању домаћи фактори, ризик пројекције инфлације у највећој мери представља **карактер пољопривредне сезоне**. Претпоставили смо да ће она бити на нивоу дугорочног просека, након прошлогodiшње исподпросечне сезоне. С обзиром на то да приноси у пољопривреди у великој мери зависе од метеоролошких услова, одступања су могућа у оба смера, па **ценимо да су по овом основу ризици пројекције инфлације и БДП-а симетрични**.

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину раста домаће тражње**. Мањи доходак по основу ниже извозне тражње могао би се одразити на нижи расположив доходак и спорији раст запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. У истом смеру на расположиви доходак за потрошњу делују и могућа већа поскупљења хране и енергената на светском тржишту. Имајући то у виду, **ценимо да су ризици по БДП по овом основу благо асиметрични наниже, а тиме и по инфлацију**.

Ризик по пројекцију инфлације потиче и од **регулисаних цена**, које у наредном периоду могу да забележе нешто нижи или виши раст од претпостављеног, тако да су **по том основу ризици пројекције симетрични**. С једне стране, Влада РС може да донесе одлуку да се продужи период у коме су ограничене цене основних животних намирница, као и да одложи наплату дела акциза на гориво до даљег. С друге стране, могуће је да због снажног глобалног раста цена енергената Влада буде принуђена да у већој мери коригује цене енергената за домаћинства, нарочито струје. При томе, не очекујемо да би продужење ограничења цена основних животних намирница знатније погодило произвођаче, јер је реч о малом броју производа. Ипак, виши или нижи раст регулисаних цена од очекиваног могао би у одређеној мери да се одрази на расположиви доходак за потрошњу, тако да **ценимо да су по овом основу и ризици пројекције БДП-а симетрични**.

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује њихов утицај на нашу привреду. У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за додатним заштравањем монетарних услова или ефекти претходног заштравања

обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. 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 повољном инвестиционом амбијенту. Народна банка Србије је спремна промтно да реагује свим расположивим инструментима монетарне политике ако се материјализују неки од ризика који би за последицу имали да се инфлација у дужем периоду задржи изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Табела V.0.4. 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
Геополитичке тензије и дешавања у Украјини	– Даља ескалација сукоба и поштравање санкција могли би да се одразе на нижу екстерну тражњу за нашим производима; – Заоштравање геополитичких тензија повећало би трошкове производње по основу даљег раста цена енергената, примарних производа и продубљивања застоја у глобалним ланцима снабдевања.	↓	↑
Изгледи привредног раста и инфлације у зони евра	– Спорији раст зоне евра имао би за последицу нижу екстерну тражњу за нашим извозом и мање притиске на инфлацију са стране тражње; – Виша инфлација од очекиване у зони евра делује у правцу више увозне инфлације, што повећава трошкове производње.	↓	↕
Цена сирове нафте на светском тржишту (Србија нето увозник)	Пад/раст светске цене нафте прелива се на пад/раст цена нафтних деривата и тиме има дезинфлаторно/инфлаторно дејство. Тај пад/раст има и секундарне ефекте, јер се прелива на пад/раст осталих цена, у највећој мери путем трошкова транспорта. Такође, преко раста/пада расположивог дохотка доприноси расту/паду тражње и може имати инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↕	↕
Цена гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник гаса, а нето извозник струје)	Раст светске цене гаса и струје за последицу има раст трошкова производње, што смањује средства за инвестиције, а на инфлацију има секундарне ефекте, јер се преко раста трошкова производње многих домаћих индустријских производа (пре свега метала, грађевинских материјала, хемијских производа, прерађене хране и др.) може прелити на раст њихових цена, што делом може бити компензовано нижом тражњом за овим производима.	↓	↑
Светске цене примарних пољопривредних производа и метала (Србија нето извозник)	Раст цена примарних пољопривредних производа и метала има инфлаторне ефекте. Иако то повећава трошкове производње и смањује расположиви доходак за инвестиције, ефекти на БДП највероватније би били неутралисани растом извоза, јер је Србија нето извозник примарних пољопривредних производа и метала.	↕	↑
Монетарне политике водећих централних банака и кретања на међународном финансијском тржишту	Веће/мање од очекиваног заоштравање монетарних политика водећих централних банака води већој/мањој аверзији инвеститора према ризику и мањим/већим токовима капитала према земљама у оспону.	↕	↕
Пољопривредна сезона	Изнадпросечна/исподпросечна пољопривредна сезона води већој/мањој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне/инфлаторне притиске.	↕	↕
Расположиви доходак	Нижи расположиви доходак по основу повећаних трошкова производње и споријег раста запослености и зарада од очекиваног за последицу би имао спорији раст домаће тражње и дезинфлаторније притиске.	↓	↓
Регулисане цене, мере Владе за ограничење цена хране и енергената	Нижи/виши раст регулисаних цена доприноси нижој/вишој инфлацији и вишем/нижем расположивом дохотку за потрошњу и инвестиције.	↕	↕

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

Осврт 4: Ревизија макроекономских пројекција за Србију и алтернативни сценарио

Избијање сукоба у Украјини, које је утицало на заоштравање енергетске кризе, додатни раст цена примарних пољопривредних производа и кључних сировина у индустријској производњи, грађевинарству и појединим услугама, као и продубљивање проблема у ланцима снабдевања, кључни су разлози за ревизију макроекономских пројекција на глобалном нивоу, а тиме и ревизију макроекономских пројекција за Србију.

С обзиром на ревидиране пројекције међународних институција за зону евра, највећег спољнотрговинског партнера Србије, као и директне ефекте конфликта у Украјини на српску привреду, у поређењу са очекивањима из фебруара, Народна банка Србије за 2022. годину пројектује нешто нижи реални раст БДП-а, а нешто већи дефицит текућег рачуна платног биланса и вишу инфлацију. Ове пројекције за Србију узимају у обзир раст БДП-а и инфлацију зоне евра пројектоване од стране међународних институција и заснивају се на претпоставци да се актуелне геополитичке тензије и с њом повезана енергетска криза неће додатно заоштравати, односно да неће бити додатних негативних ефеката на глобални раст, трговинску размену, токове капитала и глобалне инфлаторне притиске.

У наставку осврта биће укратко представљени досадашњи ефекти сукоба у Украјини на глобална економска кретања, претпоставке које су коришћене у пројекцији, као и нове пројекције (и наше и међународних институција). Поред тога, представићемо и ефекте евентуалног алтернативног (неповољног) сценарија из мартовских пројекција ЕЦБ-а на привредни раст и инфлацију у Србији.

Досадашњи ефекти сукоба у Украјини на глобални привредни раст и инфлацију

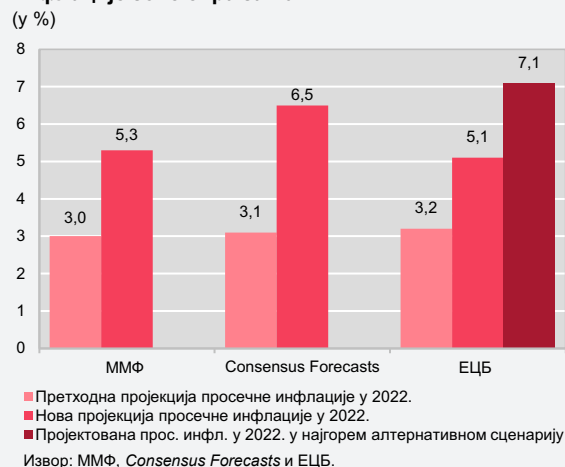
Конфликт у Украјини представља знатан негативан шок за светску привреду, при чему су и ефекти и потенцијални ризици врло изражени када су у питању најразвијеније земље Европе. У последњем (априлском) извештају посвећеном глобалним економским изгледима (*World Economic Outlook*), ММФ је ревидирао пројекцију глобалног привредног раста у 2022. години на 3,6%, што представља смањење од 0,8 п.п. у односу на очекивања из јануарског извештаја. Истовремено, ММФ је ревидирао и пројекцију раста зоне евра у 2022. години, са 3,9% на 2,8%, што су очекивања за раст зоне евра и према априлској пројекцији *Consensus Forecasts*-а, а то су и претпоставке које смо користили у основном сценарију за мајску пројекцију. Претходно је ЕЦБ у својим мартовским пројекцијама ревидирала пројектовани раст БДП-а зоне евра наниже – са 4,2%, колико је износио пре избијања сукоба у Украјини, на 3,7%, при чему је истакла да би раст у најлошијем сценарију могао да износи и свега 2,3%.

ММФ је ревидирао пројекцију просечне инфлације у зони евра у 2022. години са 3,0%, колико је износила у јануару, на 5,3%, док *Consensus Forecasts* у априлској пројекцији очекује да ће она ове године износити 6,5%. Месец дана раније, ЕЦБ је ревидирала пројекцију просечне инфлације у зони евра у 2022. години са 3,2% на 5,1%, при чему је у свом извештају истакла да би у најлошијем сценарију просечна инфлација у зони евра ове године

Графикон О.4.1. Ревизије пројекција раста БДП-а зоне евра за 2022.



Графикон О.4.2. Ревизије пројекција просечне инфлације зоне евра за 2022.



могла да износи чак и 7,1%. У том случају, просечна инфлација би у 2023. години износила 2,7% и знатније би се смањила тек у 2024. години (1,9%).

Макроекономске пројекције за Србију – основни сценарио

Узимајући у обзир досадашње негативне ефекте сукоба у Украјини и ревидиране оцене најзначајнијих међународних институција глобалних економских кретања, Народна банка Србије ревидирала је макроекономске пројекције за Србију – БДП-а наниже, а инфлације и дефицита текућег рачуна навише. Ипак, очекујемо да ће очувана пуна макроекономска, финансијска и фискална стабилност у Србији, у чијој је основи и стабилност девизног курса, допринети минимизирању негативних ефеката актуелне геополитичке кризе, као што је то био случај и током пандемије. У том смеру деловаће и одлични финансијски резултати српске привреде остварени и у годинама пандемије, висока ликвидност, очувано пословно, инвестиционо и потрошачко поверење захваљујући предузетим економским мерама, наставак стабилног прилива СДИ, као и рекордно висок ниво улагања државе у путну, железничку и комуналну инфраструктуру.

Ревизија пројекције инфлације

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће м.г. инфлација у П2 имати опадајућу путању и да ће се крајем године наћи на нивоу од око 8%, док би у границе циља требало да се врати у П2 наредне године. Таква путања инфлације, иако и даље опадајућа, налази се на нивоу који је виши за око 3 п.п. у односу на фебруарску пројекцију. Основни разлог одступања јесте скок цена хране и енергената, узрокован војним сукобом у Украјини, који је за последицу имао и да се инфлација током Т1 ове године нађе на вишем нивоу од пројектованог у фебруару. Овај сукоб утицао је и на додатно усложњавање проблема у глобалним ланцима снабдевања, на повећање већ високих светских цена нафте и осталих енергената, као и светских цена житарица, уљарица, млека и шећера, метала и највећег дела индустријских сировина (међу које спадају и гвожђе, неон, паладијум и титанијум), што све заједно повећава већ ионако високе трошкове произвођача индустријских производа за домаће тржиште. Такође, треба имати у виду и то да су на инфлацију на глобалном нивоу претходних месеци утицали не само фактори на страни понуде већ и фактори на страни тражње. У њих спадају, између осталог, глобално гомилање залиха свих врста робе и промене у понашању потрошача у кризним ситуацијама попут ове, претходни монетарни и фискални подстицаји, раст зарада у приватном сектору, као и попуштање здравствених мера и слабљење ефеката вируса корона.

Када је реч о **кључним претпоставкама нове пројекције инфлације за Србију**, на основу кретања фјучерса кукуруза, соје и пшенице, у мајској пројекцији претпоставили смо раст цена **примарних пољопривредних производа** од око 17% у овој години, што је знатно изнад фебруарске пројекције, према којој је требало да цене ових производа на нивоу године буду у благом паду. Само по овом основу, пројекција инфлације виша је за око 0,4 п.п. од фебруарске пројекције. **Светска цена нафте** од избијања сукоба у Украјини знатно је повећана и у моменту израде ове пројекције износи 107 долара по барелу, што представља раст од око 13% у односу на средину фебруара, када је цена нафте била на нивоу од око 95 долара по барелу. Узимајући у обзир кретање фјучерса, у мајској пројекцији претпоставили смо просечну цену нафте од 102,6 долара по барелу у 2022. години, што је за око 21% виша цена у односу на фебруарску пројекцију, у којој смо пројектовали просечну цену нафте од око 85 долара по барелу. Кључни инфлаторни фактори у односу на фебруарску пројекцију још су и **виша пројектована инфлација у зони евра за 2022. годину**, која је у односу на фебруар виша за близу 3 п.п., **раст премије ризика за земље у успону, укључујући и Србију, и јачање америчког долара према евр**. Поред тога, сукоб у Украјини одразио се и на **цену ђубрива**, као и на његову доступност, што би могло да угрози пољопривредну производњу и у Србији и у региону и створи додатни ризик у погледу кретања инфлације, раста БДП-а и дефицита текућег рачуна платног биланса. У том погледу, Влада је, заједно с Привредном комором, уложила максималне напоре да обезбеди довољне количине ђубрива са осталих тржишта и донела одлуку да повећа субвенције пољопривредницима, чиме је у највећој мери избегнут ризик недостатка неопходних количина ђубрива за овогодишњу пољопривредну сезону.

Због врло изражених ризика из међународног окружења у погледу цена хране и енергената, процењујемо да су и укупни ризици пројекције инфлације асиметрични навише. С друге стране, очувана стабилност девизног курса омогућиће да базна инфлација у овој години остане испод укупне инфлације.

Ревизија пројекције БДП-а

Због нешто нижег оствареног раста БДП-а у Т1 (4,3% м.г.) од очекиваног у фебруару (око 5% м.г.), као и потенцијалног директног и индиректног неповољног утицаја сукоба у Украјини на привредни раст у наредном периоду, Народна банка Србије ревидирала је пројекцију раста БДП-а Србије у 2022. години с распона од 4% до 5% на распон од 3,5% до 4,5%.

Посматрано с производне стране, раст светских и домаћих цена енергената, хране и сировина које се користе у индустријској производњи утицаће на нешто спорији раст активности сектора прерађивачке индустрије и грађевинарства. Поред тога, ове пројекције узимају у обзир и смањену производњу угља и електричне енергије. Када је реч о услужним секторима, одређени негативни ефекти могу се очекивати у секторима саобраћаја, трговине, туризма и угоститељства, при чему, с друге стране, постоји и могућност повољних ефеката услед пребацивања дела производње разменљивих сектора и услуга из Русије и Украјине у земље средње и југоисточне Европе.

Посматрано с расходне стране, може се очекивати да сукоб у Украјини утиче негативно на премију ризика и глобалне финансијске услове, а тиме и на нешто спорији раст инвестиција и извоза, док би, с друге стране, промене у понашању потрошача и привреде могле да се одразе на раст потрошње и залиха у кратком року. На бржи раст потрошње у кратком року утицаће свакако и већи раст зарада у приватном сектору од очекиваног, премда ће расположиви доходак за потрошњу, укупно посматрано, бити нижи од претходно очекиваног због виших цена енергената и хране, а могуће и због споријег раста запослености, док ће на раст залиха у кратком року свакако утицати и ограничавање извоза пољопривредних производа и формирање стратешких залиха енергената и хране.

Када је реч о ризицима пројекције БДП-а, услед врло изражених ризика из међународног окружења, процењујемо да су и укупни ризици пројекције БДП-а асиметрични наниже. С друге стране, очекујемо да ће способност Србије у привлачењу СДИ и рекордни ниво планираних капиталних расхода омогућити да Србија и овог пута ефекте светске кризе сведе на најмању могућу меру.

Ревизија пројекције дефицита текућег рачуна платног биланса

Узимајући у обзир остварени текући дефицит у Т1, смањене пројекције привредног раста зоне евра у 2022. години, као и повећане пројекције инфлације и извозних и увозних цена Србије (цена енергената, хране, прерађених производа, метала и индустријских сировина), Народна банка Србије ревидирала је пројекцију дефицита текућег рачуна у 2022. години са очекиваног нивоа испод 5% БДП-а на око 6,5% БДП-а.

На већи текући дефицит утицаће пре свега више цене енергената услед конфликта у Украјини, али и њихов већи количински увоз. Истовремено, на извоз ће утицати усложњавање проблема у глобалним ланцима снабдевања и мања екстерна тражња у условима успоравања глобалног привредног раста, као и ограничење извоза пољопривредних производа, с једне стране, и знатно бржи раст извозних цена, с друге стране. Раст извозне понуде по основу инвестиција из претходних година такође би требало да допринесе смањењу негативног ефекта фактора на страни тражње за нашим извозом. Узимајући у обзир претходно наведене очекиване ефекте, пројектујемо да ће номинални раст извоза робе и услуга бити виши него у претходној пројекцији, али да ће ипак увоз бити повећан у већој мери, и то првенствено због повећане цене енергената, што ће за последицу имати умерен раст трговинског дефицита.

Када је реч о кретањима осталих компонената текућег рачуна, сукоб у Украјини могао би да се одрази на нешто већи дефицит примарног дохотка и нешто мањи суфицит на рачуну секундарног дохотка од очекиваног у фебруару. Ипак, очекујемо да ће, упркос повећаној глобалној неизвесности, текући дефицит бити у највећој мери покривен нето приливом СДИ, који пројектујемо на нивоу од око 2,8 млрд евра.

Макроекономске пројекције међународних институција за Србију за 2022. годину

С обзиром на то да су ревидиране наниже пројекције наших најзначајнијих трговинских партнера за ову годину, а пре свега зоне евра, међународне финансијске институције ревидирале су наниже и пројекцију привредног раста Србије. Тако ММФ очекује да ће привредни раст Србије ове године износити 3,5%, што је за 1,0 п.п. ниже од очекивања из јануара. Посматрано међу земљама региона, то је готово најмања корекција наниже привредног раста. *Consensus Forecasts* је у својој априлској пројекцији раст БДП-а Србије за ову годину кориговао за свега 0,3 п.п., на 4,1%, што је најмања корекција у поређењу с другим земљама у региону.

ММФ пројектује да ће раст БДП-а Србије у средњем року износити 4%, незнатно нижа очекивања за 2023. има *Consensus Forecasts*, док су пројекције Светске банке да ће он бити нижи.

Табела О.4.1. Пројекције БДП-а, инфлације и дефицита текућег рачуна за Србију

		ММФ		<i>Consensus Forecasts</i>		Светска банка	
		WEO октобар 2021.	WEO април 2022.	Јануар 2022.	Април 2022.	RER јесен 2021.	RER пролеће 2022.
Реални БДП (у %)	2022.	4,5	3,5	4,4	4,1	4,5	3,2
	2023.	4,5	4,0	4,0	3,7	4,0	2,7
Просечна инфлација (у %)	2022.	2,7	7,7	4,0	7,5	2,6	7,0
	2023.	2,5	4,7	2,7	4,1	2,6	5,3
Текући рачун (% БДП-а)	2022.	-4,4	-6,1	-4,2	-5,4	-5,0	-6,4
	2023.	-4,6	-5,7	-4,8	-5,4	-4,9	-5,8

Извор: ММФ, *Consensus Forecasts* и Светска банка.

Када је реч о пројекцији инфлације, у складу са очекивањима Народне банке Србије, све посматране међународне финансијске институције очекују њено успоравање у наредној години. Тако на пример, ММФ очекује да ће она у просеку ове године износити 7,7%, слично као и у другим земљама региона, што је виша пројекција него што се очекивало пре три месеца у условима знатно виших цена енергената, индустријских сировина и хране, а да ће се у наредне две године успорити на 4,7% и 3,7%, респективно.

Пројекције дефицита текућег рачуна за ову годину сличне су нашим пројекцијама, са изузетком *Consensus Forecasts*-а, који пројектује нижи дефицит (3,2 млрд долара).

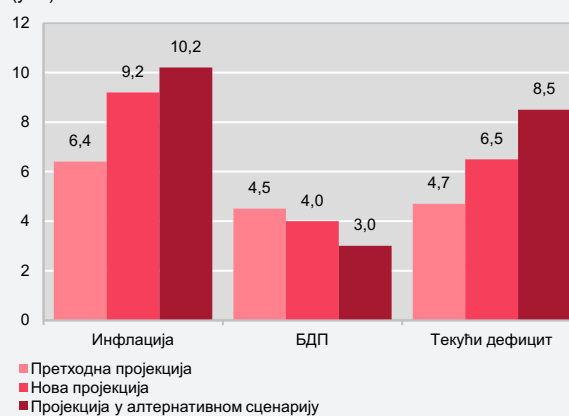
Алтернативни сценарио

Наша актуелна пројекција кључних макроекономских показатеља заснива се на претпоставци да се актуелне геополитичке тензије неће додатно заштравати, као и да ће проблеми у ланцима снабдевања и глобални инфлаторни притисци почети да слабе у П2, што је оцена и претпоставка већине водећих централних банака и међународних институција. Међутим, имајући у виду неизвесност око ефеката сукоба у Украјини на економске изгледе зоне евра, ЕЦБ је у мартовским пројекцијама израдила и два додатна алтернативна сценарија (тзв. неповољни и тешки сценарио), чије би се материјализације неповољно одразиле и на Србију.

У случају неповољног сценарија, ЕЦБ претпоставља заштравање сукоба и увођење додатних санкција Русији, што би за последицу имало и веће негативне ефекте на руску привреду, додатне проблеме у ланцима снабдевања, још више цене енергената и примарних пољопривредних производа, а у најгорем случају – потенцијалне прекиде у снабдевању Европе енергентима из Русије, који би, у кратком року, могли бити само делимично замењени алтернативним изворима енергије. Такав сценарио значио би и краће или дуже прекиде у производњи у бројним областима индустрије и услуга, као и знатно повећање већ високе глобалне неизвесности, што би за последицу могло да има изражену волатилност на финансијским тржиштима, поремећаје у токовима капитала, висок раст премије ризика, раст трошкова финансирања и смањење инвестиција.

Према проценама ЕЦБ-а, реални раст БДП-а зоне евра у оваквом сценарију могао би бити нижи за додатна 1,2 п.п. у 2022. години, а инфлација виша за 0,6 п.п. него у основном сценарију, што би се највероватније у сличној мери одразило и на економска кретања у Србији.

Графикон О.4.3. Ревизије макроекономских пројекција за Србију за 2022. (у %)



Извор: НБС.

Дакле, у овом, алтернативном сценарију, који смо израдили уважавајући претпоставке из алтернативног сценарија ЕЦБ-а, који подразумева продужавање и даљу ескалацију геополитичке ситуације и драстичније погоршање ситуације на тржишту енергената и за око 1,2 п.п. нижу стопу раста БДП-а него у основном сценарију, претпоставили смо још да би просечна цена нафте на нивоу године износила око 117 долара по барелу, док би раст цена примарних пољопривредних производа износио око 27%. Претпоставка овог сценарија јесте и виша премија ризика него у основном сценарију. У том случају, привредни раст Србије у 2022. години кретао би се у распону од 2,5% до 3,5%, уз нижи допринос потрошње и инвестиција него у основном сценарију. Текући дефицит, према нашој процени, у том случају кретао би се у распону од 8% до 9% због неповољнијих односа размене, док би инфлација у хоризонту пројекције могла бити виша за око 1 п.п. у односу на основни сценарио.

Имајући све претходно у виду, а пре свега неизвесност у погледу трајања и интензитета кризе у Украјини и с тим повезани утицај на обим светске трговине, светске цене енергената и примарних производа, као и на потрошачко и инвестиционо поверење, ценимо да су ризици пројекције инфлације из основног сценарија асиметрични навише, док су ризици пројекције БДП-а асиметрични наниже. У сваком случају, дужина трајања сукоба у Украјини и санкција према Русији тренутно је највећи ризик пројекције и у великој мери ће од тога зависити да ли ће бити и дугорочнијих негативних ефеката на макроекономска кретања у свету и Србији, што ће одредити и одлуке носилаца економске политике.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	T1 2022.
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	6,0	4,7
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	230,5	265,4	
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	30,9	26,2
Отплата дуга / БДП	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	5,8	8,8	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	16,4	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																		
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,5	
Краткорочни дуг / БДП	12,5	13,1	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,6	12,5	11,6	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	127,9	
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	131,3
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	164,4
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	115,6	140,0
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	46.796	53.317	12.931
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.536	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.694	
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	14.296
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.762	
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	-2.343	-1.334
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																		
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	
	Мај/Јул	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан./Март/Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ./Дец.	Мај	Март/Дец.	
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	
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 2021. и T1 2022. представља процену НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену у 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 (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

4. Од 2007. извоз и увоз робе регистрован 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. 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.	T1 2022.
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	7,4	4,3
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	9,1
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	14.296
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	28.557	8.160
– 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	28,2	31,2
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	33.065	9.944
– 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	25,4	47,3
Текући рачун платног биланса⁴)																		
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.343	-1.334
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	-4,4	-10,3
Незапосленост по Анкети (у %)⁵)						20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,0	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁶)	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,7	465,9	510,8	560,2	601,8
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁷)				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-4,7
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁸)	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-4,5
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁹)	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,5	51,9
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	104,94
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	105,50
Курс динара према еврау (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,62
Курс динара према еврау (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,75
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	46.796	53.317	12.931

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за 2021. прелиминарна је процена РЗС-а. Податак за Т1 2022. је флеш процена РЗС-а.

²) Цена 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 (ВРМБ)*. 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 у гључују плаћање активних иранских гаранција, доконтрактибилације банака и преузимања дуга, према методологији ММФ-а.

⁵) Према методологији ESA 2010. Податак за 2021. и Т1 2022. процена је НБС.

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

⁷) До 2018. зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т1 2022. просек је два месеца.

⁸) Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су са интернет странице Министарства финансија.

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 2005–2017, 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 представља *Анкета о радној снази* РЗС-а.
4. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1. Кретање референтне и просечне репо стопе	8
III.0.1. Доприноси компонената мг. стопи раста потрошачких цена	11
III.0.2. Промене доприноса основних група ИПЦ-а мг. инфлацији	11
III.0.3. Укупна и базна инфлација	12
III.0.4. Доприноси компонената мг. стопи раста произвођачких цена	18
III.0.5. Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	18
III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	18
III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва	19
III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред	19
IV.1.1. Динарска ликвидност	21
IV.1.2. Кретање каматних стопа	21
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. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	24
IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	24
IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	25
IV.1.10. Структура финансијског биланса	25
IV.1.11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	26
IV.1.12. Кретање курса динара и евра према долару	26
IV.1.13. Кретање курсева одређених националних валута према евр	27
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	28
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. Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	30
IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	30
IV.3.2. Кретање инвестиција у основне фондове	31
IV.3.3. Извоз и увоз робе и услуга	32
IV.3.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	32
IV.3.5. Кретање главних компонената увоза	32
IV.4.1. Кретање показатеља економске активности	33
IV.4.2. Показатељи активности сектора услуга	33
IV.4.3. Доприноси мг. стопи раста индустрије	33
IV.4.4. Показатељи грађевинске активности	34
IV.5.1. Месечна динамика просечне номиналне нето зараде и медијалне нето зараде	39
IV.5.2. Просечна номинална нето зарада	39
IV.5.3. Номиналне нето зараде по делатностима	39
IV.5.4. Структура мг. раста укупне формалне запослености	40
IV.5.5. Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	40
IV.5.6. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	40

IV.6.1. Показатељи глобалне економске активности	41
IV.6.2. Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а зоне евра	41
IV.6.3. Кретање БДП-а и водећих показатеља за зону евра	41
IV.6.4. Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а у САД	43
IV.6.5. Кретање изабраних макроекономских показатеља за САД	43
IV.6.6. Мг. стопе раста БДП-а у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе	43
IV.6.7. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	44
IV.6.8. Инфлација у САД, мерена ИПЦ-ом	44
IV.6.9. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	45
IV.6.10. Кретање ИПЦ-а у земљама Западног Балкана	45
IV.6.11. Кретање референтних стопа по земљама	46
IV.6.12. Инфлација и циљ по земљама у марту 2022.	46
IV.6.13. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	52
IV.6.14. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	52
IV.6.15. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	52
IV.6.16. Кретање курса одређених националних валута према долару	53
IV.6.17. Кретање светске цене злата	53
IV.6.18. Кретање светске цене нафте	53
IV.6.19. Кретање цена природног гаса и термалног угља	54
IV.6.20. Индекс светских цена примарних производа	54
IV.6.21. Индекс светских цена хране	54
V.0.1. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2022. и 2023.	58
V.0.2. Претпоставка о инфлацији у зони евра	59
V.0.3. Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	61
V.0.4. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	61
V.0.5. Реперна цена природног гаса за Европу, на холандском чворишту <i>TTF</i>	61
V.0.6. Реперна цена струје за Европу, <i>German power baseload</i>	62
V.0.7. Цене руде гвожђа и основних метала на светском тржишту	62
V.0.8. Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту	62
V.0.9. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	63
V.0.10. Фискални резултат и јавни дуг опште државе	63
V.0.11. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	64
V.0.12. Пројекција раста БДП-а	64
V.0.13. Доприноси реалном расту БДП-а	64
V.0.14. Стопа раста приватне потрошње и њених извора	65
V.0.15. Кретање инвестиција у основне фондове	65
V.0.16. Реални раст извоза и увоза	66
V.0.17. Пројекција текућег рачуна и СДИ	66
V.0.18. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	67
V.0.19. Краткорочна пројекција инфлације	68
V.0.20. Пројекција инфлације	68
V.0.21. Доприноси мг. инфлацији по компоненатама	68
V.0.22. Пројектовано кретање производног јаза	69
V.0.23. Ревизије прогнозе инфлације за 2022. у последњој години дана	69
V.0.24. Ревизија пројекције инфлације за 2022.	69
V.0.25. Притисци у глобалном ланцу снабдевања	70
V.0.26. Цена контејнерског транспорта	70
V.0.27. Цене пољопривредних ђубрива на светском тржишту	70
V.0.28. Пројекције цене нафте на светском тржишту	71

Табеле

III.0.1. Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т1 2022.	12
IV.1.1. Кредитни рејтинг	24
IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	31
IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција	31
IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а	34

IV.6.1. Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	47
V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а	57
V.0.2. Најважније претпоставке пројекције	58
V.0.3. Процена привредног раста по земљама	59
V.0.4. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	75
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	81
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	82

Графикони у освртима

O.1.1. Кретање цене гаса за Европу и светских цена нафте и хране	13
O.1.2. Месечни раст цена прерађене хране у Србији крајем 2021. и током Т1 2022.	13
O.1.3. Месечни раст цена нафтних деривата у Србији крајем 2021. и током Т1 2022.	14
O.1.4. Динамика цена хране и енергије у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе крајем 2021. и током Т1 2022.	17
O.2.1. Учешће Русије и Украјине у укупном светском извозу примарних производа у 2020.	37
O.3.1. ФЕД: Очекивања чланова <i>FOMC</i> -а о адекватној монетарној политици; средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе	49
O.3.2. Укупна актива ФЕД-а	50
O.3.3. Укупна актива ЕЦБ-а	50
O.4.1. Ревизије пројекција раста БДП-а зоне евра за 2022.	76
O.4.2. Ревизије пројекција просечне инфлације зоне евра за 2022.	76
O.4.3. Ревизије макроекономских пројекција за Србију за 2022.	79

Табеле у освртима

O.1.1. Одговор економске политике Србије на повишене цене хране и енергије на светском тржишту	15
O.2.1. Учешће увоза нафте и нафтних деривата из Русије у укупном увозу нафте и нафтних деривата	36
O.2.2. Учешће увоза природног гаса из Русије у укупном увозу природног гаса	36
O.2.3. Учешће Русије и Украјине у робној спољнотрговинској размени Србије	37
O.2.4. Робна спољна трговина ЕУ и Русије	38
O.4.1. Пројекције БДП-а, инфлације и дефицита текућег рачуна за Србију	79

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2021. година

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

2022. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 3. 2022.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,0%, а да повећавањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама, као и процента вишкова динарске ликвидности који се повлаче путем ових аукција, настави да поопштрава монетарне услове, јер то омогућава постојећи флексибилан оквир монетарне политике. Просечна пондерисана каматна стопа на последњој репо аукцији одржаној овог месеца износила је 0,90%, чиме се приближила референтној каматној стопи и била за 79 базних поена виша него почетком октобра прошле године, када је започет процес поопштравања монетарних услова. На одлуку о њеном повећању претходних месеци утицали су повећани трошковни притисци у међународном и домаћем окружењу и потреба да се утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката и ограниче секундарни ефекти на цене осталих производа и услуга.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду да опрезност у вођењу монетарне политике Народне банке Србије посебно налажу дешавања у међународном окружењу. Неизвесност која је карактерисала међународна робна и финансијска тржишта претходних месеци услед појаве нових сојева вируса корона, додатно је појачана ефектом геополитичких тензија и избијањем кризе у Украјини. То је за последицу имало знатан раст цена енергената, светских цена примарних пољопривредних производа и метала, које су се приближиле историјски највишим нивоима или их чак премашиле. По том основу изгледи глобалног привредног раста постају неизвеснији, а додатни раст цена енергената, хране и сировина за производњу повећава ризике да би инфлаторни притисци могли бити већи од очекиваних и бити присутни у дужем периоду. У таквим околностима, није извесно ни којом брзином ће се одвијати очекивана нормализација монетарних политика водећих централних банака – Система федералних резерви и Европске централне банке, као и какве ће ефекте повећана неизвесност на глобалном нивоу имати на финансијске услове и токове капитала према земљама у успону, укључујући и Србију.

Када је реч о дешавањима у домаћем макроекономском окружењу, Извршни одбор констатује да расположиви месечни показатељи указују на то да се економска активност на почетку године у највећој мери креће у складу са очекивањима Народне банке Србије. Раст настављају да воде услужни сектори, грађевинарство и рударство, док се на нижу активност у укупној индустрији и даље у највећој мери одражава мања производња у сектору енергетике, а делимично и нижа производња у прерађивачкој индустрији због и даље присутних проблема у глобалним ланцима снабдевања. Народна банка Србије и даље остаје при пројекцији реалног раста бруто домаћег производа у распону 4–5% у овој години и средњем року, и поред тога што су због кризе у Украјини у кратком року сада нешто израженији ризици наниже, пре свега због могућег споријег раста наших важних спољнотрговинских партнера, уз оцену да ће ефекти у највећој мери зависити од дужине трајања кризе. Према оцени Извршног одбора, очекивани привредни раст водиће наставак инвестиционог циклуса и реализација великих инфраструктурних пројеката, као и раст личне потрошње на одрживим основама, подржан повољним трендовима на тржишту рада.

Извршни одбор констатује да се и међугодишња инфлација, која је у јануару износила 8,2%, кретала у складу са очекивањима Народне банке Србије, као и да је и даље у највећој мери била вођена растом цена хране и енергената. Истовремено, базна инфлација, на коју мере монетарне политике највише утичу, захваљујући очуваној релативној стабилности девизног курса и у условима пандемије, била је знатно нижа од укупне инфлације и износила је 4,1% међугодишње. Према последњој актуелној средњорочној пројекцији из фебруара, требало би да се инфлација од марта нађе на опадајућој путањи и да до краја периода пројекције настави да успорава ка централној вредности циља. Иако тренутна дешавања у погледу светских цена енергената и примарних производа указују на то да постоји могућност да инфлација буде на нешто вишем нивоу од пројектованог, Извршни одбор и даље оцењује да ће инфлација имати опадајућу путању до краја године. Томе ће кључно допринети релативна стабилност девизног курса, коју ће Народна банка Србије обезбеђивати и у наредном периоду, а чији су гарант и девизне резерве које су кумулиране претходних година захваљујући оствареној макроекономској стабилности и одмереним и правовременим интервенцијама на девизном тржишту. Очекује се да у смеру ниже инфлације делују и долазак нове пољопривредне сезоне и по том основу нижи трошкови у производњи хране, као и мере Владе Србије којима је ограничен раст цена горива и омогућено предузећима да у првој половини 2022. купују струју по знатно повољнијим условима од тржишних.

Одлуке монетарне политике ће у наредном периоду зависити од кретања фактора из међународног и домаћег окружења и оцене интензитета и постојаности инфлаторних притисака по основу ових фактора, као и утицаја на финансијску стабилност и брзину привредног раста. У случају да се материјализују неки од ризика који би могли да утичу на средњорочну ценовну и финансијску стабилност, Народна банка Србије је спремна да реагује свим расположивим инструментима.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. априла 2022.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 4. 2022.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да повећа референтну каматну стопу за 50 базних поена, на ниво од 1,5%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду да су инфлаторни притисци на светском и домаћем тржишту јачи и постојанијег карактера него што се претходно очекивало и да то захтева додатно заштравање монетарних услова како би се ограничили секундарни ефекти на инфлациона очекивања. Извршни одбор подсећа да је Народна банка Србије и у претходном периоду, као одговор на изазове из међународног окружења, предузела кораке ка постепеном повећању рестриктивности монетарне политике, користећи флексибилност коју јој пружа постојећи монетарни оквир. Просечна пондерисана стопа на аукцијама репо продаје хартија од вредности континуирано и постепено повећавана је од октобра 2021. године – укупно за 84 базна поена, док се није готово изједначила с референтном каматном стопом. Поред тога, мерама Народне банке Србије смањена је динарска ликвидност банкарског сектора на контролисани и ограничен начин. Ефекти тих мера, као и актуелно повећање референтне каматне стопе, треба да допринесу да се инфлација у средњем року креће на ниском и стабилном нивоу.

Истовремено, повећане су и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице Народне банке Србије – каматна стопа на депозитне олакшице на 0,5%, а стопа на кредитне олакшице на 2,5%.

У условима виших цена енергената и светских цена примарних производа, уз присутне више трошкове транспорта, као и застоје у снабдевању и несташице појединих сировина у производњи на светском нивоу, од средине претходне године интензивирају се раст увозних и произвођачких цена. На раст цена хране на домаћем тржишту, поред повећаних трошковних притисака из међународног окружења, одразили су се и ефекти прошлогодишње суше. Поред тога, неизвесност која је карактерисала међународна робна и финансијска тржишта претходних месеци услед појаве нових сојева вируса корона појачана је ефектом геополитичких тензија и избијањем кризе у Украјини. То је за последицу имало додатан знатан раст цена енергената, светских цена примарних пољопривредних производа и метала, које су се приближиле историјски највишим нивоима или их чак премашиле, што повећава ризике да би инфлаторни притисци могли бити већи од очекиваних и присутни у дужем периоду. Извршни одбор је приликом одлучивања узео у обзир и чињеницу да повећана неизвесност на глобалном нивоу може негативно утицати на токове капитала према земљама у успону, укључујући и Србију, посебно ако се има у виду да је Систем федералних резерви у марту започео циклус повећања референтне каматне стопе. Иако још увек није најавила када ће повећати референтну каматну стопу, и Европска централна банка је у марту, у условима јачих инфлаторних притисака од очекиваних, одлучила да додатно смањи обим квантитативног попуштања током другог тромесечја, што захтева опрезност монетарне политике Народне банке Србије.

Актуелно заштравање монетарних услова, према оцени Извршног одбора, неће значајније утицати на привредну активност у нашој земљи. Фиксне инвестиције и приватна потрошња настављају да воде привредни раст и од почетка ове године, чему доприносе обезбеђени повољни услови финансирања у претходном периоду и предузете мере економске помоћи, повећани капитални издаци државе и раст запослености и зарада. Посматрано с производне стране, раст воде услужни сектори, грађевинарство и експлоатација руде метала, док се на нижу активност у укупној индустрији и даље у највећој мери одражава мања производња угља и електричне енергије. Производња у прерађивачкој индустрији благо расте, иако је и даље присутан ефекат застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и мање екстерне тражње у условима заштравања геополитичких тензија и више глобалне инфлације. Због неповољнијег изгледа глобалног привредног раста након избијања кризе у Украјини, а пре свега зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер, израженији су и ризици наниже по наш привредни раст у овој години, уз оцену да ће ефекти у највећој мери зависити од дужине трајања кризе.

Извршни одбор констатује да је међугодишња инфлација, која је у фебруару износила 8,8%, и даље у највећој мери била вођена растом цена хране и енергената. Истовремено, базна инфлација је и даље знатно нижа од укупне инфлације и у фебруару је износила 4,4% међугодишње, чему је допринела очувана релативна

стабилност девизног курса и у изузетно неизвесним глобалним условима. Према последњој актуелној средњорочној пројекцији из фебруара, инфлација би у наставку године требало да се нађе на опадајућој путањи и да се до краја периода пројекције приближи централној вредности циља. Иако тренутна дешавања у погледу светских цена енергената и примарних производа указују на то да постоји могућност да инфлација буде на вишем нивоу од пројектованог, Извршни одбор и даље оцењује да ће инфлација имати опадајућу путању до краја године. Томе ће кључно допринети релативна стабилност девизног курса, коју ће Народна банка Србије обезбеђивати и у наредном периоду, као и предузете монетарне и фискалне мере. У смеру ниже инфлације очекује се да делује и долазак нове пољопривредне сезоне и по том основу нижи трошкови у производњи хране, као и мере Владе којима је ограничен раст цена горива и омогућено предузећима да у првој половини 2022. купују струју по знатно повољнијим условима од тржишних.

Одлуке монетарне политике ће у наредном периоду зависити од кретања фактора из међународног и домаћег окружења и оцене интензитета и постојаности инфлаторних притисака по основу ових фактора, као и утицаја на финансијску стабилност и брзину привредног раста.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 5. 2022.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да повећа референтну каматну стопу за 50 базних поена, на ниво од 2,0%.

Истовремено, одлучено је да се и стопа на депозитне олакшице и стопа на кредитне олакшице повећају за по 50 базних поена, на ниво од 1,0%, односно 3,0%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је пре свега имао у виду да су инфлаторни притисци на светском и домаћем тржишту и даље јачи и постојанији него што се претходно очекивало и да то захтева додатно поштравање монетарних услова како би се ограничили секундарни ефекти на инфлациона очекивања и даљи раст инфлације.

Ради утицаја на смањење инфлације у наредном периоду, Извршни одбор је други пут узастопно повећао референтну каматну стопу Народне банке Србије, чиме је настављено повећање рестриктивности монетарне политике започето у октобру прошле године постепеним повећањем просечне пондерисане стопе на аукцијама репо продаје хартија од вредности, која је од октобра до данас повећана за укупно 110 базних поена.

Поред тога, Извршни одбор истиче да су интервенције продајом девиза на домаћем девизном тржишту имале двоструки утицај. Поред одржања релативне стабилности курса динара према евр, повлачењем значајног износа динарске ликвидности поштрени су монетарни услови. Извршни одбор констатује да дешавања на међународном тржишту претходних месеци карактерише јачање геополитичких тензија и избијање конфликта у Украјини, што је утицало на продубљивање енергетске кризе на глобалном нивоу, даљи раст цена примарних пољопривредних производа и индустријских сировина, као и на продужавање отежаног функционисања међународних ланаца снабдевања.

Инфлација у Србији, као и у већини других земаља, наставила је да се креће узлазном путањом и у марту је износила 9,1% међугодишње, вођена и даље у највећој мери растом цена хране и енергије. Базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, била је готово двоструко нижа од укупне инфлације – 4,8% у марту, чему је допринела очувана релативна стабилност девизног курса и у изузетно неизвесним глобалним условима.

Према нашим најновијим пројекцијама, и даље очекујемо да ће инфлација у другој половини ове године имати опадајућу путању. У границе циља највероватније ће се вратити у другој половини наредне године, а затим наставити да успорава до краја периода пројекције. Извршни одбор процењује да ће раст светских цена примарних производа, енергената, као и виша увозна инфлација, још неко време вршити инфлаторне притиске, али се у хоризонту пројекције очекује њихово постепено слабљење. Поред тога, долазак нове пољопривредне сезоне требало би да резултира смањењем цена воћа и поврћа са садашњих високих нивоа. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће и ефекти досадашњег заштравања монетарних услова, а у кратком року и ефекти економских мера Владе усмерених на цене основних животних намирница и енергената на домаћем тржишту.

С обзиром на геополитичка кретања и ескалацију конфликта у Украјини, знатно је повећана и неизвесност у погледу изгледа глобалног привредног раста, а додатно јачање инфлаторних притисака на међународном нивоу утицало је на ревизије навише пројекција инфлације за велики број земаља и заостравање њихових монетарних политика. Тако је Систем федералних резерви у мају наставио циклус повећања референтне каматне стопе, на распон 0,75–1,0%, уз одлуку да у јуну започне смањење свог биланса стања. Поред тога, иако још увек није најавила када ће повећати референтну каматну стопу, и Европска централна банка је у марту, у условима инфлаторних притисака јачих од очекиваних, одлучила да додатно смањи обим квантитативног попуштања током другог тромесечја. Заостравање монетарних услова поменутих водећих централних банака и повећана неизвесност на глобалном нивоу могли би негативно утицати на токове капитала према земљама у успону, укључујући и Србију. Поред тога, Извршни одбор је имао у виду и да се светске цене примарних производа, иако смањене од средине априла у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста, и даље налазе на знатно вишем нивоу него почетком године, вршећи притиске у правцу даљег раста произвођачких и увозних цена.

И поред негативних ефеката конфликта у Украјини на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, већина показатеља економске активности на домаћем тржишту у првом тромесечју наставила је да бележи динамичан раст. Према процени Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа у првом тромесечју износио је 4,3% међугодишње. Посматрано с производне стране, раст воде услужни сектори и индустрија, а посматрано с расходне стране – приватна потрошња и фиксне инвестиције, као и раст залиха, док је у условима повећаног увоза енергената допринос нето извоза био негативан. И поред високог степена неизвесности, очекујемо наставак раста наше привреде и у наредном периоду, при чему је могуће да због неповољнијих оцена изгледа глобалног привредног раста након избијања конфликта у Украјини, а пре свега нижег очекиваног раста зоне евра и земаља региона, раст бруто домаћег производа ове године буде благо нижи од наших претходних пројекција.

У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и из међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за додатним заостравањем монетарних услова или ефекти претходног заостравања обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. 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 повољном инвестиционом амбијенту.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 18. маја.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. јуна 2022.

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