



Народна банка Србије

2024
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2024
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 10. маја 2024. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
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
NPL – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
РМТП – реални маргинални трошкови у производњи хране
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FOMC – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 30. априла.

Садржај

I. Резиме	6
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	12
III. Кретање инфлације	16
Кретање инфлације у Т1	16
Произвођачке и увозне цене у Т1	17
<i>Осврт 1: Трендови у кретању базне инфлације у Србији и окружењу</i>	19
Инфлациона очекивања	21
<i>Осврт 2: Очекивања привредника у погледу пословних услова у Србији</i>	23
IV. Детерминанте инфлације	26
1. Кретања на финансијском тржишту	26
Каматне стопе	26
<i>Осврт 3: Деловање трансмисионог механизма и циклуси заоштравања монетарне политике Народне банке Србије</i>	29
Премија ризика	33
Прилив капитала из иностранства	33
Кретања на девизном тржишту и курс динара	34
2. Новац и кредити	35
Новац	35
Кредити	36
3. Агрегатна тражња	39
Домаћа тражња	39
Нето екстерна тражња	40
4. Економска активност	41
5. Кретања на тржишту рада	43
Зараде	43
Запосленост	43
<i>Осврт 4: Утицај зарада на инфлацију</i>	45
V. Пројекција	48
Екстерне претпоставке	48
Интерне претпоставке	60
Пројекција БДП-а	61
Пројекција инфлације	65
Пројекције других институција за Србију и поређење с пројекцијама Народне банке Србије	70
Ризици пројекције	70
<i>Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције</i>	76
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	78
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	79
Списак графикана и табела	80
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	83
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	84

I. Резиме

Раст светске привреде показао се отпорнијим од очекиваног током периода вођења рестриктивних монетарних политика, чему доприноси смањење инфлације, што указује на то да је обезбеђено тзв. меко приземљење.

Према оцени Међународног монетарног фонда, глобална инфлација успорава истом динамиком којом је расла у претходним годинама.

Почетак ублажавања монетарних политика водећих централних банака очекује се од средине године, уз наставак ублажавања у земљама региона средње и југоисточне Европе у режиму циљања инфлације.

Упркос поштеним монетарним условима и ризицима од рецесије и стагфлације у протекле две године, светска привреда је стабилно расла, показавши се отпорнијом од првобитних очекивања. У априлској рунди пројекција Међународни монетарни фонд процењује да ће **глобални привредни раст у овој и наредној години бити идентичан и износити 3,2%**, што је за ову годину благо повољније од очекивања из јануара. Ризици пројекције глобалног привредног раста, као и у јануару, оцењени су као релативно уравнотежени, а као кључни ризици наниже истичу се могући раст светских цена примарних производа под утицајем геополитичких тензија на Блиском истоку и Украјини, перзистентнија базна инфлација у условима затегнутог тржишта рада, слабији изгледи привредног раста Кине и повећана економска и политичка фрагментација. С друге стране, експанзивнија фискална политика, бржи пад инфлације и каматних стопа од очекиваног, што је резултат веће стопе партиципације на тржишту рада, као и позитивнији утицај вештачке интелигенције и структурних реформи на продуктивност, могу утицати на бржи темпо глобалног привредног раста. Када је реч о економској активности у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, она је практично стагнирала у последњем тромесечју прошле године, а за ову годину прогнозира се поново благо нижи раст него пре три месеца, али ипак већи него у 2023. години.

Најзначајнији допринос **нижој глобалној инфлацији** потиче од цена хране и енергената, чији раст је тренутно испод вишегодишњих просека, а доприносе јој и решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања и смањење извозних цена Кине. Ефекти заштравања монетарних политика централних банака доприносе усидравању инфлационих очекивања, али је раст цена услуга и даље релативно висок, пре свега као последица раста зарада и затегнутих услова на тржишту рада, што ће вероватно још неко време успоравати пад инфлације, а у појединим земљама може одложити повратак инфлације на циљ.

Више се не поставља питање да ли ће **водеће централне банке наставити са заштравањем монетарних политика, већ када ће започети циклус смањења референтних каматних стопа**. Европска централна банка не искључује могућност да би у јуну могла започети ублажавање монетарне политике, али ће динамика тог попуштања зависити од даљег кретања инфлације, економске активности и дешавања на тржишту рада. Због повишене базне инфлације и затегнутих услова на тржишту рада, Систем федералних резерви ће највероватније касније у односу на претходна очекивања започети да ублажава монетарну политику. С друге стране,

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која од јула 2023. износи 6,5%.

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца и динарских кредита стабилизовале су се, док су у условима веће спремности инвеститора да прихвате ниже приносе, каматне стопе на емитоване динарске државне хартије од вредности наставиле да се смањују.

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

Одговорно вођење економске политике, које је допринело повољнијим макроекономским показатељима, а пре свега смањеној интерној и екстерној неравнотежи, резултирало је поправљањем изгледа Србије за добијање инвестиционог рејтинга.

поједине централне банке региона средње и југоисточне Европе у режиму циљања инфлације наставиле су да ублажавају монетарне услове.

Одлуку Извршног одбора Народне банке Србије о **задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу** претходних месеци определили су средњорочна пројекција инфлације, иако опадајући, још увек повишени глобални инфлаторни притисци, као и даље знатна неизвесност у погледу кретања светских цена енергената и других примарних производа. Приликом доношења одлуке уважено је и то што су се ефекти претходног заоштравања монетарне политике у великој мери пренели на цену и обим задуживања приватног сектора.

С обзиром на то да је референтна каматна стопа задржана на непромењеном нивоу претходних месеци, **каматне стопе на међубанкарском тржишту новца стабилизовале су се, што је резултирало и готово непромењеним нивоом цене динарских кредита.** Стопе приноса на динарске државне хартије од вредности наставиле су да падају, чему је допринела нижа премија ризика земље као резултат, пре свега, позитивних макроекономских изгледа Србије. На пад премије ризика утицали су и глобални фактори и спремност инвеститора да прихвате ниже стопе приноса. Током првог тромесечја у потпуности је реализован планиран обим емисије динарских државних хартија од вредности оригиналне рочности осам година од 150 милијарди динара, праћен смањењем стопе приноса у односу на прве аукције ове рочности, одржане крајем 2023. и са знатним учешћем нерезидената у куповини.

Кредитна активност према немонетарном сектору остала је ниска и у првом тромесечју ове године, на шта су се одразили ефекти претходног заоштравања монетарних услова и доспеће кредита привреди одобрених у оквиру гарантних шема. Ипак, **међугодишњи раст укупних кредита благо је убрзан у односу на крај 2023. и у марту је износио 1,3%**, чему су допринели раст тражње становништва за кредитима и ублажавање кредитних стандарда банака у условима позитивне оцене опште економске ситуације. Као резултат снажног регулаторног оквира за банке и донетих мера макропруденцијалне политике, које су биле синхронизоване с мерама монетарне политике, **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у првом тромесечју ове године задржано је близу минимума од 3%.**

У условима снажних макроекономских показатеља Србије, отпорности коју је наша земља показала у претходним годинама, обележеним глобалном неизвесношћу и кризама, као и услед смањења екстерне и фискалне неравнотеже, **агенција Standard & Poor's повећала је изгледе за добијање инвестиционог рејтинга.** То је и један од кључних стратешких циљева Народне банке Србије, чије би достизање обезбедило још већу препознатљивост

Дефицит текућег рачуна платног биланса у првом тромесечју ове године, иако виши него у истом периоду 2023, и даље је био вишеструко покривен нето приливима по основу страних директних инвестиција, што је допринело да преовладају апрецијацијски притисци у овом периоду.

Фискална кретања и у првом тромесечју ове године била су повољнија од очекиваних.

Динамика економске активности у првом тромесечју ове године била је повољнија од наших очекивања из претходног извештаја, уз

Србије на међународној инвестиционој мапи и повољније услове финансирања државе, привреде и грађана.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у првом тромесечју 2024. повећан је у односу на рекордно низак прошлогодишњи ниво и износио је 395 милиона евра (2,3% бруто домаћег производа), на шта се одразио нижи суфицит у трговини услугама и нижи суфицит секундарног дохотка, уз повећан дефицит примарног дохотка. У супротном смеру наставио је да делује нижи робни дефицит, за око 12% у односу на исти период претходне године, услед већег пада робног увоза (-3,9%) од извоза (-1,9%). У оквиру робног извоза, извоз прерађивачке индустрије наставио је да расте (по стопи од 3,9% међугодишње), као резултат инвестиција из претходног периода, при чему је расту извоза највише допринео раст извоза основних метала, саобраћајних средстава, моторних возила и приколица, металних производа и електричне опреме, а захваљујући високим приносима јесењих култура, опоравио се и извоз пољопривреде, али је то неутралисано нижим извозом електричне енергије и рударства. Смањење робног увоза и даље је последица смањеног увоза енергената. **Прилив по основу страних директних инвестиција у Србију у првом тромесечју достигао је 1,3 милијарде евра,** што је за 53,4% више него у истом периоду 2023, чиме је обезбедио више него пуну покривеност дефицита текућег рачуна. То је допринело да апрецијацијски притисци преовладају и током четири месеца 2024. и да Народна банка Србије на девизном тржишту буде нето купац девиза у износу од 530 милиона евра.

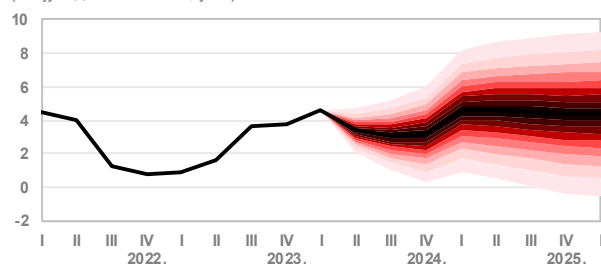
На консолидованом нивоу, у првом тромесечју ове године дефицит државе износио је 0,9% бруто домаћег производа, уз суфицит примарног биланса од 2,2%, што је повољније од остварења у истом периоду претходне године, чиме се наставља тренд бољих фискалних кретања од пројектованих. То је пре свега резултат двоцифреног раста пореских прихода, у највећој мери вођеног растом категорија пореза на додату вредност и доприноса за социјално осигурање, услед настављеног раста зарада и опоравка приватне потрошње. Повољнија фискална кретања постигнута су и поред тога што су, у складу с планом, повећани текући и капитални издаци државе. **Учешће јавног дуга опште државе у процењеном бруто домаћем производу у марту износило је 48,0%,** а његово смањење у поређењу с крајем 2023. за 4,3 процентна поена резултат је већег пројектованог бруто домаћег производа за ову годину.

Прва процена Републичког завода за статистику о међугодишњем расту бруто домаћег производа од 4,6% (односно 1,1% десезонирано посматрано, према нашој оцени) указује на то да је привредна активност у првом тромесечју убрзала у већој

међугодишњи раст бруто домаћег производа од 4,6%.

Све је извесније да ће стопа раста бруто домаћег производа ове године износити 3,5%. Од наредне године очекује се да ће раст додатно убрзати на распон 4–5%, чему треба да допринесе и реализација инвестиција планираних у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027“.

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



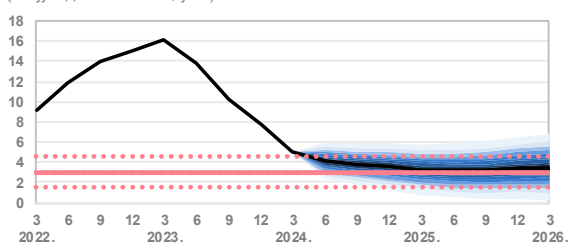
мери него што смо очекивали у претходној пројекцији. Посматрано с производне стране, процењујемо да је раст бруто домаћег производа био вођен растом активности у трговини, индустрији и грађевинарству, али је позитиван допринос потекао и од осталих услужних сектора. Са становишта употребе, раст је био вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највише доприносиле потрошња домаћинстава и инвестиције, а благ позитиван допринос дао је и нето извоз услед нешто већег реалног раста извоза робе и услуга у односу на увоз.

Бржи раст бруто домаћег производа у првом тромесечју од очекиваног повећава вероватноћу да ће овогодишња стопа привредног раста бити ближа централној вредности распона пројекције 3–4% из претходног извештаја, тако да сада процењујемо да ће она износити 3,5%. Слична очекивања у погледу привредног раста за ову годину сада имају и друге релевантне међународне институције (Међународни монетарни фонд и Светска банка). И у остатку године раст ће водити домаћа тражња, уз позитиван допринос свих њених компонената. Већој приватној потрошњи допринеће наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, али без знатнијих инфлаторних ефеката, с обзиром на то да ће раст зарада у већој мери бити резултат повећане продуктивности. Раст инвестиција очекује се услед високог прилива страних директних инвестиција и очуваног инвестиционог поверења, чему ће допринети и смањени глобални инфлаторни притисци и повољнији услови финансирања. Такође, на раст инвестиција утицаће и реализација пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. И поред очекиваног наставка раста извоза, који ће омогућити инвестиције у извозне секторе из претходних година и постепени опоравак екстерне тражње, и даље пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза због очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза. Додатно убрзање економске активности, на распон 4–5%, очекујемо у наредне две године, чему ће допринети реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027“. Услед очекиваног убрзања инвестиционог циклуса, што ће се одразити и на већи увоз опреме и репроматеријала, пројектујемо да ће учешће **дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу ове године бити на нивоу од око 4%, а у наредним годинама око 5%**. Према нашој оцени, текући дефицит ће остати у пуној мери покривен нето приливима страних директних инвестиција, што је био случај и у претходних девет година. То ће обезбедити одрживост наше екстерне позиције и наставак раста девизних резерви, које су и сада на адекватном нивоу по свим критеријумима.

Међугодишња инфлација у Србији од почетка године кретала се на nižем нивоу него што смо пројектовали у фебруару, пре свега као резултат нижег раста цена непрерађене хране од очекиваног у условима повољних временских прилика и добре понуде.

Према нашој новој пројекцији, инфлација би у границе циља требало да се врати у мају, а затим да настави да се приближава централној вредности од 3%.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Кључни ризици пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље долазе од фактора из међународног окружења. Укупно посматрано, ризике пројекције инфлације и ризике пројекције раста бруто домаћег производа за ову годину и наредне године оцењујемо као симетричне.

Инфлација је наставила да успорава у овој години, чак и брже него што смо пројектовали у фебруару. Од марта прошле године, када је забележен врхунац, инфлација је закључно с мартом ове године смањена за преко 11 процентних поена, на 5,0%. Њеном паду допринео је мањи раст цена хране и енергије услед попуштања глобалних трошковних притисака, али и базна инфлација, која је, захваљујући ефектима претходног заоштравања монетарних услова и нижој увозној инфлацији, у истом периоду снижена за преко 6 процентних поена, такође на 5,0% међугодишње. Успоравању инфлације допринело је и смањење краткорочних инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, уз повратак инфлационих очекивања финансијског сектора у границе циља Народне банке Србије, као и усидреност средњорочних очекивања.

Према нашој новој пројекцији, међугодишња инфлација ће се у границе циља највероватније вратити у мају, што је нешто раније него што смо очекивали у фебруарској пројекцији. У наставку године очекује се даље успоравање инфлације, а од наредне године она би требало да се креће око централне вредности циља од 3%. Таквом кретању инфлације највише ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова и пад инфлационих очекивања, као и слабење глобалних трошковних притисака, даље успоравање увозне инфлације и још увек слаба екстерна тражња. Нова пројекција инфлације је благо нижа за друго и треће тромесечје ове године, због нижег оствареног раста у досадашњем току године, а затим од четвртог тромесечја благо је виша од фебруарске пројекције. Дезинфлаторније делује нижа пројектована инфлација у зони евра и мањи од очекиваног раст регулисаних цена због нижег раста цена комуналних услуга. Супротно томе, пројектује се већи ниво светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, а због већег пројектованог раста инвестиција и потрошње нешто је и мањи дезинфлаторни утицај тражње у овој години него у претходној пројекцији.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења, а пре свега од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и других примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на перзистентност базе инфлације на глобалном нивоу и дужину трајања заоштрених монетарних политика водећих централних банака. Ризици пројекције потичу и од брзине раста домаће тражње, пре свега по основу висине прилива страних директних инвестиција и улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Од домаћих ризика важан је и исход домаће пољопривредне сезоне, који се у случају инфлације у највећој мери односи на кретање цена воћа и поврћа, док је за бруто домаћи производ од посебне

важности род житарица. Укупно посматрано, ризике пројекције инфлације и ризике пројекције раста бруто домаћег производа за ову годину и наредне године оцењујемо као симетричне. Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од брзине успоравања инфлације. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Референтна каматна стопа Народне банке Србије налази се на непромењеном нивоу од 6,5% од јула прошле године. Одлуку да не мења висину референтне каматне стопе претходних месеци Извршни одбор је донео узимајући у обзир средњорочну пројекцију инфлације, чињеницу да су глобални инфлаторни притисци, иако опадајући, још увек повишени, као и да је и даље присутна знатна неизвесност у погледу кретања светских цена енергената и других примарних производа.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе од 6,5%. Истовремено, и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице остале су на нивоима од 5,25% и 7,75%, респективно. Све три каматне стопе су на истом нивоу од јула 2023. године, када је последњи пут повећана референтна каматна стопа. У актуелном циклусу заощтравања монетарне политике референтна каматна стопа је повећана 15 пута почев од априла 2022. и закључно с јулом 2023. године она је повећана за укупно 550 б.п. Од октобра 2021. повећана је и просечна пондерисана репо стопа готово у истој мери и крајем априла 2024. износила је 5,56%. Такође, у условима високог вишка динарске ликвидности у банкарском сектору, Извршни одбор Народне банке Србије у септембру прошле године повећао је стопе обавезне резерве банака и проценте динарског издвајања девизне обавезне резерве, чиме су додатно пооштрени монетарни услови. Досадашње пооштравање монетарне политике преносило се на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, што је допринело паду инфлационих очекивања свих сектора, указујући

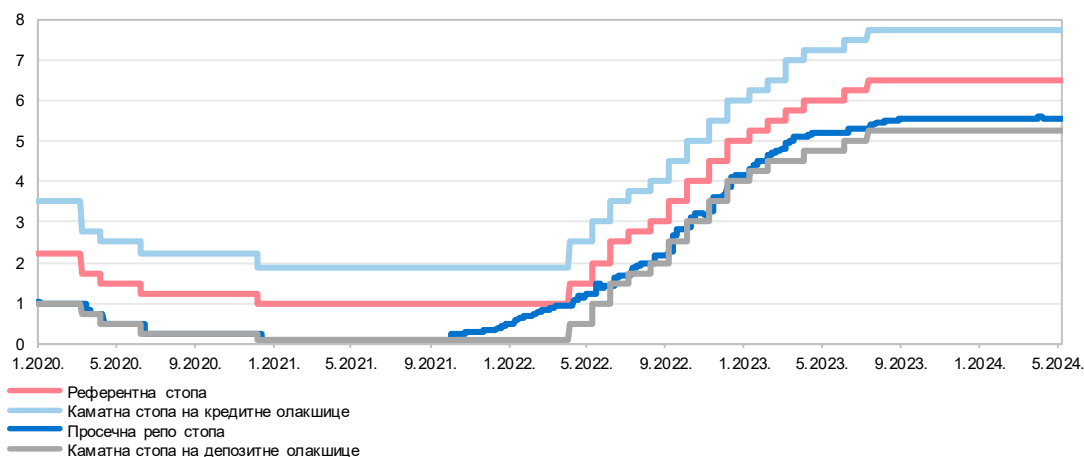
на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике. У условима успоравања увозне инфлације и још увек ниске екстерне тражње, то је допринело успостављању опадајуће путање домаће инфлације.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, услови у домаћем и међународном окружењу у којима је вођена монетарна политика у Србији, као и у већини других земаља, све више су подстицали дискусију о томе када треба започети ублажавање монетарне политике и колико и којим темпом га треба спроводити. Одлуке о томе захтевају пажљиво разматрање свих расположивих информација и података, анализу кретања инфлације и монетарне трансмисије, како монетарно ублажавање не би било преурањено и тиме угрозило одрживост опадајуће путање инфлације и њено враћање на циљ.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у марту и априлу 2024. представљала је **фебруарска средњорочна пројекција инфлације**, према којој је било очекивано даље смањење инфлације и њен повратак у границе

Графикон II.0.1. Кретање референтне и просечне репо стопе

(мг. стопе, у %)



циља средином ове године, а затим приближавање централној вредности циља од 3% крајем ове године, што је ниво око којег ће се кретати и у средњем року. У складу с најавама Извршног одбора, снажно опадање **мг. инфлације у Србији** настављено је од почетка ове године и било је чак и брже од пројектованог у фебруару. Опадању инфлације кључно је допринело успоравање мг. раста цена хране, као и цена производа и услуга у оквиру базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета).

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио **опадајућу, али и даље повишену увозну инфлацију, као и слабу екстерну тражњу, али бољу од очекивања**. Имао је у виду да су ризици у погледу даљег кретања глобалне инфлације били све више балансирани. Упркос и даље присутним геополитичким ризицима, процењивало се да се светска привреда приближава постизању ценовне стабилности. Већина централних банака је са све већом извесношћу предвиђала да ће се инфлација у њиховим земљама вратити у границе циља у П2 ове или П1 наредне године, имајући у виду смиривање инфлаторних притисака и ефекте које су дали рестриктивни монетарни услови. Ипак, на опрезност у зони евра и САД још увек је упућивала базна инфлација, која је наставила да се креће изнад укупне инфлације, пре свега услед затегнутих услова на тржишту рада и раста зарада, због чега су ЕЦБ и ФЕД одлагали почетак циклуса ублажавања монетарних политика.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, настављено је смањење укупне и базне инфлације више него што се очекивало, али је раст зарада и даље изазивао забринутост. Укупна инфлација је смањена у марту на 2,4% мг., што је њен најнижи ниво од новембра 2021. Пад су забележиле цене енергената, а успоравање раста забележиле су цене хране и цене индустријских производа, што је успорило раст базне инфлације на 2,9% у марту. Отпорност су наставиле да показују цене услуга, чији је раст и даље био знатно изнад историјског просека. Наставак успоравања инфлације у зони евра очекује се и у наредном периоду, али споријим темпом него до сада, са очекиваним приближавањем циљу од 2% средином 2025. године. Притом, базна инфлација ће наставити да се креће изнад укупне инфлације и у наредном периоду. Процењује се да су профити компанија сада умеренији и да су дешавања на страни понуде створила додатни простор за раст реалних зарада, што ће допринети расту приватне потрошње и економском опоравку у зони евра, без опасности

по инфлацију. Међутим, због перзистентно затегнутих услова на тржишту рада, постоји бојазан да би раст трошкова рада могао бити прекомеран и у целости пребачен на потрошаче, што би могло да задржи инфлацију изнад циља дуже време.

ЕЦБ у марту и априлу није мењала висину својих каматних стопа на депозитне олакшице, на главне операције рефинансирања и на кредитне олакшице – оне су и даље на нивоу од 4,00%, 4,50% и 4,75%, респективно. То је највиши ниво каматних стопа на депозитне олакшице и на главне операције рефинансирања од увођења евра 1999. године, који се пренео снажно на финансијске услове, што је ослабило динамику инфлације, као и динамику кредитне и економске активности. Председница ЕЦБ-а Кристин Лагард истицала је да ЕЦБ још увек није потпуно уверена по питању даљег кретања инфлације ка циљу од 2%, као и да напредак у процесу дезинфлације још увек није довољан. ЕЦБ ће више информација о кретању инфлације и привредне активности имати у **јуну, када већина тржишних учесника очекује да ће почети циклус смањења основних каматних стопа ЕЦБ-а**. Извршни одбор Народне банке Србије је имао у виду да ће очекивано ублажавање монетарне политике ЕЦБ-а утицати на смањење каматних стопа на евроиндексиране кредите на домаћем тржишту.

С обзиром на показатеље економске активности у водећим економијама, све више се наметао закључак да ће борба против инфлације бити остварена уз неочекивано мале трошкове у виду нижег раста БДП-а и више незапослености. Рецесија у водећим економијама је, по свему судећи, избегнута. Тако су за зону евра процене *Eurostat*-а да је економска активност у Т4 2023. стагнирала, након пада у Т3. У САД је настављен раст економске активности у Т4 2023, који је, иако спорији, био изнад очекивања. Мада су процене привредног раста за зону евра кориговане наниже, од П2 привредни раст требало би да убрза, а тиме и раст екстерне тражње за нашим извозом.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да се у наредном периоду очекује **ублажавање тренутно рестриктивних финансијских услова**, чему треба да допринесе и очекивани **даљи пад глобалне премије ризика за земље у спону**. Када је у питању Србија, **прилив СДИ је био изнад очекивања** и у прва два месеца ове године више је него удвостручен у односу на исти период прошле године, када је такође био висок. Тиме је **вишеструко премашило дефицит текућег рачуна платног биланса**, доприносиће

рекордном расту девизних резерви Народне банке Србије. Такође, Извршни одбор је истакао чињеницу да су у априлу **повећани изгледи Србије за добијање кредитног рејтинга инвестиционог ранга, са стабилних на позитивне**, од стране агенције *Standard & Poor's*. Агенција је посебно истакла да Србију очекује убрзан и одржив привредни раст у наредном периоду, који ће даље унапредити фискалне показатеље. Такође, истакла је да су у претходном периоду створене резерве, које ће, заједно са широко распрострањеним СДИ, служити за амортизацију евентуалних шокова из међународног окружења.

Међу изазовима из међународног окружења који посебно упућују на опрезност, Извршни одбор је истицао **геополитичке сукобе** и с тим у вези – ризик раста светске цене нафте и других примарних производа. Цене већине примарних производа на светском тржишту смањене су током 2023. године, али се и даље налазе знатно изнад нивоа пре пандемије. **Посебно волатилне су биле светске цене нафте**, које су, након смањења крајем прошле године, расле у сва три месеца ове године. Поред сукоба у Украјини и на Блиском истоку, на то је пресудно утицала одлука земаља *OPEC+* да продуже ограничење понуде нафте и на Т2 ове године, као и смањење залиха нафте у САД. Извршни одбор је имао у виду да је неизвесност у погледу кретања цена енергената и даље изражена, посебно у случају цене нафте и гаса, где евентуална ескалација сукоба на Блиском истоку, дуже транспортне руте и већи логистички трошкови представљају главни ризик.

Када су у питању **светске цене хране**, главни фактори који су допринели њиховом смањењу након врхунца 2022. године јесу ланци снабдевања, који су се готово у потпуности нормализовали, затим цене гаса, које су пале на знатно прихватљивије нивое, као и то што је украјински извоз житарица настављен преко црноморског коридора. Иако се очекује да ће глобална дезинфлација у овој области бити настављена, на потребну опрезност указује индекс светских цена хране (ФАО), који је, након седам узастопних месеци пада, у марту забележио раст.

На светске цене енергената и већине других примарних производа могу да утичу и **економске перформансе Кине**, због чега су изгледи у погледу раста Кине један од важних фактора кретања инфлације у наредном периоду. Кина је предузела низ корака да оснажи своју економију, а резултати прерађивачке индустрије и малопродаје у прва два месеца ове године бољи су од очекивања, што улива оптимизам да би се

могао постићи амбициозни циљ раста БДП-а од 5,0% у овој години. ММФ је у априлу задржао јануарску пројекцију раста БДП-а Кине од 4,6% у 2024, док је за 2025. прогнозирао раст од 4,1%.

Када је реч о домаћим факторима, Извршни одбор је имао у виду да су **инфлациона очекивања** финансијског сектора и привреде наставила да се крећу опадајућом путањом. При томе, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред од почетка године налазе се у границама циља, док су средњорочна очекивања усидрена дуже време, што указује на кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије. Смањење краткорочних очекивања је настављено и код сектора привреде, уз тренд смањења дисперзије у одговорима, што указује на мању неизвесност код привредника у погледу кретања инфлације у наредном периоду. У марту је започето смањење и краткорочних инфлационих очекивања становништва, што је добра вест, с обзиром на то да су код становништва очекивања традиционално на вишем нивоу и да знатно спорије опадају. Смањење инфлационих очекивања доприноси и нижој инфлацији и већој реалној каматној стопи, тј. рестриктивнијим монетарним условима и без промене висине референтне каматне стопе.

И поред наставка реалног раста зарада од почетка године, у условима високог нивоа формалне запослености и ниже регистроване незапослености, **потрошња домаћинства** није имала значајније инфлаторне ефекте. Уз то, и поред раста издатака за плате у јавном сектору и пензија, **републички буџет** је у Т1 2024. забележио мањи дефицит него у истом периоду прошле године, док је примарни биланс био у суфициту.

Извршни одбор је пажљиво разматрао расположиве податке о **реалном сектору**, који су указивали на повољнија кретања у прва два месеца ове године од очекивања, тј. да би раст у Т1 ове године могао бити и виши од пројектованог у фебруару. Мг. посматрано, раст индустријске производње у јануару и фебруару убрзан је на око 8%, вођен растом прерађивачке индустрије од близу 9%. Истовремено, реални промет у трговини на мало повећан је за 6,4% мг., а раст броја туриста и њихових ноћења указивао је на наставак позитивних трендова у туризму. Упркос слабијој екстерној тражњи, даљи напредак је забележен и у робној размени са иностранством. Према подацима РЗС-а, у прва два месеца остварен је раст робног извоза од 3,2% мг., који је био вођен извозом прерађивачке индустрије и пољопривреде, док је истовремено

робни увоз био мањи за 1,3% мг., као последица и даље нижег увоза енергената.

Када је у питању укупна економска активност у овој години, Извршни одбор је, према фебруарској средњорочној пројекцији, очекивао да ће **стопа раста БДП-а бити у распону 3–4%, с централном вредношћу од 3,5%**. Расту ће допринети смањење глобалних инфлаторних притисака и постепен опоравак зоне евра, као и очекивано даље убрзање реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Према оцени Извршног одбора, важан фактор раста биће и лична потрошња, али не у мери у којој би то могло да изазове веће инфлаторне притиске, као и инвестиције у основна средства, које повећавају и производни потенцијал.

Одлука Извршног одбора са састанка у мају да **за сада не мења висину референтне каматне стопе** била је пре свега мотивисана новом средњорочном пројекцијом инфлације и очекиваним кретањем кључних фактора инфлације, а пре свега иако опадајућим, и даље повишеним глобалним инфлаторним

притисцима и знатном неизвесношћу у погледу кретања светских цена енергената и других примарних производа. Приликом доношења одлуке уважено је и то што су се ефекти претходног заоштравања монетарне политике у великој мери пренели на цену и обим задуживања приватног сектора, као и да су се финансијски услови стабилизовали након што је референтна каматна стопа последњи пут повећана у јулу прошле године.

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 на основу тога, као и резултата анализе домаћих кретања и брзине успоравања инфлације, доноси одлуке о будућој монетарној политици. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и очување финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

III. Кретање инфлације

У складу с нашим очекивањима, мг. инфлација је и током Т1 наставила да успорава и у марту је спуштена на 5,0%, захваљујући пре свега знатно споријем расту цена хране. Под утицајем претходног заоштравања монетарних услова, базна инфлација је такође наставила да успорава и у марту се изједначила са укупном инфлацијом. У односу на врхунац из марта прошле године, укупна инфлација у марту ове године била је троструко нижа, а базна инфлација је више него преполовљена.

Успоравању инфлације доприноси и даље снижавање инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред, при чему се од почетка ове године и краткорочна очекивања финансијског сектора налазе у границама циља Народне банке Србије.

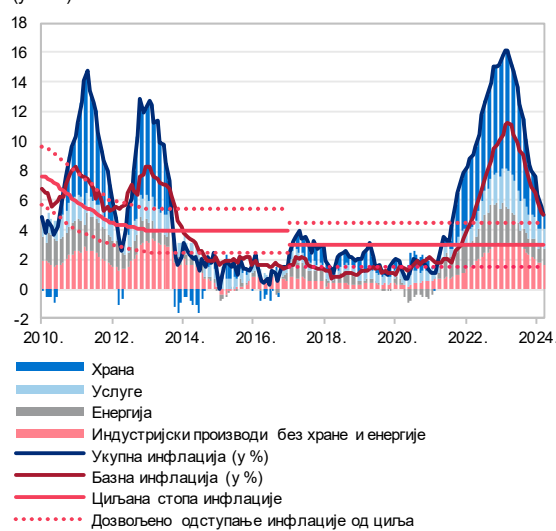
Кретање инфлације у Т1

Мг. инфлација је и током Т1 наставила да успорава и у марту је износила 5,0%, чиме је од краја 2023. снижена за 2,6 п.п. На то је у највећој мери деловало знатно успоравање мг. раста цена хране (пре свега непрерађене), чији је допринос мг. инфлацији у Т1 снижен за укупно 1,8 п.п., услед смањења трошкова у производњи хране и деловања ефекта високе прошлогодишње базе. Спорији мг. раст забележиле су и цене индустријских производа и услуга у оквиру **базне инфлације** (мерене ИПЦ-ом¹ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), која је снижена за 1,5 п.п. у односу на крај 2023. и у марту је, као и укупна инфлација, износила 5,0% мг. Опадајућој путањи базне инфлације допринели су ефекти претходног заоштравања монетарне политике, слабење глобалних трошkových притисака и нижа увозна инфлација. И мера инфлације *trimmed mean*, добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера, смањена је у протеклој години дана и у марту је износила 4,4% мг.

На нивоу тромесечја, **потрошачке цене у Т1 забележиле су раст од 1,1%** (слично као у Т4 2023). Раст **цена на нивоу групе хране и безалкохолних пића** од 0,8% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.) у целини је био одређен растом **цена прерађене хране** од 1,3%, који су определиле више цене месних прерађевина, млека и млечних прерађевина, као и безалкохолних пића. Ипак, остварени раст инфлације у Т1 био је нижи од очекиваног у фебруарском Извештају о инфлацији, захваљујући пре свега даљем паду **цена непрерађене хране** због снижених цена свежег воћа (1,4%) и свежег меса (2,3%). Поред тога, цене свежег поврћа су у Т1, захваљујући доброј понуди услед повољних временских прилика,

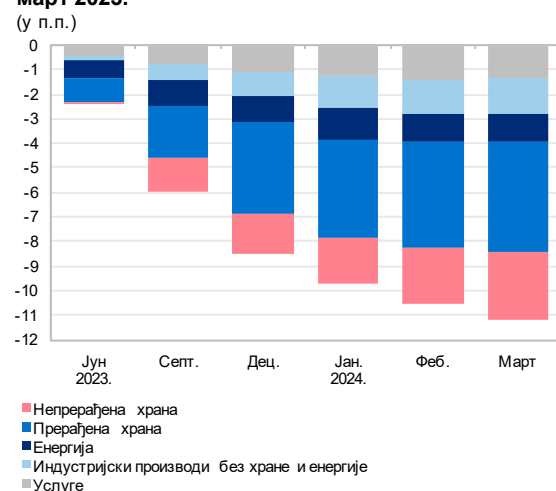
¹ У структури пондера за обрачун ИПЦ-а у 2024. у односу на 2023. благо су смањена учешћа цена производа и услуга унутар базне инфлације, као и учешће цена прерађене хране, док су повећана учешћа цена енергије и непрерађене хране.

Графикон III.0.1. Доприноси основних компонента ИПЦ-а мг. динамичи инфлације (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Промене доприноса основних компонента ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март 2023.*



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* У марту је мг. инфлација достигла врхунац.

забележиле знатно нижи раст (3,0%) од сезонски уобичајеног за овај период године.

Цене енергије су у Т1 повећане за 1,6% (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), доминантно због виших цена нафтних деривата (4,1%), које су пратиле пораст светске цене сирове нафте од фебруара ове године. Насупрот томе, цене чврстих горива су смањене у Т1 (за 1,6%), као резултат снижених цена дрва за огрев, услед топлијег времена од уобичајеног за зимске месеце. Цене електричне енергије и гаса за домаћинства нису мењане у Т1.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) забележиле су двоструко мањи допринос инфлацији у Т1 (од 0,2 п.п.) него у претходном тромесечју, остваривши стопу раста од 0,7%. Раст ових цена првенствено се дугује фебруарској корекцији цена цигарета (2,7%) и поскупљењу алкохолних пића (2,1%), насупрот чега је деловало сезонско појефтинјење одеће и обуће (2,3%).

Цене услуга су у Т1 забележиле раст од 1,7% (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), који је био вођен поскупљењем услуга мобилне телефоније (5,2%), као и вишим ценама комуналних, угоститељских и медицинских услуга и станарина. С друге стране, цене туристичких пакет-аранжмана снижене су за 10%, што се пре свега дугује њиховом сезонском снижењу у марту.

Регулисане цене су порасле за 1,4% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.) по основу виших цена цигарета и комуналних услуга. На мг. нивоу, регулисане цене су наставиле да успоравају раст – на 8,0% у марту, што се очекује и у наредном периоду, упоредо са изласком прошлогодишњег поскупљења електричне енергије и гаса за домаћинства из обрачуна мг. инфлације.

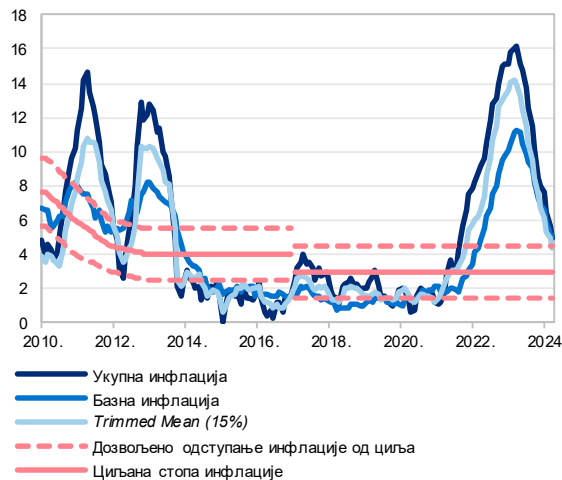
Базна инфлација је у Т1 успорила раст на 1,0% (са 1,4% у Т4 2023), уз допринос инфлацији од 0,4 п.п. Остварени раст у већој мери се дугује поскупљењу услуга него индустријских производа.

Произвођачке и увозне цене у Т1

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште су, мг. посматрано, убрзавале раст током Т1, на 2,1% у марту (са 1,6% у децембру). На њихов раст је доминантно утицало поновно повећање цена у експлоатацији сирове нафте и производњи нафтних деривата, као и цена у производњи капиталних производа, пре свега моторних возила и приколица, машина и опреме, као и грађевинског материјала. С тим у вези, **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** такође су убрзале мг. раст, на 4,1% у марту (са 2,5% у децембру). Произвођачке **цене производа за широку потрошњу** (трајних и нетрајних) од почетка

Графикон III.0.3. Динамика инфлације - укупне, базне и *trimmed mean*

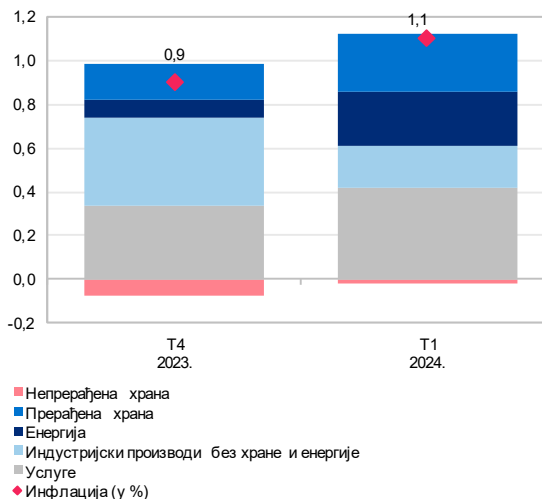
(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.4. Доприноси основних компонента ИПЦ-а тромесечној инфлацији

(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.5. Доприноси по групама намене потрошње мг. динамичи произвођачких цена*

(крај периода, у п.п.)



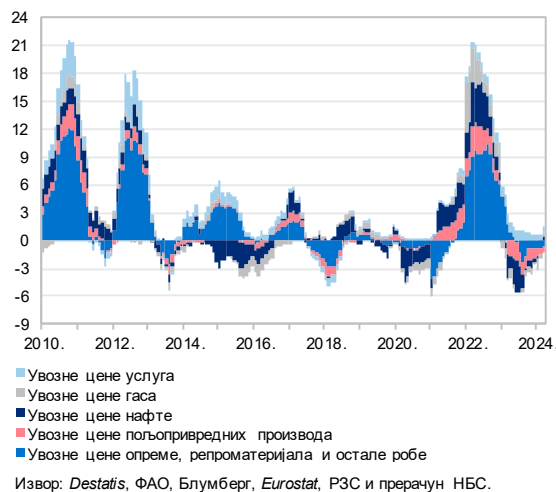
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

године бележиле су раст између 0% и 1% м.г. С друге стране, цене у производњи прехранбених производа додатно су смањене, за 4,6% м.г. у марту. Поред тога, **цене у производњи интермедијарних производа**, пре свега производа од гуме, пластике и папира, наставиле су м.г. пад и током Т1, који је после три године регистрован и код цена у производњи металних производа. Тромесечно посматрано, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т1 повећане су за 2,0%, а цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству за 1,9%.

Увозне цене изражене у динарима² наставиле су м.г. пад и током Т1, који је у марту износио 1,5%, највише као последица знатно нижих цена природног гаса из увоза, а у мањој мери и по основу снижених светских цена примарних пољопривредних производа и цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза, које су апроксимирание извозним ценама Немачке. Позитиван допринос м.г. динамици увозних цена исказаних у динарима у Т1 потекао је од цена услуга из увоза, које су апроксимирание базном инфлацијом у зони евра, као и виших светских цена нафте. Тромесечно посматрано, цене робе и услуга из увоза у Т1 су смањене за 0,4%, пре свега због нижих увозних цена гаса.

Графикон III.0.6. Доприноси изабраних компонената м.г. стопи раста увозних цена у динарима (крај периода, у п.п.)



² Прелиминаран податак. Базна година је 2010. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек неколико компонената: индекса цене нафте типа брент, цена гаса из увоза, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у оквиру базне инфлације у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Фиксни пондери компонената обрачунати су према вредносном увозу робе и услуга у 2023. години.

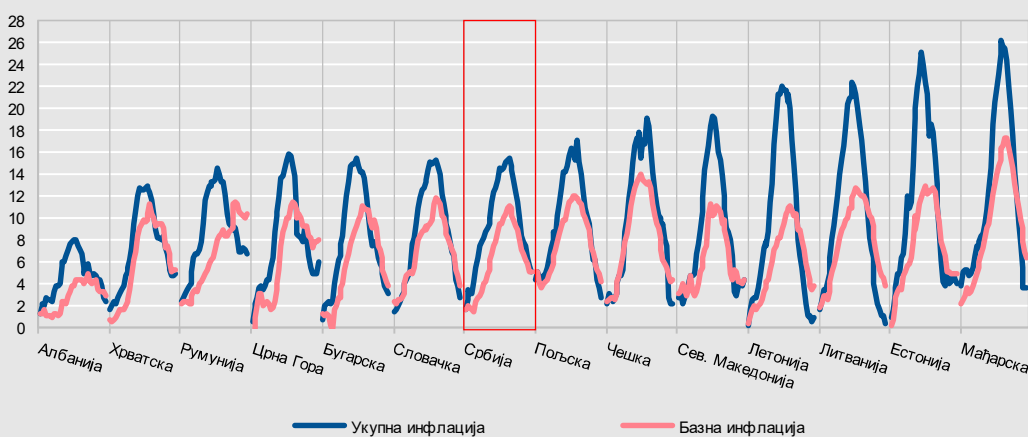
Осврт 1: Трендови у кретању базне инфлације у Србији и окружењу

Инфлаторни притисци који су на глобалном нивоу преовладавали у последњих неколико година поставили су инфлацију у средиште интересовања и носилаца економске политике и свих осталих економских субјеката. Са становишта монетарне политике важно је имати у виду да ефикасност деловања инструмената монетарне политике није идентична за све компоненте инфлације, јер су цене појединих категорија, посебно хране и енергената, под знатним утицајем великог броја фактора на страни понуде и тражње из међународног окружења, који су ван домашаја домаће монетарне политике. Због тога креатори монетарне политике посебну пажњу посвећују и кретању инфлације по искључењу тих волатилнијих компонената – базној инфлацији.

На графиконима О.1.1. и О.1.2. приказане су међугодишње стопе укупне и базне инфлације (промене индекса потрошачких цена по искључењу цена хране, енергије, алкохола и дувана) за период од почетка 2021. до марта 2024. у одабраним земљама средње, источне и југоисточне Европе. У већини посматраних земаља базна инфлација се у просеку у последње три године кретала у распону од 6% до 8%, уз изузетак Албаније, где је била знатно нижа (око 3%), и Мађарске, где је била нешто виша (око 9%).

Графикон О.1.1. Кретање укупне и базне инфлације у периоду 2021–2024.

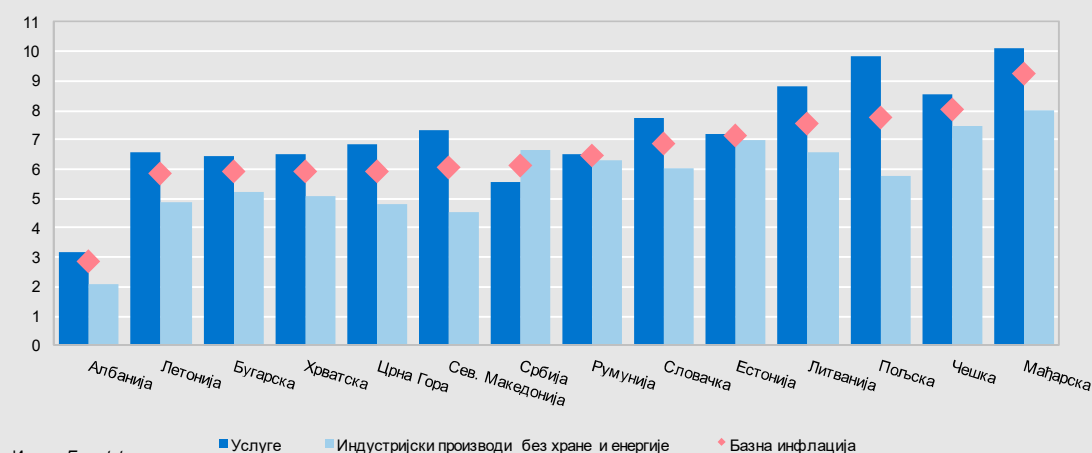
(мг. стопе, у %)



Извор: Eurostat.

Графикон О.1.2. Просечне стопе раста потрошачких цена у периоду 2021–2024.

(мг. стопе, у %)



Извор: Eurostat.

Поред тога што је у посматраном периоду просечна базна инфлација била релативно слична по земљама, она је имала и сличну динамику. Раст базне инфлације у свим посматраним земљама започео је током Т2 или Т3 2021, што се у одређеној мери може објаснити попуштањем рестриктивних здравствених мера и последично наглим порастом тражње за производима и услугама које нису могле да буду реализоване током трајања пандемије вируса корона. У истом периоду, у већини земаља укупна инфлација такође је почела да расте, у почетку сличним темпом, а касније и нешто бржим, тако да се током целе 2022. и у П1 2023. године укупна инфлација углавном кретала на вишем нивоу од базне инфлације. То се у највећој мери може објаснити енергетском кризом која је започела у П2 2021, која је додатно интензивирала избијањем сукоба у Украјини почетком 2022. године, као и сушом која је погодила већи део Европе у 2021. години и утицала на раст цена хране.

Врхунац и укупне и базне инфлације у већини земаља забележен је током Т4 2022. или Т1 2023, при чему је у свим посматраним земљама максимална вредност базне инфлације била нижа од укупне и кретала се између 11% и 13% међугодишње. Процес успоравања инфлације у посматраним земљама био је у највећој мери одређен успоравањем цена хране и енергената, али је, захваљујући рестриктивним монетарним политикама које су централне банке предузеле, и базна инфлација свуда успоравала.

Ако се посматрају актуелни нивои базне инфлације, уочава се да се у већини земаља (изузев у Румунији и Црној Гори) она креће на два до три пута нижем нивоу у односу на врхунац, у распону од 3,8% у Летонији и Литванији до 6,5% међугодишње у Мађарској. Такође од почетка 2024. године, базна инфлација се у свим земљама креће изнад укупне инфлације (осим у Србији). Овакво кретање базне инфлације одређено је њеном структуром, с обзиром на то да је чине цене роба и услуга које су по правилу мање волатилне од цена хране и енергената.

Посматрајући структуру базне инфлације подељену на цене индустријских производа и цене услуга, видимо да су у просеку у већини земаља (изузев у Србији) у посматраном периоду брже расле цене услуга. Ове цене су у великој мери под утицајем кретања на тржишту рада и самим тим доста су ригидније од цена индустријских производа. Вероватно ће базна инфлација у многим земљама неко време наставити да се креће изнад укупне инфлације. Због тога ће у наредном периоду приоритет монетарне политике бити даље успоравање базне инфлације (посебно компоненте услуга), чиме би се инфлациона очекивања додатно усидрила.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде наставила су у Т1 да се крећу опадајућом путањом, при чему се инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред од почетка ове године налазе у границама циља, док су средњорочна очекивања усидрена дуже време, што говори у прилог повећаном кредибилитету Народне банке Србије и осликава поверење тржишних субјеката у мере монетарне политике. Током Т1 смањена су и инфлациона очекивања становништва.

Инфлациона очекивања представника финансијског сектора за годину дана унапред, према резултатима априлске анкете агенције Блумберг, износе 3,1% и налазе се готово на централној вредности циља. Према резултатима мартовске анкете агенције Ипсос, ова очекивања износе 4,0% и трећи месец заредом су у границама циља Народне банке Србије.

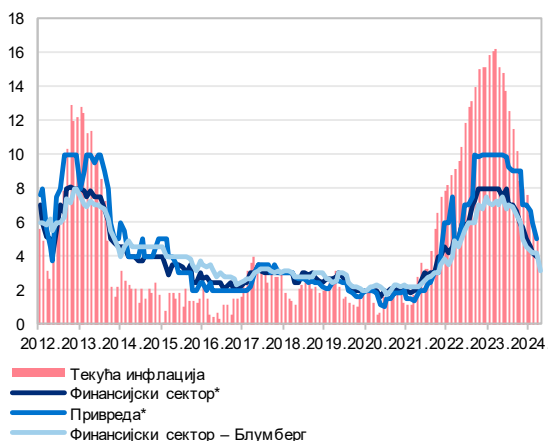
Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред снижена су на 5,0% у марту. Претходних месеци постојала је мања дисперзија у одговорима привредника у погледу очекиване инфлације, као и повећање удела привредника који очекују инфлацију у границама циља, при чему више од половине анкетираних предузећа не очекује раст цена својих производа и услуга у наредних 12 месеци.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва снижена су на 11,0% у марту, што је најнижи ниво од јануара 2022. Према резултатима квалитативне анкете, вредност индекса очекиване инфлације (28,2%) нижа је од вредности индекса перципиране инфлације (67,4%), што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана. Док близу 60% испитаника оцењује да је раст цена у претходних 12 месеци био знатан, око четвртина испитаника очекује да ће раст цена и у наредној години дана бити знатан, а у односу на претходне анкете повећан је удео оних који не очекују даље промене у ценама.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора усидрена су у границама циља и за две године унапред током Т1 износила су 3,5%, а за три године унапред у марту су била на нивоу од 3,2%. **Средњорочна очекивања сектора привреде** за две године унапред током Т1 износила су 5,0%, док су за три године унапред снижена на 3,5%. **Средњорочна очекивања становништва такође су смањена** и у марту су и за две и за три године унапред износила 10,0%.

Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред

(мг. стопе, у %)

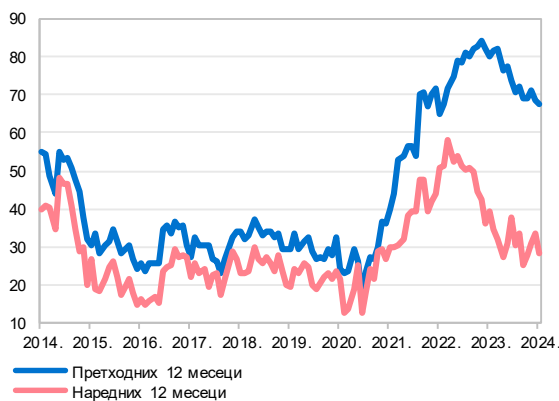


Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедиа, Блумберг и НБС.

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

Графикон III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва*

(у индексним поенима)

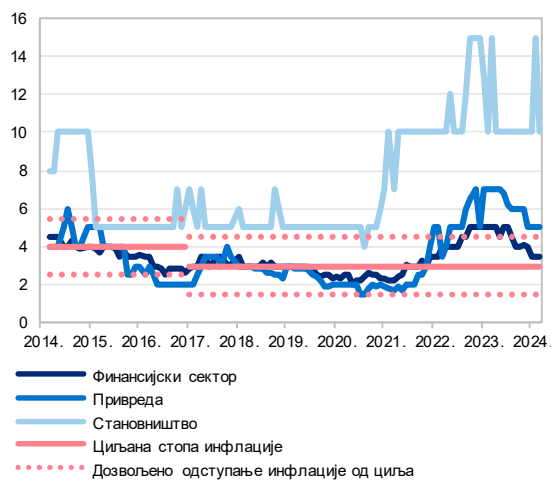


Извор: Ипсос/Нинамедиа и прерачун НБС.

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

Графикон III.0.9. Очекивана инфлација за две године унапред*

(мг. стопе, у %)

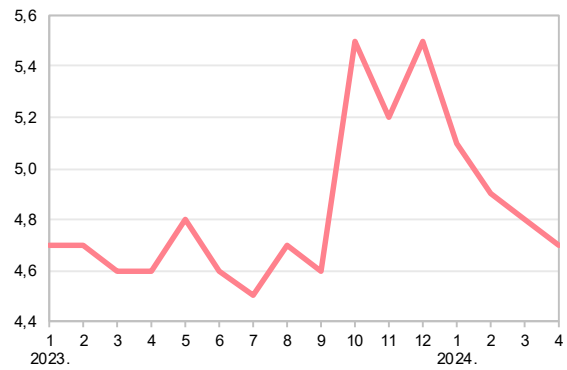


Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.

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

Према резултатима априлске анкете *Consensus economics*-а, професионални прогнозери такође очекују нижу инфлацију у Србији за ову и наредну годину у односу на очекивања од пре три месеца. За ову годину очекују просечну инфлацију од 4,7%, а за наредну 3,4%.

Графикон III.0.10. Очекивана инфлација у 2024. према оцени водећих економских прогностичара (у %)



Извор: *Consensus Economics*.

Осврт 2: Очекивања привредника у погледу пословних услова у Србији

У осврту смо детаљније анализирали очекивања привредника у погледу изабраних показатеља ценовних и неценовних фактора макроекономског, инвестиционог и пословног окружења у Србији. У анализи су коришћени резултати анкете о очекивањима тржишних субјеката,¹ коју за потребе Народне банке Србије спроводе агенције за истраживање тржишта и јавног мњења, као и резултати анкете о индикаторима економске активности, коју за потребе Европске комисије спроводи РЗС.

Када је реч о ценовним факторима пословног окружења, важно је напоменути да је перспектива привредника према инфлацији у великој мери опредељена сагледавањем сопствених производних трошкова. Због тога очекивања привредника по питању кретања цена сировина, пре свега у периоду од три месеца, у великој мери делују на њихова инфлациона очекивања. Удео привредника који очекују раст цена сировина у наредна три месеца први пут је знатно снижен, са 70% у Т1 на око 58,5% у Т2 2023. (Графикон О.2.1). Очекивано попуштање трошковних притисака у кратком року почев од Т2 2023. утицало је на то да током П2 2023. почну да се смањују и инфлациона очекивања привредника, која су се до тада кретала на нивоу од око 10,0%, да би крајем прошле године била спуштена на 7,0%. У Т1 2024. удео привредника који очекује раст цена сировина у наредна три месеца додатно је смањен, на ниво од 52,0%, што је праћено наставком опадајућих инфлационих очекивања, која су у марту износила 5,0% и тиме се приближила границама циља Народне банке Србије. У прилог снижавању инфлационих очекивања и попуштању ценовних притисака говори и снижен удео привредника који очекује раст цена сопствених производа/услуга у наредна три месеца (на 37,9% у Т1 2024), што је најнижи ниво у претходне две и по године, које је обележила вишедимензионална глобална криза и рекордан раст светских цена енергије и других сировина. Претходних месеци присутна је и мања дисперзија у одговорима привредника у погледу очекиване инфлације за годину дана унапред, уз повећање удела привредника чија су очекивања у границама циља Народне банке Србије (Графикон О.2.2).

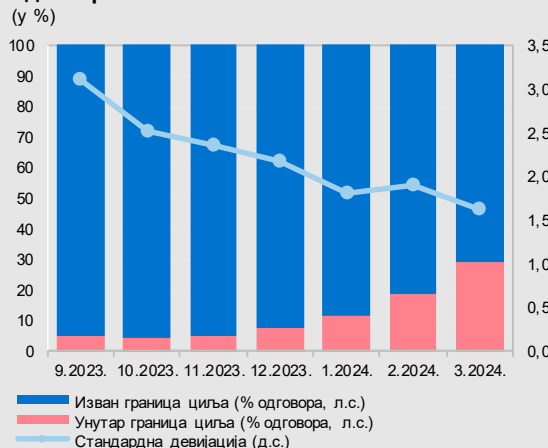
Упоредо с повољнијим очекивањима ценовних кретања у наредном периоду, привредници извештавају и о постепеном поправљању неценовних фактора пословног амбијента у Србији. Тако је од почетка 2024. повећан удео анкетираних компанија које очекују раст обима производње/промета у наредна три месеца (41,4% у Т1) и у наредних 12 месеци (55,3% у Т1), што је више него у П2 2023. и изнад дугорочног просека код оба показатеља (Графикон О.2.3). Оптимистичнија очекивања по основу будуће производње/промета одразила су се и на позитивну оцену привредника о битним компонентама будућег пословања – броја запослених и нивоа инвестиција.

Графикон О.2.1. Удео привредника у Србији који очекује раст цена сировина и готових производа/услуга у наредна три месеца (тримесечни просек, у %)



Извор: Анкета о инфлационим очекивањима и прерачун НБС.

Графикон О.2.2. Удео привредника са инфлационим очекивањима унутар и изван граница циљаног распона и дисперзија у њиховим одговорима (у %)



Извор: Анкета о инфлационим очекивањима и прерачун НБС.

Графикон О.2.3. Удео привредника у Србији који очекују раст производње/промета (тримесечни просек, у %)



Извор: Анкета о инфлационим очекивањима и прерачун НБС.

¹ Истраживање се реализује месечно на узорку од 100 компанија према критеријуму пословних прихода из завршних рачуна. Методологија по којој се спроводи анкета доступна је на интернет страници Народне банке Србије: https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/IO-IF.pdf.

Раст физичког обима производне активности у кључним секторима прерађивачке индустрије и количинског промета у трговини на велико и мало праћен је и **растом удела компанија које очекују повећање запослености, а који је у марту износио 34%, што је изнад годишњих просека у периоду 2018–2023.** (Графикон О.2.4). У исто време, удео компанија које очекују смањење броја запослених стабилно се креће на нивоу од око 5% у протеклој години дана, што је знатно нижи ниво чак и у поређењу с преткризним годинама (2018. и 2019).

Користан алат у анализи инвестиционих планова представља нето проценат испитаника, који се израчунава као разлика у броју привредника који очекују повећање инвестиција у основна средства и оних који очекују њихово смањење. У случају егзогених шокова и повишене неизвесности, код привредника уобичајено расте аверзија према улагањима. Управо оваква ситуација десила се у Т2 2020, када су привредници били суочени са затварањем економије због пандемије вируса корона, као и у Т2 2022, када је ескалирала енергетска криза и када су се појачале геополитичке тензије по избијању конфликта у Украјини. У оба случаја, регистрован је мањи удео привредника који планирају повећање обима инвестиција и истовремено већи удео оних који планирају смањење обима инвестиција. Међутим, од П2 2023. опоравила су се **очекивања компанија по овом питању, тако да се од Т1 2024. бележе вредности приближне као у преткризном периоду, тј. пре 2020.** (Графикон О.2.5).

Период пре 2020. године карактерисало је знатно побољшање услова за добијање кредита, чему је битно допринело и ублажавање монетарне политике Народне банке Србије. Експанзивни монетарни услови определили су континуирано већи удео привредника који су очекивали олакшани приступ кредитима од оних који су очекивали отежан приступ екстерним изворима финансирања. По проглашењу пандемије, током 2020. и 2021, порастао је удео привредника који је очекивао да ће по неповољнијим условима узимати кредите, при чему би њихов удео вероватно био и већи да није било **благовременог и адекватног одговора Народне банке Србије додатним смањењем референтне каматне стопе, увођењем гарантне шеме, мораторијумом на отплату кредита и других мера.** Глобални инфлаторни притисци који су интензивирани од 2021. довели су до готово синхронизованог заостравања монетарних политика централних банака широм света, што је утицало на то да од Т4 2022. удео компанија које су услове кредитирања оцењивале негативно буде већи од удела компанија с позитивним очекивањима. Иако је и даље већи удео привредника који сматрају да су услови кредитирања неповољнији, од Т4 2023. повећава се удео анкетираних који оцењују да је побољшана доступност кредита (Графикон О.2.5) и може се довести у везу са завршетком циклуса подизања референтних каматних стопа, као и најавама водећих централних банака ублажавања монетарних политика у наредном периоду.

Повољне тенденције и код ценовних и код неценовних фактора пословног окружења почев од П2 2023. сигнализирају да привреда сматра да се општа економска ситуација у Србији стабилизовала након

Графикон О.2.4. Очекивања привредника у Србији о кретању броја запослених у наредних 12 месеци (месечни подаци, у %)



Извор: Анкета о инфлационим очекивањима и прерачун НБС.

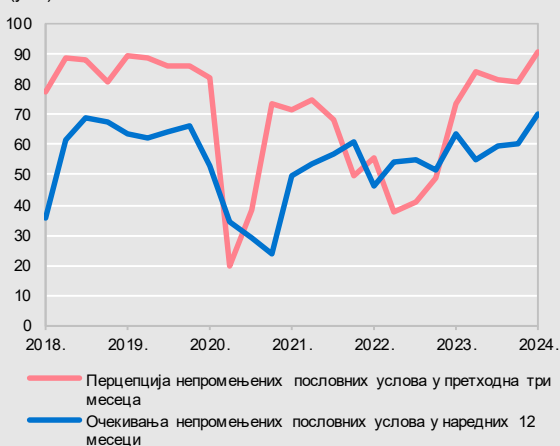
Графикон О.2.5. Очекивања привредника у Србији о кретању инвестиција и доступности кредита у наредних 12 месеци (у нето процентима)*



*Нето проценат представља разлику у броју испитаника који очекују побољшање ових показатеља у односу на испитанике који очекују погоршање.

Извор: Анкета о инфлационим очекивањима и прерачун НБС.

Графикон О.2.6. Очекивања привредника у Србији у погледу пословних услова у наредних 12 месеци (у %)

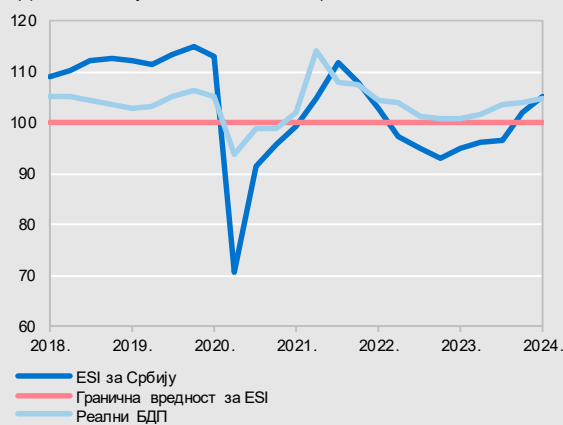


Извор: Анкета о инфлационим очекивањима и прерачун НБС.

ишчезавања негативних ефеката вишеструке кризе у периоду 2020–2023. На то указују и одговори привредника који се тичу перцепције привредних услова у скорије време, као и њихова очекивања о будућем стању пословних услова, а који се у Т1 2024. поново налазе на нивоима на којима су били у преткризном периоду (Графикон О.2.6).

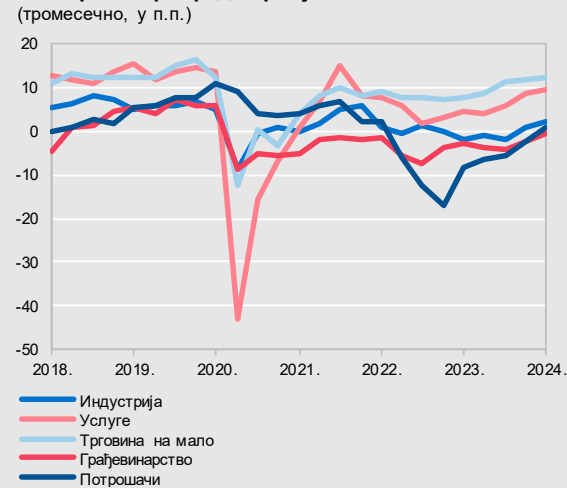
О стабилизацији и постепеном поправљању пословних услова у Србији у протеклим месецима сведочи и **кретање агрегатног индикатора економских очекивања** – енгл. *Economic Sentiment Indicator*² (у даљем тексту: *ESI*), који се конструише на основу квантификованих очекивања потрошача и послодаваца у кључним привредним секторима – индустрији, услугама, трговини на мало и грађевинарству. У случају Србије, *ESI* се од новембра 2023. креће изнад дугорочног просека (који узима вредност 100 поена), што указује на привредну експанзију, и у марту 2024. износио је 106,2 поена, што је његов највиши ниво од краја 2021. На нивоу тромесечја, *ESI* је у Т1 2024. достигао ниво од 105,1 поена у просеку (Графикон О.2.7), на шта су утицали, пре свега, **наставак раста индикатора поверења међу послодавцима у секторима услуга и трговине на мало, даљи опоравак индикатора поверења у сектору индустрије**, док се индикатор поверења у грађевинарству приближио неутралном нивоу (Графикон О.2.8). Притом, индикатор поверења међу потрошачима се, после готово две године, у Т1 2024. вратио у позитивну територију, што значи да се побољшала њихова перцепција очекиване економске ситуације у земљи и финансијског положаја домаћинстава. С обзиром на то да се *ESI* може сматрати и водећим и коинцидентним индикатором економске активности и да је при томе значајно позитивно корелисан с динамиком привредног раста, његова узлазна путања од почетка 2024. у складу је с нашом пројекцијом убрзаног раста привреде Србије у Т1, што је у међувремену потврдила и прва процена РЗС-а о расту БДП-а од 4,6% мг.

Графикон О.2.7. Динамика композитног индекса *ESI* и реалног БДП-а Србије (тримесечно, у индексним поенима)



Извор: Анкета Европске комисије, РСЗ и прерачун НБС.

Графикон О.2.8. Динамика индикатора поверења међу потрошачима и послодавцима у кључним секторима привреде Србије (тримесечно, у п.п.)



Извор: Анкета Европске комисије и прерачун НБС.

² Методологија по којој се спроводе истраживања очекивања економских субјеката и конструише композити индекс *ESI* доступна је на интернет страници Европске комисије: https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/4f162b92-e654-4cef-beed-38960dae1b09_en?filename=bc_s_user_guide.pdf.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Народна банка Србије је од августа 2023. године задржала референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, тако да су и каматне стопе на међубанкарском тржишту новца готово стагнирале. И каматне стопе на динарске кредите привреди остале су готово непромењене у Т1 2024, док су каматне стопе на динарске кредите становништву смањене у односу на Т4 2023.

Стопе приноса на динарске државне ХоВ наставиле су да бележе пад, чему је допринела нижа премија ризика земље, при чему је на аукцијама за продају динарских ХоВ оригиналне рочности осам година забележена рекордна тражња инвеститора, са знатним учешћем нерезидената. Забележен је и знатан раст промета на секундарном тржишту динарских ХоВ.

Каматне стопе

Народна банка Србије је од августа 2023. године задржала референтну каматну стопу на нивоу од 6,50%, а каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице на нивоима од 7,75% и 5,25%, респективно, што је утицало на то да и каматне стопе на међубанкарском тржишту новца остану готово непромењене током Т1 2024.

Када су у питању вишкови динарске ликвидности банака, просечно стање пласмана у репо операције Народне банке Србије повећано је у односу на децембар 2023. за 45,1 млрд динара, на 489,8 млрд динара у марту, док је просечан дневни износ преконоћних депозита банака код Народне банке Србије смањен за 28,2 млрд динара, на 73,8 млрд динара.

Каматна стопа *BEONIA* крајем марта износила је 5,25%, уз повећање просечног дневног промета на преконоћном међубанкарском тржишту са 4,0 млрд динара у Т4 2023. на 5,6 млрд динара у Т1 2024. Каматне стопе *BELIBOR* крајем марта 2024. остале су на истим нивоима с краја претходне године и кретале су се у распону од 5,25% за најкраћу рочност до 5,80% за рочност од шест месеци.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ у Т1 2024. организоване су три аукције за продају осмогодишњих државних обезвница. На аукцијама у јануару и фебруару забележена је висока тражња инвеститора и продате су ХоВ у укупној номиналној вредности од 104,7 млрд динара, са знатним учешћем нерезидената (око 43%), након чега је на аукцији у марту продато преосталих 2,9 млрд динара, чиме је продат укупан обим емисије ових ХоВ од 150 млрд динара. У поређењу са аукцијом с краја Т4 претходне године, извршна стопа приноса на последњој аукцији

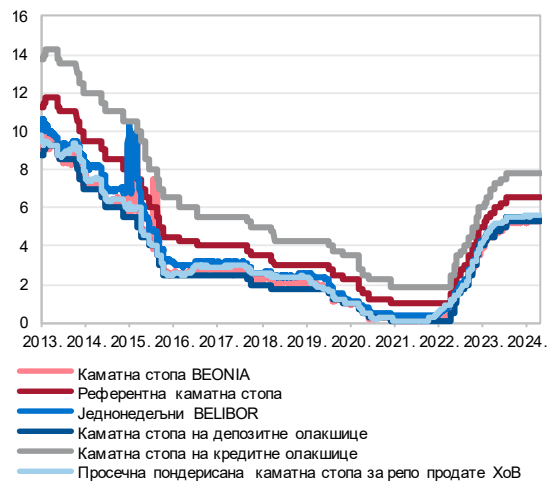
Графикон IV.1.1. Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности



Извор: НБС.

Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа

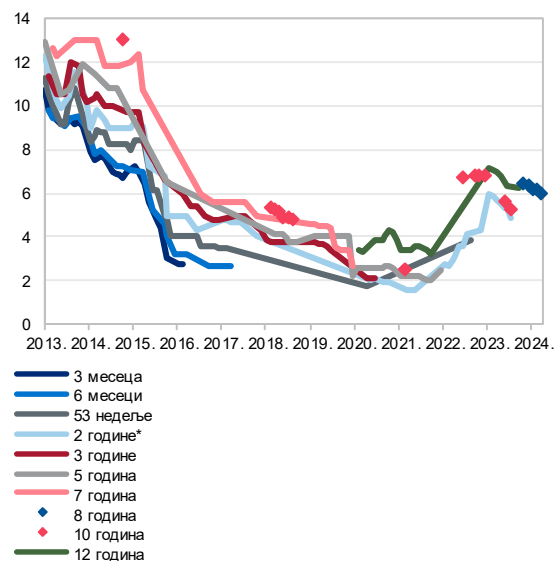
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

у марту смањена је за 30 б.п., на 6,00%, што је знатно испод купонске стопе од 7,00%. Како је у Т1 2024. доспела главница раније продатих ХоВ у износу од 72,4 млрд динара, стање динарских ХоВ повећано је за 35,3 млрд динара, на 874,9 млрд динара крајем марта.

Током Т1 2024. године **нерезиденти су учествовали на аукцијама за продају динарских ХоВ** оригиналне рочности осам година, у укупној номиналној вредности од 45,7 млрд динара. Међутим, како су нерезиденти на секундарном тржишту учествовали као нето продавци и како су истовремено доспеле претходно емитоване ХоВ оригиналне рочности две и пет година, стање динарских државних ХоВ у њиховом власништву повећано је за 37,0 млрд динара у односу на крај 2023, на 171,6 млрд динара крајем марта, што је близу 20% укупног портфолија динарских државних ХоВ.

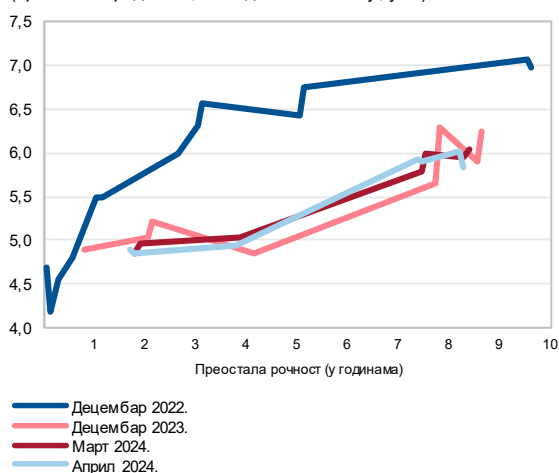
Током Т1 2024. на **секундарном тржишту динарских ХоВ** промет је знатно повећан у односу на Т4 2023, за 63%, на ниво од 97,0 млрд динара. Повећању промета допринело је и укључивање нових реперних осмогодишњих динарских обвезница у *J.P. Morgan*-ове³ реномиране индексе обвезница у локалној валути земаља у развоју, од 1. марта 2024. године. Просечни пондерисани приноси на динарске државне ХоВ смањени су у периоду од претходног извештаја, захваљујући најпре нижој премији ризика земље. У марту, просечни пондерисани приноси за обвезнице преостале рочности две, осам и девет година смањени су у распону 24–28 б.п. у поређењу с децембром 2023. године, на 4,89%, 5,98% и 5,99%, респективно, док је просечан пондерисан принос на ХоВ преостале рочности четири године повећан за 18 б.п., на 5,02%.

У Т1 2024. године организована је једна аукција за продају трогодишњих **државних ХоВ у еврима**, на којој су продате ХоВ у номиналној вредности од 99,8 млн евра, по стопи приноса од 4,0%, након чега је одржана још једна аукција у априлу, на којој је стопа приноса остала непромењена, а продате су ХоВ у номиналној вредности од 66,2 млн евра. Међутим, како су у јануару и априлу доспеле претходно емитоване ХоВ у износу од 476,4 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима смањено је за 310,3 млн евра у односу на крај 2023. и износило је 1.609,2 млн евра крајем априла.

Минималне осцилације каматних стопа на домаћем међубанкарском тржишту новца током Т1 2024. године допринеле су томе да каматна стопа на **нове динарске кредите привреди** остане готово непромењена, на нивоу од 8,3%, док су промотивне акције за готовинске кредите код појединих банака

Графикон IV.1.4. **Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ**

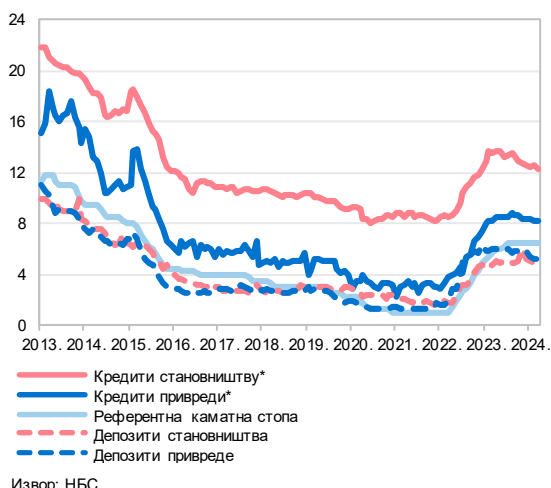
(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

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

(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)

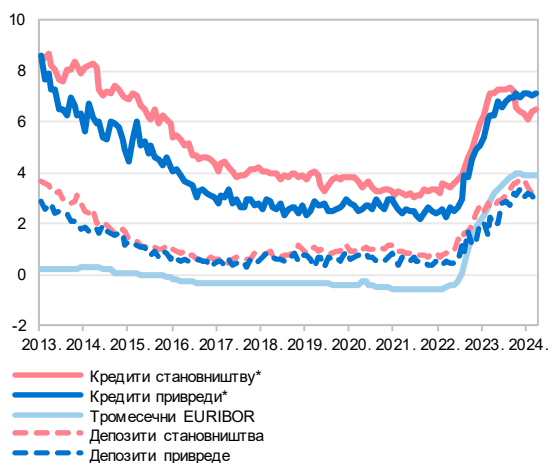


Извор: НБС.

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

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

(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

³ J.P. Morgan Government Bond-Emerging Market Index (GBI-EM).

утицале на смањење каматне стопе на **нове динарске кредите становништву** за 0,2 п.п., на 12,3% у марту.

У структури динарског кредитирања привреде по категоријама кредита, пад каматних стопа код кредита за обртна средства и инвестиционих кредита, у распону 0,2–0,3 п.п., на 8,1% и 9,1%, респективно, готово је у потпуности неутралисан растом каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,1 п.п., на 8,4%. Пад каматне стопе на динарске кредите становништву у потпуности је опредељен падом каматне стопе на готовинске кредите за 0,5 п.п., на 12,7%.

Након повећања у септембру 2023, ЕЦБ је задржала основне каматне стопе на непромењеном нивоу, па су флукуације *EURIBOR*-а биле минималне, а тиме су и **каматне стопе на кредите привреди у евро знаку** на домаћем тржишту остале непромењене, на нивоу од 7,1%, у марту. У структури кредитирања привреде у евро знаку према наменама, пад каматне стопе на кредите за обртна средства за 0,3 п.п. био је неутралисан растом каматних стопа на остале некатегорисане кредите и кредите за увоз. **Каматна стопа на кредите становништву у евро знаку** повећана је за 0,2 п.п., на ниво од 6,5% у марту, услед раста каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,2 п.п., на 10,1%, али и због смањеног учешћа стамбених кредита, чија је каматна стопа знатно испод просечне (5,1%), што је резултат примене одлуке Народне банке Србије о ограничењу каматних стопа на ову категорију кредитирања.

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

	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2022.	2023.	2024.	2022.	2023.	2024.
	T4	T4	T1	T4	T4	T1
Укупни кредити становништву*	12,3	12,5	12,3	5,9	6,3	6,5
Готовински кредити	13,0	13,2	12,7	3,5	3,3	3,9
Стамбени кредити	11,5	12,9	16,6	5,1	5,0	5,1
Потрошачки кредити	2,7	3,0	3,7	5,5	6,5	6,2
Остали кредити	10,8	10,5	10,6	8,2	9,8	10,0
Укупни кредити привреди*	7,3	8,3	8,3	5,1	7,1	7,1
Кред. за обртна сред.	7,6	8,3	8,1	5,2	7,0	6,7
Инвестициони кред.	7,6	9,4	9,1	5,2	7,3	7,3
Остали кредити	7,0	8,3	8,4	4,2	7,3	7,4
Кредити за увоз	-	-	-	5,5	6,5	8,0

Извор: НБС.

Напомена: Подаци се односе на просечне вредности последњег месеца у тромесечју.

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

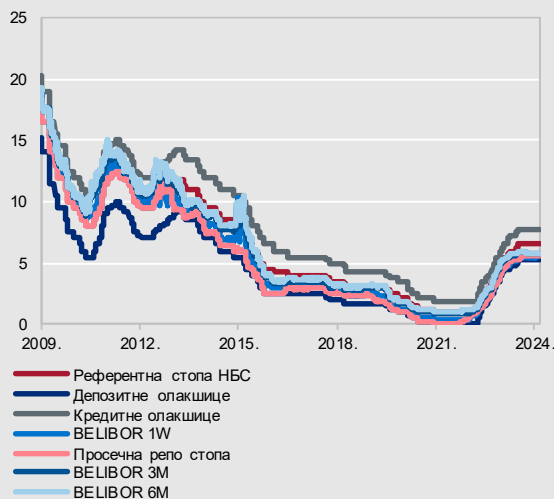
Осврт 3: Деловање трансмисионог механизма и циклуси заостравања монетарне политике Народне банке Србије

У овом осврту анализирали смо ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике Народне банке Србије у периодима повећане рестриктивности, с посебним акцентом на последњи талас заостравања монетарних услова у периоду вишедимензионалне глобалне кризе, који је, ако се има у виду очекивано кретање инфлације и њених кључних фактора, највероватније завршен.

За мале и отворене економије као што је наша, девизни курс има важну улогу у трансмисији монетарне политике ка инфлацији. Годинама уназад Народна банка Србије успела је обезбеди релативну стабилност девизног курса динара према евр у правременим и одмереним интервенцијама на МДТ-у, у оба смера, имајући у виду њен значај за ценовну и финансијску стабилност, као и њену важност за извесност пословања за привредне субјекте у Србији. Управо је стабилност курса и током последње вишедимензионалне кризе у амбијенту појачаних глобалних притисака обезбедила домаћој економији да, када цео свет увози високу инфлацију, она у Србији не буде још виша по основу депрецијације курса динара. Сада се не суочавамо са ефектом који је постојао пре 2012, када су, уз увозну инфлацију, управо високе осцилације курса чиниле да домаћа инфлација буде знатно виша него у земљама зоне евра и земљама окружења.

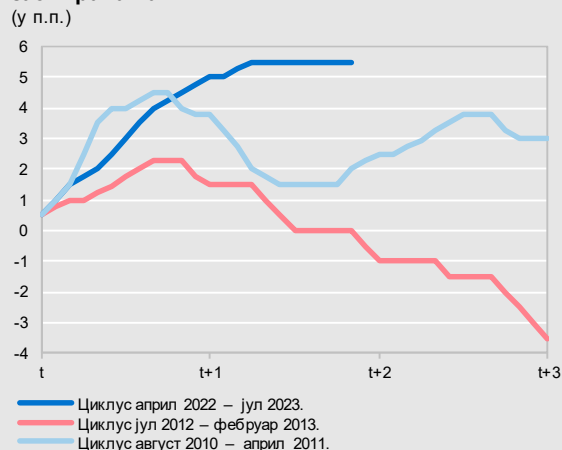
Трансмисија мера монетарне политике на инфлацију и економску активност одвија се различитом брзином и јачином кроз различите канале. У случају Србије, најважнији канали монетарне трансмисије јесу канал девизног курса и канал каматне стопе, а све значајнију улогу добија и канал очекивања, који говори у прилог растућем кредибилитету Народне банке Србије. У централним банкама у режиму циљања инфлације, попут Народне банке Србије, референтна каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а преношење њених ефеката путем канала каматне стопе врши се преко утицаја на каматне стопе на тржишту новца, а преко њих и на каматне стопе банака на динарске кредите и депозите. Ефикасност канала каматне стопе зависи од брзине и степена преноса, као и од еластичности тражње за кредитима на промене у висини каматне стопе. Захваљујући флексибилности монетарног оквира који примењује, Народна банка Србије је последњи циклус заостравања монетарне политике започела још у октобру 2021. повећањем просечне пондерисане репо стопе на реверзним репо аукцијама ХоВ. Затезање монетарне политике одвијало се у околностима глобалног раста инфлације, претежно вођеног поскупљењем енергената и хране на међународним тржиштима. На раст глобалне инфлације делом су утицале и цене осталих производа, које су расле услед проблема у глобалним ланцима снабдевања, у тренуцима наглог опоравка потиснуте агрегатне тражње током прве фазе пандемије вируса корона. Избијањем сукоба у Украјини почетком 2022. године раст инфлације је постао дугорочнијег карактера и бележио је рекордне нивое глобално, што је захтевало да последњи циклус заостравања

Графикон О.3.1. Кретање каматних стопа (дневни подаци, у %)



Извор: НБС.

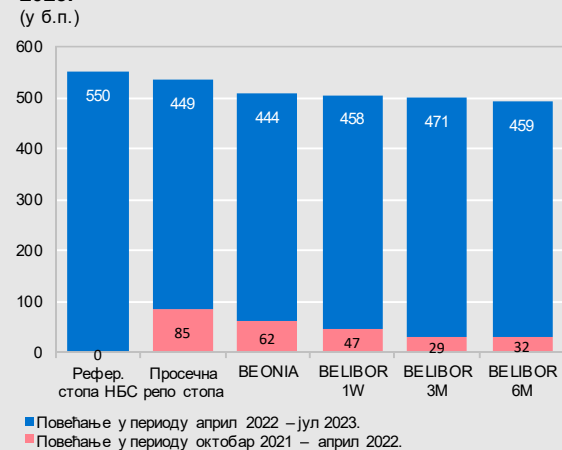
Графикон О.3.2. Кумулативна промена референтне каматне стопе у односу на почетак циклуса заостравања* (у п.п.)



Извор: НБС.

* промена у односу на почетак циклуса заостравања (t), у периоду од 3 године

Графикон О.3.3. Промене каматних стопа на тржишту новца у периоду од октобра 2021. до јула 2023. (у б.п.)



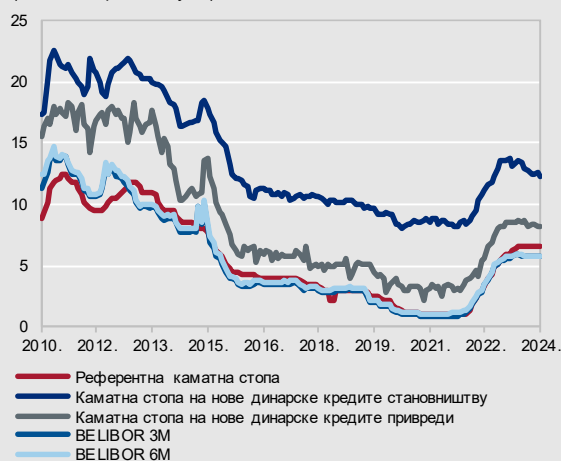
Извор: НБС.

монетарних политика водећих централних банака, па тако и Народне банке Србије, буде интензивираан. У периоду од априла 2022. до јула 2023. Народна банка Србије реаговала је и референтном каматном стопом, која је повећана укупно за 550 б.п., на ниво од 6,5%. Иако је тај циклус заштравања монетарне политике дуже трајао у поређењу с претходним циклусима и иако је то досад највеће кумулативно повећање референтне стопе, достигнути ниво референтне каматне стопе од 6,5% нижи је него у претходним циклусима повећања – од августа 2010. до априла 2011. референтна каматна стопа повећана је за 450 б.п., на 12,5%, а у периоду од јула 2012. до фебруара 2013. за 225 б.п., на 11,75%. Такође, битно је имати у виду да су домаћи макроекономски фундаменти били битно другачији у претходна два циклуса заштравања монетарне политике, а обележили су их изражена екстерна и фискална неравнотежа. Циклус заштравања монетарне политике започет 2010. примарно је био подстакнут тадашњом кризом јавног дуга у појединим земљама зоне евра у периоду након светске економске кризе. То се због јаких економских и финансијских веза одразило на повећање премија ризика земаља југоисточне Европе, а тиме и Србије, што је за последицу имало депресијацију домаће валуте, а било је праћено и притисцима по основу раста цена хране, и светских и домаћих. Повећање референтне каматне стопе започето 2012. године било је краће и мањег интензитета, подстакнуто у мањој мери растом светских цена нафте, али и депресијацијских притисака на домаћем тржишту изазваних повећаним трошењем државе у предизборном периоду.

Као што се може видети на Графикону О.3.2, на коме су приказане кумулативне промене референтне каматне стопе у одређеним периодима, последњи циклус заштравања монетарних услова вођен је умеренијим темпом у дужем временском интервалу, нарочито у поређењу са заштравањем 2010. године, при чему је каматна стопа након повећања задржана на непромењеном нивоу, док су претходни циклуси убрзо били праћени попуштањем монетарних услова, јер је и инфлација била волатилнија.

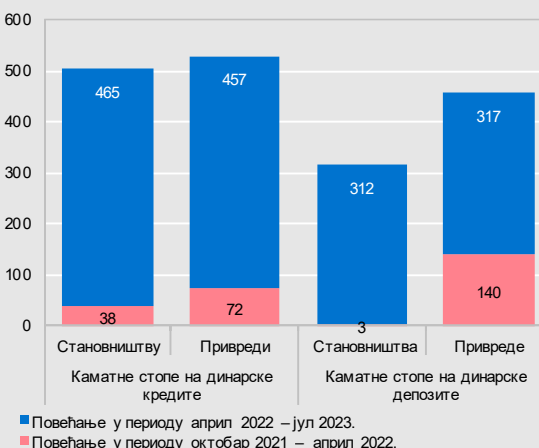
Посматрајући степен преноса заштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, можемо закључити да је он био готово потпун. Тако је каматна стопа *BEONIA* у последњем циклусу заштравања повећана за 506 б.п. у односу на крај септембра 2021, на ниво од 5,20% крајем јула 2023, док су каматне стопе *BELIBOR* свих рочности у просеку повећане за 501 б.п. и кретале су се у распону од 5,24% за најкраћу рочност до 5,98% за рочност од шест месеци. У претходним периодима заштравања степен преноса био је нешто слабији – у циклусу 2010. године каматна стопа *BEONIA* повећана је за 390 б.п., а каматне стопе *BELIBOR* свих рочности у просеку за око 398 б.п., док промене у висини каматних стопа на тржишту новца у циклусу заштравања монетарних услова 2012. нису упоредиве, јер их треба тумачити узимајући у обзир промену модела аукције у току самог циклуса повећања референтне каматне стопе (прелазак с репо куповине ХоВ на репо продају ХоВ у децембру 2012, као и с метода фиксне на метод варијабилне каматне стопе, што је утицало на пад просечне репо стопе и њено одступање од референтне каматне стопе). Ефикасност трансмисионог канала путем канала каматних стопа огледа се и у кретању каматних стопа на новоодобрене динарске кредите, док је због високе ликвидности банкарског сектора интензитет трансмисије на пасивне каматне стопе банака нешто слабији. У последњем циклусу заштравања монетарних услова Народне банке Србије каматна стопа на укупне динарске кредите привреди (у којима већину чине кредити за обртна средства) повећана је за 5,3 п.п., а каматна стопа на динарске кредите становништву (који већински узимају динарске готовинске кредите) за 5,0 п.п., чиме је трансмисија била готово потпуна. Каматна стопа на динарске депозите привреди повећана је у посматраном периоду за 4,6 п.п. и на динарску штедњу становништва за 3,2 п.п. У складу с мање интензивним циклусом повећавања референтне каматне стопе 2010. и мањег раста каматних стопа на тржишту новца, каматна стопа на динарске кредите привреде у том периоду повећана је у мањој мери, за 1,9 п.п., а на кредите

Графикон О.3.4. Кретање каматних стопа (месечни просеци, у %)



Извор: НБС.

Графикон О.3.5. Промене каматних стопа на динарском тржишту кредита и депозита у периоду од октобра 2021. до јула 2023. (у б.п.)



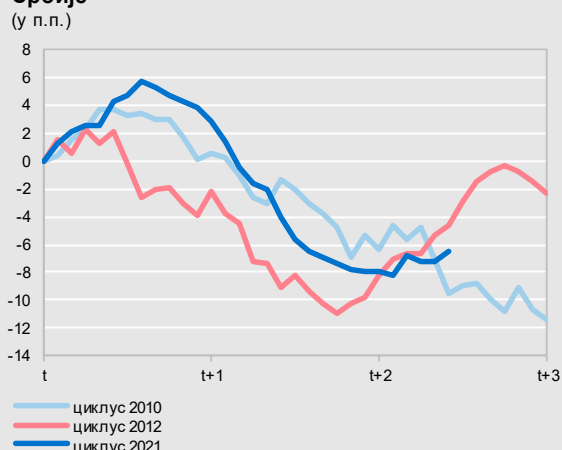
Извор: НБС.

становништву за 3,9 п.п., док је у циклусу 2012. каматна стопа на кредите привреди због ниже просечне репо стопе забележила пад за 1,7 п.п., а код сектора становништва раст за 2,0 п.п. Ипак, и поред израженијег раста каматних стопа на динарске кредите у односу на претходне циклусе, динарски кредити су свакако знатно јефтинији него раније, чему је допринела мања премија ризика земље и повољнији кредитни рејтинг за дугорочно задуживање, који се налази на корак до инвестиционог (Графикон О.3.4). Повећању ефикасности трансмисионог механизма у посматраном периоду допринео је и раст степена динаризације пласмана и депозита, који је у односу на април 2012, када је потписан први Меморандум о стратегији динаризације, повећан за 6,9 п.п., на 35,2% у марту 2024. за пласмане и за 24,1 п.п., на 43,4% за депозите.

Као и у претходним циклусима заштравања, и у овом последњем успорава мг. раст кредитне активности, највише код кредита привреди, што говори у и прилог ефикасности кредитног канала. Успоравању раста кредита у последњем циклусу, поред заштравања монетарне политике Народне банке Србије, допринело је деловање још неколико фактора. Осим што је било најинтензивније, последње заштравање монетарне политике Народне банке Србије добрим делом се временски поклапало са заштравањем монетарне политике ЕЦБ-а. Повећање основне каматне стопе ЕЦБ-а од јуна 2022. до септембра 2023. за 450 б.п. одразило се на раст каматних стопа на кредите у евро знаку, који чине око две трећине укупних кредита немонетарном сектору. Поред тога, успоравању раста кредитне активности допринело је и доспеће кредита из гарантних шема усмерених на ублажавање негативних ефеката пандемије вируса корона, при чему су највећи износи тих кредита доспевали током 2022. и 2023. године. Паралелно с поштравањем монетарне политике, резултати анкете о кредитној активности показују да су банке почевши од П2 2021. поштравале кредитне стандарде привреди, а затим и становништву од Т2 2022, што је доприносило и мањој реализацији кредита. Тако су у 2022. укупни кредити повећани за 211,9 млрд динара (од чега привреди 106,5 млрд динара и становништву 85,4 млрд динара), наспрам раста од 260,8 млрд динара у 2021. У 2023. укупни кредити повећани су за 32,1 млрд динара (од чега привреди за 13,8 млрд динара и становништву за 16,8 млрд динара). Прираст у 2023. најнижи је годишњи прираст кредита од 2015. године, при чему треба имати у виду да је од 2019. до 2022. годишњи прираст кредита премашивао 200 млрд динара.

Ефикасност нашег трансмисионог механизма потврђује и кретање оцењеног индекса финансијских услова привреде (*Financial conditions index – FCI*),¹ који представља композитни показатељ који сумира финансијске услове за финансирање привреде. Вредност индекса постављена је тако да њен пад указује на побољшање финансијских услова, док се позитивне вредности могу интерпретирати као поштравање финансијских услова. На Графикону О.3.7. можемо видети да је *FCI* имао генерално опадајући тренд све до Т4 2021, што је било у складу с карактером монетарне политике и кретањем инфлације. Заједно са заштравањем монетарних услова Народне банке Србије и ЕЦБ-а, и вредност *FCI* од Т4 2021. почиње да расте, тј. финансијски услови постају мање подстицајни за привредни раст, што је била неминовност у условима раста инфлације. Посматрајући по компонентама индекса, видимо да је поштравање монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а утицало на раст каматних стопа на динарске и евро и евроиндексиране кредите (на домаћем и страном тржишту) и допринело поштравању финансијских услова у Србији. Такође, ако се прати раст каматних стопа, као и доспећа кредита из гарантних шема, раст домаће кредитне

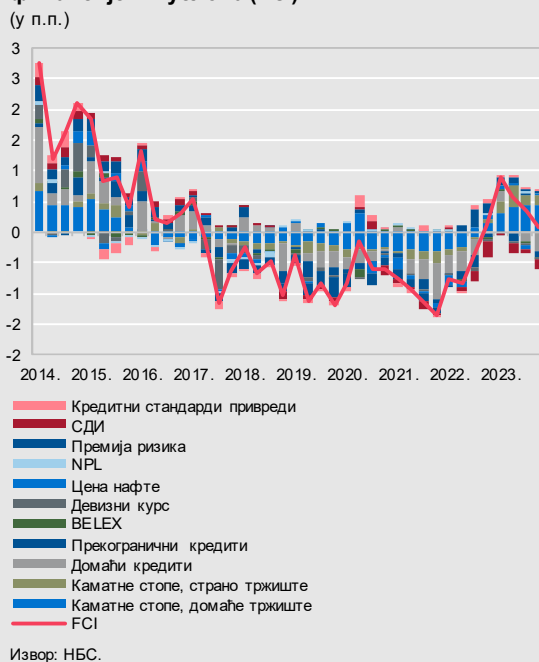
Графикон О.3.6. Разлике у мг. стопама раста укупних кредита у односу на почетак циклуса заштравања монетарне политике Народне банке Србије* (у п.п.)



Извор: НБС.

* промене у односу на почетак циклуса заштравања (t), у периоду од 3 године

Графикон О.3.7. Декомпозиција индекса финансијских услова (*FCI*) (у п.п.)



Извор: НБС.

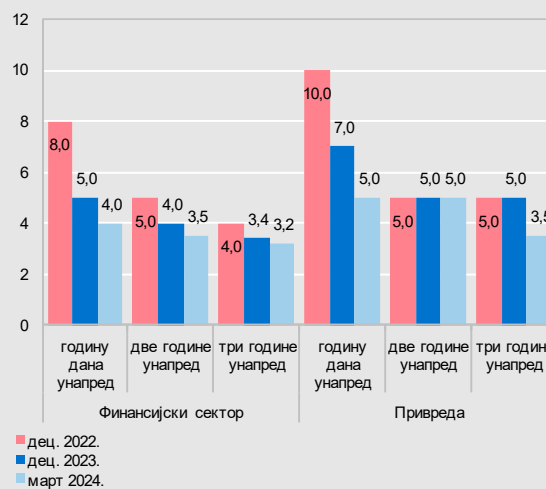
¹ Видети: Извештај о инфлацији – мај 2021, Осврт 3 (https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/oi/izvestaji/oi_05_2021.pdf).

активности почео је да успорава и тиме да делује у смеру рестриктивности финансијских услова. Слично је и с кредитним стандардима, које су, под утицајем мање спремности за преузимање ризика и растом трошкова финансирања, банке постепено поштривале. Раст неизвесности на међународном финансијском тржишту утицао је на раст аверзије инвеститора према ризику, што се одразило на раст премије ризика, тако да су од 2022. године финансијски услови поштрени и по том основу. Слично је и с кретањем цене нафте, чији је раст током 2022. и 2023. утицао на погоршање финансијске позиције привреде. С друге стране, захваљујући очуваној финансијској стабилности у Србији, *NPL* привреде наставио је и током кризе да опада и да се креће око свог досадашњег минимума. Константан раст прилива СДИ и задуживања предузећа у иностранству деловао је подстицајно на финансијске услове привреде, чак и у кризним временима, што је у великој мери успорило улазак финансијских услова у рестриктивну зону и представља доказ да је и у периоду криза очувано инвестиционо и пословно поверење, чему је у великој мери допринела и релативна стабилност девизног курса.

Потврђена је и ефикасност канала очекивања, посебно у случају финансијског сектора, чија су инфлациона очекивања за годину дана унапред, након кретања изнад горње границе циља током 2023, почетком 2024. године враћена у границе циља. Поред тога, средњорочна очекивања финансијског сектора усидрена су дуже време, што говори у прилог повећаном кредибилитету Народне банке Србије и осликава поверење тржишних субјеката у мере које предузима. И очекивања привреде наставила су да се смањују и приближавају горњој граници циља.

Имајући у виду да се инфлација од априла 2023. године налази на стабилној опадајућој путањи, при чему успорава истом динамиком као што је убрзавала, и да се приближила горњој граници циља, можемо закључити да је трансмисиони механизам монетарне политике био ефикасан. Поред тога, одмереним и правовременим одлукама сачували смо и финансијску стабилност, као и повољне изгледа раста наше привреде, чиме је обезбеђено меко приземљење. Реторика званичника водећих централних банака и очекивања тржишних учесника говоре у прилог почетку ублажавања монетарних услова у скоријој будућности, што би требало позитивно да се одрази и на раст кредита на домаћем тржишту. То потврђују и резултати анкете о кредитној активности, који показују да су банке у Т1 2024, први пут после готово три године, ублажиле стандарде по којима су одобравале кредите привреди, а њихово даље ублажавање очекују у наредном периоду. Такође, резултати ад хок анкете о очекивањима за 2024. и 2025. показују да готово све банке очекују да ће кредитна активност у овој и у наредној години остварити раст, при чему би тај раст требало додатно да убрза у 2025. Истовремено, банке очекују даљи раст степена динаризаације финансијског система, што ће додатно ојачати трансмисиони механизам Народне банке Србије.

Графикон О.3.8. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде (у %)



Извор: Илпос и НБС.

Премија ризика

Након умереног раста почетком године, глобална премија ризика земаља у успону у остатку Т1 смањена је, на шта су се пре свега одразила очекивања тржишних учесника да ће рецесија у водећим економијама бити избегнута, тј. да је меко приземљење готово извесно и да ће њихове централне банке током лета ове године започети циклус смањивања каматних стопа.

EURO EMBIG Composite, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, смањена је током Т1 за 23 б.п., а током априла за 7 б.п., па је крајем месеца износила 170 б.п. У Т1 је у истој мери смањена и премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, док је током априла смањена за 8 б.п., на 216 б.п. Доларска премија ризика Србије смањена је током Т1 за 20 б.п., а у априлу за 12 б.п., на 156 б.п., чиме је наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону, *EMBI Composite*, која је у Т1 смањена за 32 б.п., на 287 б.п., колико је износила крајем марта, док је у априлу повећана за 14 б.п.

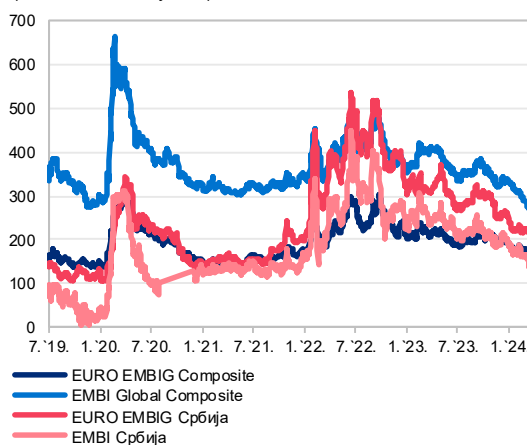
Агенција *Fitch* је у фебруару потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+* уз стабилне изгледе, што је корак до инвестиционог рејтинга. Као кључне факторе за такву одлуку агенција је истакла кредибилан оквир укупне економске политике, виши ниво економске развијености, боље управљање и виши ниво људског развоја од земаља сличног рејтинга, као и уређене јавне финансије и опадајућу путању јавног дуга.

Агенција *Standard & Poor's* у априлу је повећала изгледе Србије за добијање кредитног рејтинга инвестиционог ранга са стабилних на позитивне. Оваква одлука је донета у условима снажних макроекономских показатеља Србије остварених у прошлој години, отпорности коју је наша економија показала у периодима криза на глобалном нивоу, а пре свега конзистентном оквиру макроекономских политика, који је допринео одрживости привредног раста, стварању резерви које се могу користити у случају екстерних шокова, високом и диверсификованом приливу СДИ, као и унапређењу фискалне и екстерне позиције.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса и током Т1 чиниле су СДИ, које су наставиле да бележе високе вредности и вишеструко су покриле дефицит текућег рачуна. Уз приливе по основу финансијских кредита, прилив СДИ је био довољан да надомести одливе по основу повећања средстава на рачунима домаћих банака у иностранству, трговинских кредита и портфолио инвестиција.

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



Извор: J.P. Morgan.

Табела IV.1.2. Кредитни рејтинг

(промена рејтинга и изгледа)

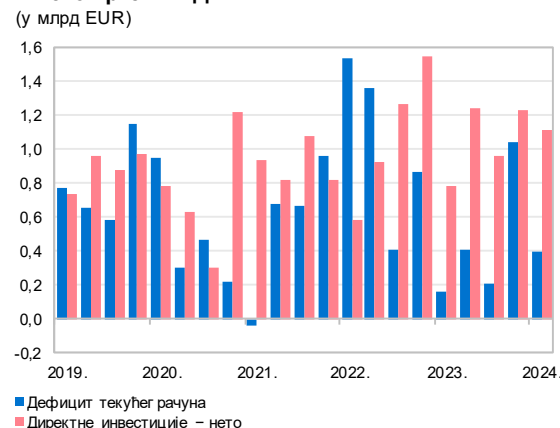
	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.
<i>S&P</i>	<i>BB+</i> /позитивни ⁶⁾	<i>BB+</i> /стабилни ³⁾	<i>BB+</i> /позитивни ⁶⁾	<i>BB+</i> /стабилни ⁴⁾	<i>BB+</i> /позитивни ²⁾
<i>Fitch</i>	<i>BB+</i> /стабилни ⁵⁾				
<i>Moody's</i>	<i>Ba3</i> /позитивни ⁵⁾		<i>Ba2</i> /стабилни ¹⁾		

Извор: НБС.

¹⁾ Март, ²⁾ Април, ³⁾ Мај, ⁴⁾ Јун, ⁵⁾ Септембар, ⁶⁾ Децембар.

Напомена: У 2023. није било промене рејтинга и изгледа.

Графикон IV.1.8. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ (у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2023.

Прилив СДИ у Србију у Т1 износио је 1,3 млрд евра, што је за 53,4% више него у истом периоду прошле године. При томе, највећи део прилива СДИ био је у облику власничког капитала и реинвестиране добити (79%), што потврђује опредељење страних инвеститора да наставе да улажу у Србију. Посматрано по делатностима, највише улагања било је усмерено у грађевинарство, информације и комуникације и прерађивачку индустрију. Истовремено, нето прилив СДИ у Т1 износио је 1,1 млрд евра и био је за близу 42% виши него у истом периоду 2023. године.

Нерезиденти су током јануара и фебруара повећали улагања у динарске државне ХоВ на примарном тржишту. Ипак, те приливе су премашили одливи по основу улагања резидената на међународном тржишту и исплата везаних за амортизационе обвезнице, које су продате на међународном тржишту путем директне погодбе 2022. године. Таква кретања су утицала на то да по основу **портфолио инвестиција** током Т1 буде забележен нето одлив капитала у износу од 424,3 млн евра.

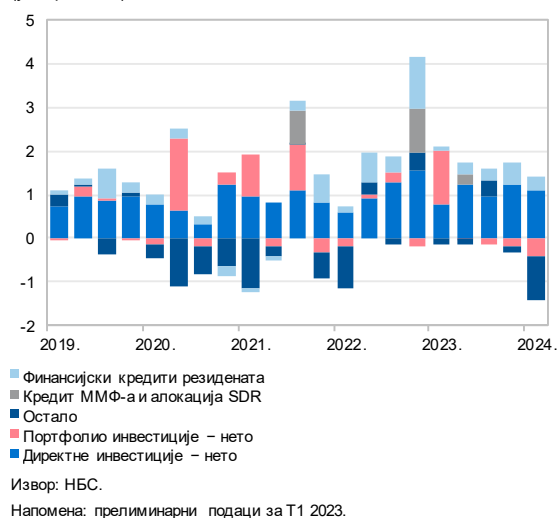
По основу **финансијских кредита** у Т1 остварен је нето прилив у износу од 305,5 млн евра, чему је допринео раст задужења привреде и Владе, док су банке смањиле кредитне обавезе према иностранству. Домаће банке су повећале средства на рачунима у иностранству, што је премашило раст средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, тако да је по основу **готовог новца и депозита** у Т1 забележен одлив од 768,5 млн евра. Одлив је регистрован и по основу **трговинских кредита и аванса** (239,6 млн евра).

Кретања на девизном тржишту и курс динара

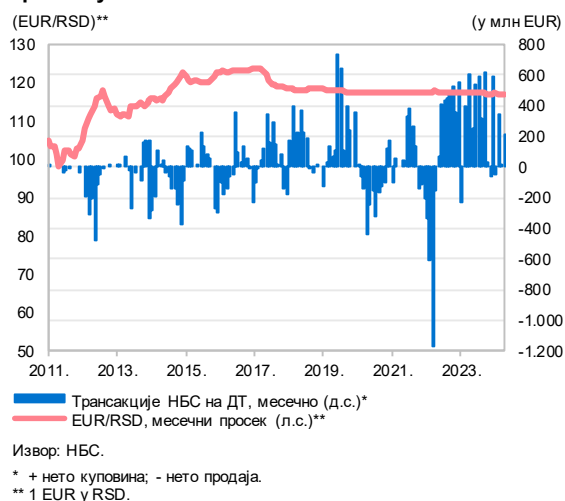
Динар је наставио релативно стабилно кретање према евру током Т1 и његова вредност према евр крајем марта била је готово непромењена у односу на крај 2023. Истовремено, под утицајем слабљења евра према долару на међународном тржишту, динар је у Т1 номинално ослабио према долару за 2,6%.

На самом почетку 2024. године били су присутни депрецијацијски притисци, да би се од друге половине јануара поново појавили апрецијацијски притисци, који су били најјачи у фебруару. Посматрано на нивоу тромесечја, понуда девиза је надмашила тражњу, при чему су расту понуде највише допринели резиденти. Они су, сезонски неубичајено, били нето продавци девиза у Т1 захваљујући наставку раста извоза и прилива СДИ, и поред куповине девиза за увоз енергената. У истом смеру деловали су нето откуп ефективног страног новца и прилив девиза по основу послова с платним картицама. Расту понуде девиза у другој половини

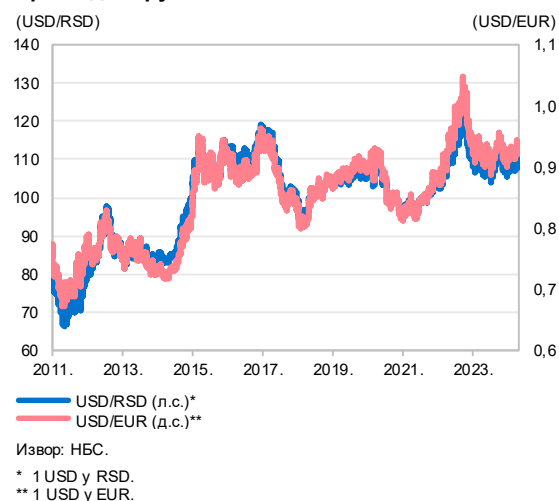
Графикон IV.1.9. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



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



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



јануара и почетком фебруара допринели су и нерезиденти, који су куповали динарске државне ХоВ. У марту нерезиденти су креирали тражњу за девизама, која је у потпуности била покривена приливима девиза по другим основама. Тражњи за девизама доприносило је смањење валутно индексиране активне банака,⁴ пре свега током јануара, а у мањој мери и у фебруару.

Да би одржала релативну стабилност курса динара према еврџу, Народна банка Србије је на МДТ-у у јануару интервенисала претежно на страни продаје, а у фебруару, марту и априлу претежно на страни куповине девиза, чиме је, посматрано од почетка године, нето купила 530,0 млн евра.

Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације имале су дивергентна кретања према еврџу током Т1. Тако је услед смањења референтних каматних стопа мађарска форинта ослабила за 3,3%, а чешка круна за 2,3%, док је, упркос додатном заоштравању монетарне политике, највише ослабила турска лира (6,1%). С друге стране, ојачали су пољски злот (1,1%) и румунски леј (0,1%).

2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 наставила је да успорава м.г. раст, јер је због смањења динарских депозита по виђењу раст новчане масе у Т1 ове године био мањи него у истом периоду претходне године.

Кредитна активност је остала ниска и током Т1, а благо убрзање њеног м.г. раста, на 1,3% у марту, резултат је раста тражње становништва за кредитима и ублажавања кредитних стандарда у условима повољније оцене опште економске ситуације, пре свега за кредите привреди.

Новац

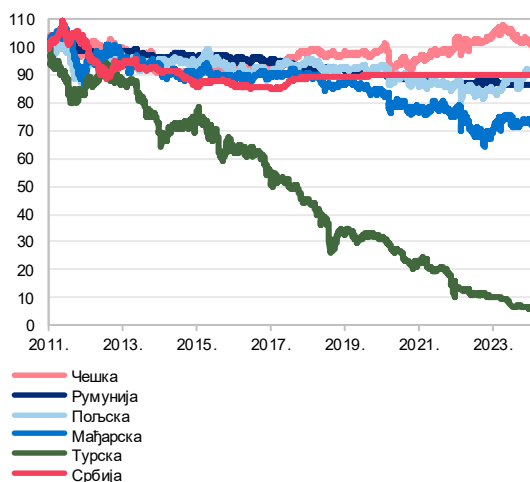
Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, незнатно је порастао током Т1 2024. године, за 0,3%, вођен растом девизних депозита, док је у супротном смеру деловало смањење динарске компоненте, услед сезонског смањења најликвидније динарске компоненте М1.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу смањени су у Т1 2024. за 24,8 млрд динара, пре свега услед смањених трансакционих депозита привреде, а у мањој мери и становништва. Пад динарских орочених депозита привреде, од 19,9 млрд динара, делом је неутралисан растом динарске штедне становништва, за 12,6 млрд динара, али и растом депозита осталих сектора,

⁴ У настојању да уравнотеже своју отворену кратку девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке купују девизе, што делује у правцу слабљења динара.

Графикон IV.1.12. Кретање курсова одређених националних валута према еврџу*

(дневни подаци, 31. децембар 2010 = 100)

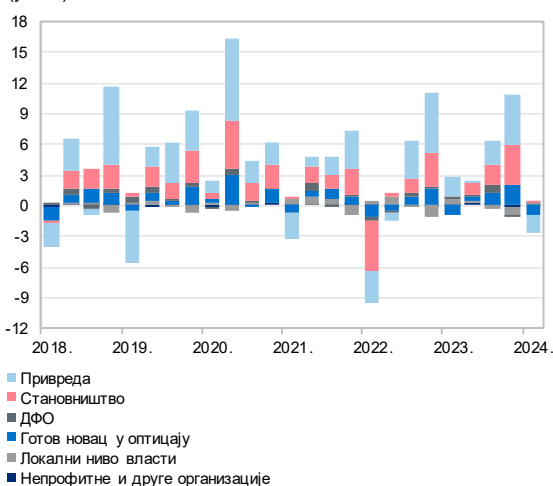


Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон IV.2.1. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура

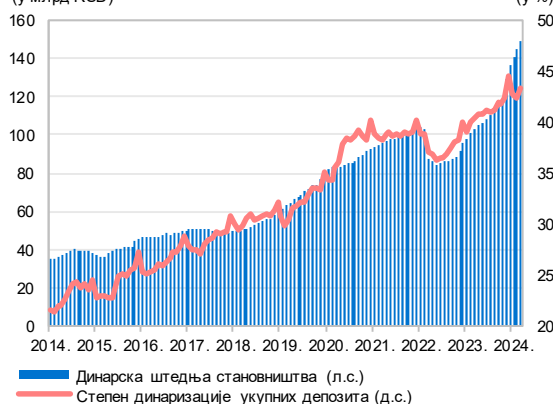
(у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон IV.2.2. Динарска штедна становништва и степен динаризације укупних депозита

(у млрд RSD) (у %)



Извор: НБС.

тако да је стање орочених депозита остало готово непромењено у Т1. У условима очуване финансијске стабилности у периодима повећане глобалне неизвесности, динарска штедња становништва у 2023. години забележила је до сада најдинамичији раст (за 40,8 млрд динара) и константно достиже нове рекордне нивое, а крајем марта 2024. износила је 149,1 млрд динара.⁵ Релативна стабилност динара према еврџу, више каматне стопе на динарску него на девизну штедњу, као и њен повољнији порески третман, учинили су динарску штедњу исплативијом од девизне, што доприноси њеном динамичнијем расту. Степен динаризације депозита привреде и становништва у марту је износио 43,4%, што је близу историјски највишег нивоа.

Девизни депозити немонетарних сектора у Т1 2024. повећани су за 474,3 млн евра, претежно вођени растом девизних депозита становништва (за 351,5 млн евра), који су достигли до сада највиши забележени ниво од 13,8 млрд евра, а затим и растом девизних депозита привреде (за 129,7 млн евра).

Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе М3 током Т1 2024. године успорио је у поређењу с Т4 2023. и у марту је износио 11,2%. Такође, показатељ вишка новца, који мери одступање реалне новчане масе М3 од оцењене,⁶ и даље је негативан и указује на то да је М3 испод нивоа који би био инфлаторан.

Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁷ убрзали су мг. раст на 1,3% у марту (са 1,0% крајем 2023), пре свега захваљујући **кредитима становништву**, који су убрзали мг. раст на 2,7%, док су **кредити привреди** мг. посматрано стагнирали у марту. Кредитна активност је и даље под утицајем повишених каматних стопа на динарске и евроиндексиране кредите у условима претходног заоштравања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а. Поред тога, код кредита привреди, иако слабији него претходних година, негативан утицај на стање кредита и даље долази од доспећа кредита из гарантних шема. Ипак, банке су у Т1, први пут после дужег периода пооштравања, ублажиле кредитне стандарде, пре свега за сектор привреде, а наставак ублажавања очекује се и у Т2, што треба да допринесе већем кредитирању приватног сектора у наредном периоду.

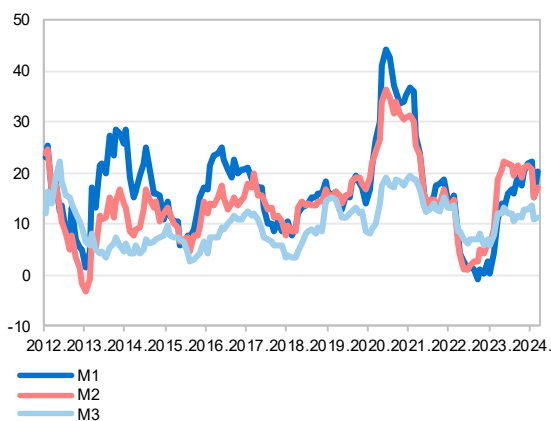
Кредити привреди су у Т1 смањени за 26,6 млрд динара, што се делом дугује сезонски нижем одобравању ових кредита почетком године, при чему су у већој мери смањени кредити јавним

⁵ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају марта износила 151,6 млрд динара, а девизна штедња 14,8 млрд евра.

⁶ Једначина тражње за новцем оцењена је на бази регресионе једначине, у којој су објашњавајуће променљиве реални БДП и тромесечни *BELIBOR*.

⁷ Рачунато по новом програмском курсу, на дан 31. октобра 2022.

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



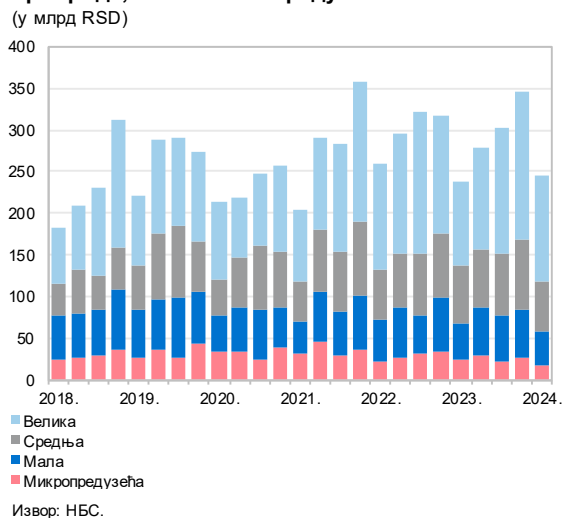
Извор: НБС.

Графикон IV.2.4. **Доприноси мг. расту кредита привреди**



Извор: НБС.

Графикон IV.2.5. **Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа**



Извор: НБС.

предузећима. Посматрано по наменама, смањена су потраживања по основу инвестиционих кредита, кредита за ликвидност и обртна средства, делом услед доспећа кредита из гарантних шема, као и по основу осталих некатегорисаних кредита. С друге стране, повећано је задуживање по основу увозних кредита и по текућим рачунима. Учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди повећано је током Т1 за 0,1 п.п., на 46,9% у марту, док је учешће следећих по заступљености, инвестиционих кредита смањено на 41,2% (са 41,9% крајем 2023). При томе, смањено је задуживање предузећа из готово свих делатности, а највише предузећа из области саобраћаја, пољопривреде и грађевинарства, док раст задужења бележе само предузећа из области енергетике и трговине. Посматрано по величини предузећа, микропредузећа, мала и средња предузећа су у већој мери смањила кредитне обавезе према банкама него велика предузећа, што је утицало на то да учешће кредита одобрених овом сегменту предузећа у марту (58,7%) буде ниже за 0,4 п.п. него крајем 2023. Под утицајем смањења девизно индексираних пласмана и благог раста динарских пласмана привреди, степен динаризиције пласмана привреди повећан је са 17,3% крајем 2023. на 17,8% у марту ове године.

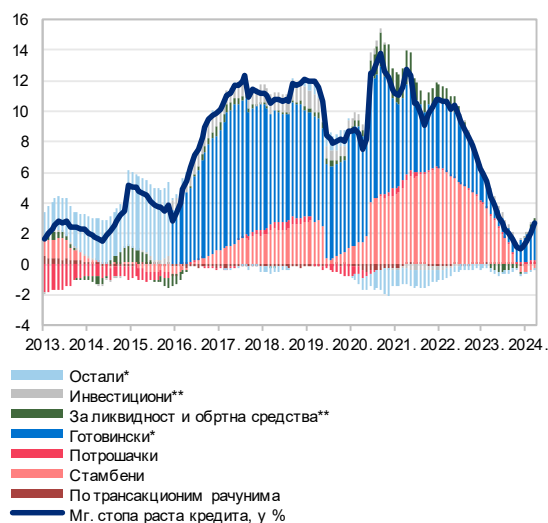
Обим новоодобрених кредита привреди у Т1 износио је 244,4 млрд динара, што је за 2,3% више него у истом периоду 2023. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили 62% новоодобрених кредита привреди, при чему је нешто више од половине тих кредита било одобрено сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа. На инвестиционе кредите односила се петина нових кредита, а две трећине ових кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су током Т1 за 20,9 млрд динара, вођени растом готовинских кредита, за којим следе стамбени кредити и задужења по трансакционим рачунима. То је допринело да учешће готовинских кредита у укупним кредитима становништву у Т1 буде повећано за 0,3 п.п., на 45,0%, док је учешће стамбених кредита смањено у истој мери, на 39,0% у марту. Више од четири петине раста кредита становништву у Т1 односило се на задуживање у динарима, што је утицало на даљи раст динаризиције пласмана становништву (за 0,4 п.п.), на 54,5% у марту.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т1 износио је 157,8 млрд динара и био је за 31,5% виши него у истом периоду 2023. Томе су допринели пре свега готовински кредити, на које се односило скоро 70% нових кредита становништву. Следећи по заступљености били су стамбени кредити, који су чинили 13% нових кредита становништву (што је

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

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



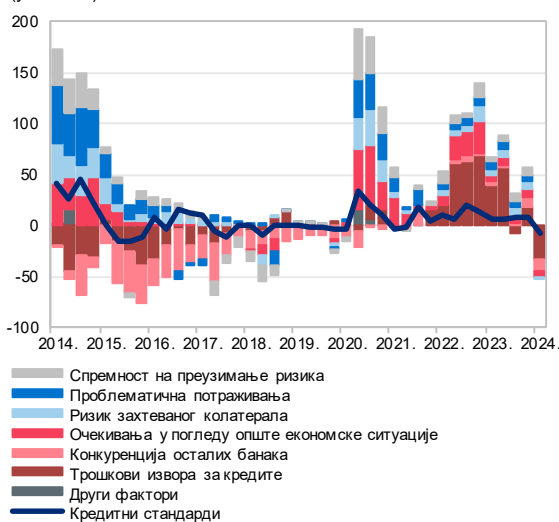
Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

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

(у нето %)



Извор: НБС.

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

ниже него у 2022, када су у просеку чинили преко петине нових кредита становништву), као последица повишених цена некретнина и трошкова задуживања.

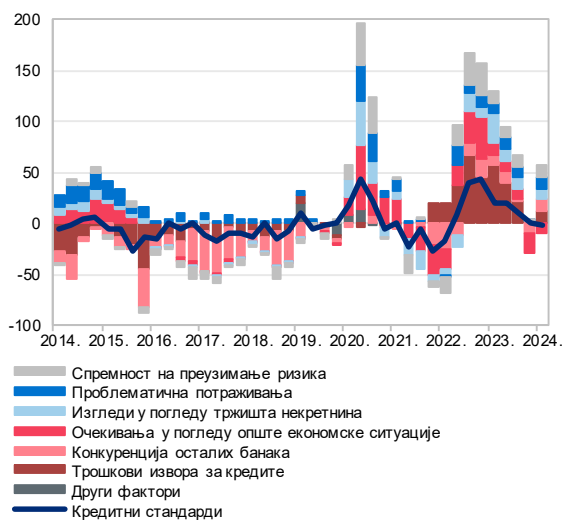
Резултати априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁸ показују да су банке у Т1, први пут после дужег периода поштравања, ублажиле стандарде, и то претежно за динарске кредите. Ублажавање стандарда односило се пре свега на привреду и било је одређено нижим трошковима извора финансирања, деловањем конкуренције и позитивним очекивањима у погледу економске активности. Благо су ублажени и стандарди за становништво, под утицајем позитивних очекивања у погледу економске активности. Банке очекују да ће кредитни стандарди за оба сектора бити додатно ублажени у Т2. Према оцени банака, тражња привреде за динарским кредитима је повећана, а тражња за девизним кредитима смањена. Смањена је тражња предузећа свих величина, и то под утицајем мањих потреба за финансирањем инвестиција и обртних средстава, док је реструктурирање дугова деловало у супротном смеру. Истовремено, становништво је повећало тражњу за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, а први пут после годину и по дана банке су оцениле да је повећана и тражња за девизно индексираним стамбеним кредитима. Код становништва раст тражње вођен је потребама за рефинансирањем постојећих кредита и набавком трајних потрошних добара, уз позитиван утицај виших зарада, док је ситуација на тржишту непокретности, које карактеришу високе цене станова, деловала у супротном смеру. Банке очекују да оба сектора повећају тражњу за кредитима у Т2.

Бруто *NPL* показатељ наставио је да се креће близу историјски најнижег нивоа током Т1, што указује на то да заштравање финансијских услова није имало веће последице на квалитет aktive банака. У марту је овај показатељ износио 3,2%, што је непромењено у односу на крај 2023. При томе, бруто *NPL* показатељ код сектора привреде⁹ у марту је износио 2,3%, а за сектор становништва¹⁰ 4,3%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у марту износила је 98,7% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 59,1% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају Т1 износио је 21,2%, што је за 0,2 п.п. ниже него крајем 2023. и указује на високу капитализованост

Графикон IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора

(у нето %)



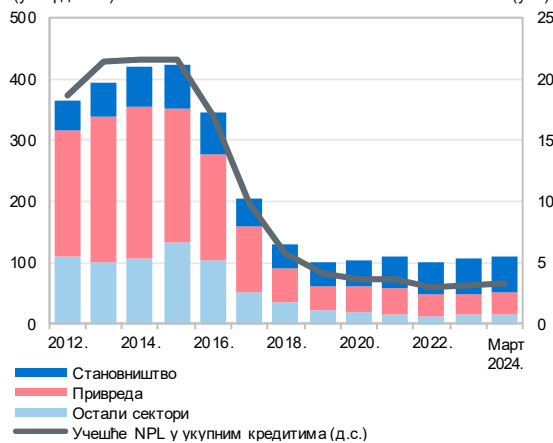
Извор: НБС.

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

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

(у млрд RSD)

(у %)



Извор: НБС.

⁸ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године.

⁹ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима је повећано за 0,2 п.п. и у марту је износило 2,6%.

¹⁰ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* је смањено за 0,1 п.п. и у марту је износило 4,2%.

(регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Према процени РЗС-а, раст економске активности у Т1 био је изнад наших очекивања из претходног извештаја и износио је 4,6% мг. Процењујемо да је раст првенствено вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највећи допринос дале потрошња домаћинства и инвестиције у основне фондове. Такође, благи позитиван допринос дао је и нето извоз услед бржег реалног раста извоза робе и услуга у односу на увоз, у условима опоравка зоне евра.

Домаћа тражња

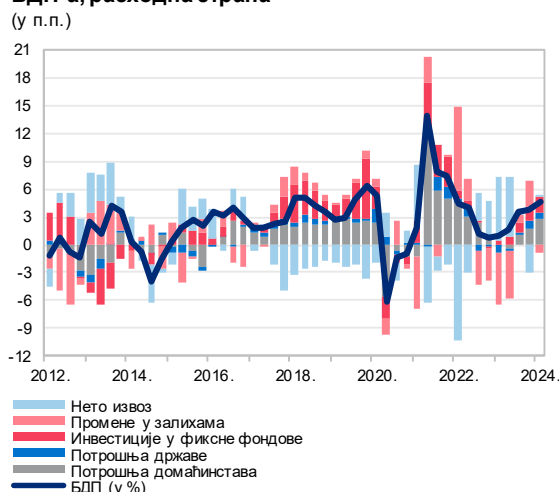
Према нашој процени, **приватна потрошња** се од друге половине 2023. године постепено опорављала и у Т1 је убрзала мг. раст на 4,3%, чиме је са 2,9 п.п. допринела расту БДП-а. На раст потрошње домаћинства указује промет у трговини на мало, који је у Т1 повећан за 6,5% мг., као и раст промета у угоститељству, који је у јануару већи за 14,6% мг. Истовремено, повећан је и број долазака и број ноћења домаћих туриста, за 7,5% и 6,2% мг., респективно. Такође, раст бележи и увоз потрошне робе, који је у Т1 већи за 6,2% мг.

Ако се посматрају извори приватне потрошње, раст потрошње домаћинства у Т1 вођен је њеним основним извором – масом зарада, која наставља да бележи двоцифрени номинални мг. раст (17,0% у периоду јануар–фебруар), док је захваљујући даљем успоравању инфлације реални раст масе зарада достигао 10,2% мг. Поред тога, потрошња домаћинства у Т1 подржана је и кредитима намењеним потрошњи, који од Т3 2023. постепено убрзавају мг. раст, на 4,0% у Т1. С друге стране, дознаке становништва, треће тромесечје заредом, бележе тренд благог смањења, које је у Т1 износило 0,7% мг.

Према нашој процени, **државна потрошња** наставила је да позитивно доприноси расту БДП-а (0,5 п.п. у Т1), остваривши раст од 3,5% мг., вођена растом издатака за плате у јавном сектору и набавку робе и услуга. Наведена кретања утицала су на то да **укупна потрошња** у Т1 забележи мг. раст од 4,2%.

Позитивна динамика **приватних инвестиција** настављена је и током Т1, упркос и даље израженим геополитичким тензијама, које негативно утичу на инвестиционо поверење на глобалном нивоу. Према нашој процени, раст приватних инвестиција убрзао је у Т1 на 9,5% мг., што је делом резултат и ниске базе из претходне године. У погледу извора финансирања инвестиција, издваја се значајан раст прилива по основу СДИ, који је у Т1 на мг. нивоу већи за преко 50%. Такође, у Т1 се бележи и раст инвестиционих кредита за 1,8% мг., а процењујемо да је највећи део

Графикон IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна



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

(реалне мг. стопе раста, у %)

	2023.			2024.
	T2	T3	T4	T1
Потрошња домаћинства	-0,6	1,5	2,6	4,3*
Показатељи				
Промет у трговини на мало	-5,7	-1,4	2,6	6,5
Промет у угоститељству	7,3	6,0	8,8	14,6***
Број домаћих туриста	1,0	-4,7	-5,4	7,5
Број ноћења домаћих туриста	0,8	-10,4	-14,0	6,2
Увоз потрошне робе (БЕС класификација), номинално	5,7	4,2	-0,3	6,2
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	17,81	16,4	15,9	17,0**
Нето прилив дознака, номинално	0,1	-6,0	-15,8	-0,7
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	1,0	0,9	2,0	4,0

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

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2023.				2024.
	T2	T3	T4	T1	
Реалне мг. стопе раста (у %)					
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	3,9	4,1	5,2	8,0*	
Грађевинарство (нац. рачуни)	14,8	13,0	7,4	8,0*	
Инвестиције државе	7,2	10,0	12,0	5,0*	
Број издатих грађевинских дозвола	2,9	11,2	15,6	1,7**	
Производња грађевинског материјала	-10,8	3,5	-2,4	3,5	
Вредност изведених радова	17,6	15,9	11,1	18,3	
Увоз опреме, номинално	-20,5	-15,6	7,6	7,6	
Производња домаћих машина и опреме	11,1	-2,4	-10,6	-18,0	

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

приватних инвестиција финансиран из остварене профитабилности предузећа у претходним годинама. На раст приватних инвестиција упућује и наставак раста производње грађевинског материјала, која је у Т1 повећана за 3,5% м.г., као и број издатих грађевинских дозвола, који је у периоду јануар–фебруар већи за 1,7% м.г. Такође, на исти закључак упућује и вредност изведених радова која је у Т1 већа за 18,3% м.г.

Наставак реализације инфраструктурних пројеката финансираних од стране државе, према нашој процени, допринео је расту **државних инвестиција** за 5,0% м.г. у Т1. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 8,0% м.г., уз допринос расту БДП-а од 1,8 п.п. у Т1.

Истовремено, **смањење залиха** пре свега пољопривредних производа услед повећаног извоза, према нашој процени, у Т1 је негативно допринело расту БДП-а (са 0,7 п.п.). Поред тога, у марту су смањене и залихе готових производа у индустрији, у највећој мери под утицајем мањих залиха нафтних деривата, услед обустављања домаће производње због ремонта.

Посматрано на тромесечном нивоу, процењујемо да је раст БДП-а у Т1 благо убрзао у односу на Т4 2023. и износио је 1,1% дсз. Тромесечни раст је био вођен нето извозом захваљујући бржем расту извоза робе и услуга од увоза. Такође, позитиван допринос су обезбедиле и потрошња домаћинства и приватне инвестиције. С друге стране, смањене су залихе, као и државна потрошња и инвестиције.

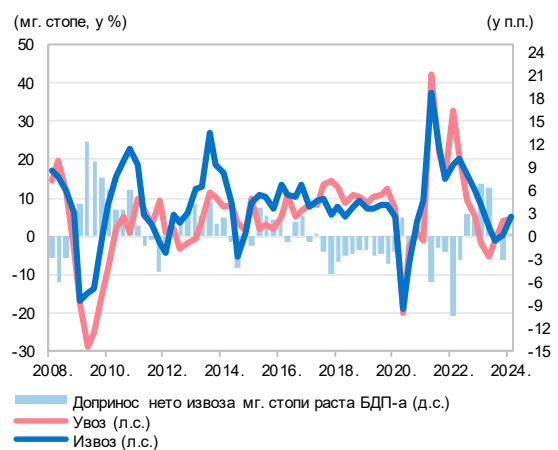
Нето екстерна тражња

Према нашој процени, **реални извоз** Србије је у Т1 убрзао раст на 5,2% м.г., а **реални увоз** на 4,5%, што је резултирало благо позитивним доприносом **нето извоза** расту БДП-а у Т1 (0,1 п.п.).

Робни извоз изражен у еврима бележи смањење треће тромесечје заредом и у Т1 мањи је за 1,9% м.г. Смањење је највећим делом последица смањеног извоза електричне енергије (-4,1 п.п.) првенствено услед високе базе из претходне године, као и мањег извоза рударства (-1,9 п.п.). С друге стране, извоз прерађивачке индустрије наставља да расте првенствено захваљујући инвестицијама из претходног периода и у Т1 је већи за 3,9% (допринос од 3,3 п.п.). Такође, позитиван допринос дао је и извоз пољопривреде (1,2 п.п.), који, захваљујући доброј прошлогодишњој пољопривредној сезони, друго тромесечје заредом бележи двоцифрени м.г. раст.

У поређењу са истим периодом 2023, раст извоза прерађивачке индустрије у Т1 забележен је у 10 од 23 гране, при чему је највећи позитиван допринос

Графикон IV.3.2. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама претходне године, реф 2015)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: процена НБС за Т1 2024.

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



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

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

обезбедио извоз основних метала, осталих саобраћајних средстава, рачунара, металних производа, као и моторних возила. У супротном смеру највише је утицао смањен извоз хемијске индустрије, осталих машина и опреме, и производа од гуме и пластике.

Робни увоз изражен у еврима забележио је у Т1 м. пад од 3,9%, што је резултат нижих увозних цена. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (BEC), на пад увоза највише је утицао мањи увоз средстава за репродукцију (-10,2%), што је категорија у оквиру које се региструје увоз енергената. У поређењу са истим периодом претходне године, увоз енергената је нижи за 409 млн евра, при чему је смањен увоз свих врста енергената. С друге стране, повећани су увоз опреме (7,6%) и потрошне робе (6,2%).

Позитивни трендови у **размени услуга** са иностранством задржани су и у Т1, с обзиром на то да је остварен суфицит од 633 млн евра. Расту извоза услуга највише су доприносиле ИКТ и пословне услуге. Истовремено, расту увоза највише су доприносиле туристичке и пословне услуге.

Брже успоравање робног увоза у поређењу са извозом одразило се на повећање покривености робног увоза извозом током Т1, која је у марту¹¹ износила 81,5%, а по укључењу услуга 92,3%, што је за 0,5 п.п. и 0,2 п.п., респективно, више него крајем 2023. године.

4. Економска активност

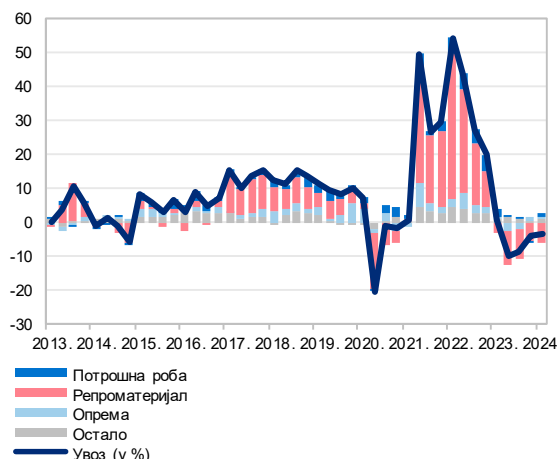
Економска активност наставила је, пето тромесечје заредом, да убрзава раст на м. нивоу, који је у Т1 износио 4,6% (3,8% у Т4 2023). Раст је био вођен трговином, прерађивачком индустријом и грађевинарством, при чему су и остали сектори позитивно допринели расту економске активности у Т1.

Посматрано на тромесечном нивоу, према нашим проценама, економска активност убрзала је раст у односу на претходно тромесечје и у Т1 је повећана за 1,1% дсз.

Према нашој процени, **услужни сектори**, збирно посматрано, наставили су да убрзавају раст на м. нивоу, који је у Т1 износио 5,6%, чиме су допринели расту економске активности у Т1 са 3,0 п.п. На то пре свега упућују подаци из области трговине, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у Т1 реално повећан за 6,5% м.г. Такође, раст је забележен и у угоститељству, где је реални промет у јануару већи за 14,6% м.г. Истовремено, током Т1 повећан је укупан број долазака туриста за 9,9% м.г., док је укупан број ноћења туриста већи за 5,3% м.г.

Графикон IV.3.4. Кретање главних компонента увоза

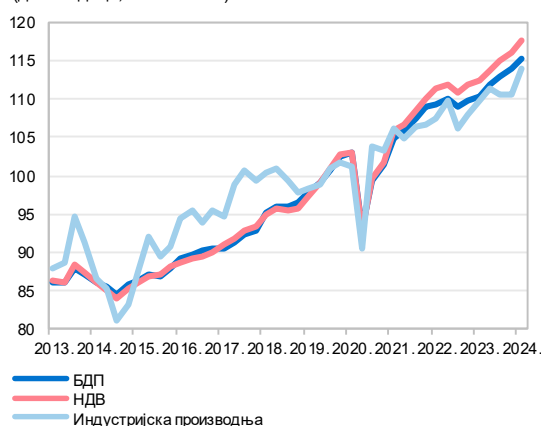
(доприноси м.г. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

	2023.				2024.
	T1	T2	T3	T4	T1*
БДП (у %, м.г.)	0,9	1,6	3,6	3,8	4,6
Пољопривреда	0,4	0,3	0,5	0,4	0,0
Индустрија	0,5	0,1	0,7	0,5	0,6
Грађевинарство	-0,1	0,7	0,7	0,4	0,4
Услуге	0,3	0,4	1,6	2,1	3,0
Нето порези	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

¹¹ Мерено 12-месечним покретним просеком.

Раст **индустријске производње**, према нашој процени, убрзао је на 2,9% м.г. у Т1, уз позитиван допринос свих сектора, а највише прерађивачке индустрије, чији обим производње наставља да расте упркос слабој екстерној тражњи. Истовремено, захваљујући убрзању раста експлоатације руде метала и производње у области „остало рударство” (која већином обухвата грађевински материјал, попут шљунка, песка и слично), обим производње у рударству у Т1 повећан је за 6,4% м.г., што је обезбедило позитиван допринос расту економске активности у Т1. Током Т1 незнатно је повећан обим производње струје (за 0,3% м.г.).

Позитивна кретања у прерађивачкој индустрији из друге половине 2023. године настављена су и у Т1 2024, када је раст производње убрзан на 3,1% м.г. (са 2,5% у П2 2023). Раст обима производње забележен је у 14 од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос дало је повећање производње рачунара, прехранбене индустрије, металних производа и основних метала. Такође, у Т1 повећана је производња електричне опреме, осталих саобраћајних средстава и производа хемијске индустрије. С друге стране, највише је смањена производња нафтних деривата услед започетог ремонта у рафинерији у Панчеву.

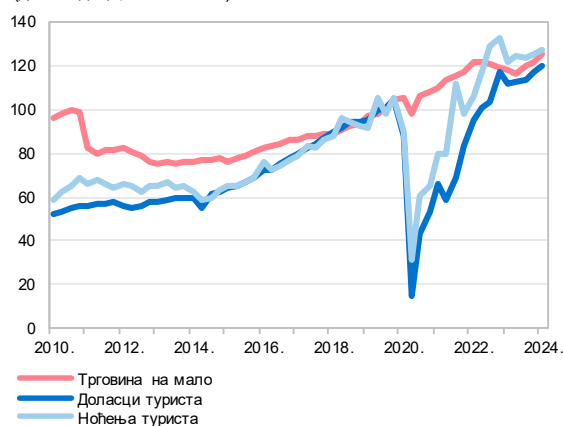
Према процени Народне банке Србије, у **грађевинарству** је у Т1 остварен раст активности од 8,0% м.г. У прилог томе говори раст производње у области „остало рударство”, која највећим делом обухвата експлоатацију грађевинског материјала. Повећан је и број издатих грађевинских дозвола у периоду јануар–фебруар за 1,7% м.г., док је вредност изведених радова у Т1 повећана за 18,3% м.г. У Т1 повећан је и увоз грађевинског материјала за 5,4% м.г., као и увоз опреме за 7,6%.

Процена Народне банке Србије јесте да су нето порези у Т1 благо порасли услед раста потрошње и боље наплате пореских прихода, за 3,8% м.г., што доприноси расту БДП-а са 0,6 п.п.

Посматрано на тромесечном нивоу, наша процена је да је раст БДП-а у Т1 2024. убрзао у односу на Т4 2023. и износио је 1,1% дсз. Појединачно посматрано, раст је највише био вођен трговином и грађевинарством, при чему су и готово све остале делатности оствариле раст у поређењу са Т4.

Графикон IV.4.2. Показатељи активности сектора услуга

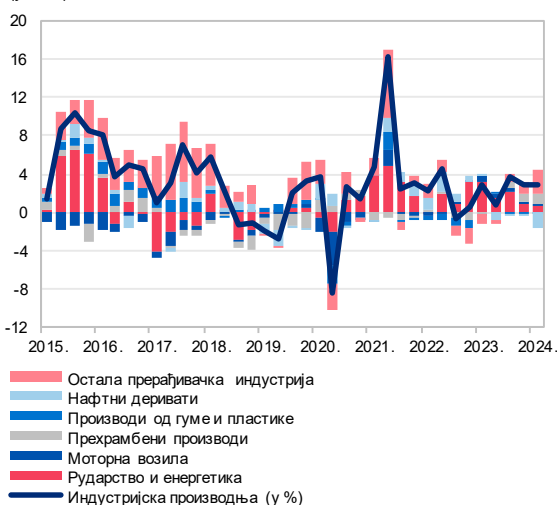
(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.3. Доприноси м.г. стопи раста индустрије

(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.4. Показатељи грађевинске активности

(тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

5. Кретања на тржишту рада

Тржиште рада током Т1 карактерише даљи раст формалне запослености, уз истовремени раст зарада, као и м. смањење броја регистрованих незапослених.

Зараде

Просечна номинална нето зарада у јануару и фебруару износила је **94.979 динара** (810 евра), убрзавши м. раст на 15,7% (са 14,2% у Т4 2023), при чему су у готово истој мери повећане зараде у **јавном сектору** и **приватном сектору**. У истом периоду убрзан је и реалан м. раст просечних нето зарада – на 9,2%, са 5,6% у Т4. Медијална нето зарада је у периоду јануар–фебруар повећана за 17,2%, м. посматрано, на шта је утицао раст минималне зараде, чиме је први пут откад постоје упоредиви подаци премашила 70.000 динара у јануару. У прилог побољшању животног стандарда говори и раст покривености просечне потрошачке корпе просечном зарадом и раст покривености минималне корпе минималном зарадом на око 94%, што је највиши ниво до сада.

Најизраженији м. раст просечних зарада у јануару и фебруару остварен је у областима образовања, угоститељства, саобраћаја и складиштења, грађевинарства и прерађивачке индустрије, у распону 18,5–17,6%. Истовремено, двоцифрен м. раст просечних зарада остварен је у готово свим **привредним делатностима**, изузев у областима стручних, научних, иновационих и техничких услуга (9,2%).

У периоду јануар–фебруар **номинална нето маса зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, повећана је за 17,0%, м. посматрано, услед наставка раста зарада и формалне запослености.

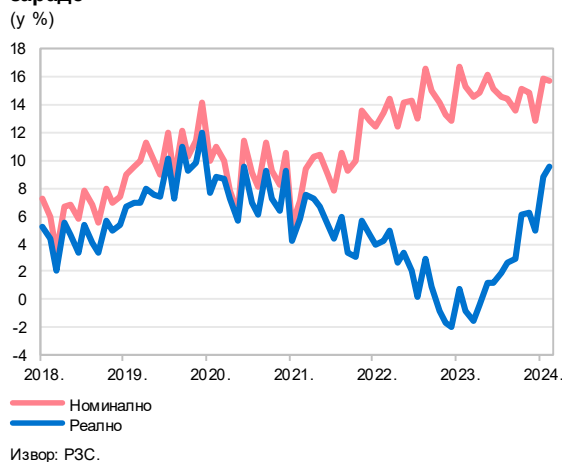
Продуктивност укупне економије, према прелиминарној процени, наставила је да убрзава м. раст у Т1, на 3,9% (са 2,7% у Т4), услед бржег раста економске активности од запослености.

Запосленост

Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** успорио је м. раст са 1,1% у Т4 на 0,6% у Т1 и у марту је достигао нови рекордан ниво од 2,37 млн запослених. Остварени м. раст формалне запослености у марту одређен је запошљавањем код правних лица и предузетника, док је број регистрованих пољопривредника наставио да се смањује.

Формална запосленост у приватном сектору достигла је нови рекордан ниво у марту, од 1,76 млн лица, при чему је број запослених био већи за око 15 хиљада него годину дана раније. Ако се посматрају

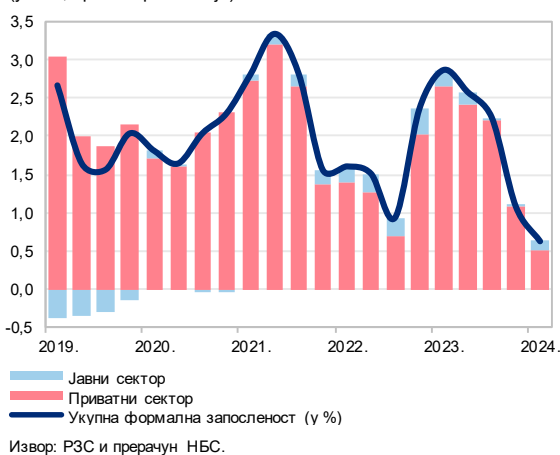
Графикон IV.5.1. Мг. стопе раста просечне нето зараде



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



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



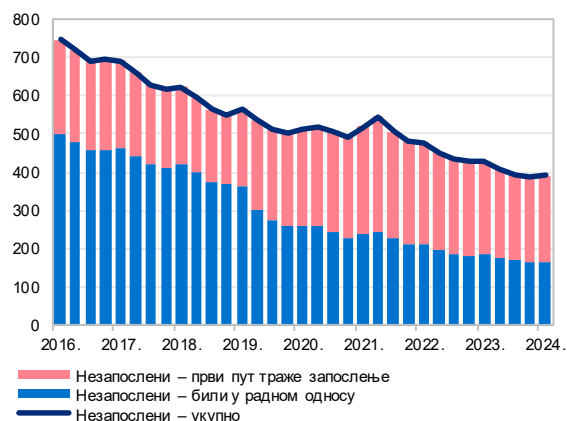
делатности које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у марту највише је повећана у стручним, научним, иновационим и техничким услугама, ИКТ услугама и грађевинарству, док је највише смањена у административним и помоћним услугама и у трговини. Истовремено, **запосленост у јавном сектору** м.г. је повећана за око 4 хиљаде запослених у марту.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** сезонски је уобичајено повећана почетком године, али је до марта спуштена на 387.920 незапослених, што је за око 37 хиљада незапослених мање него у истом периоду претходне године.

Према доступним резултатима из **Анкете о радној снази**, који обухватају и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т4 2023. износила је 71,5%, док је стопа активности (старији од 15 година) износила 55,3%. Стопа запослености је у Т4 2023. м.г. повећана за 1,2 п.п., на 50,3%, док је у исто време стопа незапослености смањена за 0,3 п.п., на 9,1%.

Графикон IV.5.4. Кретање регистроване незапослености

(у хиљ. лица, просек тромесечја)



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

Осврт 4: Утицај зарада на инфлацију

Затегнути услови на тржишту рада, тј. рекордно ниска незапосленост и висок раст зарада, тренутно у многим земљама представљају један од ризика да се инфлација задржи на повишеном нивоу у дужем периоду. При томе, дужи период високе глобалне инфлације од првобитно очекиваног повећао је ризик да би могли да се повећају притисци по основу додатног раста зарада, како би се ухватио корак са инфлацијом и очувала њихова реална вредност, што би за последицу могло имати даље појачавање инфлаторних притисака, тј. отварање спирале између зарада и инфлације.

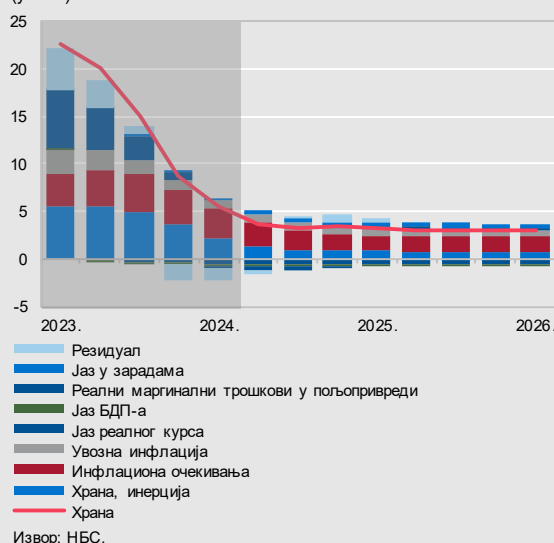
За сада углавном преовлађују оцене да се у текућем циклусу јачања инфлаторних притисака није отворила инфлаторна спирала, али да је свакако по том основу неопходна опрезност монетарних политика централних банака. При томе, на бази историјског искуства изводе се закључци у погледу могућих сценарија кретања зарада и инфлације у наредном периоду.

Тако је ММФ у публикацији Глобални економски изгледи из октобра 2022. године¹, посматрајући развијене земље у последњих 40 година (у појединим случајевима у последњих 60 година), идентификовао 22 епизоде у којима су инфлација и номиналне зараде расле током неколико тромесечја узастопно. Резултати анализе су показали да се у овим епизидама углавном није отворила спирала између зарада и инфлације. Номиналне зараде су имале тенденцију да се повећају након епизоде повишене инфлације, али се инфлација временом смањивала, што је водило расту реалних зарада и стабилизацији незапослености. Резултати анализе указују и на то да је у већини посматраних епизода уследила рестриктивна монетарна политика, што је помогло обуздавању инфлације. Слично, у студији Алвареза и др. (2022)² идентификовано је 79 епизода с растућим зарадама и инфлацијом од 1960-их година, при чему је само у неколико њих тај раст трајао преко осам тромесечја. Када се посматрају епизоде сличне текућој, у којој реалне зараде падају у многим земљама и услови на тржишту рада постају затегнути, углавном се дешавало да инфлација почиње да успорава, а номиналне зараде наставе да расту, што резултира и растом реалних зарада, на основу чега аутори закључују да раст номиналних зарада не значи нужно отварање спирале инфлације и зарада.

Према економској теорији, кључни фактори који одређују степен интеракције зарада и инфлације јесу макроекономски услови – инфлациона очекивања, ниво инфлације, фаза производног циклуса, услови на тржишту рада и др. Тако, ако радници имају висока инфлациона очекивања, чак и у условима када инфлација пада, појачаће се захтеви у правцу даљег раста зарада. Слично, ако је инфлација на вишем нивоу, фирме ће настојати да чешће мењају цене својих производа и услуга, што ће појачати и интеракцију између цена и зарада. Такође, ако је привредни раст бржи и агрегатна тражња већа, фирмама ће бити лакше да повећају профитне маргине и да више трошкове производње пребаце на потрошаче, а радницима да добију више зараде. Поред тога, ако економија послује у условима пуне запослености или близу тог нивоа, фирме ће имати проблем у проналажењу радне снаге и попуњавања радних места, што ће појачати преговарачку моћ радника. Важни фактори који одређују интензитет спирале зарада и инфлације јесу

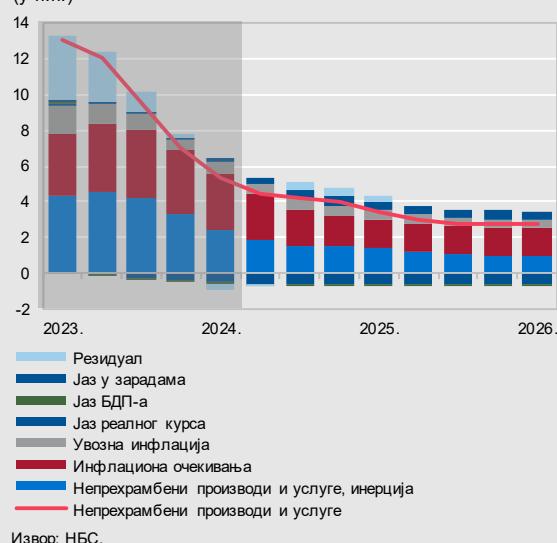
Графикон О.4.1. Декомпозиција м.г. раста цена хране

(у п.п.)



Графикон О.4.2. Декомпозиција м.г. раста цена непрехрамбених производа и услуга

(у п.п.)



¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>.

² Alvarez, J., J. Bluedorn, N.-J. H. Hansen, Y. Huang, E. Pugacheva, A. Sollaci, 2022. "Wage-Price Spirals: What is the Historical Evidence?", *IMF Working Papers*, issue 221.

и јачина преговарачке моћи радничких синдиката, али и степен конкуренције на тржишту, при чему је у случају мањег степена конкуренције на тржишту већа могућност фирми да повећају профитне марже.

Имајући све претходно у виду, сматрамо да је мала вероватноћа да се у периоду пројекције у Србији отвори спирала инфлације и зарада. Краткорочна инфлациона очекивања налазе се на опадајућој путањи, средњорочна очекивања су усидрена у границама циља, м.г. инфлација се налази на стабилној опадајућој путањи, док ће производни јаз, према нашој оцени, и током ове године остати негативан. Поред тога, треба имати у виду да наша економија ипак не послује у условима пуне запослености и да још увек има простора за даљи раст стопе партиципације на тржишту рада и смањење незапослености. Да инфлација не доводи до већег раста зарада, указује и Грејнцеров тест каузалности, према коме је потврђено да промене у зарадама доводе након два тромесечја до статистички значајних промена у нивоу потрошачких цена, док обрнуто не важи.

У наставку осврта настојаћемо да детаљније сагледамо динамику и везу инфлације и зарада, као и утицај зарада на кретање инфлације у овој и наредној години, на бази модела који користимо за средњорочну пројекцију инфлације.

У моделу за средњорочну пројекцију инфлације утицај зарада на инфлацију обухваћен је и са стране понуде преко утицаја трошкова рада на цене произвођача, и са стране тражње преко утицаја зарада на производни јаз (видети детаљније Зборник радова Народне банке Србије, септембар 2022).

Конкретно, једначина непрехрамбене инфлације (непрехрамбених индустријских производа и услуга) у нашем моделу гласи:

$$\pi_t^{nonfood} = b_1 \cdot \pi_{t-1}^{nonfood} + b_2 \pi_t^M + (1 - b_1 - b_2) E_t \pi_{t+4} + b_3 \cdot zgap_{t-1} + b_4 \cdot ygap_{t-1} + b_5 \cdot wagemap_t + \varepsilon_t^{nonfood},$$

где је $\pi_{t-1}^{nonfood}$ непрехрамбена инфлација са доцњом, π_t^M – увозна инфлација, $E_t \pi_{t+4}$ – инфлациона очекивања за годину дана унапред, $zgap_t$ – јаз реалног девизног курса, $ygap_t$ – производни јаз и $wagemap_t$ – јаз у реалним зарадама.

Јаз у реалним зарадама представља меру реалних маргиналних трошкова рада и рачунат је као одступање реалних зарада од нивоа маргиналне продуктивности рада, тј. од тренда одређеног потенцијалним БДП-ом који је коригован за раст радно активног становништва у средњем року.

Једначина прехрамбене инфлације гласи:

$$\pi_t^{food} = a_1 \cdot \pi_{t-1}^{food} + a_2 \pi_t^M + (1 - a_1 - a_2) E_t \pi_{t+4} + a_3 \cdot RMCPgap_t + a_4 \cdot zgap_{t-1} + a_5 \cdot ygap_{t-1} + a_6 \cdot wagemap_t + \varepsilon_t^{food},$$

где је π_{t-1}^{food} прехрамбена инфлација, π_t^M – увозна инфлација, $E_t \pi_{t+4}$ – инфлациона очекивања за годину дана унапред, $RMCPgap_t$ – јаз реалних маргиналних трошкова у пољопривреди, $zgap_t$ – јаз реалног девизног курса, $ygap_t$ – производни јаз и $wagemap_t$ – јаз у реалним зарадама.

Када је реч о производном јазу као мери агрегатне тражње, он је оцењен на бази следеће једначине:

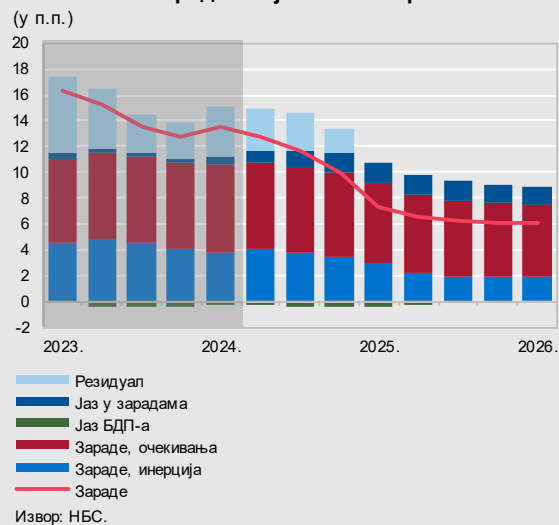
$$ygap_t = a_{31} \cdot ygap_{t-1} - a_{32} \cdot rmc_t + a_{33} \cdot ygap_t^{ez} + a_{34} \cdot fi_t + a_{35} \cdot wagemap_{t-1} + \varepsilon_t^{ygap},$$

где је $ygap_t$ производни јаз, rmc_t – индекс реалних монетарних услова, $ygap_t^{ez}$ – производни јаз зоне евра, fi_t – фискални импулс (карактер фискалне политике) и $wagemap_t$ – јаз у реалним зарадама. Сви јазови и трендови у моделу оцењени су путем Калмановог филтера, при чему је за оцену номиналних зарада коришћена тзв. Филипсова крива зарада:

$$\pi_t^{wage} = a_{11} \cdot \pi_{t-1}^{wage} + (1 - a_{11}) \cdot \pi_{t+1}^{wage} + a_{12} (a_{13} \cdot ygap_t - (1 - a_{13}) \cdot wagemap_t) + \varepsilon_t^{\pi^{wage}},$$

где је π_t^{wage} номинални раст зарада, $ygap_t$ – производни јаз и $wagemap_t$ – јаз у кретању реалних зарада.

Графикон О.4.3. Декомпозиција м.г. раста номиналних зарада ван јавног сектора



На бази модела за средњорочну пројекцију инфлације пројектује се да ће зараде у овој години, реално посматрано, остварити м.г. раст од око 7,7% у просеку, наспрам раста од 2,7% у 2023, док се у наредној години очекује њихово успоравање на око 3,5%. Преко виших маргиналних трошкова рада, зараде ће имати виши позитиван допринос непрехрамбеној и прехрамбеној компоненти инфлације, а тиме и укупној инфлацији у овој години за око 0,3 п.п. него у 2023. и тај допринос ће износити око 0,5 п.п. крајем године. За наредну годину пројектује се постепено смањење јаза у реалним зарадама због нижег очекиваног реалног раста зарада, што би требало да резултира нижим доприносом инфлацији по овом основу за 0,1 п.п. С друге стране, по основу фактора са стране тражње, тј. утицаја на потрошњу домаћинства, не очекујемо веће инфлаторне притиске, јер ће, према нашој процени, производни јаз остати негативан у овој години, а у наредној години кретаће се око неутралног нивоа.

Све претходно наведено указује на то да зараде не би требало да угрозе наставак опадајуће путање инфлације и њен повратак ка централној вредности циља.

V. Пројекција

Бржи раст у Т1 од очекиваног повећава вероватноћу да ће овогодишња стопа раста БДП-а бити ближа централној вредности распона пројекције 3–4% из претходног извештаја, тако да, према нашој мајској пројекцији, пројектована стопа раста БДП-а Србије за ову годину износи 3,5%. Додатно убрзање економске активности, на распон 4–5%, очекујемо да уследи у наредне две године, чему ће допринети реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Раст ће водити домаћа тражња, при чему ће већој приватној потрошњи допринети наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, а расту инвестиција допринеће реализација пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Услед очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза.

Према нашој новој пројекцији, м.г. инфлација ће се у границе циља највероватније вратити у мају, што је нешто раније него што смо очекивали у фебруарској пројекцији. У наставку године очекује се даље успоравање инфлације, при чему се, према актуелној пројекцији, од наредне године очекује њено кретање око централне вредности циља од 3% све до краја периода пројекције. Таквом кретању инфлације највише ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова и пад инфлационих очекивања, као и ослабљени глобални трошковни притисци, даље успоравање увозне инфлације и још увек слаба екстерна тражња.

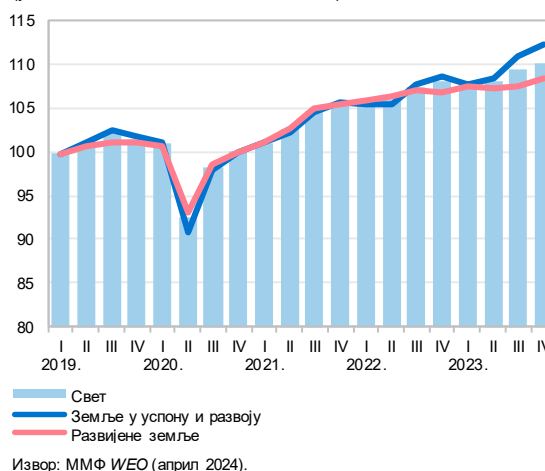
Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења, а пре свега од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, првенствено зоне евра, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на постојаност базне инфлације на глобалном нивоу и дужину трајања заоштрених монетарних политика водећих централних банака. Ризици пројекције потичу и од брзине раста домаће тражње, пре свега по основу висине прилива СДИ и улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Од домаћих ризика важан је и исход домаће пољопривредне сезоне, који се у случају инфлације у највећој мери односи на кретање цена воћа и поврћа, док је за БДП од посебне важности род житарица.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Упркос поштреним монетарним условима и ризицима од рецесије и стагфлације у протекле две године, **светска привреда се показала отпорном и стабилно је расла упоредо са опадањем глобалне инфлације**. Томе су допринели повећана потрошња државе и опоравак приватне потрошње, подржан акумулираном штедњом, растом запослености и доходака, као и већом партиципацијом радне снаге. ММФ је у основном сценарију у априлу пројектовао да ће исти **темпо раста светске привреде у 2023. од 3,2% бити настављен и у 2024. и 2025.**, уз већу вероватноћу меког приземљења. Међутим, то је и даље испод дугорочног годишњег просека (3,8% у периоду 2000–2019), првенствено због још увек увећаних трошкова задуживања и повлачења фискалних подстицаја (у кратком року). На глобалну привредну активност неповољно утичу и трајније последице пандемије и украјинске кризе, слабији раст продуктивности и појачане геополитичке поделе. У односу на јануар, ММФ је у априлу пројекцију глобалног привредног раста за 2024. благо ревидирао навише (за 0,1 п.п.), под

Графикон V.0.1. Динамика реалног БДП-а
(у индексним поенима, Т4 2020 = 100)



претпоставком да ће у **групи развијених земаља** привредни раст незнатно убрзати – са 1,6% у 2023. на 1,7% у 2024. (и на 1,8% у 2025), док ће у **групи земаља у успону и развоју** незнатно успорити – са 4,3% у 2023. на 4,2% у 2024. (колико износи пројекција и за 2025).

Привредна активност зоне евра у Т4 2023. благо је смањена – за 0,1%, јер је опоравак укупне потрошње и инвестиција у основна средства неутрализован падом залиха робе и екстерне тражње, при чему још увек није завршен пренос ефеката претходно заострених монетарних услова на економску активност. Индустрија зоне евра је и у Т4 регистровала пад активности (0,4% дсз.), док је у сектору услуга активност незнатно порасла (0,1% дсз.). Кад се посматрају наши најважнији трговински партнери унутар зоне евра, **привредна активност Немачке** је у Т4 забележила пад од 0,5% дсз., пре свега због пада индустријске активности, док је **активност Италије** у Т4 благо порасла – за 0,1% дсз., захваљујући солидним резултатима у сектору услуга и грађевинарству.

По основу негативних тенденција пренетих из претходног периода и очекивања да ће економска активност остати ниска и у наредном периоду, **ЕЦБ** је у марту ревидирала наниже децембарску пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2024. години – за 0,2 п.п., на ниво од 0,6%. За 2025. пројекција раста БДП-а није мењана (1,5%). Наведене пројекције ЕЦБ-а користили смо као претпоставке о привредном расту зоне евра у нашим новим пројекцијама. Динамика краткорочних економских показатеља, *PMI* и *ESI*, указује на постепено поправљање економске ситуације у већини европских земаља током Т1 и почетком Т2, захваљујући доминантно повећаној активности у сектору услуга. ЕЦБ очекује да ће се потрошња домаћинства, која је још увек потиснута, опорављати упоредо с растом реалних доходака, као и да ће се, упркос исцрпљивању залиха и строжим условима финансирања, до краја године побољшати изгледи за пословне инвестиције. Прелиминарни подаци *Eurostat*-а указују на то да је БДП зоне евра у Т1 повећан за 0,3% дсз., при чему је и у свим водећим европским економијама повећан БДП. Иако тражња за радном снагом успорава, запосленост у зони евра наставила је да расте и у Т4 (за 0,5%), паралелно с растом активности радне снаге (за 0,4%). Уз то је стопа незапослености током Т1 остала на најнижем нивоу од оснивања зоне евра, коју је ЕЦБ у марту пројектовала на нивоу од 6,7% у 2024. години.

Водећи аналитичари *Consensus Economics*-а у априлу су задржали јануарску пројекцију раста БДП-а зоне евра од 0,5% у 2024, под утицајем претходно заострених монетарних и финансијских услова и слабих перформанси производног сектора, док би отпорно тржиште рада, снижена инфлација и

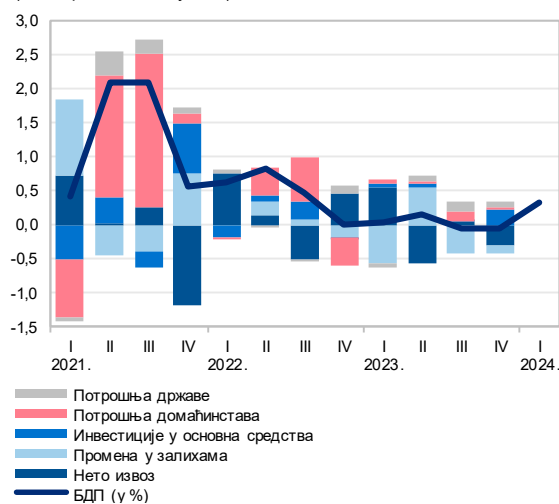
Табела V.0.1. Пројекције реалног раста БДП-а за 2024. и 2025.

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

Извор: ММФ *WEO* (април и јануар 2024).

Графикон V.0.2. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а зоне евра

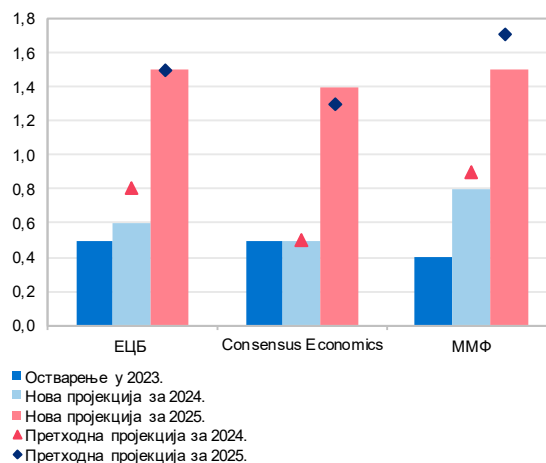
(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: *Eurostat*.

Графикон V.0.3. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025.

(у %)



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

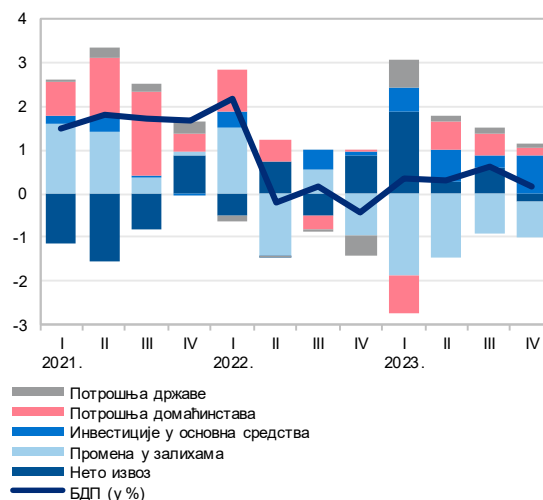
очекивани опоравак екстерне тражње требало да подрже економску активност у зони евра. Такође су истакли да водећи индекси у марту и априлу указују на започети опоравак привреде зоне евра, вођен пре свега растом активности у сектору услуга, чему би у П2 требало да допринесу и мањи трошкови задуживања, као и отпорност економија Шпаније и Италије.

На нивоу региона средње и југоисточне Европе БДП је у Т4 благо порастао, за 0,2% дсз. (тј. 1,3% на мг. нивоу), по основу повећања инвестиција у основна средства и потрошње домаћинства, на супрот чега је деловало смањење залиха и нето извоза. Као и у ранијем периоду, привредна динамика по земљама региона била је дивергентна и у Т4 – највише дсз. стопе раста БДП-а оствариле су Хрватска и Словенија, привреде Мађарске и Пољске су стагнарале, док је у Румунији забележен пад БДП-а. Узимајући у обзир слабу економску активност у зони евра, посебно у Немачкој, која је важан трговински партнер земаља у региону, водећи аналитичари *Consensus Economics*-а су оценили да ће домаћа тражња и убудуће бити главни покретач привредног раста на нивоу региона. Потрошња домаћинства биће подржана растом реалних доходака упоредо са смањењем инфлације, док на инвестиције у основна средства знатно утиче прилив средстава из фондова ЕУ. *Consensus Economics* је у априлу за 2024. пројектовао раст БДП-а од 2,9% у земљама југоисточне Европе, односно 2,4% у земљама средње Европе, док је за 2025. прогнозирао стопе раста од 3,4% и 3,3%, респективно.

Привреда САД је у Т4 остварила раст од 0,8% дсз. (тј. 3,4% на годишњем нивоу), као резултат раста скоро свих компонента БДП-а, изузев залиха, које су смањене. Раст активности у Т4 евидентан је у 18 од укупно 22 привредне делатности, при чему је највећи допринос расту БДП-а потекао од прерађивачке индустрије и трговине на мало. ФЕД је у марту оценио да је и током Т1 настављен солидан темпо привредног раста у САД, вођен наставком раста потрошње домаћинства, подржаног повећањем запослености и зарада. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, БДП је у Т1 повећан за 0,4% дсз. Услед позитивних тенденција пренетих из претходног периода, ФЕД је у марту знатно кориговао навише децембарску пројекцију раста БДП-а у 2024. години – за 0,7 п.п., на 2,1%, док је за 2025. прогнозиран нешто нижи раст (2,0%). Стопа незапослености у марту (3,8%) била је незнатно виша него крајем 2023, уз оцену ФЕД-а да јаз између понуде и тражње за радном снагом наставља да се сужава, чему доприносе појачани прилив радне снаге и пад броја новоотворених радних места. ФЕД је у марту пројектовао стопу незапослености на нивоу од 4,0% у 2024. години.

Графикон V.0.4. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе*

(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

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

Табела V.0.2. Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона за 2024. и 2025.

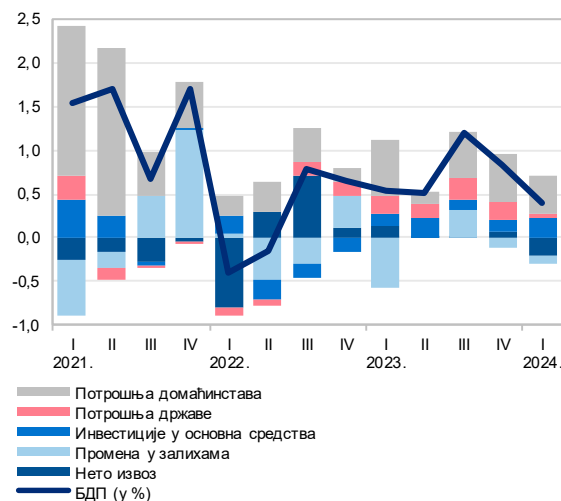
(у %)

	2023.	2024.		2025.	
		Остварење	Претх. пројекц.	Нова пројекц.	Претх. пројекц.
Пољска	0,2	2,3	3,1	-	3,5
Чешка	-0,4	2,3	0,7	-	2,0
Мађарска	-0,9	3,1	2,2	-	3,3
Румунија	2,1	3,8	2,8	-	3,6
Словачка	1,1	2,5	2,1	-	2,6
Словенија	1,6	2,2	2,0	-	2,5
Хрватска	2,8	2,6	3,0	-	2,7
Бугарска	1,8	3,2	2,7	-	2,9
Албанија	3,3	3,3	3,1	-	3,4
Босна и Херцегов.	1,8	3,0	2,5	-	3,0
Сев. Македонија	1,0	3,2	2,7	-	3,7
Црна Гора	6,0	3,7	3,7	-	3,0

Извор: ММФ WEO (април 2024 и октобар 2023).

Графикон V.0.5. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у САД

(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: U.S. BEA и прерачун НБС.

Привреда Русије је остварила раст од 0,8% дсз. у Т4, који је на мг. нивоу износио 4,9%, што је ниже него у претходном тромесечју (5,7%), јер је у Т4 потрошња државе и домаћинства успорила раст, док су инвестиције у основна средства убрзале раст. И поред споријег мг. раста БДП-а у Т4, очувана је солидна економска активност, посебно у секторима који профитирају од државних улагања у систем одбране и војну индустрију, а делом и због ниске базе из истог периода 2022, под утицајем санкција западних земаља. ММФ је у априлу знатно ревидирао навише јануарску пројекцију раста БДП-а Русије у 2024. години – за 0,6 п.п., на 3,2%, док је за 2025. прогнозирао раст од 1,8%.

Привреда Кине је у Т1 порасла за 1,6% дсз., односно 5,3% на мг. нивоу, што је највиша стопа раста од Т2 2023. године, подржана наставком фискалних подстицаја и државном потрошњом. Инвестиције у основна средства у Т1 забележиле су највећи мг. раст у протеклој години дана, што је битан фактор у постизању циљане стопе раста БДП-а од 5,0% у овој години, која је нешто испод остварења у прошлој години (5,2%), првенствено због пролонгиране кризе у сектору пословања некретнинама. ММФ је у априлу задржао јануарску пројекцију раста БДП-а Кине од 4,6% у 2024, док је за 2025. прогнозирао раст од 4,1%.

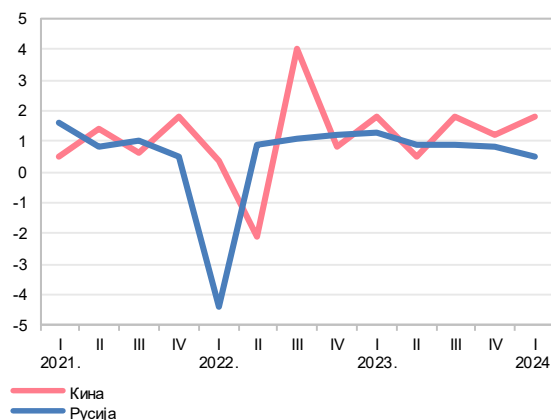
Инфлација

Глобална инфлација се крајем прошле године, после готово три године, приближила свом претпандемијском тренду. На годишњем нивоу инфлација је у просеку у групи развијених земаља успорена на 2,3% у Т4 2023. (након врхунца од 9,5% у Т2 2022), док је у исто време у групи земаља у успону и развоју успорена на 9,9% (након врхунца од 13,7% у Т1 2022), односно на 3,9% када се изоставе земље с високом инфлацијом (попут Турске). **ММФ је у априлу пројектовао наставак стабилне опадајуће путање глобалне инфлације** – са нивоа од 6,8% у 2023. на 5,9% у 2024. и додатно на 4,5% у 2025, оценивши да ће базна инфлација опадати спорије од укупне инфлације. Априлска пројекција глобалне инфлације за 2024. благо је ревидирана навише у односу на јануар – за 0,1 п.п., на 5,9%, јер је пројекција инфлације у групи земаља у успону и развоју подигнута за 0,2 п.п., на 8,3%, највише због пораста инфлације у неколико земаља с ниским дохотком, док је пројекција инфлације у групи развијених земаља задржана на 2,6%. Инфлација се у већини земаља света и даље налази изван циљаног распона, у који би, према прогнозама ММФ-а, требало да се врати до Т2 2025.

Током Т1 мг. инфлација у зони евра кретала се силазном путањом и у марту је износила 2,4%, највише по основу битно успореног раста цена хране

Графикон V.0.6. Кретање реалног БДП-а у Русији и Кини

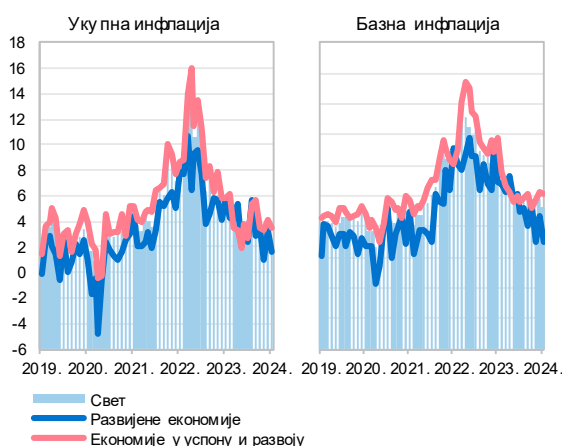
(дсз., тромесечно, у %)



Извор: Федерални статистички завод Русије и Национални статистички биро Кине.

Графикон V.0.7. Кретање инфлације по економским регионима

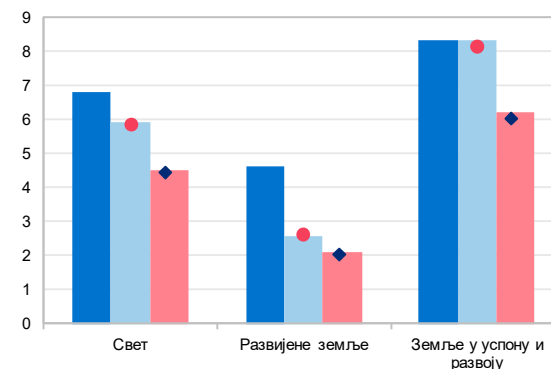
(дсз. подаци, годишње стопе, у %)



Извор: ММФ WEO (април 2024).

Графикон V.0.8. Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2024. и 2025.

(у %)



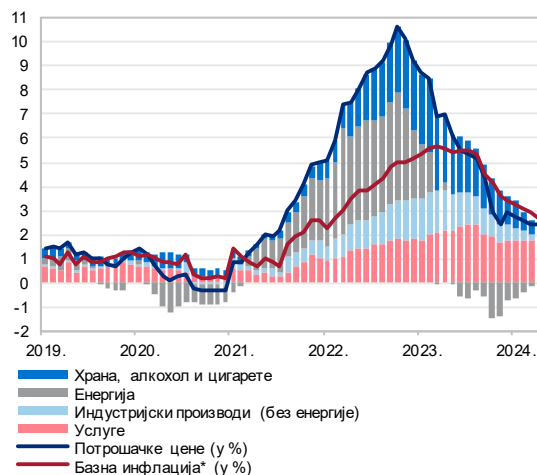
Извор: ММФ WEO (јануар и април 2024).

(2,6%), док су цене енергије током Т1 успориле мг. пад, делом и због ефекта ниске базе из истог периода прошле године. Базна инфлација у зони евра је успорена на 2,9% мг. у марту, као резултат споријег мг. раста цена индустријских производа (без хране и енергије), док се раст цена услуга од новембра прошле године креће око 4% мг. Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, мг. инфлација у Немачкој успорена је на 2,3%, захваљујући успоравању прехранбене инфлације, док је мг. инфлација у Италији повећана на 1,2% у марту, јер су цене електричне енергије, код којих ишчезава базни ефекат, успориле мг. пад током Т1. Према прелиминарним подацима Eurostat-а, мг. инфлација је у априлу остала непромењена у зони евра, на 2,4%, колико је износила и у Немачкој, док је у Италији спуштена на 1,0%.

ЕЦБ је у марту оценила да инфлација у зони евра наставља да успорава под утицајем исцрпљивања негативних ефекта шокова на страни понуде у протеклим годинама, као и потиснуте тражње услед претходно заострених монетарних услова. Иако још увек изражен номинални раст плата и опадајућа продуктивност притискају домаће цене, постоје сигнали да раст зарада успорава, док компаније део повећаних трошкова рада апсорбују нижим профитима и маржама, што ублажава ценовне притиске. И у наредним месецима ЕЦБ очекује наставак опадајуће путање инфлације у зони евра, која би у границе циља требало да се врати током 2025, упоредо са умеренијим растом трошкова рада, као и потпуним ишчезавањем ефеката претходних енергетских шокова и уских грла у снабдевању. Показатељи дугорочних инфлационих очекивања углавном су стабилни, на нивоу од око 2%. Под претпоставком нижих цена енергената и слабљења притисака с тржишта рада, ЕЦБ је у марту ревидирала наниже децембарске пројекције инфлације за зону евра – за 0,4 п.п., на 2,3% у 2024, односно за 0,1 п.п., на 2,0% у 2025. Базна инфлација у зони евра, која ће спорије опадати од укупне, у марту је такође пројектована на нижем нивоу него у децембру – 2,6% у 2024, односно 2,1% у 2025. Наведене пројекције инфлације за зону евра користили смо као претпоставке у нашој новој пројекцији.

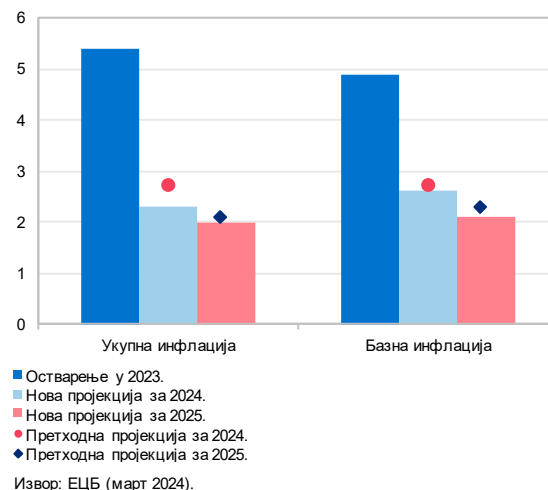
Инфлација у САД (мерена променом ИПЦ-а), после успоравања у јануару, у наставку Т1 убрзала је мг. раст и у марту је износила 3,5%. На то је доминантно утицала мг. динамика цена енергије, које су, први пут после дуже од годину дана, повећане у марту, као последица виших цена течног нафтног гаса. Током Т1 цене хране су успориле мг. раст, а цене индустријских производа (без хране и енергије) бележиле су мг. пад. То је допринело благо нижој базној инфлацији у Т1 (3,8%) него у Т4, премда су цене услуга биле нешто више у марту. Сличну мг. динамику као ИПЦ током Т1 бележили су и индекси

Графикон V.0.9. Допринос компонента хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра (у п.п.)



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

Графикон V.0.10. Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2024. и 2025. (у %)



Извор: ЕЦБ (март 2024).

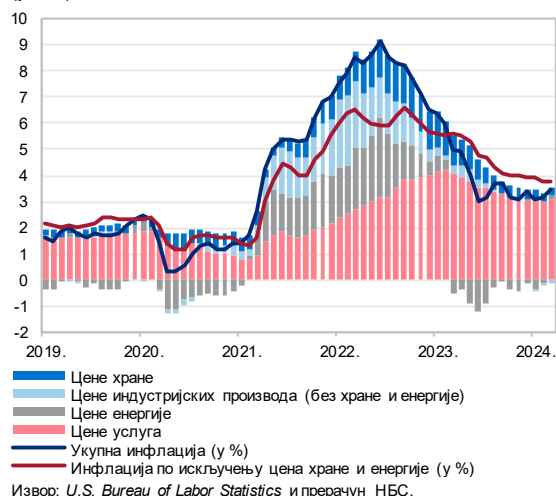
издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије), који су у марту остварили м.г. раст од 2,7% и 2,8%, респективно. Уз претпоставку даљег уравнотежења понуде и тражње на тржишту производа и тржишту радне снаге, **ФЕД** је у марту поменуте мере инфлације пројектовао на око 2,5% за 2024, што је нешто виши ниво него у децембру, али још увек испод остварења у прошлој години. За 2025. ФЕД је у марту прогнозирао даљи пад инфлације (на 2,2%), док се њен повратак на циљани ниво не очекује пре 2026. године.

Унутар **региона средње и југоисточне Европе**, м.г. инфлација је током Т1 била у паду, доминантно под утицајем споријег м.г. раста цена хране. У **Мађарској** је у марту м.г. инфлација снижена на 3,6%, у **Чешкој** се нашла на централној вредности циља од 2,0%, колико је износила и у **Пољској**, где је паду инфлације допринео и м.г. пад цена свих енергената. М.г. инфлација се у све три земље током Т1 нашла унутар циљаног распона. У **Румунији** се, после раста у јануару, до краја Т1 вратила на ниво с краја прошле године од 6,6%. Са слабљењем ефекта високе базе из истог периода прошле године, у појединим земљама овог региона инфлација ће се током П2 наћи на вишем нивоу од тренутног (Мађарска, Пољска), али су углавном пројектоване просечне стопе инфлације за ову и следећу годину ниже него што се претходно очекивало. У Пољској постоји ризик да инфлација буде и знатно виша у П2, јер је нулта стопа ПДВ-а на цене хране од априла враћена на пређашњи виши ниво, док је неизвесно до када ће важити ограничење цена енергије за домаћинства. Водећи аналитичари *Consensus Economics*-а су за готово све земље региона, изузев Румуније, у априлу снижили јануарске пројекције инфлације за 2024. Ипак, они су оценили да, упркос опадању инфлације, разлог за забринутост представља ескалација сукоба на Блиском истоку, која би у случају додатног раста цена енергената и трошкова транспорта могла поново да покрене инфлаторне притиске.

У оквиру **региона Западног Балкана**, м.г. инфлација се кретала силазном путањом у **Босни и Херцеговини** и **Албанији** и у марту је спуштена на нивое од 2,0% и 2,3%, респективно. Насупрот томе, м.г. инфлација је током Т1 била у порасту у **Северној Македонији** и **Црној Гори**, највише под утицајем повишених цена хране, и у марту је износила 4,0% и 5,5%, респективно, што је изнад нивоа с краја прошле године. Водећи аналитичари *Consensus Economics*-а у априлу су кориговали наниже јануарске пројекције инфлације у 2024. за Босну и Херцеговину и Северну Македонију, за Албанију није мењана, док је за Црну Гору коригована навише.

Графикон V.0.11. Допринос компонената ИПЦ-а м.г. инфлацији у САД

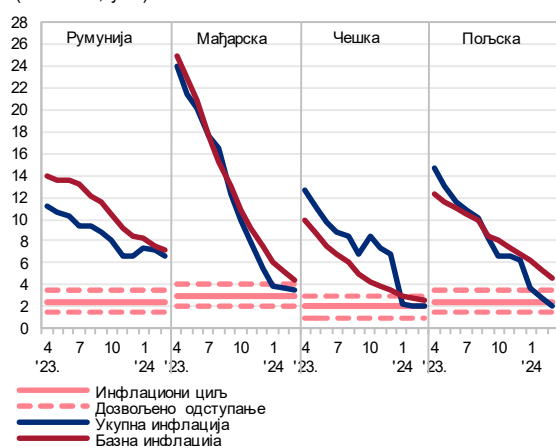
(у п.п.)



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

Графикон V.0.12. Кретање м.г. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са мартом 2024)

(м.г. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Табела V.0.3. Пројекције инфлације по земљама региона

(у %)

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

Извор: Consensus Economics.

Монетарна политика

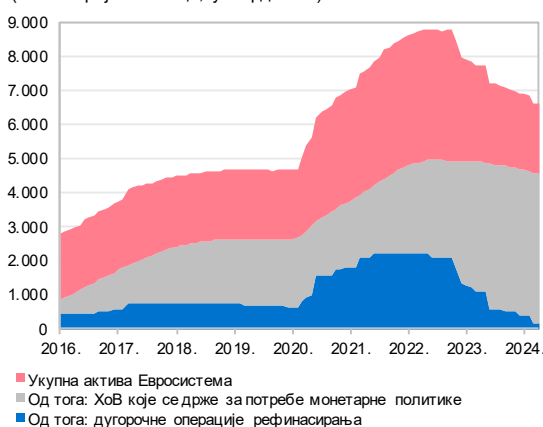
Процењујући да инфлаторни притисци још увек захтевају опрезност, већина централних банака месецима није мењала висину својих референтних каматних стопа, које се, по свему судећи, налазе на свом врхунцу. **Извесно ублажавање дугорочних услова финансирања на глобалном нивоу започето је у октобру прошле године**, под утицајем очекивања тржишних учесника да ће ускоро уследити смањивање референтних каматних стопа централних банака. Ипак, **глобални услови финансирања и даље су знатно оштрији него пре пандемије**. Њихово осетније попуштање очекује се у **П2 ове године**, када се предвиђа да ће већина централних банака започети циклус смањивања својих референтних каматних стопа, у складу с пројектованим даљим смањењем инфлације ка циљу.

На састанцима у марту и априлу **ЕЦБ** је донела одлуку о задржавању каматних стопа на депозитне олакшице, на главне операције рефинансирања и на кредитне олакшице на непромењеном нивоу (4,00%, 4,50% и 4,75%, респективно), истичући да инфлација успорава, али да су домаћи инфлаторни притисци и даље забрињавајући, пре свега у сектору услуга. Истовремено, ЕЦБ је наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком. Настављено је смањење портфолија ХоВ купљених у оквиру **програма куповине активе (APP)**, јер ЕЦБ више не реинвестира главницу доспелих хартија. Када је реч о **хитном програму куповине ХоВ због пандемије (PEPP)**, ЕЦБ ће у потпуности реинвестирати главницу доспелих хартија током П1 ове године, а затим ће током П2 портфолио постепено смањивати, да би до краја ове године било обустављено реинвестирање. Поред тога, ЕЦБ редовно прати утицај које враћање претходно позајмљених средстава банкама у оквиру **операција рефинансирања дугорочних кредита (TLTRO)** има на монетарне услове.

Не мењајући висину својих каматних стопа, ЕЦБ је истакла да су финансијски услови у зони евра и даље рестриктивни и да претходна повећања каматних стопа утичу на обуздавање тражње, што помаже обарању инфлације. Међутим, домаћи ценовни притисци с тржишта рада и даље се оцењују као повишени и одржавају инфлацију у сектору услуга релативно високом, што захтева опрезност у вођењу монетарне политике. Председница ЕЦБ-а Кристин Лагард истакла је да ће ЕЦБ обезбедити да каматне стопе остану рестриктивне колико год то буде потребно, а да ће њихово смањење уследити уколико процене изгледа инфлације, динамике основне инфлације и јачине трансмисије монетарне политике буду даље повећавале уверење да се инфлација приближава циљу на одржив начин. ЕЦБ ће наставити да следи приступ којим се од састанка до састанка, у зависности од података, одређује

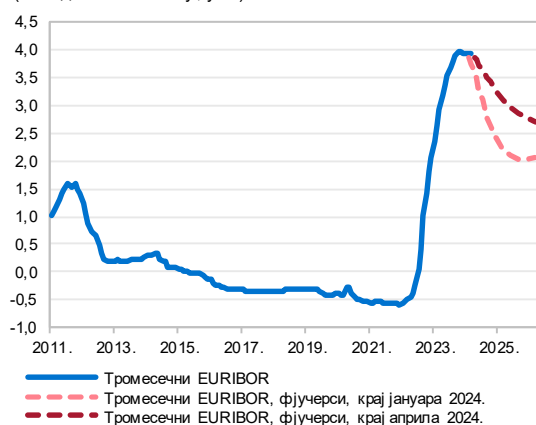
Графикон V.0.13. **Консолидовани биланс Евросистема**

(стање крајем месеца, у млрд EUR)



Извор: ЕЦБ.

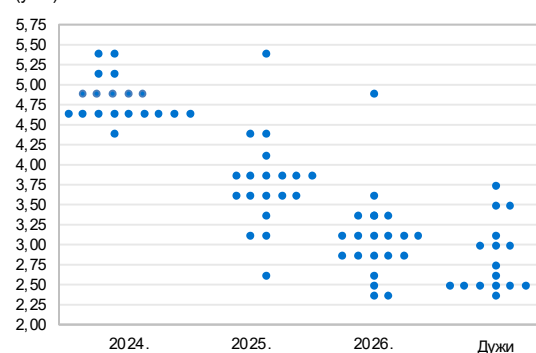
Графикон V.0.14. **Очекивани тромесечни EURIBOR** (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон V.0.15. **Очекивања чланова FOMC-а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе**

(у %)



Извор: ФЕД, Summary of Economic Projections, март 2024.

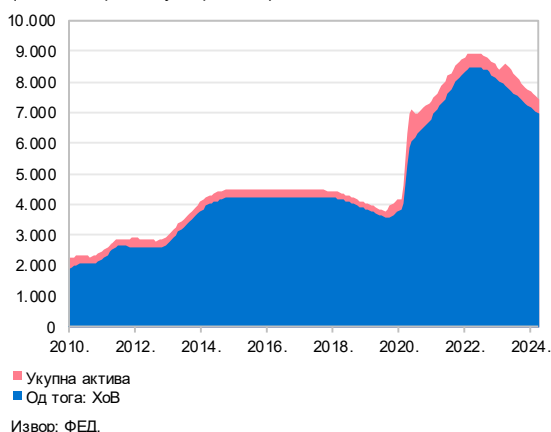
одговарајући ниво и трајање монетарне рестриктивности, без обавезивања унапред на одређену путању референтне стопе. У јуну, када буде расположиво знатно више информација и података, као и нове пројекције, ЕЦБ ће проценити да ли се инфлација враћа на циљ на одржив начин, при чему се не искључује могућност да би у јуну могло да уследи прво смањење основних стопа.

Привредни раст у зони евра ове године креће с веома ниских нивоа и, за разлику од САД, не бележе се тако високе стопе раста, па се **очекује да ће ЕЦБ кренути раније са ублажавањем монетарне политике него ФЕД**. Према ММФ-у, до краја ове године ЕЦБ би могла да спусти референтну стопу **са 4,0% на 3,3%**.¹²

За разлику од зоне евра, ММФ истиче да је економска активност у САД знатно снажнија због раста продуктивности и понуде рада, али и снажних притисака на страни тражње, што би могло подгрејати инфлацију. Зато би **ФЕД-ов приступ монетарном ублажавању требало да буде опрезан и постепен**. На састанку у марту ФЕД је једногласно одлучио да задржи распон референтне каматне стопе на непромењеном нивоу (5,25–5,50%). Такође, наставио је с процесом смањења своје активе у оквиру биланса стања, и то у обиму до 95 млрд долара месечно, од чега 60 млрд долара државних обвезница (и записа трезора) и 35 млрд долара хипотекарних обвезница. На наредном састанку, који је завршен 1. маја, ФЕД није мењао распон референтне каматне стопе, али је донео одлуку да од јуна обим смањења државних обвезница и записа трезора буде мањи, 25 млрд долара месечно, уместо пређашњих 60 млрд долара. Обим смањења хипотекарних обвезница задржан је на нивоу до 35 млрд месечно. У саопштењу са састанка наводи се да је раст економске активности у САД солидан, а инфлација ублажена, иако је и даље повишена. Додато је да је у последњих неколико месеци изостао даљи напредак ка постизању циља за инфлацију од 2%. Такође, наведено је да је раст броја запослених остао снажан и да је стопа незапослености и даље на ниском нивоу. Истакнуто је да ФЕД пажљиво прати економске податке и да ће бити спреман да прилагоди став монетарне политике на одговарајући начин уколико би се појавили ризици који би могли да ометају постизање циљева централне банке.

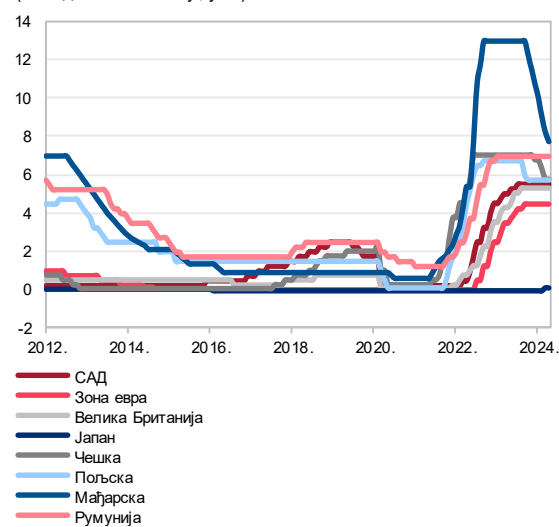
Са састанка у марту објављене су ажуриране пројекције макроекономских показатеља, с тим да се становиште ФЕД-а у погледу монетарне политике до краја 2024. године није променило у односу на децембар – референтна каматна стопа требало би да се **спусти на ниво од 4,6%**, а исто очекује и ММФ.

Графикон V.0.16. Укупна актива ФЕД-а (месечни просек, у млрд USD)



Извор: ФЕД.

Графикон V.0.17. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

¹² ММФ, *WEO*, април 2024.

Очекивана референтна стопа ФЕД-а за крај 2025. и 2026. године нешто је виша у марту (3,9% и 3,1%) у односу на децембар (3,6% и 2,9%).

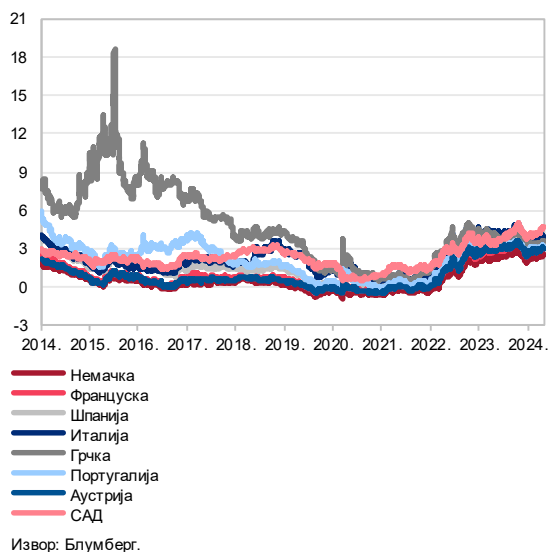
Централна банка Швајцарске је прва од водећих централних банака која је смањила референтну каматну стопу у марту, за 25 б.п., на 1,5%. Одлуку је мотивисала чињеница да је инфлација у фебруару, девети месец заредом, била испод 2% мг., што је у складу с циљем централне банке, а допринела јој је и реална апрецијација швајцарског франка у последњој години дана. С друге стране, **Банка Јапана** је последња централна банка чија је референтна каматна стопа напустила негативну зону у марту, повећањем на распон 0–0,1%, након што је осам година била на нивоу од –0,1%. **Банка Енглеске** није мењала висину референтне каматне стопе од 5,25%, што је њен највиши ниво од 2008. године. Гувернер Банке Енглеске истакао је да се инфлација смањује, али је потребна већа сигурност у погледу контроле ценовних притисака.

Од централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, референтну каматну стопу додатно је у марту повећала **централна банка Турске**, за 5 п.п., на 50%. Након задржавања те стопе на непромењеном нивоу у фебруару, тржишни учесници нису очекивали ово повећање. Међутим, подаци о фебруарској инфлацији од близу 70%, која је највиша у последњих 15 месеци, и висок раст цена услуга и слабљење лире главни су разлози такве одлуке централне банке. **Централна банка Русије** од почетка ове године није даље повећавала референтну каматну стопу (16%), као што се и очекивало, процењујући да су ризици за раст инфлације нешто нижи него у последњем тромесечју прошле године. Очекује се да ће монетарни услови у Русији остати рестриктивни још неко време како би се смањила инфлација.

С друге стране, **централна банка Чешке** наставила је да смањује референтну стопу за по 0,5 п.п. у фебруару и марту, на ниво од 5,75%, у складу са очекивањима већине тржишних учесника. Аналитичари наводе да је централна банка Чешке чекала прави тренутак да се придружи Мађарској и Пољској у ублажавању монетарне политике, али да је почетак тог циклуса одлаган услед забринутости да ће стопа инфлације остати на повишеном нивоу. То се није десило, већ се стопа инфлације спустила испод очекивања и нашла на циљаној вредности од 2% мг. у фебруару и на том нивоу је остала и у марту. У складу са очекивањима, референтну каматну стопу наставила је да смањује и **централна банка Мађарске**, и то за укупно 2,25 п.п. у периоду фебруар–април, на ниво од 7,75%. Након смањења у октобру прошле године на 5,75%, **централна банка Пољске** није мењала висину референтне стопе, у складу са очекивањима. Наиме, иако је инфлација

Графикон V.0.18. Принос на десетогодишње обвезнице за маља зоне евра

(дневни подаци, у %)



нагло успорила у марту – на 1,9% м.г., остајући други месец у границама циљаног распона, повећани су ризици за раст цена, пре свега због враћања стопе ПДВ-а од 5% на основне прехранбене производе од априла, након што је била укинута фебруара 2022. Референтну каматну стопу није мењала ни **централна банка Румуније**, задржавајући је више од годину дана на непромењеном нивоу од 7%.

Финансијска и робна тржишта

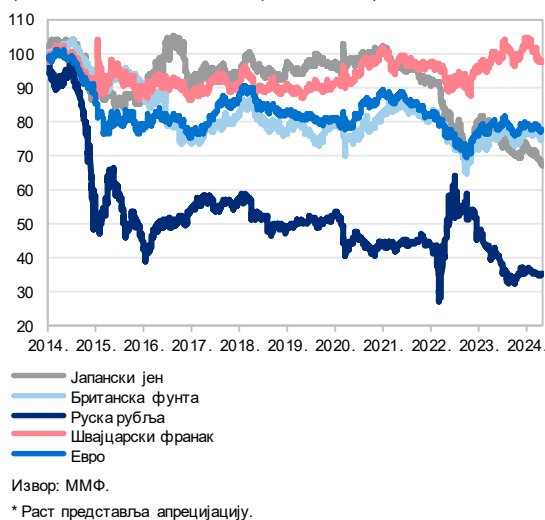
Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља у Т1 2024. године благо су порасли, у просеку за 23 б.п., што је случај и с десетогодишњим државним обвезницама САД, које су порасле за 32 б.п. Међутим, од почетка године, смер кретања стопа приноса на државне ХоВ ових земаља био је волатилан, услед несигурности тржишних учесника у вези с почетком попуштања монетарних услова водећих централних банака. На опрезност монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а упућивали су спорији пад базне од укупне инфлације и заоштрени услови на тржишту рада, као и ризик поновног раста цена енергената у условима заоштрених геополитичких тензија.

Током Т1 долар је ојачао према еврџу и осталим водећим валутама на међународном финансијском тржишту, што се може довести у везу с релативно успешнијим перформансама привреде САД, нарочито у поређењу са зоном евра, али и израженије отпорности инфлације у њиховој економији, што ће утицати на то да ФЕД започне ублажавање монетарне политике касније него што се очекивало.

Светска цене нафте типа брент кретала се узлазном путањом у Т1, под утицајем повећаног геополитичког ризика због тензија на Блиском истоку, прогноза *OPEC*-а и Међународне агенције за енергетику (*IEA*) о расту тражње за нафтом у 2024. и 2025, као и одлуке *OPEC*-а о смањењу производње нафте почетком године, која је касније продужена до краја Т2. И поред тога, цена нафте је у Т1 у просеку износила око 83 долара по барелу, што је за 1,6% ниже него у Т4 2023, док је м.г. посматрано виша за 2,3%. Услед појачаних геополитичких тензија на Блиском истоку, смањења залиха и очекивања раста глобалне тражње, цена нафте је у априлу наставила да расте и у просеку је износила око 90 долара по барелу. ММФ оцењује да ће се цена нафте кретати силазном путањом до краја године и да ће у просеку износити око 79 долара по барелу. Према њиховим пројекцијама, на пад цене нафте на светском тржишту утицаће успоравање тражње у Кини и раст производње земаља које нису чланице *OPEC+*, али ризик навише представља заоштравање сукоба на Блиском истоку. Према нашој пројекцији, цена нафте ће се кретати силазном путањом у наредном периоду, али очекујемо да ће бити на нешто вишем нивоу него у претходној пројекцији, тако да би крајем године

Графикон V.0.19. Кретање курсева одређених националних валута према долару*

(дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)

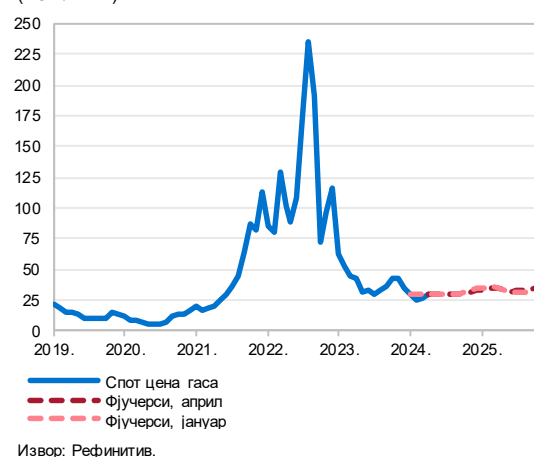


Графикон V.0.20. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент

(USD/барел)



Графикон V.0.21. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



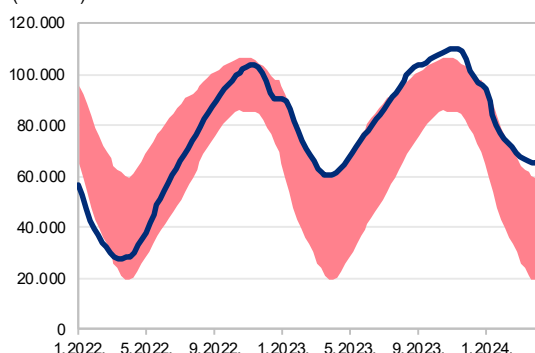
требало да се креће око нивоа од 84 долара по барелу. Слично очекује и *Consensus Economics* (83 долара по барелу). Насупрот томе, Америчка енергетска информативна агенција (*EIA*) очекује наставак раста цене нафте до августа, након чега ће се до краја године спустити на око 89 долара по барелу.

Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF кретала се силазном путањом у јануару и фебруару, док је у марту умерено повећана, на око 27 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 300 долара за хиљаду кубних метара),¹³ у просеку. На пад цене природног гаса утицали су време топлије од уобичајеног за ово доба године и висока попуњеност складишта, док се на раст цене гаса у марту одразило сезонско одржавање терминала у Норвешкој, као и поправка на терминалима течног гаса у Тексасу. Цена природног гаса је у Т1 у просеку износила око 27 долара по мегават-сату, што је двоструко ниже него годину дана раније и за 33,0% ниже него у Т4 2023. У априлу је цена природног гаса повећана за 9,2% у односу на март и у просеку је износила око 29 евра по мегават-сату, доминантно због повећаних геополитичких тензија. На основу тржишних фјучерса очекујемо да ће цена природног гаса наставити умерено да расте до краја Т1 2025, када ће износити око 35 евра по мегават-сату, а уз одређене сезонске осцилације кретаће се на сличном нивоу и у остатку године. Слично очекује и *Consensus Economics*, тако да цена природног гаса на крају 2024. и 2025. износи око 33 и 34 евра по мегават-сату, респективно.

Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) доминантно се кретала силазном путањом током Т1 и у просеку је износила око 70 евра по мегават-сату, што је за 19,4% ниже него у Т4 2023, док је м.г. посматрано нижа за 40,4%. На пад цене електричне енергије утицали су смањена тражња, нижа цена природног гаса и повећана производња из обновљивих извора енергије. Сличну динамику имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, која је у Т1 у просеку износила око 77 евра по мегават-сату. Цена електричне енергије наставила је да се умерено смањује у априлу, при чему је на немачкој берзи у просеку износила око 64 евра по мегават-сату, а на мађарској око 66 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије пратиће цену природног гаса и до краја Т1 2025. пораста на око 95 евра по мегават-сату, а на сличном нивоу ће се кретати и крајем године.

Под утицајем повећане производње и мањег увоза Кине, **цена термалног угља** кретала се силазном путањом у јануару и фебруару, док је у марту

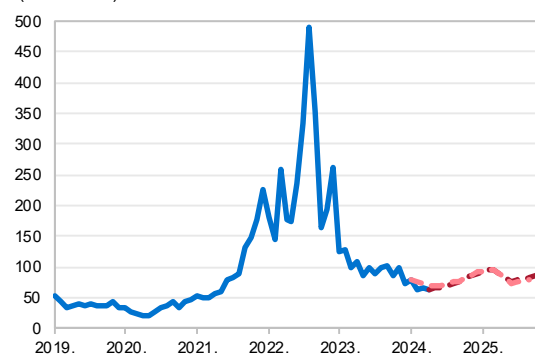
Графикон V.0.22. Попуњеност складишта гаса у ЕУ (млн m³)



— Мин.–макс. 2015–2020.
— Попуњеност складишта гаса

Извор: Bruegel.

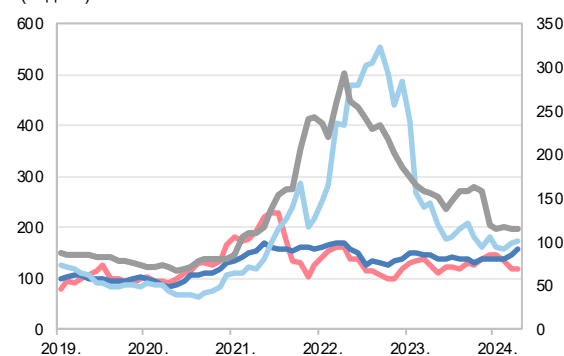
Графикон V.0.23. Европска цена струје (EUR/MWh)



— Спот цена струје
— Фјучерси, април
— Фјучерси, јануар

Извор: Рефинитив.

Графикон V.0.24. Цене изабраних производа на светском тржишту (индекс)



— Руда гвожђа (2019 = 100) (л.с.)
— Бакар (2019 = 100) (л.с.)
— Аустралијски термални угљ (2019 = 100) (л.с.)
— Цена минералних ђубрива (2010 = 100) (д.с.)

Извор: Commodity Prices, Светска банка.

¹³ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh = 1.000 m³).

умерено повећана, када је у просеку износила око 130 долара по тони. И поред тога, цена угља је нижа за 7,3% у односу на децембар, док је мг. посматрано нижа за 29,8%. Услед снажније тражње у Кини, цена термалног угља наставила је да се креће узлазном путањом у априлу, док ће, према очекивањима *Consensus Economics*-а, остати готово непромењена до краја 2024, након чега ће се кретати силазном путањом у 2025. години.

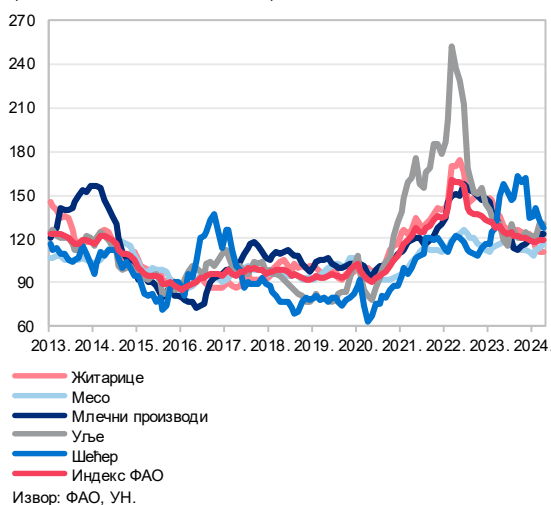
Светске цене минералних ђубрива су смањене током Т1, доминантно под утицајем ниже цене природног гаса, и у марту су биле ниже за 3,4% него у децембру, док су у односу на исти период претходне године ниже за 27%. Светске цене минералних ђубрива додатно су смањене у априлу, чиме су достигле најнижи ниво у претходне три године.

Цене метала и минерала су смањене у јануару и фебруару због слабе индустријске активности у Кини, а услед повољнијих очекивања у погледу опоравка глобалне индустријске активности умерено су повећане у марту. Раст цена метала и минерала настављен је у априлу, на шта су се одразили опоравак сектора индустрије и пад залиха на Лондонској берзи. *Consensus Economics* очекује наставак опоравка цена метала у наредном периоду, при чему ће индекс светских цена основних метала¹⁴ на крају 2024. бити виши за 7,1% него на крају 2023. године.

Сличну динамику као и цене осталих примарних производа – пад у прва два месеца и опоравак у марту – имале су и светске цене хране, мерене индексом ФАО. У марту оне су биле за 0,8% ниже него у децембру, док су у односу на исти период претходне године смањене за 7,3%. Паду су у највећој мери допринеле ниже цене житарица (9,7%), а незнатно су смањене и цене шећера (0,7%). Насупрот томе, повећане су цене биљних уља (6,8%), млечних производа (4,5%) и меса (2,6%). У априлу су светске цене хране биле готово непромењене у односу на март, при чему су повећане цене меса, уља и житарица, док су цене шећера и млечних производа смањене.

Цене примарних пољопривредних производа на светским тржиштима доминантно су се кретале силазном путањом у Т1 2024. и у односу на Т4 2023. ниже су за 8,8%, под утицајем слабије активности због новогодишњих празника и јаке конкуренције из регије Црног мора и Јужне Америке. Насупрот томе, цене примарних пољопривредних производа су умерено повећане у априлу, услед неповољних временских прилика и неизвесности по питању предстојеће жетве. У наредном периоду очекујемо

Графикон V.0.25. Индекс светских цена хране (номинално, 2014–2016 = 100)



¹⁴ Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на бази њиховог учешћа у светској трговини металима: алуминијум (47%), бакар (32%), никл (8%), цинк (7%), олово и калај (по 3%).

умерени раст цена примарних пољопривредних производа, тако да крајем 2024. буду за око 1,1% више него годину дана раније, док ће на крају 2025. мг. посматрано бити ниже за око 1,0%.

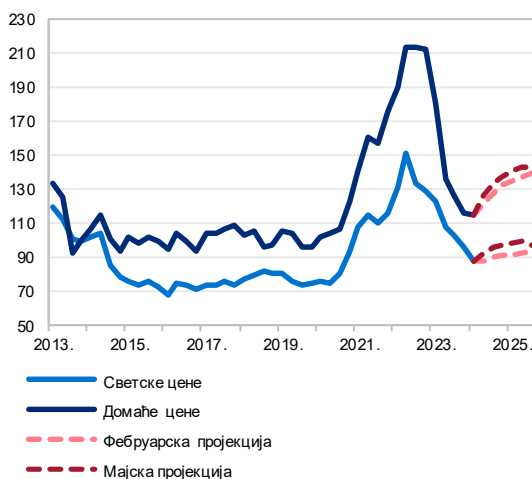
Интерне претпоставке

У складу са очекиваним благим растом цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, очекујемо да ће у остатку године умерено расти и **цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту**. Када је реч о карактеру домаће пољопривредне сезоне, треба имати у виду очекиване ефекте модернизације опреме и веће примене агротехничких мера, чему доприносе и повећане државне субвенције пољопривреди. Ипак, још увек је рано доносити закључке, па смо у нашој пројекцији засад претпоставили да ће овогодишња пољопривредна производња бити благо изнад прошлгодишње и остварити раст од око 1%, а исте претпоставке о даљем благом расту користили смо и за наредну годину.

Претпоставке о расту **регулисаних цена** заснивамо на чињеници да је највећи део усклађивања цена струје и природног гаса на домаћем тржишту извршен прошле године и да усклађивања за ову годину нису планирана, што је у складу с другом ревизијом аранжмана с ММФ-ом и нашим очекивањима из претходног извештаја. Полазећи од тога, у овој години очекујемо да ће раст регулисаних цена износити 4,3% и да ће га пре свега одредити усклађивање акциза на цигарете, кафу, алкохолна пића и нафтне деривате. Због нижег оствареног раста цена комунално-стамбених услуга од пројектованог у фебруару, очекивани раст регулисаних цена нижи је него у претходној пројекцији, када смо претпоставили да ће износити 5,2%. За 2025. годину претпоставили смо раст регулисаних цена од 6,5%, што је непромењено у односу на претходну пројекцију.

Када је реч о факторима који утичу на **домаћу потрошњу**, у овој години очекујемо наставак реалног раста зарада за око 8%, док ће он наредне две године бити мањи, у складу са успоравањем инфлације. Пројектујемо да ће маса зарада, након раста за око 17% у прошлој години, у овој години порастати за око 12%, као резултат раста минималне цене рада (за 17,8%), затим пројектованог раста запослености, као и плата у јавном и приватном сектору, и да ће и даље бити кључан извор потрошачке тражње. Подршку расту потрошачке тражње пружиће и дознаке из иностранства, чији прилив пројектујемо на сличном нивоу као прошле године (5 млрд евра). У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу током ове године требало би да делује постепено попуштање кредитних стандарда, као и ограничавање каматних стопа на нове

Графикон V.0.26. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа* (Т4 2013 = 100)



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

евроиндексиране стамбене кредите, али и нижи трошкови отплате постојећих кредита за куповину првог стана, одобрених по варијабилној каматној стопи, у вредности до 200.000 евра. Као извор будуће потрошње послужиће и досадашње повећање плата и пензија од стране државе, при чему претходно дефинисана фискална правила треба да допринесу да учешће ових издатака неће прелазити 10% и 10,5% БДП-а, респективно, што обезбеђује опадајућу путању јавног дуга.

Позитивна макроекономска кретања, уз одржану опадајућу путању јавног дуга у наредном периоду, позитивно би утицала на **кредитни рејтинг** и **премију ризика** земље. Када је реч о кредитном рејтингу, због досадашњих резултата и исказане отпорности привреде Србије, рејтинг агенција *Standard & Poor's* је приближила Србију добијању инвестиционог рејтинга, коригујући изгледе са стабилних на позитивне.

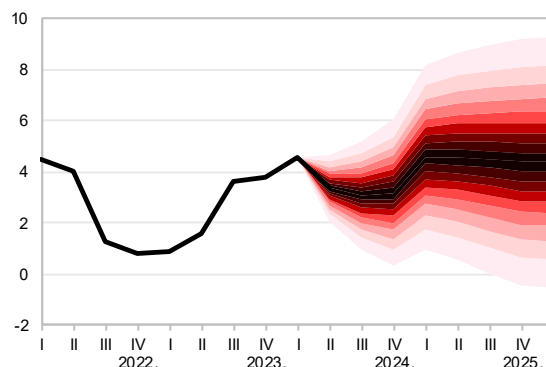
Пројекција БДП-а

Бржи раст у Т1 од очекиваног повећава вероватноћу да ће овогодишња стопа раста БДП-а бити ближа централној вредности распона пројекције 3–4% из претходног извештаја, тако да, према нашој мајској пројекцији, пројектована стопа раста БДП-а Србије за ову годину износи 3,5%. Подршку расту у 2024. години пружиће и процењени ефекат пренетих тенденција (енгл. *carry-over*) из 2023. године од 1,5 п.п.

Посматрано с расходне стране, раст у Т1 који је према прелиминарној процени РЗС-а износио 4,6%, био је вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највећи допринос дале потрошња домаћинстава и фиксне инвестиције, а благ позитиван допринос потицао је и од нето извоза. Посматрано с производне стране, према нашој процени, раст је био вођен трговином, прерађивачком индустријом и грађевинарством, при чему су и сви остали сектори позитивно доприносили економској активности у Т1.

С обзиром на остварења од почетка године, структура раста промењена је у одређеној мери у односу на фебруарску пројекцију. Као и раније, раст економске активности водиће домаћа тражња, уз позитиван допринос свих њених компонената. Већи позитиван допринос у односу на фебруарску пројекцију очекиван је од приватне потрошње, чему ће допринети наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, али који ће бити резултат и повећане продуктивности, тако да неће имати већи инфлаторни утицај. Допринос фиксних инвестиција у основне фондове такође је благо повећан у односу на претходну пројекцију захваљујући наставку високог прилива СДИ и очуваног инвестиционог поверења, а подршку инвестицијама пружиће и смањени глобални

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



Извор: НБС.

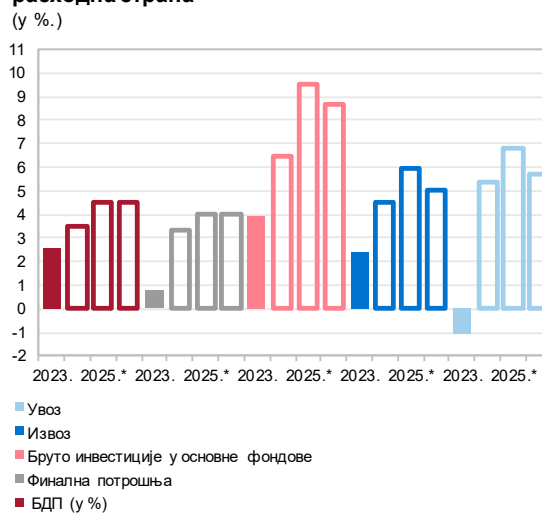
инфлаторни притисци и повољнији услови финансирања, као и реализација пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. С друге стране, и поред очекиваног даљег раста извоза у 2024, првенствено захваљујући инвестицијама у извозне секторе у претходним годинама, пројектовали смо бржи раст увоза услед очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње. То за резултат даје негативан допринос нето извоза расту БДП-а у 2024, али у мањој мери у поређењу с пројекцијом из фебруара.

У 2025. и 2026. години очекујемо даље убрзање раста БДП-а, на распон 4,0–5,0%, с централном вредношћу од 4,5%. Убрзаном расту економске активности допринесиће реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027” и осталих инфраструктурних пројеката, као и очекивани опоравак зоне евра, а тиме и екстерне тражње.

Када је реч о структури раста БДП-а са становишта његове употребе, **приватна потрошња**, која има и највеће учешће у структури БДП-а, требало би да обезбеди и највећи позитиван допринос расту економске активности у 2024. години, од 2,4 п.п., а да се затим тај допринос повећа у наредне две године на око 2,9 п.п. При томе, имајући у виду кључне показатеље потрошње у Т1, пројектовани раст ове компоненте нешто је виши него што смо очекивали у фебруарској пројекцији. Лична потрошња биће вођена наставком раста запослености и зарада (пре свега у приватном сектору), као и пензија у складу с фискалним правилима. Како ће очекивани раст зарада бити највећим делом резултат повећане продуктивности рада, по овом основу не очекујемо значајније инфлаторне притиске. Такође, расту реалног расположивог дохотка за потрошњу допринеће даље успоравање инфлације и нижи трошкови отплате стамбених кредита услед одлуке Народне банке Србије да привремено ограничи ове каматне стопе до краја текуће године. Истовремено, ако се узме у обзир реторика званичника водећих централних банака, као и очекивања тржишних учесника, реално је очекивати да у 2024. години водеће централне банке започну с постепеним ублажавањем монетарне политике. Ублажавање услова финансирања деловало би подстицајно на кредитну активност, чиме би потрошња становништва била додатно подржана. Ипак, пројектовани раст приватне потрошње у 2024, као и у наредним годинама, спорији је од пројектованог раста укупног БДП-а, што доприниси и средњорочној ценовној стабилности.

Очекујемо да ће **државна потрошња** у 2024. и надаље позитивно допринесити расту БДП-а, са око 0,4 п.п. у овој години и око 0,5 п.п. у 2025. и 2026, уважавајући планиране издатке за плате и пензије и

Графикон V.0.28. Реални раст БДП-а и компоненти, расходна страна



Извор: РЗС и НБС.

* Процена и пројекције НБС.

Графикон V.0.29. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Графикон V.0.30. Стопа раста приватне потрошње и њених извора



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

раст расхода за робу и услуге по основу најављеног програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

И према мајској пројекцији, очекује се убрзани раст **приватних инвестиција** у 2024. години и њихов позитиван допринос расту БДП-а од 1,1 п.п., што је готово непромењено у односу на претходну пројекцију. Додатно повећање доприноса инвестиција пројектује се за наредне године, на око 1,4 п.п. у 2025. и 1,8 п.п. у 2026. Остварења у Т1 потврђују да инвестициона активност наставља да расте позитивном динамиком и резултат је очуваног инвестиционог поверења, повољних изгледа раста наше привреде, као и доказане отпорности на негативне екстерне потресе у претходном периоду. Такође, смањени глобални инфлаторни притисци, уз очекивано ублажавање услова финансирања, пружиће додатни подстицај укупном инвестиционом сентименту, што би требало позитивно да се одрази и на домаће и прекограничне (енгл. *cross-border*) инвестиционе кредите. Поред тога, значајан подстицај инвестицијама наставиће да пружају СДИ, док ће основни извор финансирања приватних инвестиција остати сопствени капитал, као резултат повећане профитабилности привреде у претходним годинама. Паралелно с растом приватних инвестиција, очекује се и убрзани раст **државних инвестиција**, чији допринос укупном расту БДП-а у 2024. години, према новој пројекцији, износи 0,5 п.п. Планирани су значајни пројекти у саобраћајној инфраструктури и енергетици, који ће бити финансирани средствима државе, а захваљујући програму „Скок у будућност – Србија Експо 2027” можемо очекивати и додатна значајна улагања у осталу јавну инфраструктуру, тако да се у наредне две године у просеку очекује нешто виши допринос државних инвестиција него у претходној пројекцији.

Као и претходна, и мајска пројекција претпоставља постепено опорављање **залиха** током 2024. године, будући да је њихов велики део искоришћен током претходне године за домаћу потрошњу, а делом и за извоз. Расту залиха пољопривредних производа допринеће добра прошлогодишња пољопривредна сезона, посебно јесењих култура. За наредне године пројектујемо да ће допринос залиха бити близу неутралног нивоа.

Имајући у виду очекиване ефекте инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и постепени опоравак екстерне тражње, пројектовали смо даљи раст нашег извоза у 2024. години. Бржем расту извоза у текућој години требало би да допринесе и добра прошлогодишња пољопривредна сезона, посебно јесењих култура, која је резултирала вишим приносима примарних пољопривредних производа и знатно изнад домаћих потреба, што оставља простор и за већи извоз у овој меркантилној години, а што потврђују и кретања од почетка године. Поред пољопривреде, бржи раст

Графикон V.0.31. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

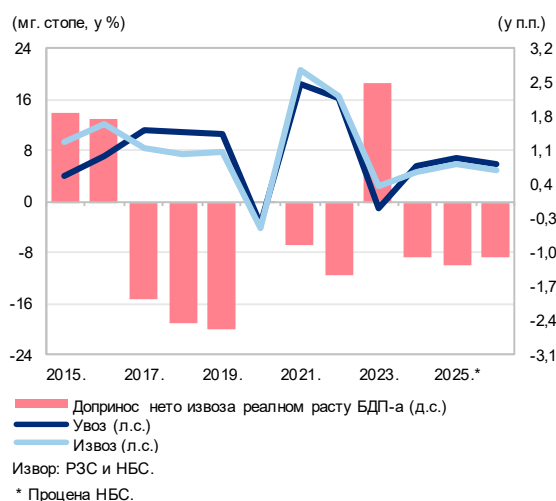
робног извоза очекујемо и по основу већег извоза прерађивачке индустрије. Такође, очекујемо да се суфицит у трговини услуга одржи на сличном нивоу као у 2023, што је резултат распрострањеног раста извоза услуга посматрано по врстама, а пре свега ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта, и поред очекиваног раста увоза, пре свега туристичких услуга у условима раста личне потрошње. Ипак, уважавајући потребе планираних инвестиционих активности у наредном периоду, за 2024. годину пројектовали смо нешто бржи раст увоза у односу на извоз, и то посебно опреме и репроматеријала. Такође, раст приватне потрошње у условима растућег расположивог дохотка допринеће и расту увоза потрошне робе. Све ће то за последицу имати негативан допринос **нето извоза** у 2024. години, који у новој пројекцији износи $-1,1$ п.п., што представља корекцију у смеру мање негативног доприноса нето извоза у односу на фебруар. Такође, с обзиром на очекивано убрзање инвестиционог циклуса, негативан допринос нето извоза од око $1,1-1,3$ п.п. очекује се и у наредним годинама, јер ће извоз расти нешто спорије од увоза.

Бржи реални раст увоза од извоза у овој години и наредним годинама одразиће се на већи дефицит спољнотрговинске размене него у 2023, при чему ће у смеру његовог раста ове и наредне године утицати и односи размене, тј. бржи пројектовани раст увозних од извозних цена. Када је реч о осталим компонентама **текућег рачуна платног биланса**, претпоставка пројекције је и да ће суфицит секундарног дохотка износити око 7% БДП-а, што је близу нивоа који је у просеку бележен пре пандемије. Поред тога, очекивани ниво нето прилива СДИ од око 5% БДП-а утицаће на то да принос по основу њиховог власништва остане солидна расходна ставка на рачуну примарног дохотка, чији ће се дефицит због тога умерено повећавати. Када је реч о приливима по основу СДИ, очекујемо задржавање њихове високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе.

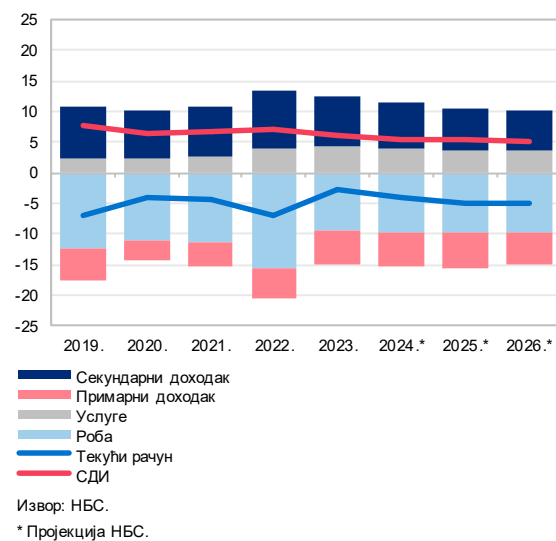
Имајући све претходно у виду, пројектујемо да ће се дефицит текућег рачуна у овој години приближити нивоу од 4% , а у средњем року да ће се кретати око 5% БДП-а. Важно је нагласити да ће текући дефицит, према нашим проценама, бити у пуној мери покривен нето приливом СДИ, што је био случај и у претходних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

Посматрано с производне стране, раст БДП-а у 2024. и надаље ће водити услужни сектори (допринос од $2,2$ п.п. у 2024. години и по $2,8$ п.п. у наредне две године), чему ће посебно допринети раст приватне потрошње, подржан позитивним трендовима на тржишту рада, растом зарада, као и расположивог

Графикон V.0.32. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.33. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



дохотка, нарочито у условима успоравања инфлације и очекиваног почетка ублажавања монетарних услова. У складу с растом потрошње и услужних делатности, што ће за резултат имати и бољу наплату пореских прихода, очекујемо позитиван допринос расту БДП-а и нето пореза, који би, према нашој процени, требало да износи око 0,5 п.п. годишње. Такође, пројектован је и раст производних сектора, чији збирни допринос расту БДП-а у 2024. години, и према мајској пројекцији, износи 0,9 п.п. Највећи позитиван допринос очекиван је од убрзаног раста индустрије (0,5 п.п.), при чему сличан допринос (по 0,2 п.п.) очекујемо од њеног прерађивачког дела, у којем очекујемо активирање нових и проширење постојећих капацитета, као и од енергетике, где су у складу с новим аранжманом с ММФ-ом планиране структурне реформе, док ће позитиван допринос БДП-у дати и почетак рада новог погона у термоелектрани Костолац. Благ позитиван допринос (0,1 п.п.) очекиван је и од рударства услед веће експлоатације угља и руде метала, нарочито бакра. Планирана реализација инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре подржаће даљи раст грађевинарства, од којег се очекује позитиван допринос расту БДП-а у 2024. години од 0,4 п.п. Када је реч о пољопривреди, претпоставили смо наставак благог раста производње, као резултат модернизације опреме и веће примене агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди. То би требало да резултира благим позитивним доприносом пољопривредне производње БДП-у. Реализација програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027” допринеће расту доприноса грађевинарства, прерађивачке индустрије и већине услужних сектора у наредним годинама.

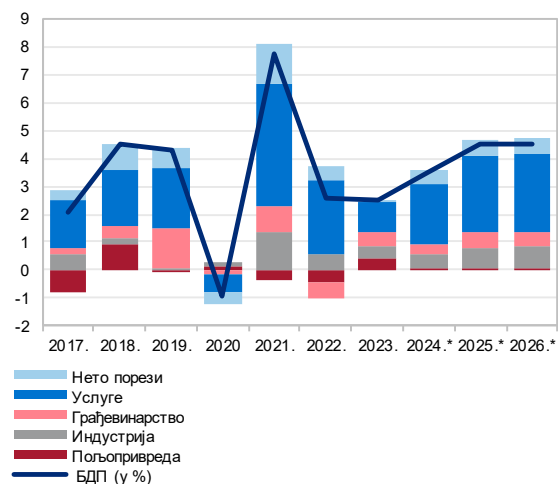
Пројекција инфлације

Према мајској централној пројекцији, м.г. инфлација би у границе циља требало да се врати у мају, а затим да настави да успорава и да се од наредне године па до краја периода пројекције креће око централне вредности циља од 3%. Нова пројекција инфлације благо је нижа од фебруарске за Т2 и Т3 као резултат бржег успоравања инфлације од очекиваног у досадашњем току године, а од Т4 па до краја периода пројекције благо је виша од фебруарске, пре свега због виших светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, као и слабијег дезинфлаторног утицаја домаће тражње него што се очекивало пре три месеца.

Упркос израженим геополитичким тензијама, протекционистичким мерама, фрагментацији и санкцијама у међународној трговини, м.г. инфлација ће у остатку године наставити да опада, захваљујући пре свега деловању неколико кључних фактора – ефектима претходног заоштравања монетарних услова, даљем паду инфлационих очекивања,

Графикон V.0.34. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна

(у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Табела V.0.4. Најважније претпоставке пројекције

	2024.		2025.		2026.	
	Феб.	Мај	Феб.	Мај	Феб.	Мај
Екстерне претпоставке						
Извештаја о инфлацији						
Раст БДП-а у зони евра	0,8%	0,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%
Инфлација у зони евра (просек)	2,6%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	2,7%	3,2%	1,9%	2,3%	1,9%	2,3%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-2,7%	1,1%	3,3%	-1,0%	3,1%	-7,8%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	83	84	80	82	80	80
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,2%	4,3%	6,6%	6,5%	5,0%	5,5%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

успоравању увозне инфлације и још увек негативном производном јазу, пре свега због ниске екстерне тражње.

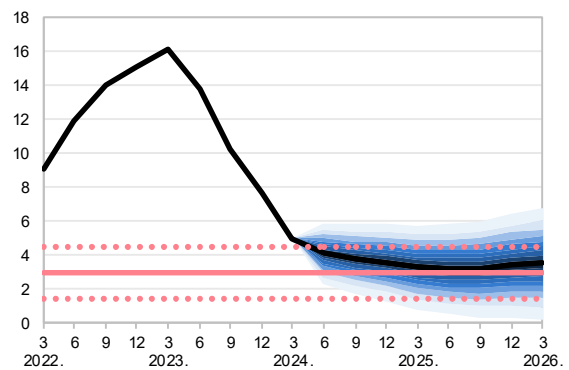
По свему судећи, већина централних банака је завршила циклус заостравања монетарних политика, а неке централне банке су започеле циклус монетарног ублажавања. Када су у питању водеће централне банке, очекује се да ЕЦБ у јуну започне смањење својих основних каматних стопа, а ФЕД нешто касније током године. Ипак, с обзиром на смањење инфлације, реалне каматне стопе остаће повишене и чиниће монетарну политику рестриктивном још неко време.

Слично је и с реалном каматном стопом Народне банке Србије, која је због пада инфлационих очекивања наставила да расте и у Т1 ове године. Повећана рестриктивност монетарне политике по основу реалне каматне стопе потврђује усмереност монетарне политике Народне банке Србије на смањење инфлаторних притисака. У текућем циклусу заостравања монетарних услова, Извршни одбор Народне банке Србије настојао је пре свега да утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката, односно да убрза њихов повратак у границе циља и да обезбеди да се инфлација нађе на одрживој опадајућој путањи. Смањење инфлационих очекивања нарочито је изражено код финансијског сектора, при чему се краткорочна очекивања овог сектора налазе у границама циља Народне банке Србије од почетка ове године, док су средњорочна очекивања овог сектора усидрена у границама циља већ дуже време. Са смањењем текуће инфлације очекује се пад инфлационих очекивања свих сектора, што ће се одразити на даљи пад инфлације, истовремено доприносећи расту реалне каматне стопе.

Као и у претходним пројекцијама, једна од кључних претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији јесте наставак смањења увозне инфлације. Инфлација у зони евра наставиће да се смањује, с тим да ће динамика тог смањења свакако бити умеренија него до сада, уз постизање циља за инфлацију у 2025. години. Смањењу увозне инфлације и даље ће доприносити фактори и на страни понуде, и на страни тражње. На страни понуде важно је што су претходно снижене цене енергената и хране, као и што је обезбеђено боље функционисање глобалних ланаца снабдевања. На страни тражње дезинфлаторно делују пре свега више каматне стопе водећих централних банака, које ће се на повишеном нивоу задржати још неко време.

Забринутост и даље постоји због затегнутих услова на тржишту рада, с тим да је приметно извесно попуштање у односу на ситуацију од пре три месеца. У зони евра и даље се очекује раст трошкова рада, који ће бити доминантни покретач базне инфлације. Ипак, ЕЦБ очекује постепено успоравање раста

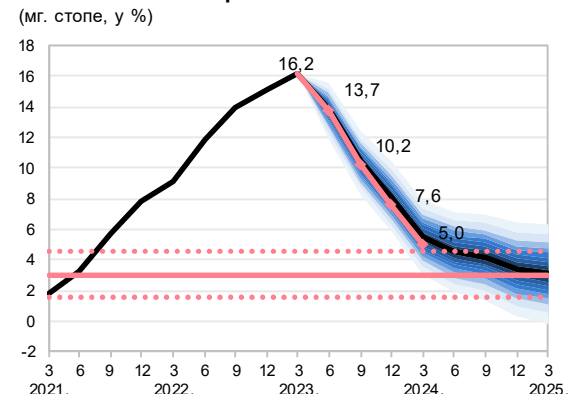
Графикон V.0.35. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем 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.0.36. Пројекција инфлације из маја 2023. и њено остварење
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем 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%.

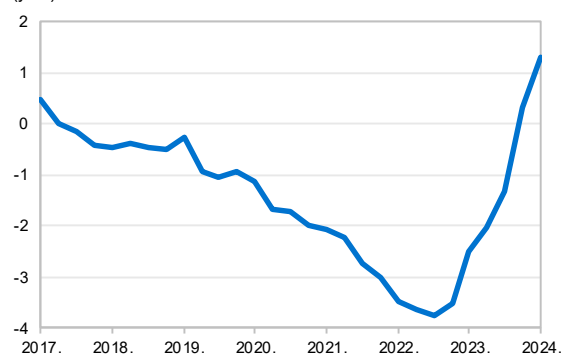
номиналних зарада током хоризонта пројекције, заједно са слабљењем инфлације, јер ће тиме слабити и притисци на даљи раст зарада како би се компензовала инфлација.

Очекујемо да пројектованом успоравању инфлације у извесној мери још увек допринесу и цене примарних пољопривредних производа и хране услед оствареног пада у досадашњем току године, с тим да је у новој пројекцији предвиђено да ће се оне крајем ове године наћи на благо вишем нивоу него крајем 2023, а да ће се затим смањивати у наредне две године, на шта указује кретање фјучерса. Светске цене хране, према индексу ФАО, биле су у паду седам узастопних месеци, све до марта ове године, када су благо повећане у односу на претходни месец (1,1%). Оне су и даље ниже него пре годину дана за 7,7%, што је у складу са смањењем трошкова инпута у пољопривредној производњи, а посебно минералних ђубрива, чије су цене на домаћем тржишту знатно ниже него пре годину дана.

Од примарних производа посебно забрињава цена нафте на светском тржишту, која је почела да расте средином марта ове године, да би почетком априла прешла 90 долара по барелу, подстакнута ескалацијом геополитичких тензија у условима раста глобалне тражње и ограничене производње земаља чланица *OPEC+*. Како су напетости на Блиском истоку попуштале, светска цена нафте се до краја априла спустила испод 90 долара по барелу, али је и даље изнад нивоа који смо очекивали пре три месеца. Повећани су и нафтни фјучерси, као и очекивана светска цена нафте од стране готово свих релевантних институција, па се и путања очекиване светске цене нафте у нашој пројекцији, иако и даље опадајућа, налази изнад оне од пре три месеца. Главни разлог повећања очекиване цене нафте јесте знатан пад глобалних залиха, уз очекивање да ће глобална тражња за нафтом полако достићи нови рекорд до августа, у условима перзистентних геополитичких тензија које повећавају премију ризика садржану у цени нафте. Ипак, снажнији раст светске цене нафте ограничава то што водеће централне банке још увек држе своје каматне стопе на релативно високом нивоу. У наредној години се очекује да ће *OPEC+* окончати ограничавање производње, што би требало да утиче на смањење светске цене нафте.

У складу са слабим растом светске привреде, пре свега зоне евра, као и рестриктивним финансијским условима, очекујемо да ће током првог дела хоризонта пројекције по основу екстерне тражње преовладавати дезинфлаторни притисци. Предвиђа се да привредни раст зоне евра ове године буде 0,6%, а да наредне године убрза на 1,5%. Скроман раст зоне евра последица је пре свега кретања у најјачој европској економији и нашем водећем економском партнеру, Немачкој. Водећи институти у Немачкој ревидирали су наниже пројекције привредног раста

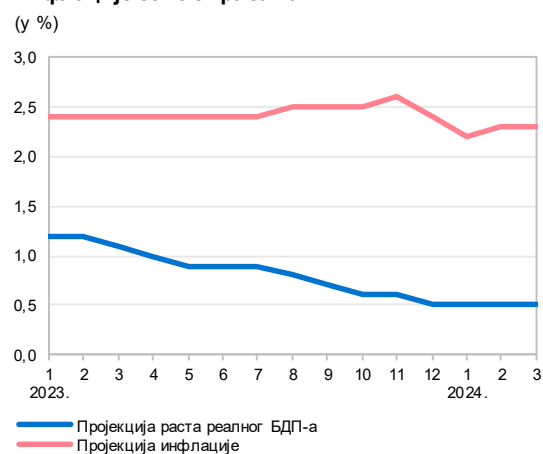
Графикон V.0.37. Реална каматна стопа (у %)



Извор: НБС.

Напомена: Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног BELIBOR-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

Графикон V.0.38. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2024.



— Пројекција раста реалног БДП-а

— Пројекција инфлације

Извор: Consensus Economics.

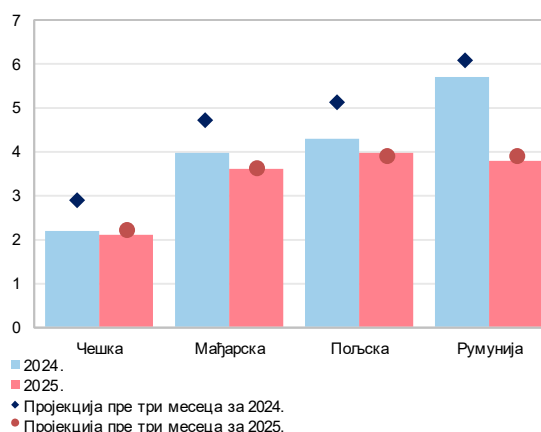
Немачке, уз очекивања већине да ће раст ове године бити скроман 0,1%, због слабе екстерне, али и домаће тражње. Убрзање раста очекује се наредне године, а процене се углавном крећу у распону 1,1–1,4%. Када је у питању домаћа тражња у Србији, нешто нижи расположиви доходак за потрошњу услед претходног заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије биће компензован даљим растом запослености и зарада. У другом делу хоризонта пројекције очекујемо ефекте постепеног ублажавања финансијских услова због очекиваног почетка смањивања рестриктивности монетарне политике. Имајући то у виду, процењујемо да ће негативни производни јаз у П2 ове године почети да се смањује, и да би током наредне године био око неутралног нивоа или благо позитиван.

Као и у претходној пројекцији, очекујемо смањење доприноса м.г. инфлацији свих њених компонената, што ће је даље успорити у наредном периоду. То се посебно односи на **цене хране (без воћа и поврћа)**, које су знатно допринеле расту м.г. инфлације у претходном периоду. На смањење доприноса цена хране утицаће висока база код цена индустријско-прехранбених производа и пад трошковних притисака у производњи хране, пре свега услед пада цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје), које су се спустиле на преткризни ниво. Поред трошкова сировина, на стабилизацију цена хране одражавају се и нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања. На пад трошковних притисака у производњи хране указује јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем односа цена инпута и цена финалних прехранбених производа од тренда), који се од Т3 прошле године налази у негативној зони. С постепеним опоравком цена примарних пољопривредних производа који се очекује у наредном периоду, требало би да се овај негативни јаз постепено смањи и да се затвори. У складу с тим, очекујемо смањење доприноса цена хране м.г. инфлацији у наредној години дана, а затим његову стабилизацију на око 0,8 п.п. до краја периода пројекције, што је скоро двоструко нижи ниво од тренутног.

Тенденцију смањења доприноса м.г. инфлацији очекујемо и од **непрехранбене инфлације**. Цене ове категорије производа у великој мери зависе од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер. Раст непрехранбене инфлације готово се у потпуности подудара с растом увозне инфлације из зоне евра, али и из других земаља ЕУ изван зоне евра, које су такође наши важни партнери (попут Мађарске, Румуније, Чешке). Као и у претходној пројекцији, увозна инфлација је фактор чије ће дејство на цене непрехранбених производа током хоризонта пројекције знатно ослабити. Смањењу притиска на домаће цене непрехранбених производа допринеће и

Графикон V.0.39. Пројекција раста потрошачких цена

(м.г. стопе, у %)



Извор: Consensus Economics, март 2024.

Графикон V.0.40. Пројектовано кретање производног јаза*

(у % потенцијалног производа)

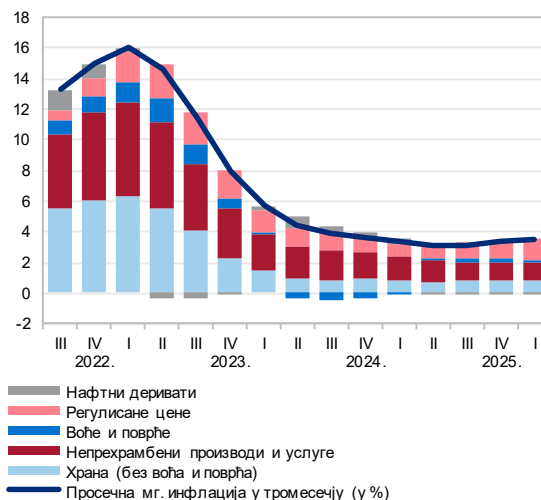


Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.

Графикон V.0.41. Доприноси м.г. инфлацији по компонентама

(просечне м.г. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

даље смањење инфлационих очекивања. По основу притисака у глобалним ланцима снабдевања не очекујемо притиске на непрехрамбену инфлацију, у складу са индексом који се налази у негативној зони већ више од годину дана. Више забрињава раст трошкова међународног контејнерског транспорта који се десио крајем 2023, али је и он још увек знатно испод максимума достигнутог 2022. године, а последњих месеци ови трошкови се смањују. Имајући све поменуто у виду, очекујемо да ће се и допринос цена непрехрамбених производа и услуга преполовити – са око 2,4 п.п. почетком ове године на око 1,2 п.п. крајем хоризонта пројекције.

Након што је прошле године извршен највећи део усклађивања цена струје и природног гаса, повећања њихових цена за ову годину нису планирана. Полазећи од тога, у овој години очекујемо знатно мањи раст **регулисаних цена** (4,3%) него у 2023, што ће за резултат имати и мањи допринос инфлацији, који се процењује на око 1,1 п.п. За наредне две године пројектује се раст од 6,5% и 5,5%, уз благо виши допринос инфлацији него у овој години.

Због повећања светске цене нафте у периоду од претходне пројекције, као и виших очекивања за наредни период, пројектовани допринос **цена нафтних деривата** м.г. инфлацији виши је у овој години него што је био у нашој претходној пројекцији. Уместо занемарљивог доприноса м.г. инфлацији, који смо очекивали пре три месеца, сада очекујемо да ће цене нафтних деривата имати инфлаторно дејство током ове и почетком наредне године, а затим готово неутралан допринос м.г. инфлацији до краја хоризонта пројекције.

Када су у питању **цене воћа и поврћа**, оне су тренутно релативно ниске, захваљујући пре свега доброј понуди услед повољних временских прилика, смиривању трошkových притисака у производњи и базном ефекту. При томе, претпоставили смо да ће овогодишња сезона бити просечна. У складу с тим, допринос цена воћа и поврћа укупној м.г. инфлацији требало би да буде негативан током ове године, тј. да делује у правцу смањења м.г. инфлације. Затим, од Т2 наредне године па до краја периода пројекције требало би да цене воћа и поврћа имају благ позитиван допринос инфлацији, јер претпостављамо да ће се ове цене постепено вратити свом дугорочном тренду (који одговара расту цена непрехрамбених производа и услуга).

Графикон V.0.42. **Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране** (одступање у % од тренда)



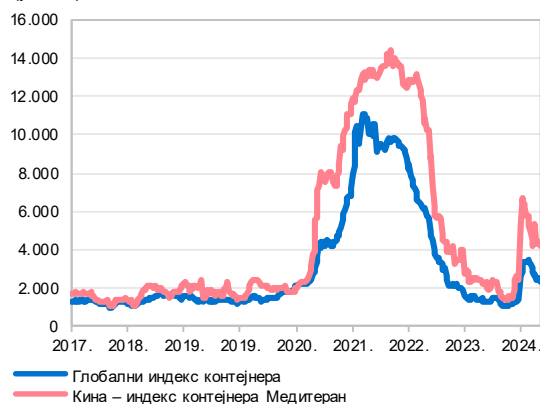
Извор: НБС.

Графикон V.0.43. **Притисци у глобалним ланцима снабдевања** (индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

Графикон V.0.44. **Цена контејнерског транспорта** (у USD)



Извор: Freightos.

Пројекције других институција за Србију и поређење с пројекцијама Народне банке Србије

ММФ је у априлу ревидирао навише октобарску пројекцију привредног раста Србије у 2024. за 0,5 п.п., на 3,5%, што је у потпуности у складу с нашим пројекцијама. У истој мери повећана је и пројекција Светске банке, која такође процењује да ће реалан раст БДП-а у 2024. износити 3,5%, који ће бити доминантно вођен растом приватне потрошње, а затим инвестиција и извоза, али ће због очекиваног убрзања увоза нето извоз ипак имати негативан допринос. Нешто нижи раст БДП-а у 2024. очекују аналитичари *Consensus Economics*-а, од 3,3%, што је ипак за 0,4 п.п. више него у јануару. Када су у питању пројекције за 2025. годину, ММФ пројектује раст од 4,5%, колико износи и наша пројекција, док *Consensus Economics* и Светска банка очекују нешто спорији раст од 3,9% и 3,8%, респективно, који ће такође бити вођен растом приватне потрошње и фиксних инвестиција.

У односу на октобарску пројекцију, ММФ је ревидирао навише дефицит текућег рачуна за ову годину, за 0,7 п.п., на 3,9%, што је и даље испод наших очекивања (4,0%). У мањој мери повећана је и пројекција Светске банке, за 0,2 п.п., на 3,6%. Услед очекиваног убрзања инвестиционог циклуса и с тим повезаног раста увоза опреме и репроматеријала, очекује се убрзање дефицита текућег рачуна у наредном периоду, при чему ММФ оцењује да ће он у 2025. износити 4,7%, што је блиско нашој пројекцији, док Светска банка очекује дефицит од 3,9% БДП-а.

Услед наставка попуштања глобалних инфлаторних притисака и ефеката заостравања монетарне политике, међународне институције очекују наставак успоравања инфлације у наредном периоду. При томе, према априлским пројекцијама, ММФ очекује да просечна годишња инфлација у 2024. износи 4,8%, што је за 0,5 п.п. ниже него што су пројектовали у октобру претходне године, док је Светска банка смањила своју пројекцију у односу на претходну за 0,3 п.п., на 5,0%. *Consensus Economics* очекује нешто нижу просечну инфлацију у 2024. – од 4,7%, што је за 0,4 п.п. ниже него у јануару. Слично нашој пројекцији за 2025. годину, која износи 3,0%, ММФ оцењује да ће просечна годишња инфлација у 2025. износити 3,1%, док *Consensus Economics* и Светска банка пројектују нешто вишу инфлацију, 3,4% и 3,5%, респективно.

Ризици пројекције

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се у највећој мери односе на факторе из међународног окружења, а пре свега на

Табела V.0.5. Пројекције макроекономских показатеља Србије (у %)

	Народна банка		ММФ		Consensus Forecasts		Светска банка	
	2024.	2025.	2024.	2025.	2024.	2025.	2024.	2025.
Пројекц. БДП-а	3,5	4,5	3,5	4,5	3,3	3,9	3,5	3,8
Пројекц. текућег рачуна платног биланса	-4,0	-4,8	-3,9	-4,7			-3,6	-3,9
Пројекц. инфлације	4,5	3,0	4,8	3,1	4,7	3,4	5,0	3,5

Извор: наведене финансијске институције.

геополитичке односе и изгледе за глобални привредни раст, нарочито зоне евра, као и њихов утицај на светске цене енергената и других примарних производа. Такође, у извесној мери ризици из међународног окружења односе се и на отпорност базне инфлације на глобалном нивоу и дужину трајања рестриктивних монетарних услова водећих централних банака. Када је реч о факторима **из домаћег окружења**, ризици пројекције односе се на брзину раста домаће тражње, првенствено по основу висине прилива СДИ, улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Ризик представља и исход домаће пољопривредне сезоне. **Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације током хоризонта пројекције оцењујемо као симетричне.**

Геополитичке тензије су и даље извор неизвесности на робним и финансијским тржиштима, пре свега због могућег утицаја на светске цене енергената и примарних производа. Поремећаји у међународној трговини и транспорту услед ескалације конфликта на Блиском истоку и у Украјини могли би утицати на даљи раст светске цене нафте, али и на раст цена других примарних производа. То би могло повећати производне трошкове, продужити трајање повишених инфлационих очекивања на глобалном нивоу и тиме одложити повратак инфлације на циљ централних банака. Нови круг инфлаторних притисака продужио би и/или повећао степен заоштравања монетарних политика ради обуздавања инфлације. Чак и кад би изостали директни ефекти на цене енергената у Србији, то би се одразило на раст увозне инфлације, а тиме и домаће инфлације. Такође, даља глобална економска и политичка фрагментација може поделити земље у трговинске блокове и проузроковати знатне губитке у светској производњи, укључујући и негативне ефекте на наше главне трговинске партнере. Наиме, даље затезање односа између Кине и Запада могло би да има негативни преносни ефекат на светску привреду и глобалне ланце снабдевања. Посебно би могао бити погођен наш главни трговински партнер, Немачка, не само због пада тражње из Кине већ и због ослањања немачке привреде на кључне инпуте из Кине. С обзиром на то да је мала вероватноћа да би се геополитичка ситуација убрзо могла знатније поправити, ценимо да су **ризични пројекције БДП-а по основу евентуалне ескалације геополитичких тензија асиметрични наниже, а инфлације навише.**

Светска привреда је избегла рецесију, али ће **глобална привредна активност**, по свему судећи, бити слаба и током III ове године, а постепено убрзање требало би да уследи након тога. То се посебно односи на зону евра, чији ће раст благо убрзати ове године, али с веома ниског нивоа, који је пре свега последица рестриктивне монетарне политике ЕЦБ-а и енергетског шока у претходном

периоду. Ипак, раст светске привреде и зоне евра могао би бити слабији него што смо претпоставили у основном сценарију, с обзиром на геополитичке тензије и с тим повезане поремећаје на светским тржиштима примарних производа, који се могу одразити на додатно успоравање глобалног привредног раста. Ако раст светске привреде ослаби више него што се очекује, више би ослабила и **економска активност зоне евра**, нашег најзначајнијег економског партнера. Раст зоне евра могао би бити нижи од пројектованог и ако се продужи трајање и/или појача интензитет рестриктивне монетарне политике ЕЦБ-а више него што се очекује. Ефекти већег успоравања раста светске привреде од очекиваног, а нарочито зоне евра, испољили би се на Србију првенствено путем ниже екстерне тражње и ниже цене енергената и примарних производа. Нижа екстерна тражња одразила би се на успоравање раста активности домаће прерађивачке индустрије и извоза, али би

Табела V.0.6. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације

Ризик	Могући канали утицаја	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Интензивирање геополитичких тензија и утицај на цене нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената)	Интензивирање геополитичких тензија и сукоба довело би до поновног раста светских цена енергената. То би за последицу имало раст трошкова производње, што смањује средства за инвестиције, а на инфлацију може имати и секундарне ефекте, што делом може бити компензовано нижом тражњом за овим производима.	↓	↑
Изгледи за глобални привредни раст	Спорији раст светске привреде, а пре свега привреде зоне евра, имао би за последицу нижу екстерну тражњу за нашим извозом и мање притиске на инфлацију са стране тражње.	↓	↓
Глобална инфлација, пре свега инфлација у зони евра, и монетарне политике водећих централних банака	– Виша/нижа глобална инфлација, а пре свега инфлација у зони евра, од очекиване делује у правцу више/ниже увозне инфлације, што повећава/смањује трошкове производње. – Веће и/или брже од очекиваног заоштравање монетарних политика водећих централних банака води већој аверзији инвеститора према ризику и мањим токовима капитала према земљама у успону, и обрнуто.	↕	↕
Светске цене примарних пољопривредних производа и метала (Србија нето извозник)	Раст/пад цена примарних пољопривредних производа и метала има инфлаторне/дезинфлаторне ефекте. То повећава/смањује трошкове производње и смањује/повећава расположиви доходак за инвестиције, а ефекти на БДП највероватније би били неутралисани растом/падом извоза, јер је Србија нето извозник примарних пољопривредних производа и метала.	↕	↕
Брзина раста домаће тражње	Виши/нижи расположиви доходак по основу бржег/споријег раста зарада и запослености од очекиваног, услед више/ниже извозне тражње и/или вишег/нижег прилива СДИ за последицу би имао бржи/спорији раст домаће тражње и веће/мање инфлаторне притиске. Убрзање раста активности у грађевинарству услед убрзане реализације инфраструктурних пројеката од стране државе, инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе Експо 2027, као и приватних инвестиција у условима смиравања инфлаторних притисака, утицало би у правцу раста домаће тражње, БДП-а и инфлације.	↑	↑
Опоравак сектора енергетике	Реформа сектора енергетике може да има мање и веће ефекте на обим производње од очекиваног.	↑	↓
Пољопривредна сезона	Боља пољопривредна сезона од претпостављене води већој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне притиске и обрнуто, лошија пољопривредна сезона од претпостављене за последицу има мању понуду пољопривредних производа и инфлаторне притиске.	↕	↕

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

деловала и дезинфлаторније него у основном сценарију.

С друге стране, глобални раст би могао бити и виши од очекиваног ако инфлација брже успори, а то би, у комбинацији с бржим падом инфлационих очекивања, омогућило централним банкама да раније и брже ублажавају своје монетарне политике, што би допринело убрзању економске активности. Могуће је и да економске мере у Кини допринесу опоравку домаће и светске привреде више него што се очекује. Снажнија индустријска производња и виши раст БДП-а у Кини него што се очекивало обележили су Т1, па су многе релевантне институције недавно кориговале своје пројекције. Бржи раст БДП-а Кине од очекиваног вероватно би повећао и цене енергената и других примарних производа и отежао борбу против инфлације, истовремено захтевајући строжу монетарну политику. Имајући све поменуто у виду, ценимо да су **ризичи пројекције БДП-а, а у мањој мери и инфлације, по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње, пре свега зоне евра, нешто израженији наниже.**

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

Упркос смањењу **глобалне инфлације**, светска економија још увек није постигла одрживу ценовну стабилност, а пут ка њој и даље прате бројни изазови. Пре свега, затегнутост на тржишту рада, нарочито у развијеним земљама, могла би изазвати већи раст зарада од очекиваног. Једно од кључних питања у зони евра и даље се односи на то у којој мери ће компаније пребацити веће трошкове зарада на потрошаче даљим повећањем цена својих производа и услуга, или ће пак то компензовати смањењем профитних маржи, јер од тога у великој мери зависи постизање циља за инфлацију у 2025. години. Очекује се да зараде у зони евра ове године порасту око 4,5%, а ако порасту снажније од тога, то би могло продужити притиске на раст цена, посебно на раст цена услуга, и довести у питање враћање стопе инфлације на циљ. Реакција ЕЦБ-а би била рестриктивност монетарне политике у дужем периоду, што би могло да произведе негативне ефекте по привредни раст и финансијску стабилност. У супротном смеру на глобалну инфлацију би деловало смањење тражње услед већег ефекта рестриктивних кредитних услова од очекиваних и ефикаснијег трансмисионог механизма монетарне политике.

Поновни раст инфлације довео би до **рестриктивне монетарне политике водећих централних банака у дужем периоду него што се очекује.** То би водило

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

Када су у питању домаћи фактори, ризици остварења пројекције односе се на **брзину раста домаће тражње**. С једне стране, мањи доходак од извозне тражње него што смо претпоставили могао би се негативно одразити на тржиште рада, тј. спорији раст запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. С друге стране, **способност Србије да привуче СДИ** могла би се испоставити као већа од очекиване, тим пре ако се има у виду да су наше пројекције прилива СДИ прилично конзервативне и да је и претходних година њихова реализација била рекордна и изнад наших пројекција. То би допринело даљем расту зарада и запослености. У истом правцу деловало би веће од очекиваног убрзање темпа извођења **инфраструктурних пројеката** које финансира држава, као и приватних инвестиција, нарочито инвестиција планираних у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Имајући то у виду, ценимо да су **ризичи пројекције БДП-а по основу домаће тражње асиметрични навише. Такође, бржи раст домаће тражње од очекиваног у одређеној мери повећао би и инфлаторне притиске.**

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

Симетрични ризик пројекције инфлације и БДП-а представља пољопривредна сезона.

Претпоставили смо да ће пољопривредна сезона ове године бити нешто боља од прошлoгодишње, а исту претпоставку користили смо и за пољопривредну сезону наредне године, узимајући у обзир напредак у модернизацији опреме у пољопривреди и већу примену агротехничких мера, као и већа планирана издвајања из буџета у виду субвенција за сектор пољопривреде. Ипак, исход пољопривредне сезоне ће у великој мери зависити од временских прилика и изненађења су могућа у оба смера.

Будуће одлуке о монетарној политици зависиће од кретања кључних фактора у домаћем и међународном окружењу, као и геополитичких односа и њиховог утицаја на брзину даљег успоравања домаће инфлације. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и очување финансијске стабилности у средњем року, јер се на тај начин доприноси и одрживом привредном расту, а тиме и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције

У периоду од нашег претходног извештаја геополитички односи додатно су се заоштрили, пре свега на Блиском истоку, због чега геополитичке тензије и даље представљају највећи ризик остварења пројекција. С обзиром на то да би материјализација овог ризика пре свега утицала на светске цене примарних производа – нафте и примарних пољопривредних производа, у песимистичном сценарију користили смо претпоставке с вишим ценама ових производа. Насупрот томе, у оптимистичном сценарију претпоставили смо да ће инфлација у зони евра наставити да опада брже од очекивања, као и да ће цене примарних производа бити ниже него у основном сценарију.

Неуспели преговори и наставак сукоба на Блиском истоку, напади јеменских Хута на бродове у Црвеном мору, као и обострани напади на енергетску инфраструктуру у Украјини и Русији, имали су за последицу волатилна кретања цена на светским тржиштима примарних производа током Т1. Раст светских цена примарних производа био је нарочито изражен крајем марта и почетком априла, након напада Израела на амбасаду Ирана у Сирији, као и реакције Ирана, при чему је цена нафте средином априла достигла ниво од око 93 долара по барелу, што је за 20,2% више него на крају 2023. На раст светских цена примарних производа утицали су и повећани трошкови прекоморског транспорта, пошто су конвенционални бродови избегавали мореуз Баб ел Мандеб због напада Хута. С тим у вези, глобални индекс контејнерског транспорта средином априла био је виши за 87,5% него крајем 2023, и поред тога што се током Т1 доминантно кретао силазном путањом. Међутим, према показатељу глобалних притисака у ланцима снабдевања, које је конструисао њујоршки ФЕД, а који се у марту и даље налазио у негативној зони и испод вишегодишњег просека, виши трошкови транспорта нису утицали на застоје у глобалним ланцима снабдевања.

С обзиром на значајан ниво производње и извоза сирове нафте, као и геостратешку позицију Ирана на Ормуском мореузу, који спаја Персијски залив и Индијски океан, наставак директног сукоба са Израелом утицао би на раст цена енергената, а тиме и на цене осталих примарних производа. Више светске цене примарних производа угрозиле би опадајућу путању инфлације, глобално посматрано, при чему би очекивано попуштање монетарних услова вероватно било одложено, што би даље утицало на спорији раст економске активности. Додатни инфлаторни притисци у наредном периоду могу потећи и од наставака напада Хута на бродове у Црвеном мору, услед раста трошкова транспорта и потенцијалних застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и од нових напада на енергетску инфраструктуру у Русији и Украјини. Поред тога, потенцијална економска и политичка фрагментација и креирање трговинских блокова може изазвати увођење нових рестрикција у глобалној трговини, као и у кретању капитала, технологије и радне снаге. При томе, ефекти би били већи у земљама у успону и развоју, услед негативних ефеката на СДИ, због повећане аверзије инвеститора према ризику. Штавише, према истраживању ММФ-а, геополитичка фрагментација се већ одразила на глобалну трговину, при чему је од почетка сукоба у Украјини годишња размена између земаља које су сврстане у различите блокове у просеку смањена за 4,9%, насупрот смањењу од 2,4% између земаља које су сврстане у исти блок.¹

Ако се материјализују наведени ризици, претпоставили смо да би светска цена нафте до краја 2024. порасла на преко 102 долара по барелу, а затим да би била умерено смањена у 2025, тако да би крајем године износила око 95 долара по барелу. Више цене нафте утицале би на раст светских цена примарних пољопривредних производа, тако да би оне крајем 2024. биле за 11% више него на крају 2023, док би у 2025. опале за око 8,0%, чиме би крајем 2024. биле више за 10%, а крајем 2025. за 3% у односу на основни сценарио. Последице овог, песимистичног сценарија биле би следеће:

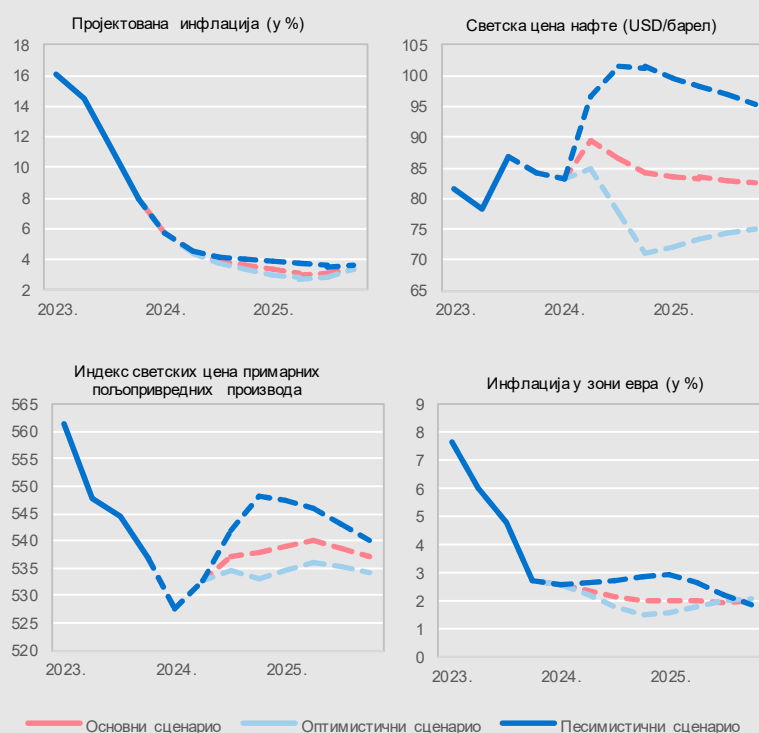
- Раст светске цене нафте одразио би се на домаћу инфлацију директно преко виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту, али и индиректно преко виших цена хране због повећаних трошкова у производњи. Исти ефекти утицали би и на раст инфлације у зони евра, што би се преко увозних цена одразило на домаћу инфлацију. У том случају, просечна инфлација би у 2024. била виша у односу на основни сценарио за 0,2 п.п., а у 2025. за око 0,4 п.п.
- Раст глобалне инфлације у овом случају вероватно би утицао на одлагање очекиваног смањивања каматних стопа водећих централних банака на лето ове године, што би се негативно одразило на глобални привредни раст и глобалне услове финансирања. По основу ниже екстерне тражње и заоштрених глобалних финансијских услова, смањило би се домаћи извоз, а делом и инвестиције и потрошња, тако да би и домаћи БДП забележио мањи раст од пројектованог у основном сценарију, за око 0,3 п.п.
- Ефекти песимистичног сценарија на дефицит текућег рачуна не би били значајни, јер би се највероватније међусобно неутралисали ефекти ниже екстерне тражње и раста цена примарних пољопривредних производа и метала на извоз. Такође, супротстављено ће на увоз деловати, с једне стране, ефекти виших цена енергената и већих расхода по основу примарног дохотка због виших каматних стопа и, с друге стране, утицај ниже екстерне и домаће тражње на увоз опреме и потрошне робе.

¹ ММФ *WEO*, април 2024.

У другом алтернативном сценарију полазимо од претпоставке да ће инфлација у зони евра успоравати брже од очекивања, тако да у 2024. у просеку износи 2,0%, као и 1,9% у 2025. (уместо 2,3% и 2,0%, респективно, у основном сценарију). Поред тога, у овом сценарију претпоставили смо да се у наредном периоду постепено смирују геополитичке тензије, што би се одразило на ниже светске цене примарних производа, при чему би светска цена нафте на крају 2024. у овом случају била око 71 долар по барелу, а на крају 2025. 75 долара по барелу. Истовремено, светске цене примарних пољопривредних производа би биле ниже за 5% у 2024. и 3% у 2025. у односу на основни сценарио. Ефекти оптимистичног сценарија били би:

- Нижа просечна инфлација у 2024. за 0,1 п.п., а у 2025. за 0,3 п.п. него у основном сценарију, услед ниже инфлације у зони евра и пада увозних цена, као и нижих светских цена примарних производа.
- У том случају очекујемо попуштање монетарних услова у већој мери него у основном сценарију, што би утицало на раст производне активности и ублажавање глобалних услова финансирања. Ефекти на раст домаћег БДП-а били би позитивни и износили би око 0,2 п.п., а одразили би се преко веће екстерне тражње, нижих инфлаторних притисака и ниже премије ризика.
- Када је реч о дефициту текућег рачуна, као и у претходном алтернативном сценарију, ефекти ће зависити од тога који од супротстављених фактора на извоз и увоз преовладају. С једне стране, раст екстерне тражње утицао би на раст извоза, док би пад цена примарних производа деловао у супротном смеру. Слично, када је реч о увозу, пад цена енергената допринео би мањем увозу енергената, док би раст домаће тражње имао супротан ефекат.

Графикон О.5.1. Ефекти алтернативних сценарија на инфлацију



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	I 2024.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)															
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	6,7	6,7
Девизне резерве / краткорочни дуг	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	245,4	320,5	
Девизне резерве / БДП	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	30,8	32,1	35,8	35,0
Отплата дуга / БДП	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	5,8	9,2	9,6	9,8	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	16,6	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)															
Спољни дуг / БДП	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,4	69,3	65,3	
Краткорочни дуг / БДП	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,6	12,6	12,4	13,1	11,2	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	126,6	110,2	110,7	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)															
Девизне резерве / М1	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	166,6	171,3
Девизне резерве / примарни новац	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	201,0	214,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП															
	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	116,7	137,5	123,1	126,3
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)															
БДП ¹⁾	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.345	60.426	69.521	16.918
Спољни дуг	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.488	41.895	45.378	
Сервисирање спољног дуга	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	6.810	
Девизне резерве НБС	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	24.942
Краткорочни дуг ²⁾	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	876	
Биланс текућих трансакција	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.810	-395
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)															
	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.	
	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/ Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ/Дец.	Мај	Март/Дец.	Јун	Апр.	
S&P		BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
		/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/позитиван	BB+
Fitch		BB-	BB-		B+	B+	BB-	BB		BB+					
		/стабилан	/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/стабилан					
Moody's				B1			B1	Ba3		Ba3		Ba2			
				/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван		стабилан			

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци
Девизне резерве / 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. Подаци за 2023. и Т1 2024. су процена НБС.²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

- РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005-2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- 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 (ВРМФ). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
- Од 2007. извоз и увоз робе је регистрован према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.
- Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б. Основни макроекономски индикатори

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	¹ 2024.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	7,7	2,5	2,5	4,6
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	7,6	5,0
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	24.942
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	41.009	10.224
– стопа раста у % у односу на претходну годину	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	7,9	1,9
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	44.596	11.138
– стопа раста у % у односу на претходну годину	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	-1,0	1,4
Текући рачун платног биланса ³⁾ (у млн евра)	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.810	-395
у % БДП-а	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,1	-4,2	-6,9	-2,6	-2,3
Незапосленост по Анкети (у %) ⁶⁾	20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,1	9,5	9,4	
Зараде (просечне за период, у еврима) ⁷⁾	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	810,4
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а) ⁸⁾	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-3,3	-2,2	-1,0
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) ⁸⁾	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-3,2	-2,2	-0,9
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а) ⁸⁾	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,5	55,1	52,0	48,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	108,41	107,89
Курс динара према долару (крај периода)	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	105,87	108,69
Курс динара према евра (просек у периоду)	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,25	117,19
Курс динара према евра (крај периода)	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,17	117,14
МЕМОРАНДУМ:															
БДП (у млн евра) ⁹⁾	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.345	60.426	69.521	16.918

¹⁾ У сталним ценама претходне године. Податак за Т1 2024. је флеш процена РЗС.

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 (ВРМ6)*. Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

⁵⁾ Према методологији ЕСА 2010. Подаци за 2023. и Т1 2024. су процена НБС.

⁶⁾ У 2024. РЗС је спровео постписну ревизију података за период 2021–2023. Серија података дата је према методологији *Анкете о радној снази* из 2021.

⁷⁾ До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т1 2024. је просек два месеца.

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

Напомене:

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	13
III.0.1.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. динамици инфлације	17
III.0.2.	Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март 2023.	17
III.0.3.	Динамика инфлације – укупне, базе и <i>trimmed mean</i>	18
III.0.4.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији	18
III.0.5.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	18
III.0.6.	Доприноси изабраних компонената мг. стопи раста увозних цена у динарима	19
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	22
III.0.8.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	22
III.0.9.	Очекивана инфлација за две године унапред	22
III.0.10.	Очекивана инфлација у 2024. према оцени водећих економских прогностичара	23
IV.1.1.	Операције НБС – повлачење ликвидности	27
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	27
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	27
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	28
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	28
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексирани кредите и депозите	28
IV.1.7.	Показатељ премије ризика	34
IV.1.8.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	34
IV.1.9.	Структура финансијског биланса	35
IV.1.10.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	35
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	35
IV.1.12.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	36
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	36
IV.2.2.	Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита	36
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	37
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	37
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	37
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	38
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	38
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	39
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	39
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	40
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	41
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	41
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	42
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	42
IV.4.2.	Показатељи активности сектора услуга	43
IV.4.3.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	43
IV.4.4.	Показатељи грађевинске активности	43
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	44
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	44
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	44
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	45

V.0.1.	Динамика реалног БДП-а	49
V.0.2.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	50
V.0.3.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025.	50
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	51
V.0.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	51
V.0.6.	Кретање реалног БДП-а у Русији и Кини	52
V.0.7.	Кретање инфлације по економским регионима	52
V.0.8.	Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2024. и 2025.	52
V.0.9.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	53
V.0.10.	Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2024. и 2025.	53
V.0.11.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	54
V.0.12.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	54
V.0.13.	Консолидовани биланс Евросистема	55
V.0.14.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	55
V.0.15.	Очекивања чланова <i>FOMC</i> -а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе	56
V.0.16.	Укупна актива ФЕД-а	56
V.0.17.	Кретање референтних стопа по земљама	56
V.0.18.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	57
V.0.19.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	58
V.0.20.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	58
V.0.21.	Европска цена природног гаса	58
V.0.22.	Попуњеност складишта гаса у ЕУ	59
V.0.23.	Европска цена струје	59
V.0.24.	Цене изабраних производа на светском тржишту	59
V.0.25.	Индекс светских цена хране	60
V.0.26.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	61
V.0.27.	Пројекција раста БДП-а	62
V.0.28.	Реални раст БДП-а и компоненти, расходна страна	63
V.0.29.	Доприноси реалном расту БДП-а	63
V.0.30.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	63
V.0.31.	Кретање инвестиција у основне фондове	64
V.0.32.	Реални раст извоза и увоза	65
V.0.33.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	65
V.0.34.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	66
V.0.35.	Пројекција инфлације	67
V.0.36.	Пројекција инфлације из маја 2023. и њено остварење	67
V.0.37.	Реална каматна стопа	68
V.0.38.	Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2024.	68
V.0.39.	Пројекција раста потрошачких цена	69
V.0.40.	Пројектовано кретање производног јаза	69
V.0.41.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	69
V.0.42.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	70
V.0.43.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	70
V.0.44.	Цена контејнерског транспорта	70

Табеле

IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	28
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	34
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	40
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	40
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	42
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а за 2024. и 2025.	50

V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона за 2024. и 2025.	51
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона	54
V.0.4.	Најважније претпоставке пројекције	66
V.0.5.	Пројекције макроекономских показатеља Србије	71
V.0.6.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	73

Графикони у освртима

O.1.1.	Кретање укупне и базне инфлације у периоду 2021–2024.	20
O.1.2.	Просечне стопе раста потрошачких цена у периоду 2021–2024.	20
O.2.1.	Удео привредника у Србији који очекује раст цена сировина и готових производа/услуга у наредна три месеца	24
O.2.2.	Удео привредника са инфлационим очекивањима унутар и изван граница циљаног распона и дисперзија у њиховим одговорима	24
O.2.3.	Удео привредника у Србији који очекују раст производње/промета	24
O.2.4.	Очекивања привредника у Србији о кретању броја запослених у наредних 12 месеци	25
O.2.5.	Очекивања привредника у Србији о кретању инвестиција и доступности кредита у наредних 12 месеци	25
O.2.6.	Очекивања привредника у Србији у погледу пословних услова у наредних 12 месеци	25
O.2.7.	Динамика композитног индекса <i>ESI</i> и реалног БДП-а Србије	26
O.2.8.	Динамика индикатора поверења међу потрошачима и послодавцима у кључним секторима привреде Србије	26
O.3.1.	Кретање каматних стопа	30
O.3.2.	Кумулативна промена референтне каматне стопе у односу на почетак циклуса заоштравања	30
O.3.3.	Промене каматних стопа на тржишту новца у периоду од октобра 2021. до јула 2023.	30
O.3.4.	Кретање каматних стопа	31
O.3.5.	Промене каматних стопа на динарском тржишту кредита и депозита у периоду од октобра 2021. до јула 2023.	31
O.3.6.	Разлике у мг. стопама раста укупних кредита у односу на почетак циклуса заоштравања монетарне политике Народне банке Србије	32
O.3.7.	Декомпозиција индекса финансијских услова (<i>FCI</i>)	32
O.3.8.	Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде	33
O.4.1.	Декомпозиција мг. раста цена хране	46
O.4.2.	Декомпозиција мг. раста цена непрехрамбених производа и услуга	46
O.4.3.	Декомпозиција мг. раста номиналних зарада ван јавног сектора	47
O.5.1.	Ефекти алтернативних сценарија на инфлацију	78

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2023. година

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

2024. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 3. 2024.

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

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу осми месец заредом пре свега су определили опадајући, али и даље повишени глобални инфлаторни притисци и актуелна средњорочна пројекција инфлације, према којој се повратак инфлације у границе циља Народне банке Србије очекује средином ове године. Приликом доношења одлуке уважено је и то што су у претходном периоду повећане референтна каматна стопа и стопе обавезне резерве и да ће ефекти ових мера наставити да се преносе на инфлацију и у наредном периоду. Преношење досадашњег поштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, као и пад инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред, указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Приликом доношења одлуке Извршни одбор је имао у виду да глобална инфлација наставља да успорава и да се приближава претпандемијским нивоима, услед слабљења трошковних притисака, попуштања застоја у ланцима снабдевања и ефеката претходног заштравања монетарних услова централних банака. Иако су, под утицајем геополитичких тензија и проблема у транспорту робе Црвеним морем, повећане цене транспорта и други логистички трошкови, за сада није било већег утицаја на светске цене нафте, других енергената и примарних производа, као ни на инфлацију наших најважнијих трговинских партнера, делом и због ниже глобалне тражње. Ипак, према оцени Извршног одбора Народне банке Србије, због изражених геополитичких тензија неопходна је опрезност приликом доношења одлука монетарне политике. Поред тога, даља глобална фрагментација може проузроковати знатне губитке у светској производњи, укључујући и негативне ефекте на наше главне трговинске partnere. У таквим условима смањују се и очекивања да би водеће централне банке, Систем федералних резерви и Европска централна банка, могле и пре средине године да започну са ублажавањем монетарне политике.

Инфлација у Србији је и почетком ове године наставила да се креће опадајућом путањом и, у складу с проценама из фебруарске средњорочне пројекције Народне банке Србије, у јануару је износила 6,4%. Даљем успоравању инфлације допринели су слабљење трошковних притисака и висока база код цена хране, као и ефекти претходног заштравања монетарних услова, који су утицали и на снижавање базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) на 5,9% међугодишње у јануару. У наредном периоду Извршни одбор очекује даље смањење инфлације, њен повратак у границе циља средином ове године, а затим приближавање централној вредности циља крајем ове године и кретање око тог нивоа у средњем року. Томе ће допринети ефекти претходног заштравања монетарних услова, успоравање увозне инфлације, још увек ниска екстерна тражња, као и очекивани даљи пад инфлационих очекивања.

Подаци Републичког завода за статистику потврдили су да је захваљујући инвестицијама у основна средства и приватној потрошњи остварено убрзање раста бруто домаћег производа у четвртој тромесечју 2023. на 3,8% међугодишње, што је на нивоу 2023. године резултирало реалним растом од 2,5%. Имајући у виду смањење глобалних инфлаторних притисака и постепено опоравак зоне евра, као и очекивано даље убрзање реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, Извршни одбор Народне банке Србије у овој години очекује да ће стопа раста бруто домаћег производа бити у распону 3–4%, с централном вредношћу од 3,5%. У складу с таквом проценом привредног раста за ову годину крећу се и доступни подаци на месечном нивоу. У јануару је раст индустријске производње износио 6,9% међугодишње, а наставак раста запослености и смањење незапослености, на које указују резултати Анкете о радној снази за четврто тромесечје 2023, допринели су расту реалног промета у трговини на мало од 4,1% међугодишње и повећању броја долазака домаћих туриста и њихових ноћења.

Извршни одбор Народне банке Србије наглашава да ће будуће одлуке монетарне политике зависити од кретања кључних фактора инфлације из међународног и домаћег окружења и брзине даљег успоравања домаће инфлације. Истовремено, приликом доношења одлука пратиће се и

ефекти на финансијску стабилност и бруто домаћи производ и водити рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 4. 2024.

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

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу девети месец заредом определили су пре свега опадајући, али и даље повишени глобални инфлаторни притисци, актуелна средњорочна пројекција инфлације, као и присутна неизвесност у међународном окружењу по основу кретања цена енергената и примарних производа. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду повећане референтна каматна стопа и стопе обавезне резерве и да ће ефекти тих мера наставити да се преносе на инфлацију и у наредном периоду. Преносење досадашњег поштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, као и пад инфлационих очекивања, указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду да глобална инфлација наставља да успорава и да су ризици у погледу њеног даљег кретања све више уравнотежени. Многе централне банке са све већом извесношћу предвиђају да ће се инфлација у њиховим земљама вратити у границе циља у другој половини ове или првој половини наредне године, имајући у виду смиривање инфлаторних притисака и ефекте које су дали рестриктивни монетарни услови. На опрезност у зони евра и Сједињеним Америчким Државама још увек упућује база инфлација, која наставља да се креће изнад укупне инфлације, пре свега услед виших зарада, због чега су Европска централна банка и Систем федералних резерви опрезни у погледу почетка циклуса ублажавања монетарних политика. Према оцени Извршног одбора Народне банке Србије, опрезност домаће монетарне политике потребна је и због раста цене нафте на светском тржишту услед одлуке земаља *OPEC+* да ограниче понуду и током другог тромесечја, у условима изражених геополитичких тензија, дужих транспортних рута и већих логистичких трошкова.

У складу с најавама Извршног одбора, снажно опадање међугодишње инфлације у Србији настављено је у овој години, на 5,6% у фебруару. Даљем опадању инфлације кључно је допринело успоравање међугодишњег раста цена хране испод нивоа укупне инфлације, на 4,7% у фебруару, као и цена производа и услуга у оквиру базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) на 5,2% у фебруару. У наредном периоду Извршни одбор очекује даље смањење инфлације и њен повратак у границе циља вероватно у мају ове године, што је нешто раније у односу на очекивања из последње средњорочне пројекције инфлације из фебруара. Инфлација би требало да се приближи централној вредности циља крајем ове године и да се око тог нивоа креће и у средњем року. Томе ће допринети ефекти претходног заштравања монетарних услова, успоравање увозне инфлације, још увек ниска екстерна тражња, као и наставак смањења инфлационих очекивања, која се у случају финансијског сектора и за годину дана унапред налазе у границама циља Народне банке Србије.

Расположиви подаци у реалном сектору указују на то да су остварења у два месеца ове године била повољнија од очекивања. Међугодишње посматрано, раст индустријске производње у јануару и фебруару убрзан је на око 8%, вођен растом прерађивачке индустрије од близу 9%. Истовремено, реални промет у трговини на мало повећан је за 6,4% међугодишње, а раст броја туриста и њихових ноћења указује на наставак позитивних трендова у туризму.

Упркос слабијој екстерној тражњи, даљи напредак је забележен и у робној размени са иностранством, где је, према подацима Републичког завода за статистику, у прва два месеца остварен међугодишњи раст извоза од 3,2% (вођен извозом прерађивачке индустрије и пољопривреде), док је истовремено увоз био мањи за 1,3%, као последица и даље нижег увоза енергената.

Имајући у виду смањење глобалних инфлаторних притисака и постепен опоравак зоне евра, као и очекивано даље убрзање реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, Извршни одбор очекује да ће стопа раста бруто домаћег производа у 2024. години бити у распону 3–4%, с централном вредношћу од 3,5%.

Извршни одбор Народне банке Србије наглашава да ће будуће одлуке монетарне политике зависити од кретања кључних фактора инфлације из међународног и домаћег окружења и брзине даљег успоравања домаће инфлације. Истовремено, приликом доношења одлука водиће рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 5. 2024.

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

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, као и претходних месеци, определили су пре свега средњорочна пројекција инфлације и очекивано кретање кључних фактора инфлације, а пре свега иако опадајући, и даље повишени глобални инфлаторни притисци и знатна неизвесност у погледу кретања светских цена енергената и других примарних производа. Приликом доношења одлуке уважено је и то што су се ефекти претходног заоштравања монетарне политике у великој мери пренели на цену и обим задуживања приватног сектора, као и да су се финансијски услови стабилизovali након што је референтна каматна стопа последњи пут повећана у јулу прошле године.

Извршни одбор је имао у виду да глобална инфлација, иако још увек повишена, наставља да успорава и да су ризици у погледу њеног даљег кретања све више избалансирани. Већина централних банака са све већом извесношћу предвиђа да ће се инфлација у њиховим земљама вратити у границе циља у другој половини ове или првој половини наредне године, захваљујући пре свега претходном заоштравању монетарних услова, које је, по свему судећи, завршено. И поред повишене базне инфлације у условима затегнутих услова на тржишту рада, преовлађују очекивања да ће Европска централна банка у јуну започети смањење својих каматних стопа, што би требало да се одрази на постепено смањење цене евроиндексираног задуживања код нас, док ће Систем федералних резерви то највероватније одложити још неко време. Опрезност монетарне политике Народне банке Србије посебно налажу светске цене примарних производа, првенствено цене нафте, због волатилног кретања под утицајем изражених геополитичких тензија, наставка ограничавања понуде земаља ОПЕС-а, као и низа других фактора.

Извршни одбор је истакао да међугодишња инфлација у Србији наставља да успорава чак и брже него што је Народна банка Србије пројектовала и у марту је износила 5%. Базна инфлација је такође наставила да успорава, под утицајем претходног заоштравања монетарних услова, и у марту се изједначила са укупном инфлацијом. Успоравању инфлације доприноси смањен раст цена хране и даље снижавање инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред, при чему се од почетка ове године и краткорочна очекивања финансијског сектора налазе у границама циља Народне банке Србије. У наредном периоду Извршни одбор очекује даље смањење инфлације и њен повратак у границе циља вероватно у мају ове године, што је нешто раније од очекивања из средњорочне пројекције инфлације из фебруара.

Расположиви подаци о кретањима у реалном сектору указују на то да су остварења у првом тромесечју ове године била повољнија од очекивања и да рестриктивни монетарни услови нису имали веће негативне ефекте на привредну активност. Према првој процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа убрзао је на 4,6% међугодишње, вођен растом активности у трговини, индустрији и грађевинарству, уз позитиван допринос и осталих услужних сектора. Позитивним кретањима у реалном сектору доприноси и наставак раста запослености и зарада, уз смањење незапослености, при чему расту реалних доходака доприноси и смањење инфлације.

Извршни одбор Народне банке Србије наглашава да ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од брзине успоравања инфлације. Истовремено, приликом доношења одлука водиће рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

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 14. маја, када ће бити додатно образложене и донете одлуке монетарне политике.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 13. јуна 2024. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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