Народна банка Србије

2023

август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2023

август

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.

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. августа 2023. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

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

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији 7

III. Кретање инфлације 11

Осврт 1: Праћење инфлације у Народној банци Србије у реалном времену путем цена са интернета 14

IV. Детерминанте инфлације 19

1. Кретања на финансијском тржишту 19

2. Новац и кредити 25

3. Агрегатна тражња 29

Осврт 2: Оцена платнобилансних кретања у првом полугодишту 2023. године у Србији и фактора који су довели до побољшања екстерне позиције 33

4. Економска активност 36

Осврт 3: Анализа пословних и финансијских перформанси привреде Србије у периоду 2019–2022. 38

5. Кретања на тржишту рада 42

V. Пројекција 45

Осврт 4: Фактори и трендови базне инфлације на глобалном нивоу 53

Осврт 5: Алтернативни сценарио пројекције – спорији глобални привредни раст од очекиваног 79

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 81

Табела Б. Основни макроекономски показатељи 82

Списак графикона, табела и шема 83

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 86

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 87

I. Резиме

Економска активност и трговина на глобалном нивоу очекивано су успориле у овој години, на шта су се пре свега одразили повећана неизвесност услед изражених геополитичких тензија и енергетске кризе, и даље висока инфлација, као и заоштрени глобални финансијски услови. Негативан ефекат наведених фактора делом је компензован смањењем застоја у глобалним ланцима снабдевања и очуваним тржиштем рада. Раст бржи од очекиваног остварен је у земљама у успону (са изузетком Кине) и Сједињеним Америчким Државама, док је, с друге стране, зона евра у првом тромесечју ове године стагнирала. На нивоу године, Међународни монетарни фонд очекује благо виши глобални раст (3%) него у априлу, јер недавне турбуленције у банкарском сектору развијених земаља засад нису имале већих негативних последица, при чему се ризици пројекције и даље оцењују као израженији наниже. Када је реч о привредном расту зоне евра, он је, према оцени Међународног монетарног фонда, такође коригован благо навише у односу на очекивања из априла, али ће га у већој мери водити услужни, а у мањој мери производни сектор, при чему се за Немачку пројектује блага рецесија.

Глобални привредни раст очекивано успорава у овој години, мада су оцене благо повољније од очекивања из априла.

Нижа глобална тражња допринела је наставку смањења цена енергената и примарних производа на светском тржишту у другом тромесечју. Иако се по том основу, као и услед решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања, **укупна инфлација** смањује у великом броју земаља, нивои на којима се она налази и даље су релативно високи. При томе, под утицајем повишених инфлационих очекивања, фактора с тржишта рада, а пре свега даљег раста зарада и задржавања стопе незапослености на рекордно ниском нивоу, као и услед високих профитних маржи компанија, **базна инфлација** у многим земљама, нарочито у зони евра, показује знаке упорности и спорије опада од укупне инфлације. У таквим околностима многе централне банке, пре свега развијених земаља, наставиле су да **повећавају референтне каматне стопе**, али споријим темпом него током 2022. године.

Успоравање глобалне инфлације углавном је вођено смањењем светских цена енергената и хране, док базна инфлација наставља да показује знаке отпорности, због чега многе централне банке, пре свега развијених земаља, настављају да заоштравају монетарне услове.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, и **Извршни одбор Народне банке Србије наставио је**

И Народна банка Србије наставила је да умерено пооштрава монетарне услове.

умерено да повећава референтну каматну стопу, за по 25 базних поена у јуну и јулу, на 6,5%. Циљ таквих одлука био је да се утиче на смањење инфлационих очекивања тржишних субјеката и да се обезбеди одржива опадајућа путања инфлације у хоризонту монетарне политике, односно да се убрза њен повратак у границе циља. Референтну каматну стопу Извршни одбор задржао је на непромењеном нивоу у августу, имајући у виду и потребу да се сагледају пуни ефекти претходно спроведених мера.

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

Пооштравање монетарних услова Народне банке Србије **преносило се на каматне стопе на динарском сегменту међубанкарског тржишта новца и кредита**. Успоравању раста кредитне активности према немонетарном сектору на 0,8% међугодишње у јуну допринело је и повећање каматних стопа Европске централне банке, које се пренело на каматне стопе на кредите индексиране у евро знаку, као и доспеће кредита из гарантне шеме, која је била део укупне подршке привреди ради ублажавања последица пандемије, при чему је ефекат доспећа ових кредита, према нашој процени, управо био највећи у другом полугодишту прошле и првом полугодишту текуће године, када је и започето успоравање кредитне активности. **Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима** у јуну задржано је близу минимума од око 3%, што указује на то да раст трошкова отплате кредита и престанак важења мера којима је подржаван приватни сектор током пандемије засад нису имали негативан утицај на квалитет активе банака.

Побољшање екстерне позиције настављено је и у другом тромесечју, највише у области робне размене, где је знатно смањен дефицит, али се побољшања остварују и у трговини услугама и код секундарног дохотка, где је повећан суфицит.

Дефицит текућег рачуна платног биланса и у другом тромесечју остао је низак и, посматрано од почетка године, износио је свега 527 милиона евра, или 1,6% бруто домаћег производа, што је за 2,4 милијарде евра нижи дефицит него у истом периоду 2022. и најнижи дефицит до сада. Највеће побољшање екстерне позиције забележено је у оквиру робне размене, чему је допринео мањи дефицит енергетског биланса захваљујући смањењу светских цена енергената, мањем количинском увозу и повећаном извозу струје. Такође, смањењу дефицита допринео је наставак раста извоза прерађивачке индустрије по високим стопама, што је потврда отпорности наше земље на смањену екстерну тражњу. С обзиром на знатно нижи дефицит текућег рачуна у досадашњем току године, сада пројектујемо да ће на нивоу године он износити око 2,5% бруто домаћег производа, уместо 4,5%, колико смо пројектовали у мају, мада смо и тада наглашавали да постоји велика вероватноћа да дефицит буде нижи од пројектованог. Према нашој пројекцији, очекивано убрзање инвестиционог

циклуса и с тим повезан увоз опреме и репроматеријала, који ће у великој мери ипак бити компензован растом извозних капацитета и опоравком екстерне тражње, утицаће на то да се дефицит текућег рачуна у средњем року креће ка нивоу од 4% бруто домаћег производа, што је ниво који обезбеђује екстерну одрживост.

Прилив капитала из иностранства вишеструко је премашио дефицит текућег рачуна, што је допринело јачању апрецијацијских притисака и достизању рекордног нивоа девизних резерви од 23,1 милијарде евра на крају јула.

Прилив капитала из иностранства у шест месеци ове године вишеструко је премашио дефицит текућег рачуна, што је доприносило јачању апрецијацијских притисака. Највећи прилив капитала остварен је по основу страних директних инвестиција, који је износио преко 2,1 милијарде евра (2 милијарде евра у нето изразу). Према нашој процени, нето прилив по основу страних директних инвестиција, као и у претходних осам година, наставиће да у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна и у средњем року, што доприноси одрживости наше екстерне позиције. При томе, очекујемо задржавање високе географске и пројектне распрострањености прилива по основу страних директних инвестиција и њихову претежну усмереност у извозне секторе. Народна банка Србије је у седам месеци ове године нето купила девизе у износу од 2.455 милиона евра. То је резултирало растом девизних резерви на до сада највиши ниво од 23,1 милијарде евра на крају јула.

У првој половини године и фискална позиција је повољнија од очекиване.

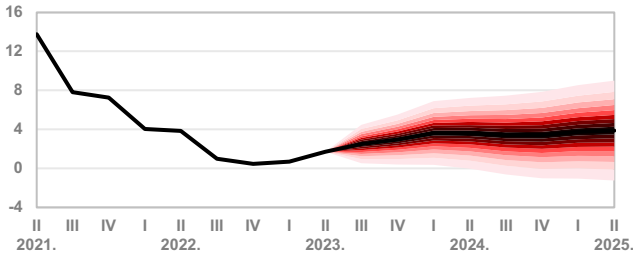
И фискална кретања у досадашњем току године била су боља од очекиваних, захваљујући вишим приходима од планираних, чему доприноси повећана профитабилност привреде у претходној години, као и уштедама на средствима која су била намењена превазилажењу енергетске кризе. На консолидованом нивоу, у шест месеци остварен је суфицит од 45 милијарди динара (1,2% бруто домаћег производа), док је на нивоу године био планиран дефицит од око 3% бруто домаћег производа. Јавни дуг опште државе на крају јуна износио је 52,1% бруто домаћег производа, што је за 3,5 процентних поена ниже него крајем 2022. Нижи дефицит од планираног отвара простор за подршку домаћим инвестицијама и потрошњи, а да то не наруши опадајућу путању јавног дуга и да не изазове веће инфлаторне притиске. Средњорочни фискални оквир, чије важно сидро чине усвојена фискална правила, којима се утврђује граница раста плата у јавном сектору и пензија, као и висина јавног дуга у бруто домаћем производу, предвиђа наставак смањења дефицита на око 1,5% у 2025, с тим да ће и у наредном периоду знатан део буџетских средстава бити опредељен за повећање инвестиција у саобраћајну инфраструктуру и енергетски сектор.

Раст бруто домаћег производа убрзан је у другом тромесечју, међугодишње посматрано на 1,7%. Према нашој процени, десезонирано посматрано, тај раст је у односу на прво тромесечје износио 1,0%.

Према првим проценама Републичког завода за статистику, упркос и даље присутној глобалној неизвесности и наставку заоштравања глобалних финансијских услова, **међугодишњи раст бруто домаћег производа у другом тромесечју је убрзан на 1,7%**, чему доприноси опоравак сектора грађевинарства, постепено слабљење ефеката високих трошкова у производњи и решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања. Према нашој процени, посматрано с производне стране, поред грађевинарства, раст је био вођен и услужним секторима, пољопривредом и индустријом. Посматрано с расходне стране, као и у првом тромесечју, раст је водио нето извоз, као резултат реалног раста извоза робе и услуга и пада увоза, а у мањој мери и фиксне инвестиције, док су потрошња и залихе имале негативан допринос, што су кретања која се бележе и у земљама региона.

И поред бројних изазова из међународног окружења, изгледи за раст домаће привреде и даље су повољни – очекује се да реални раст бруто домаћег производа убрза са око 2–3% ове године на 3–4% наредне године и да се након тога врати на претпандемијску путању раста од око 4%.

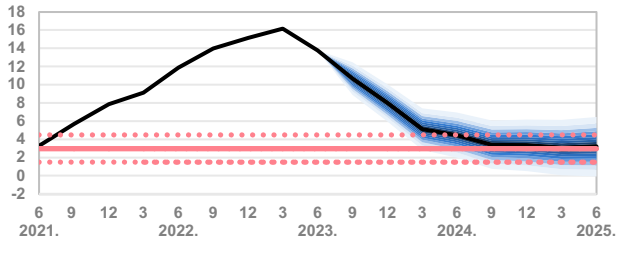
Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



И даље пројектујемо да ће **стопа раста бруто домаћег производа у овој години износити између 2% и 3%**, с тим да сада ценимо да ће бити ближе доњој граници пројектованог распона. Раст ће бити вођен нето извозом, као резултат реалног раста извоза и пада увоза робе и услуга у досадашњем току године, а затим фиксним инвестицијама, захваљујући повећаној профитабилности привреде, високим приливима по основу СДИ, као и инвестицијама државе у саобраћајну инфраструктуру. Позитиван допринос пројектујемо и од личне потрошње, али у мањој мери него што смо очекивали у мају. Са смањењем глобалних инфлаторних притисака, опоравком светске привреде, а тиме и екстерне тражње, као и услед очекиваног убрзања реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа на 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Међугодишња инфлација у Србији од априла се налази на опадајућој путањи, чему доприносе ниже цене енергије, хране, али и базна инфлација, која се вратила на једноцифрени ниво.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



У складу с нашим очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, **међугодишња инфлација од априла се налази на опадајућој путањи** и у јуну је износила 13,7%. Успоравање инфлације у највећој мери је резултат мањег раста цена прерађене хране и енергије, али и **ниже базне инфлације**, која се у јуну спустила на једноцифрени ниво (9,9%), чему, поред попуштања глобалних трошковних притисака, доприноси и заоштравање монетарних услова. Пад међугодишње инфлације био би и већи да током маја и јуна, услед неповољних агрометеоролошких услова (обилних падавина), цене поврћа нису сезонски неуобичајено расле.

Према нашој новој пројекцији, **међугодишња инфлација ће наставити да успорава до краја хоризонта пројекције**, чему ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, даље слабљење глобалних трошковних притисака и висока база код цена енергената и хране. Такође, на смањење инфлације утицаће и успоравање увозне инфлације и нижа тражња у условима споријег глобалног привредног раста. Пројектована инфлација налази се на нешто нижем нивоу него што смо очекивали у мају, пре свега у 2024. години, на шта се одражавају додатно заоштравање монетарних услова и бржи пад базне инфлације од очекиваног. Сада очекујемо да се инфлација у границе циља врати у другом тромесечју 2024, што је нешто раније у односу на нашу претходну пројекцију. За крај ове године и даље очекујемо међугодишњу инфлацију на нивоу од око 8%.

Према нашој новој пројекцији, инфлација ће наставити да успорава и, након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, у границе циља вратиће се у току другог тромесечја 2024. године. Нова пројекција инфлације нешто је нижа од пројекције објављене у мају, пре свега у наредној години.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења – изгледа за глобални привредни раст, постојаности глобалне инфлације и по том основу степена заоштравања монетарних политика водећих централних банака, а у одређеној мери и геополитичких односа, цена енергената и примарних производа на светском тржишту. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се односе на прилив по основу страних директних инвестиција, улагања у сектор енергетике и инфраструктуру, темпо опоравка производње угља, а у одређеној мери и на исход овогодишње пољопривредне сезоне. Укупно посматрано, ризике пројекције инфлације и ризике пројекције раста бруто домаћег производа за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне.

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

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да **одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од података који буду пристизали**, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заоштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

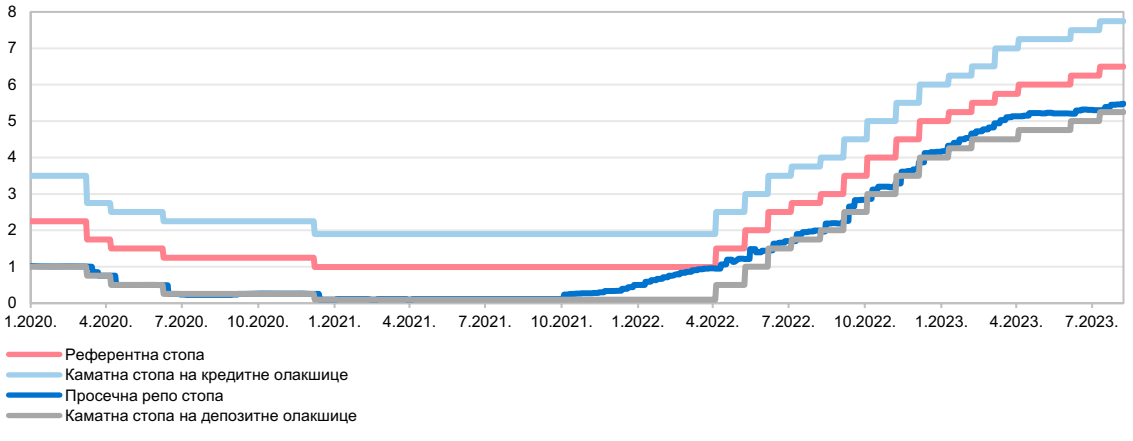
Иако је слабљење глобалних трошковних притисака настављено, а светске цене енергената, хране и индустријских сировина смањене у односу на прошлу годину, инфлација на глобалном нивоу отпорнија је него што се очекивало и још увек релативно висока. Имајући то у виду, као и одлучност да обезбеди да се инфлациона очекивања смање, а инфлација нађе на одрживој опадајућој путањи и средином наредне године врати у границе дозвољеног одступања од циља, Извршни одбор је у јуну и јулу одлучио да настави са умереним заоштравањем монетарних услова. Референтну каматну стопу Извршни одбор задржао је на непромењеном нивоу у августу, имајући у виду потребу да се сагледају пуни ефекти претходно спроведених мера.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије **наставио је да умерено повећава референтну каматну стопу**. **У јуну и јулу референтна стопа је повећана за по 25 б.п., на 6,5%.** Јулско повећање референтне каматне стопе представља њено петнаесто повећање у текућем циклусу (почев од априла 2022), закључно с којим је она повећана за укупно 550 б.п. Повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 5,25%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,75%.

Од претходног Извештаја о инфлацији повећана је и просечна пондерисана репо стопа за 22 б.п. и почетком августа износила је 5,46%. Даљим повећањем својих каматних стопа Народна банка Србије реагује на још увек присутне трошковне притиске, пре свега из међународног окружења. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у јуну и јулу представљала је **мајска средњорочна пројекција инфлације**, према којој је било очекивано да ће мг. инфлација од Т2 имати опадајућу путању, уз израженији пад у П2 ове године, тако да ће се крајем године наћи на готово двоструко нижем нивоу него што је била у марту, тј. на нивоу од око 8%. Мајска пројекција је предвиђала повратак у границе циља средином 2024. године. Очекивало се да у смеру ниже

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



Извор: НБС.

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

Током Т2 инфлација се кретала у складу с нашом мајском пројекцијом – од априла је на опадајућој путањи и у јуну је износила 13,7% (наспрам 16,2% у марту). Успоравање мг. инфлације током Т2 у највећој мери је резултат споријег мг. раста цена прерађене хране и енергије, чему је допринело смањење цена примарних пољопривредних производа и сирове нафте на светском тржишту. С друге стране, због неповољних агрометеоролошких услова (обилних падавина) изостао је сезонски уобичајен пад цена поврћа на домаћем тржишту, који се очекивао с доласком нове пољопривредне сезоне од маја.

Током Т2 **успорила је и базна инфлација** (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу. Она се и даље креће на нижем нивоу од укупне инфлације и у јуну је спуштена на једноцифрен ниво (9,9% мг., са 11,3% мг. у марту) услед смањења трошкова увоза и производње. Смањењу базне инфлације битно је допринело и **заоштравање монетарних услова у домаћем и међународном окружењу**.

Одлучујући да настави са умереним повећањем референтне каматне стопе у јуну и јулу, Извршни одбор је пре свега настојао да утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката и да обезбеди да се инфлација нађе на одрживој опадајућој путањи, односно да убрза њен повратак у границе циља. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде релативно су стабилна од октобра прошле године, али су и за једну и за две године унапред и даље изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Ипак, квалитативна очекивања указују на то да се повећава нето проценат привредника који очекују пад цена сопствених производа/услуга у наредних 12 месеци.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду и **постојаност инфлације у међународном окружењу дуже него што се очекивало**. Иако се инфлација смањује у великом броју земаља, нивои на којима се она налази и даље су релативно високи. Извршни одбор је сматрао да је наставак умереног заоштравања монетарне политике и даље потребан с обзиром на то да инфлација на глобалном нивоу показује знаке отпорности веће него што се очекивало. При томе, **на посебну опрезност упућује базна инфлација**, која у многим земљама спорије опада од укупне, чему доприносе повишена инфлациона очекивања, фактори с тржишта рада, а пре свега даљи раст зарада, као и високе профитне марже компанија. У таквим околностима многе централне банке, пре свега развијених земаља, наставиле су да повећавају референтне каматне стопе, иако споријим темпом него током 2022. године.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, настављено је смањење укупне инфлације, на 5,3% у јулу, што је најнижи ниво од јануара 2022. године, али је то још увек знатно изнад циља за инфлацију ЕЦБ-а. Посебно забрињава дивергенција у кретању укупне и базне инфлације, тј. упорно висока базна инфлација, у којој се искључују енергенти и храна, и која је у јулу повећана на 5,5%. Највећи ризик за раст базне инфлације у наредном периоду и даље представља могуће покретање спирале зарада и цена, с обзиром на знатан раст номиналних зарада и рекордно ниску незапосленост у зони евра.

Наводећи да се инфлација смањује, али да пројекције указују на то да ће она остати на високом нивоу у дужем периоду, **ЕЦБ** је истакла одлучност да инфлацију благовремено врати на циљ и у јуну и јулу је додатно заоштрила монетарну политику. Од јула 2022, када је циклус повећања каматних стопа започет, референтна каматна стопа повећана је девет пута, укупно за 425 б.п., и у јулу је достигла 4,25%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице 4,50% и 3,75%, респективно. Контракциони ефекат заоштравања монетарне политике у зони евра почео је да се огледа у компонентама агрегатне тражње које су најосетљивије на промене каматних стопа, пре свега инвестицијама и потрошњи трајних добара, док се ефекат на остале компоненте агрегатне тражње може очекивати у наредном периоду.

Инфлација је нешто нижа у САД. То је оправдало одлуку **ФЕД**-а да, након десет узастопних повећања, у јуну задржи референтну каматну стопу непромењеном. Ипак, у јулу стопа је повећана за 25 б.п., на 5,25–5,50%, чиме је достигла највиши ниво у последње 22 године. ФЕД не искључује могућност даљих повећања референтне стопе у наредном периоду.

Одлучујући да постепено заоштрава своју монетарну политику, Извршни одбор је имао у виду и да **рестриктивнији глобални финансијски услови** могу утицати на мањи прилив капитала у земље у успону. Када је у питању Србија, охрабрује наставак **високог прилива СДИ, као и успешан излазак Србије на међународно финансијско тржиште почетком ове године** с две емисије еврообвезница у доларима. Такође, Извршни одбор је истакао чињеницу да је у условима бројних изазова из међународног окружења кредитни рејтинг Србије задржан на корак од инвестиционог, уз оцену рејтинг агенција да Србија има кохерентан оквир економске политике, кредибилну монетарну политику, очуван и умерен ниво јавног дуга, адекватан ниво девизних резерви, као и стабилан банкарски сектор.

Међу изазовима из међународног окружења Извршни одбор је истакао и **геополитичке тензије и неизвесност у погледу дужине трајања сукоба у Украјини** и с тим у вези неизвесност у погледу расположивости енергената и њихових цена у наредном периоду. Такође, **економске перформансе Кине** утицаће на светске цене не само енергената него и већине других примарних производа и зато су један од важних фактора кретања инфлације у наредном периоду, што Извршни одбор има у виду.

Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи, Извршни одбор је водио рачуна и о томе да заоштравање монетарне политике не угрози континуитет привредног раста. Кредитна активност је очекивано успорила од П2 прошле године, на шта се, поред пооштрених финансијских услова на европском и домаћем тржишту и мање тражње за кредитима по том основу, одразило и доспеће кредита привреди одобрених из гарантне шеме. Ипак, домаћу тражњу наставили су да подстичу очувано тржиште рада, приливи по основу СДИ, као и даље релативно висока издвајања државе за капиталне инвестиције. Показатељи кретања у реалном сектору указивали су на то да ће у Т2 бити остварено убрзање раста економске активности и у односу на претходно тромесечје и мг. посматрано, што је потврдила и прелиминарна процена РЗС-а о расту БДП-а у Т2 од 1,7% мг. Убрзању раста пре свега доприносе повољна спољнотрговинска кретања, и поред ниже екстерне тражње – робни извоз изражен у еврима порастао је за 9,3% мг., док је робни увоз изражен у еврима смањен за 5,0% мг. у П1. У оквиру робног извоза, расте извоз прерађивачке индустрије и електричне енергије, док је смањење робног увоза резултат пре свега нижег увоза енергената и интермедијарних производа. У наредном периоду, позитиван ефекат на раст економске активности требало би да има и попуштање инфлаторних притисака на међународном и домаћем тржишту, на које указује смањење произвођачких и увозних цена.

На састанку у августу Извршни одбор је задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 6,5%. Такву одлуку Извршног одбора определио је наставак попуштања глобалних инфлаторних притисака, што би требало да допринесе осетнијем паду увозне инфлације. Истовремено, Извршни одбор очекује наставак опадајуће путање домаће инфлације и њен повратак у границе циља у хоризонту монетарне политике. Приликом доношења одлуке на састанку у августу уважено је и то да је потребно да се сагледају пуни ефекти претходно спроведених мера.

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује да ли има потребе за додатним заоштравањем монетарних услова. Те процене ће зависити и од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, уз узимање у обзир и очекиваних ефеката претходног заоштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет Народне банке Србије и даље ће бити обезбеђење ценовне стабилности у средњем року, али ће водити рачуна и о свом другом циљу – очувању и јачању постигнуте финансијске стабилности. У мери у којој претходна два циља не буду доведена у питање, Народна банка Србије ће наставити да подржава даљи раст и развој привреде, као и даљи раст запослености и очување повољног инвестиционог амбијента.

III. Кретање инфлације

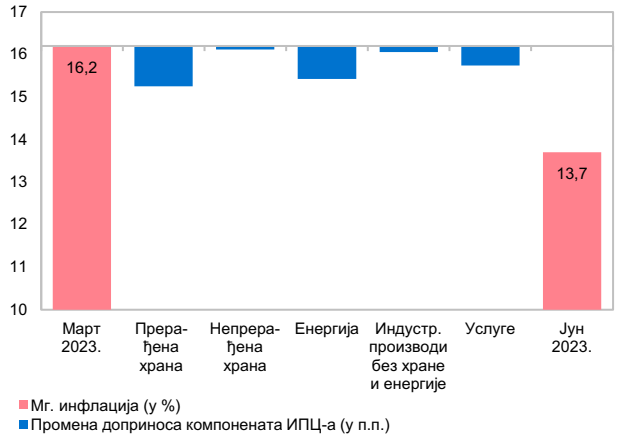
У складу с нашим очекивањима изнетим у претходном извештају, инфлација у Србији се од априла налази на опадајућој путањи и у јуну је износила 13,7%. Томе су у највећој мери допринели ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова и слабљење ефеката глобалних трошковних притисака. Исти фактори допринели су и успоравању базне инфлације на једноцифрени ниво у јуну.

Кретање инфлације у Т2

У складу с нашим очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, **мг. инфлација** се током Т2 нашла на силазној путањи, спустивши се са 16,2% у марту на 13,7% у јуну. Успоравање мг. инфлације током Т2 у највећој мери је резултат споријег раста цена прерађене хране и енергије, чији је допринос мг. инфлацији у јуну био нижи за 0,9 п.п. и 0,8 п.п., респективно, него у марту. На то је утицало смањење цена примарних пољопривредних производа и сирове нафте на светском тржишту, које се пренело на ниже цене инпута који се користе у производњи и транспорту хране на домаћем тржишту. Цене непрерађене хране пружиле су сличан допринос мг. инфлацији у јуну као у марту, при чему су цене свежег меса и воћа смањиле допринос мг. инфлацији у јуну у односу на март за 0,3 п.п., док су цене свежег поврћа у истој мери повећале допринос мг. инфлацији у јуну, на шта су се одразили неповољни агрометеоролошки услови (обилне падавине) и по том основу смањена понуда поврћа на домаћем тржишту. Цене услуга и цене индустријских производа (без хране и енергије) такође су смањиле допринос инфлацији у Т2 – за 0,5 п.п. и 0,1 п.п., респективно, на шта је утицало и досадашње заоштравање монетарне политике. Поред укупне инфлације, током Т2 забележено је и успоравање **базне инфлације** (мерене ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), која је снижена са 11,3% мг. у марту на 9,9% мг. у јуну, услед смањења трошкова увоза и производње. Спуштању базне инфлације на једноцифрен ниво у јуну битно је допринело и заоштравање монетарних услова Народне банке Србије.

На нивоу тромесечја, **потрошачке цене су у Т2** успориле раст на 2,3% (са 3,7% у Т1), захваљујући пре

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



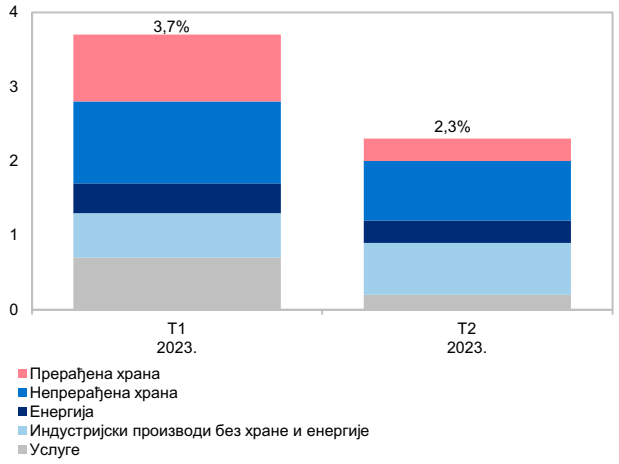
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т2 2023.**
(тромесечно)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

свега споријем расту цена **хране и безалкохолних пића**, који је у Т2 износио 3,5% (наспрам 6,2% у Т1), што је у складу с нашим очекивањима из мајског Извештаја о инфлацији. Посебно су цене **прерађене хране** успориле раст у Т2 – на 1,6% (са 4,1% у Т1), по основу пада цена хлеба и житарица, знатно нижег раста цена млека и млечних прерађевина, јестивих уља и масти, као и нижих цена прерађеног меса, што указује на слабљење трошковних притисака у производњи хране. Цене **непрерађене хране** су у Т2 порасле за 7,3%, и даље вођене вишим ценама свежег поврћа (10,9%, уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.), чији је раст, иако скоро троструко нижи од оног у Т1, био знатно изнад сезонски уобичајеног, првенствено услед неповољних временских прилика. Поред тога, у Т2 су повећане и цене свежег меса (7,8%), пратећи раст ових цена на глобалном нивоу, као и цене свежег воћа (4,3%), уз збирни допринос инфлацији од 0,4 п.п.

На раст **цена енергије** од 1,7% у Т2 утицала је реализација претходно најављених поскупљења **гаса** (9,6%) и **електричне енергије** (7,2%), уз збирни допринос инфлацији од 0,4 п.п. Насупрот томе, нафтни деривати на домаћем тржишту појефтинили су за 1,2% у Т2, под утицајем пада цена сирове нафте на светском тржишту, а цене чврстих горива (дрва и угља) сезонски су снижене за 3,6%, уз збирни допринос инфлацији од –0,1 п.п.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) повећане су у Т2 за 2,4% (слично као у Т1), вођене сезонским поскупљењем одеће и обуће (5,4%), вишим ценама алкохолних пића (4,4%) и намештаја, опремања и одржавања домаћинстава (2,9%), уз заједнички допринос инфлацији од 0,4 п.п. У мањој мери у Т2 порасле су и цене других индустријских производа, али је тај раст био приметно нижи него у Т1, што говори у прилог попуштању трошковних притисака у индустрији.

Раст **цена услуга** у Т2 износио је 0,8% и био је опредељен сезонски уобичајеним растом цена туристичких пакет-аранжмана у јуну (23,7%) и поскупљењем медицинских услуга, уз збирни допринос инфлацији од 0,2 п.п. С друге стране, цене саобраћајних услуга, првенствено градског превоза у Београду, знатно су смањене у Т2 (24,7%), као и цене станарина (4,4%), уз збирни допринос инфлацији од –0,2 п.п. При томе, цене осталих услуга остариле су нижи раст у Т2 него у Т1.

Регулисане цене су порасле за 1,7% у Т2 по основу већ поменутих поскупљења гаса и електричне енергије, насупрот чега је деловао пад цена саобраћајних услуга.

Цене у оквиру базне инфлације забележиле су раст од 1,6% у Т2, који се у највећој мери дугује поменутом расту цена одеће и обуће, кућне хемије, медицинских услуга и туристичких пакет-аранжмана, док је супротном смеру деловао пад цена услуга превоза и станарина.

Осврт 1: Праћење инфлације у Народној банци Србије у реалном времену путем цена са интернета

Добра процена текуће инфлације омогућује поузданију анализу инфлаторних кретања, бољу прогнозу инфлације, као и правовременост у одлучивању креатора монетарне политике, што је све нарочито битно у турбулентним временима, које карактерише висока инфлација глобално посматрано, у каквим се тренутно налазимо. Чињеница да су цене великог броја производа и услуга које статистички заводи прате у сврху обрачуна инфлације расположиве на интернету отвара могућност да се инфлација процењује не само пре него што је званични податак објављен већ и у реалном времену. То је носиоцима монетарне политике нарочито корисно, будући да временски размак између снимања цена од стране статистичких завода и објављивања званичног податка о инфлацији износи неколико седмица, а у случају појединих категорија производа и преко месец дана.

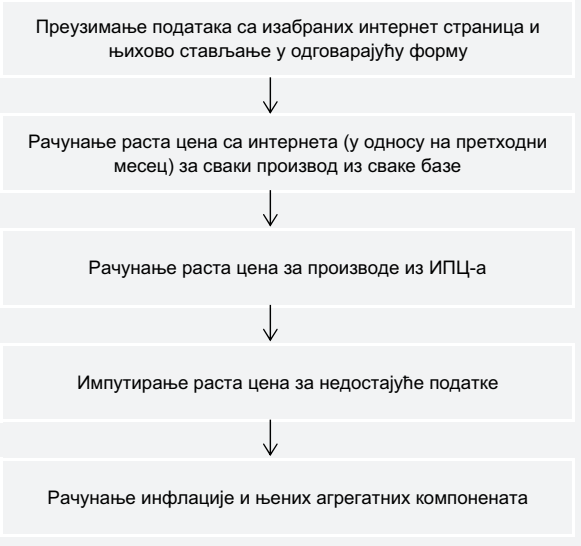
У Народној банци Србије смо током 2021. године започели пројекат оцене текуће инфлације на основу цена са интернета, најпре за поједине компоненте, а од марта 2022. године и за укупну инфлацију. Предуслов за то био је да се (програмски) постави систем којим се та велика количина података аутоматски преузима (*web scraping*), а затим и обрађује адекватним методама. Технички и други аспекти овог метода детаљно су представљени у Зборнику радова Народне банке Србије из марта 2023, у раду „Оцена текуће инфлације на основу цена са интернета", а овде ћемо укратко дати само најважније информације о поступку прикупљања ових података.

У првом кораку било је неопходно идентификовати интернет странице које садрже податке о ценама производа и услуга који се налазе у корпи индекса потрошачких цена (ИПЦ) РЗС-а. За потребе оцене текуће инфлације у Народној банци Србије користимо све изворе информација који могу допринети бољој оцени. То могу бити интернет странице малопродаваца, с приказаним ценама за онлајн куповину или као информацијом за купце, интернет странице са упоредним приказима цена различитих малопродаваца или интернет странице државних органа са информацијама о ценама њихових услуга. Неке интернет странице могу садржати податак за само једну цену из ИПЦ-а, док неке садрже и преко стотину.

Са изабраних интернет страница затим су одабрани производи и услуге за које смо проценили да су репрезентативни из корпе ИПЦ-а. Они су повезивани са истим производима и услугама тако што им се додељује иста шифра, јер већина производа из ИПЦ-а има више репрезентативних производа у базама података са интернет страница. Тако је, на пример, сунцокретово уље из ИПЦ-а представљено маркама „Дијамант", „Искон" и „Витал", па њима придружујемо шифру за тај производ. Ако за неки производ из ИПЦ-а нисмо пронашли идентичан производ на интернету, као репрезентативни производ можемо изабрати неки који је најсличнији оном из ИПЦ-а. На пример, телевизор од 40 инча можемо представити телевизором од 43 инча, претпостављајући да се цене тако сличних производа мењају сличном динамиком.

Процес оцене текуће инфлације започиње преузимањем цена са изабраних интернет страница. У сврху једне оцене преузимамо око 30 хиљада цена производа и услуга са око 130 интернет страница. За сваки од репрезентативних производа и услуга рачунамо стопу раста у односу на претходни месец, а затим на бази тога – стопу раста производа и услуга из корпе ИПЦ-а. Део цена који нисмо покрили изворима са интернета (око 10% корпе ИПЦ-а) апроксимирамо разним методима импутације, у зависности од карактеристика

Шема О.1.1 **Процес оцене текуће инфлације на основу цена са интернета**



Извор: НБС.

кретања цена конкретних категорија производа. На крају, на бази тако добијених стопа раста цена појединачних производа и услуга (њих 660 према методологији РЗС-а), рачунамо оцену инфлације и њених компонената.

Овде треба напоменути да при оцењивању текуће инфлације користимо методологију РЗС-а колико је могуће, тако што цене појединих категорија производа прикупљамо у периодима када и РЗС; у складу с методологијом РЗС-а, из обрачуна искључујемо цене на привременим снижењима; а учешћа добијених стопа раста цена са интернета за појединачне производе одређујемо користећи пондере РЗС-а. С друге стране, за разлику од РЗС-а, цене углавном не прикупљамо по градовима, због тога што најчешће није ни могуће наћи цене по градовима (малопродавци објављују јединствене цене за целу земљу). Притом, треба имати у виду да је реална претпоставка да су промене цена по градовима сличне, као и да би укључивање превише извора учинило цео процес тежим за праћење и одржавање, а да то не би значајније допринело прецизности оцене инфлације.

Табела О.1.1. **Број оцена са одговарајућим одступањем**

Апсолутно одступање	Број оцена	У %
0,0	1	6,3
0,1	7	43,8
0,2	5	31,3
0,3	1	6,3
0,4	1	6,3
0,6	1	6,3
Укупно	16	100

Извор: НБС.

Табела О.1.2. **Статистике одступања веб-инфлације од РЗС-а**

	Просечно одступање	Просечно апсолутно одступање у п.п.	Медијално апсолутно одступање
Мг. инфлација	0,02	0,22	0,18
Месечна инфлација	0,01	0,20	0,16
Гориво	-0,04	0,18	0,02
Храна без воћа и поврћа	-0,11	0,41	0,42
Воће и поврће	-0,31	1,50	1,19
Регулисане цене	0,04	0,16	0,12
Непрехрамбени производи и услуге	0,00	0,23	0,18

Извор: НБС.

Мада период од непуну годину и по дана није довољан да се донесе коначан суд о резултатима примене овог метода, можемо рећи да су досадашњи резултати охрабрујући. Од 16 месеци, колико смо користили описани метод, апсолутно одступање оцене од остварења је у 13 случајева (81%) износило до 0,2 п.п. (заокружено на једну децималу). Једино веће одступање забележено је у јулу 2022, када је инфлација на бази цена са интернет страница била за 0,6 п.п. виша од званичног податка РЗС-а, услед снажног пада цена воћа и поврћа који је на терену регистровао РЗС.

Од марта 2022. до јуна 2023. године, наше оцене инфлације у просеку су биле веома блиске званичним подацима РЗС-а, што показује да не постоји систематска пристрасност оцена. Просечно апсолутно одступање оцењене инфлације од званичне у посматраном периоду износило је 0,20 п.п., а медијално 0,16 п.п.

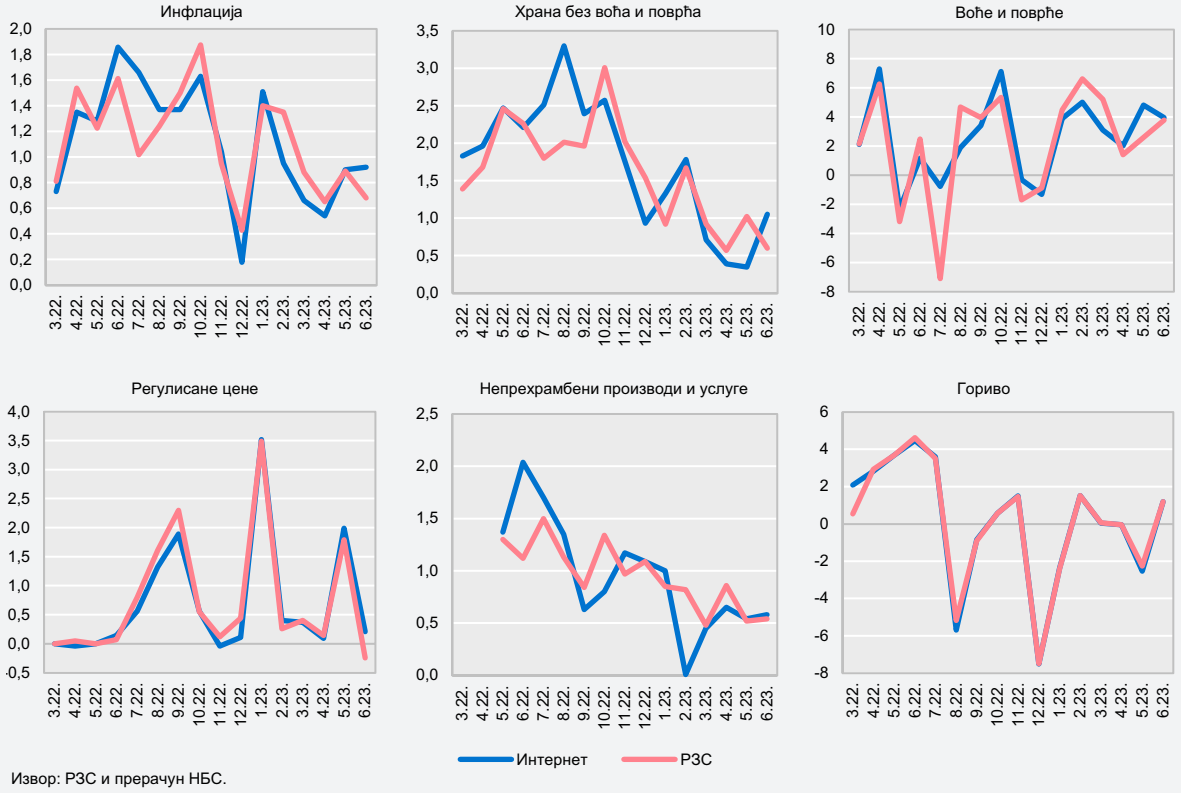
Посматрано по компонентама, такође се не примећује систематска пристрасност. Просечно апсолутно одступање највеће је код цена воћа и поврћа, али то је природно, с обзиром на то да ова компонента има најволатилније кретање.

Притом, треба имати у виду да су ове оцене рађене у најтурбулентнијем периоду у последњој деценији у погледу инфлације, као и да је у посматраном периоду месечна инфлација у просеку износила 1,1%, што генерално чини оцене текуће инфлације посебно изазовним, без обзира на метод процене.

Заправо, овај метод оцене текуће инфлације најкориснији је управо у нестабилним временима, када класични модели са ауторегресионом компонентом и тежњом за враћање ка равнотежном стању најчешће потцењују промене.

У наредном периоду ћемо наставити да пратимо поузданост овог метода оцене текуће инфлације. Као и до сада, у процес ћемо укључивати нове изворе података са интернет страница и искључивати постојеће у зависности од њихове поузданости, ажурираности и доступности, а све у настојању да тиме побољшамо прецизност оцена. Народна банка Србије ће, у складу с најбољом светском праксом и трендовима у области моделирања, наставити да развија свој аналитички инструментаријум и коришћењем других модела, како би обезбедила што већу поузданост макроекономских пројекција и адекватно доношење одлука о монетарној политици.

Графикон О.1.1. **Поређење пројектованог и оствареног месечног раста ИПЦ-а и његових компонената**
(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Произвођачке и увозне цене у Т2

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште додатно су успориле мг. раст током Т2, који је у јуну износио 1,2% (наспрам 5,5% у марту). То се делом дугује испољавању ефекта високе прошлогодишње базе, као и наставку попуштања трошковних притисака, пре свега у прерађивачкој индустрији, у којој је у јуну, први пут од јануара 2021, забележен мг. пад цена у производњи (–1,1%). Као и у Т1, на успоравање раста цена индустријских произвођача за домаће тржиште у Т2 доминантно је утицао мг. пад **цена у производњи сирове нафте и њених деривата**, као и снижење **цена интермедијарних производа**, пре свега цена основних метала и хемикалија. У Т2 знатно је успорио мг. раст **цена нетрајних производа за широку потрошњу** (нарочито цена у производњи хране и пића), а у мањој мери и раст **цена трајних производа за широку потрошњу и капиталних производа**. На нивоу тромесечја, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште забележиле су пад од 0,5%. Упоредо са слабљењем трошковних притисака у индустрији, ослабили су и трошковни притисци у грађевинарству, с обзиром на то да су **цене елемената и материјала у грађевинарству**, након раста од 7,1% мг. у марту, забележиле благи пад од 0,1% мг. у јуну, први пут од фебруара 2021.

Увозне цене изражене у динарима[1] биле су у паду током Т2, који је у јуну износио 4,3% мг. Паду увозних цена, први пут од јануара 2021, највише је допринело смањење цена сирове нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, уз збирни негативан допринос од 4,5 п.п. Негативан допринос мг. динамици увозних цена исказаних у динарима у Т2 потекао је и од нижих цена опреме и репроматеријала из увоза, које су апроксимиране извозним ценама Немачке (за 0,7 п.п.). Насупрот томе, позитиван допринос наставиле су да пружају више цене услуга из увоза (0,9 п.п. у Т2), које су апроксимиране ценама у оквиру базне инфлације зоне евра.[2] На нивоу тромесечја, увозне цене изражене у динарима такође су биле у паду (1,6%).

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

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

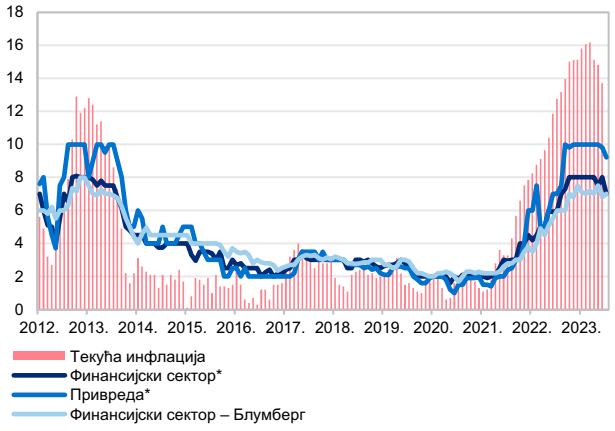
Графикон III.0.5. **Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена**
(просек периода, у п.п.)

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

[1] Прелиминаран податак. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек 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. Базна година је 2010.

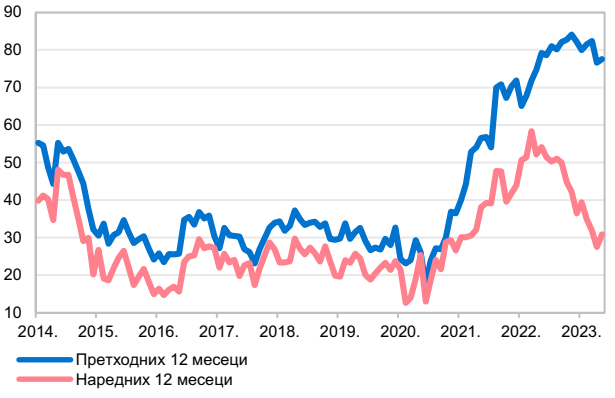
[2] Мерена хармонизованим ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета.

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



Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.
* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.
* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

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

Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.
* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде претходних месеци крећу се на релативно стабилном нивоу.

Према анкети агенције Блумберг, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** наставила су током Т2 да се крећу око нивоа од 7%, колико су, након пада на 6,8% у јуну, износила и у јулу. Према резултатима јулске анкете агенције Ипсос, ова инфлациона очекивања су снижена на 7,0%, након што су се од октобра кретала око 8%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред у јулу су, након осам месеци кретања око нивоа од 10%, смањена на 9,2%. При томе, важно је нагласити да први пут од почетка сукоба у Украјини мање од половине привредника очекује раст цена инпута у производњи. Проценат привредника који очекују раст цена својих готових производа и услуга у наредна три месеца у мају и јуну готово се двоструко смањио у односу на март и април и износио је око 33%. Проценат испитаника који очекују раст цена својих производа у наредних 12 месеци такође је смањен од марта (79,4%), али у мањој мери, и у јуну је износио 70,8%.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред су, након смањења у фебруару на 15,0%, са 20,0%, задржана на истом нивоу и у наредним месецима, а нису се мењала ни у јулу. Према резултатима квалитативне анкете, вредност индекса очекиване инфлације (30,9 индексних поена) нижа је од вредности индекса перципиране инфлације (77,5 индексних поена), што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред, након мајских 4,5%, враћена су на 5,0% у јуну, где су задржана и у јулу, док се за **три године унапред** крећу око 3,8% и **налазе се унутар граница циља Народне банке Србије**. **Очекивања сектора привреде** за две године унапред смањена су на 6,8% у јуну и додатно у јулу на 6,2%, док су очекивања за **три године унапред** снижена са 5,0% из јуна на 4,8% у јулу. **Инфлациона очекивања становништва** за две године унапред у априлу су смањена на 10% и задржала су се на том нивоу и до јула, колико тренутно износе и очекивања за три године унапред.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Народна банка Србије наставила је да заоштрава монетарне услове током Т2, али умеренијим темпом него у 2022, што је резултирало блажим растом каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита у динарима. Настављено заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а резултирало је даљим растом каматних стопа на тржишту новца у зони евра, а тиме и каматних стопа на кредите у евро знаку на домаћем тржишту.

Каматне стопе

Народна банка Србије је током Т2 пооштрила монетарне услове повећањем **референтне каматне стопе** за 50 б.п. (на два састанка по 25 б.п.), на ниво од 6,25% у јуну. У истој мери повећане су и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице на нивое од 7,5% и 5,0%, респективно. У јулу је референтна каматна стопа додатно повећана на 6,50%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице на 7,75% и 5,25%, респективно.

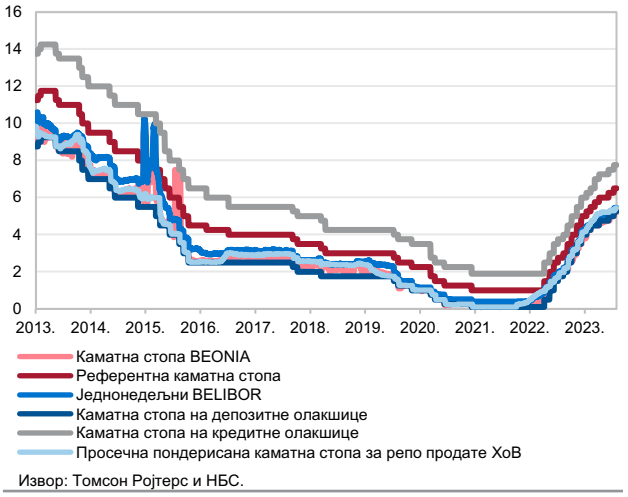
Током Т2 знатно је повећан износ динарске ликвидности банака који је повучен операцијама на отвореном тржишту. Просечно стање репо продатих ХоВ повећано је са 291,0 млрд динара у марту на 375,3 млрд динара у јуну, док је просечни дневни износ преконоћних депозита банака код Народне банке Србије смањен са 146,3 млрд динара у марту на 122,3 млрд динара у јуну.

Настављено повећање каматних стопа Народне банке Србије одразило се на кретање каматних стопа на **међубанкарском тржишту новца**. Каматна стопа *BEONIA* током Т2 порасла је за 50 б.п., на ниво од 5,00%, колико је износила крајем јуна, при чему је просечни дневни промет у Т2 смањен за 0,7 млрд динара у односу на претходно тромесечје и износио је 1,0 млрд динара. И каматне стопе *BELIBOR* свих рочности током Т2 забележиле су раст, који је у просеку износио око 28 б.п., тако да су се крајем јуна

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

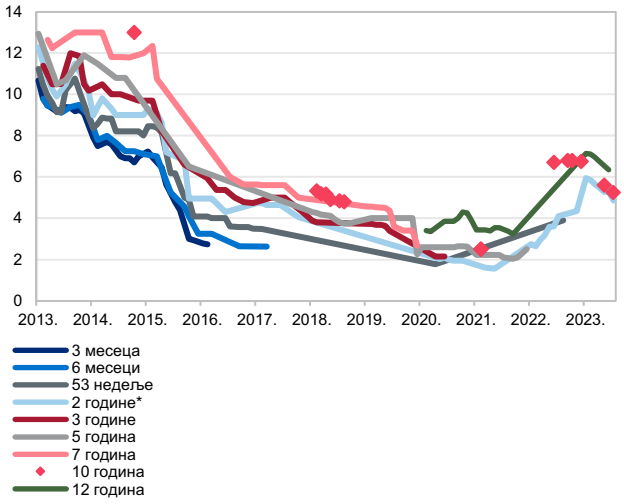
Извор: НБС.

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



Извор: Томсон Рojтерс и НБС.

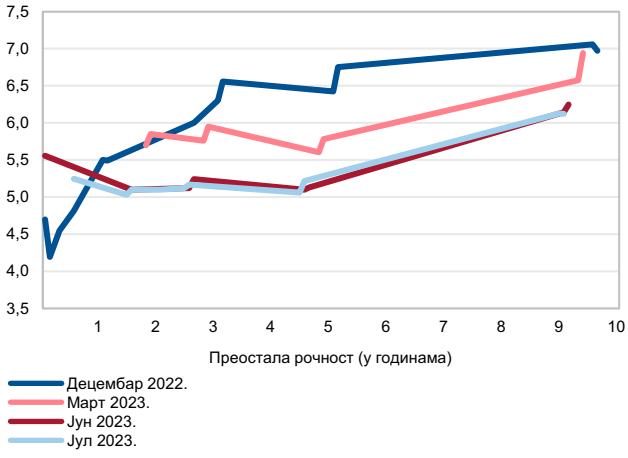
Графикон IV.1.3. **Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

кретале у распону од 4,98% за најкраћу рочност до 5,82% за рочност од шест месеци.

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ** и током Т2 настављен је пад стопа приноса. Томе је допринела већа спремност инвеститора да прихвате ниже приносе услед слабљења глобалних инфлаторних притисака, као и мања потреба државе за финансијским средствима. Одржане су две аукције за продају динарских ХоВ оригиналне рочности дванаест и по година, три аукције за продају ХоВ оригиналне рочности две године, као и једна аукција за продају ХоВ оригиналне рочности десет година. На две аукције за ХоВ рочности од дванаест и по година забележен је пад стопе приноса, укупно за 60 б.п., тако да је она на последњој аукцији одржаној у јуну износила 6,35%. На три одржане аукције за двогодишње ХоВ, на аукцијама у априлу и мају стопа приноса смањена је укупно за 37 б.п., да би на аукцији у јуну остала непромењена, на нивоу од 5,28%. У јулу је одржана још једна аукција за ХоВ рочности две године на којој је стопа приноса додатно смањена за 42 б.п., на 4,86%. Стопа приноса на динарске ХоВ рочности десет година смањена је на аукцији одржаној у мају, за 115 б.п., у односу на претходну аукцију одржану у децембру 2022, након чега је на аукцији одржаној у јулу смањена за додатних 35 б.п., чиме се нашла на нивоу од 5,25%.

У Т2 укупно је продато динарских ХоВ у номиналној вредности од 66,9 млрд динара, а доспеле су раније продате ХоВ у износу од 54,2 млрд динара, па је стање продатих динарских ХоВ крајем Т2 износило 913,0 млрд динара. Током Т2 нерезиденти су учествовали на примарном тржишту куповином динарских ХоВ оригиналне рочности две године, десет година и 12 година, укупне тржишне вредности од око 3 млрд динара. Међутим, с обзиром на њихову активност нето продаје на секундарном тржишту, као и доспеће трогодишњих динарских ХоВ које су имали у портфолију, стање динарских државних ХоВ у њиховом власништву благо је смањено (за 1,5 млрд динара), на 137,4 млрд динара крајем јуна, што је чинило око 15% укупног портфеља динарских државних ХоВ.

Током Т2 и на **секундарном тржишту динарских ХоВ** смањене су стопе приноса на ХоВ дужих рочности, уз благо повећан промет у односу на претходно тромесечје, на ниво од близу 40 млрд динара. Просечни пондерисани приноси на динарске државне ХоВ преосталих рочности од три, пет и десет година смањени су у односу на март у распону

61–70 б.п., на 5,21%, 5,13% и 6,21%, респективно, колико су просечно износили у јуну.

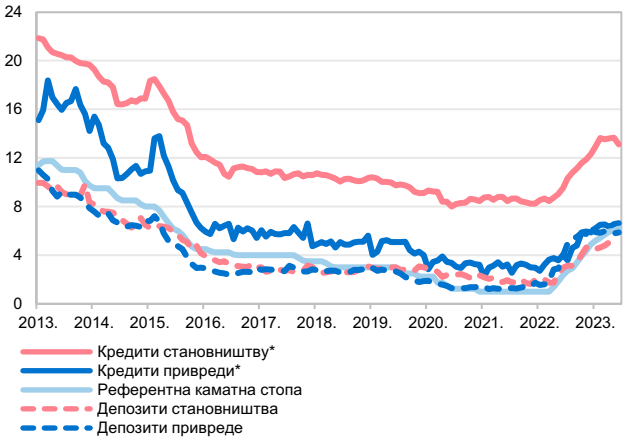
Током Т2 нису организоване аукције за продају **државних ХоВ у еврима**, а како су доспеле претходно емитоване ХоВ у износу од 39,3 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима смањено је на 1.919,5 млн евра крајем јуна.

У складу с блажим растом каматних стопа на међубанкарском тржишту новца током Т2, каматне стопе на **нове динарске кредите** привреди умерено су порасле (за 0,1 п.п., на 6,6%), док су каматне стопе на динарске кредите одобрене становништву биле и нешто ниже него у марту (за 0,4 п.п.) и у јуну су износиле 13,1%.

Гледано по структури динарског кредитирања привреде, током Т2 забележен је раст каматних стопа на инвестиционе кредите за 0,8 п.п., на 9,1%, и на остале некатегорисане кредите, за 1,1 п.п., на 4,0%. Међутим, ефекат раста каматних стопа наведене две категорије кредитирања на укупну каматну стопу готово је неутралисан смањеним учешћем најзаступљенијих динарских кредита привреде – кредита за обртна средства, са 60% у марту на 50% у јуну, чија је каматна стопа остала непромењена на нивоу изнад просечне стопе (8,4%). Код динарских кредита становништву забележен је пад каматних стопа код кредита свих намена, и то у распону 0,3–0,7 п.п., осим код потрошачких кредита, при чему је пад просечне каматне стопе у највећој мери опредељен падом каматне стопе на најзаступљеније кредите – готовинске кредите, за 0,3 п.п., на 13,9%.

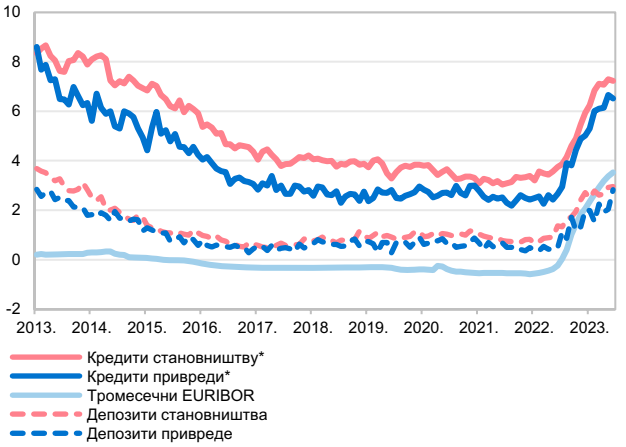
Настављено пооштравање монетарне политике ЕЦБ-а и даљи раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра одразили су се на каматне стопе на кредите у **евро знаку** на домаћем тржишту. Просечна пондерисана каматна стопа на кредите привреди у евро знаку повећана је за 0,4 п.п. у односу на март, на 6,5% у јуну. Повећане су каматне стопе на све намене кредита, при чему је раст просечне каматне стопе на евроиндексиране кредите привреди у највећој мери опредељен растом каматне стопе на кредите за обртна средства за 0,3 п.п., на 6,5%, и на инвестиционе кредите за 0,5 п.п., на 6,9%. Ове две намене заједно чине око 94% укупног кредитирања привреде у евро знаку. Просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву у Т2 благо је порасла, за 0,1 п.п., на 7,2% у јуну. Раст је био вођен повећаним каматним стопама на евроиндексиране стамбене кредите и остале некатегорисане кредите,

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



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

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

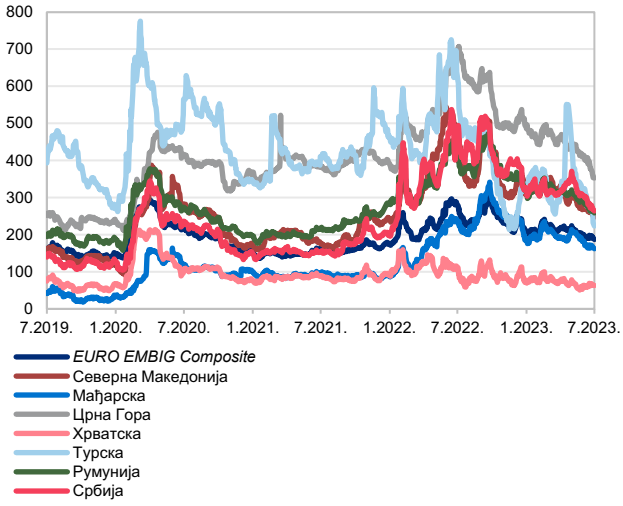


Извор: Европска банкарска федерација и НБС.
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

за по 0,6 п.п., на 6,7% и 9,5%, респективно, при чему је њихов ефекат ублажен повећаним учешћем стамбених кредита, са 60% у марту на 68% у јуну, с обзиром на то да је њихова каматна стопа, иако повећана, испод просечне.

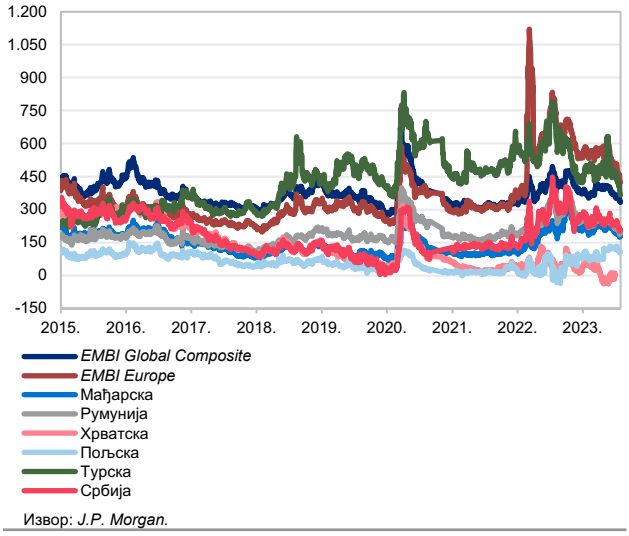
Каматне стопе на **штедњу становништва у динарима и еврима** забележиле су раст од 0,2 п.п. и 0,3 п.п., респективно, у односу на март, тако да су се у јуну кретале на нивоима од 5,0% и 3,0%, респективно. Каматна стопа на **орочене депозите привреде у еврима** повишена је за 0,6 п.п. у односу на март (на 2,8%), док је каматна стопа на орочене динарске депозите привреде незнатно снижена (за 0,1 п.п.) и износи 5,9% у јуну.

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



Извор: *J.P. Morgan.*

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



Извор: *J.P. Morgan.*

Премија ризика

Слабљење глобалних трошковних притисака настављено је током Т2, што је, уз успоравање инфлације на глобалном нивоу и одлучност водећих централних банака да обезбеде повратак инфлације у границе циља, допринело умереном смањењу глобалне премије ризика.

EURO EMBIG Composite, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, смањена је током Т2 за 21 б.п., на 197 б.п., колико је износила крајем јуна. Истовремено, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, смањена је током Т2 за 6 б.п. и крајем јуна је износила 307 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је смањена током Т2 (за 27 б.п., на 240 б.п.), чиме је наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је током Т2 смањена за 37 б.п., на 363 б.п., крајем јуна.

Агенција *Standard & Poor's* у априлу је објавила извештај у којем је **задржала кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ+ (уз стабилне изгледе)**, упркос и даље израженим међународним ризицима и последицама геополитичких дешавања по светску привреду. У свом извештају за Србију *Standard & Poor's* наглашава да је постепеним повећањем референтне каматне стопе спречено даље ширење инфлаторних притисака, као и да су средњорочна инфлациона очекивања остала у великој мери усидрена захваљујући кредибилитету монетарне политике, заоштравању монетарних услова и одржаној релативној стабилности девизног курса. Поред тога, агенција је истакла доказани кредибилитет укупне економске политике, повољне перспективе дугорочног раста Србије, фискалну дисциплину, смањене потребе за финансирањем и

опадајућу путању јавног дуга. Такође, оценила је да је финансијски сектор добро капитализован, ликвидан и профитабилан, као и да је учешће проблематичних кредита у укупним кредитима на минимуму.

Прилив капитала из иностранства

Прилив капитала, који је у Т2 вишеструко покрио дефицит текућег рачуна, највећим делом се односио на СДИ. Уз раст кредитног задужења државе и привреде, смањење средстава на рачунима банака у иностранству и повећање средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, то је било више него довољно да неутралише одлив по основу смањења кредитних обавеза банака и трговинских кредита.

У Т2 остварен је релативно висок нето **прилив СДИ** (1,2 млрд евра), захваљујући приливу СДИ у Србију који је износио 1,3 млрд евра. Тиме је, посматрано на нивоу П1, укупан прилив СДИ у Србију премашио 2,1 млрд евра, што је за 33% више него у истом периоду претходне године, када је прилив по основу СДИ привремено био успорен услед избијања сукоба у Украјини. И током П1 СДИ су претежно биле у облику власничког капитала и реинвестиране добити (око 70%), што потврђује опредељење страних инвеститора да наставе да инвестирају у Србију. Посматрано по делатностима, највише улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију, грађевинарство, рударство и стручне, научне, иновационе и техничке делатности.

Током Т2 нерезиденти су смањили улагања у домаће ХоВ за 59,4 млн евра (пошто су продаја на секундарном тржишту и доспећа ХоВ надмашили износ куповине динарских ХоВ на примарном тржишту), док су резиденти смањили улагања у ХоВ на иностраним тржиштима у истом износу, тако да по основу **портфолио инвестиција** у Т2 није регистрован нето прилив капитала. Од почетка године, захваљујући емисији еврообвезница у износу од 1,75 млрд долара у јануару, остварен је нето прилив по основу портфолио инвестиција од 1,2 млрд евра.

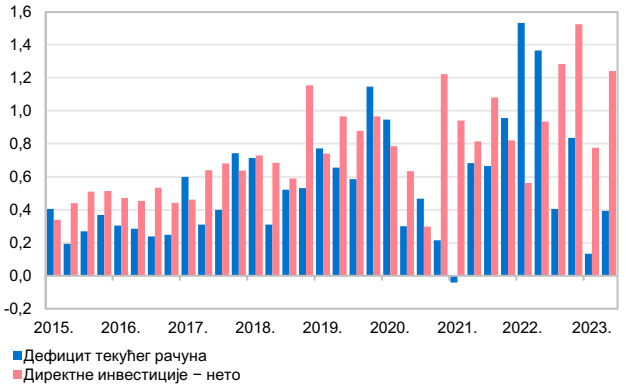
Нето прилив по основу **кредита** у Т2 износио је 462,7 млн евра, под утицајем раста задужења привреде, Владе и повлачења средстава у оквиру аранжмана с ММФ-ом, док су обавезе банака смањене, у већој мери по основу дугорочних кредита. Средства од ММФ-а (око 200 млн евра) повучена су након успешног завршетка првог разматрања економског програма који је подржан стендбај аранжманом, чиме

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

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

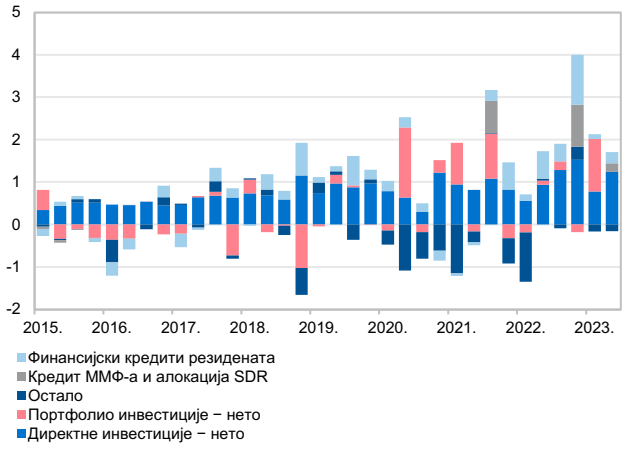
Извор: НБС.
[1] Март, [2] Мај, [3] Јун, [4] Септембар, [5] Децембар.

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



Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2023.

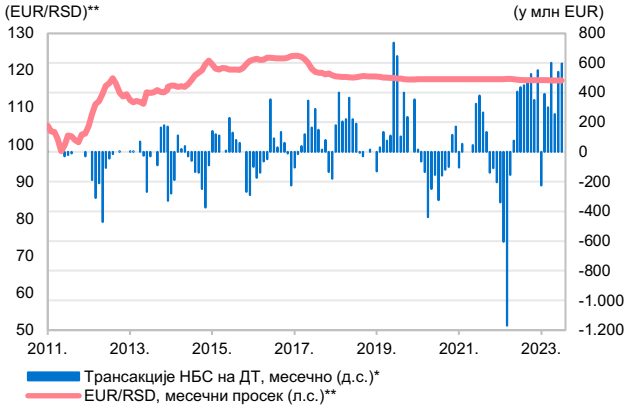
Графикон IV.1.10. **Структура финансијског биланса**
(у млрд EUR)



Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2023.

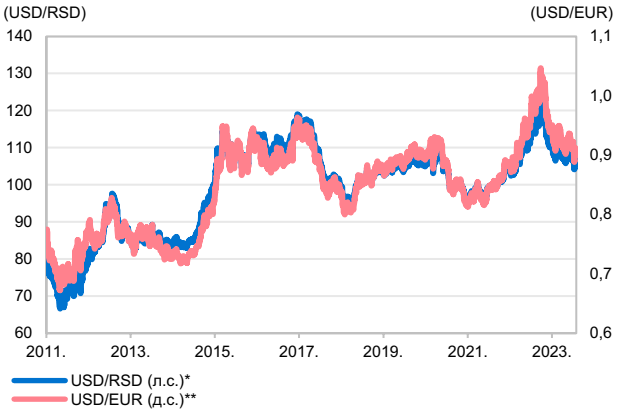
је износ средстава повучених у оквиру овог аранжмана готово достигао 1,2 млрд евра, а ако кретања у екстерном окружењу буду повољна, постоји могућност да се стендбај аранжман већ у време другог разматрања третира као аранжман из предострожности. Прилив је остварен и по основу **готовог новца и депозита** (352,9 млн евра), захваљујући повећању средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака и смањењу средстава на рачунима домаћих банака у иностранству. С друге стране, по основу трговинских кредита и аванса регистрован је одлив (533,5 млн евра), услед раста потраживања по основу ненаплаћеног извоза и смањења обавеза увозника према иностранству.

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



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

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



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

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио релативно стабилно кретање према евру током Т2, при чему је његова вредност крајем јуна била за 0,1% номинално већа него на крају марта и на крају 2022. године. Истовремено, посматрано крајем периода, евро је у Т2 на међународном тржишту ослабио према долару, што је утицало на то да динар ослаби према долару за 0,2%, док је посматрано од почетка године динар номинално ојачао према долару за 2,2%.

Током Т2 понуда девиза вишеструко је надмашила тражњу, што је резултирало јачањем апрецијацијских притисака, које је Народна банка Србије ублажавала интервенцијама на девизном тржишту. Расту понуде девиза највише је допринео откуп ефективног страног новца, који је био сличан рекордно високим износима откупа из Т3 и Т4 2022. У истом смеру деловала је и понуда девиза од стране резидената, пре свега захваљујући даљем расту извоза и СДИ, чиме је више него надокнађена тражња за девизама увозника енергената, која је ипак била сезонски нижа него у Т1. Поред тога, посматрано на нивоу тромесечја, нето продаја девиза од стране резидената у потпуности је покрила тражњу нерезидената за девизама. Фактори на страни понуде девиза у Т2 били су и прилив девиза по основу послова с платним картицама, као и раст валутно индексиране активе банака.[3]

Ради одржавања релативне стабилности курса динара према евру, Народна банка Србије је током Т2 на МДТ-у интервенисала претежно на страни куповине у

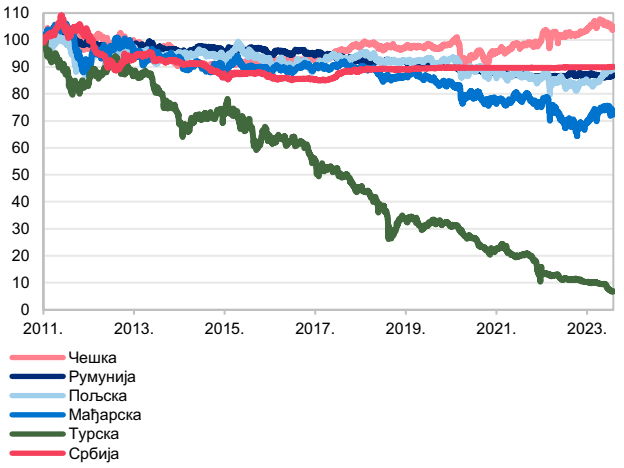
[3] У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

нето износу од 1.395,0 млн евра. Тиме су, укључујући и куповину у јулу, девизне резерве по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у од почетка године повећане за 2.455 млн евра.

Просечан дневни промет на МДТ-у[4] повећан је за 1,1 млн евра у односу на Т1 и у Т2 је износио 33,6 млн евра, док је у односу на Т2 2022. био нижи за 10,0 млн евра. Поред тога, у билатералним своп трансакцијама с банкама, које су уведене почетком прошле године, Народна банка Србије наставила је да купује и продаје девизе банкама и у Т2 је своп купила и своп продала по 88 млн евра (у Т1 је своп купила и продала по 39 млн евра).

Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања према евру током Т2. Ојачали су пољски злот (5,1%) и мађарска форинта (2,7%), док су румунски леј и чешка круна ослабили за 0,3% и 1,0%, респективно. Турска лира ослабила је у Т2 за 26,1%, услед снажног слабљења у јуну (22,7%), пошто су обустављене интервенције на девизном тржишту продајом девиза, а слабљење лире је настављено и након повећања референтне каматне стопе 22. јуна (са 8,5% на 15,0%).

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



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

2. Новац и кредити

Раст динарске компоненте кључно опредељује раст укупне новчане масе. Динарска штедња бележи нове рекордне нивое, чему доприноси и њена већа атрактивност у односу на девизну штедњу. Домаћа кредитна активност наставља да успорава раст, што је последица високе базе из претходне године, доспећа кредита из гарантних шема, као и виших каматних стопа на кредите услед заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије.

Новац

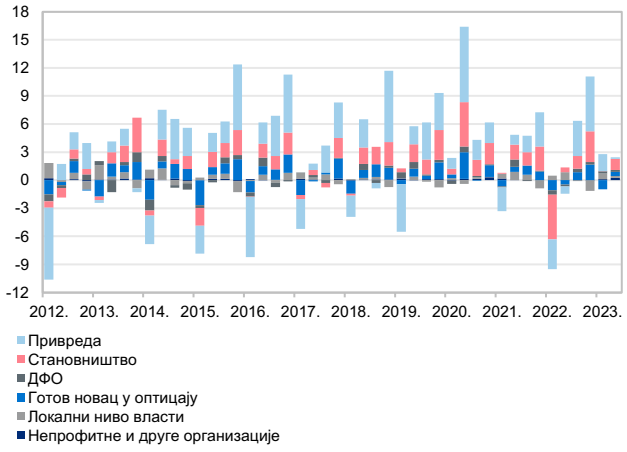
Повећање монетарних агрегата током Т2 било је доминантно опредељено растом динарске новчане масе. Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, повећан је током Т2 за 1,2%, вођен готово у потпуности најликвиднијом компонентом – динарским депозитима по виђењу (са доприносом од 1,1 п.п.).

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

Извор: НБС.

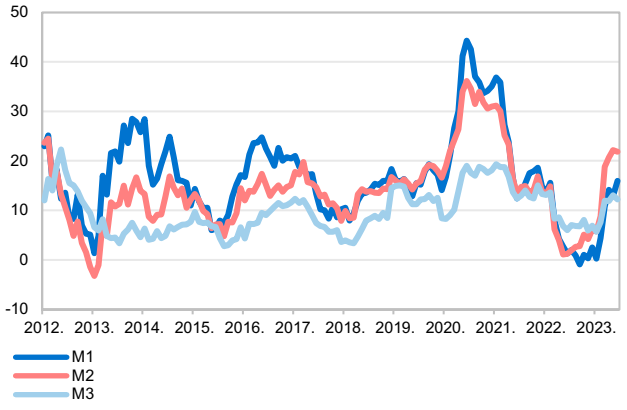
[4] Без Народне банке Србије.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

Извор: НБС.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски **депозити по виђењу** повећани су у Т2 за 43,3 млрд динара, вођени растом трансакционих депозита привреде (19,1 млрд динара) и становништва (17,0 млрд динара). С друге стране, **орочени динарски депозити** у Т2 смањени су за 4,8 млрд динара, чему је највише допринело смањење депозита привреде (12,2 млрд динара), док **динарска штедња становништва** наставља да расте, при чему је тај раст изузетно динамичан од новембра 2022. Као резултат очуване финансијске стабилности и релативне стабилности девизног курса чак и у периодима изражене неизвесности, динарска штедња поново је бележила нове рекордне нивое и крајем јуна је износила 107,9 млрд динара[5] (што је за 5,2 млрд динара више него крајем Т1). Убрзаном расту динарске штедње доприноси и њена већа атрактивност у односу на девизну штедњу.

Девизни депозити немонетарних сектора код пословних банака у Т2 смањени су за 96,6 млн евра, услед смањења депозита привреде за 165,6 млн евра. Истовремено, девизна штедња становништва повећана је током Т2 за 40,3 млн евра и крајем јуна износила је 12,9 млрд евра.

Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе М3 убрзава од почетка 2023, пре свега захваљујући расту динарске компоненте, и у јуну је достигнут ниво који је бележен пре пандемије.

Кредити

Посматрано на мг. нивоу, **укупни домаћи кредити** наставили су током Т2 да успоравају раст, који је у јуну, по искључењу ефекта промене девизног курса,[6] износио 0,8%, при чему су **кредити привреди** смањени за 1,1%, а **кредити становништву** повећани за 2,7%. Успоравање домаће кредитне активности последица је високе базе из претходне године, доспећа кредита из гарантних шема, као и виших каматних стопа на кредите услед заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије.

Посматрано на нивоу Т2, **кредити привреди**, по искључењу ефекта промене девизног курса, смањени су за 1,3 млрд динара. Највећи пад забележили су некатегорисани кредити (9,0 млрд динара), а следе их кредити за ликвидност и обртна средства (5,9 млрд динара), на шта се одражава и доспеће кредита из

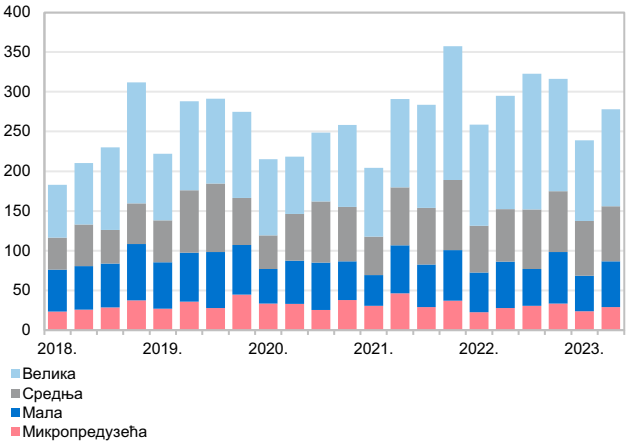
[5] Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају јуна износила 108,7 млрд динара, а девизна 13,9 млрд евра.
[6] Рачунато по новом програмском курсу, на дан 31. октобра 2022.

гарантних шема. С друге стране, инвестициони кредити већи су за 7,6 млрд динара, увозни кредити за 3,9 млрд динара, док задужења по текућим рачунима бележе повећање од 2,1 млрд динара. У структури кредита привреди у јуну и даље доминирају кредити за ликвидност и обртна средства са учешћем од 47,1%, а следе их инвестициони кредити са учешћем од 40,9%. Посматрано по делатностима, смањење задужења током Т2 забележено је код прерађивачке индустрије (6,0 млрд динара), снабдевања електричном енергијом (4,4 млрд динара) и пољопривреде (0,8 млрд динара). С друге стране, грађевинске компаније повећале су своја задужења у Т2 за 6,9 млрд динара, компаније из области пословања некретнинама за 1,7 млрд динара, трговци на мало и велико за 0,7 млрд динара, док су код осталих делатности забележене релативно мање промене стања. Посматрано по величини предузећа, кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 60,2% стања укупних кредита привреди у јуну. Пад динарских пласмана привреди (делом и услед доспећа кредита из гарантне шеме, који су претежно одобравани у динарима) и раст девизно индексираних пласмана за последицу су имали смањење степена динаризације пласмана привреде током Т2 за 1,1 п.п., на 17,0%.

Обим новоодобрених кредита привреди у Т2 износио је 277,8 млрд динара, што је за 5,8% мање него у истом периоду претходне године. Привреда је и током Т2 највише користила кредите за ликвидност и обртна средства (63,8%), при чему су нешто више од половине ових кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа. На инвестиционе кредите односило се 20,3% нових кредита привреди у Т2, при чему се на микропредузећа, мала и средња предузећа односило 75,6% ових кредита.

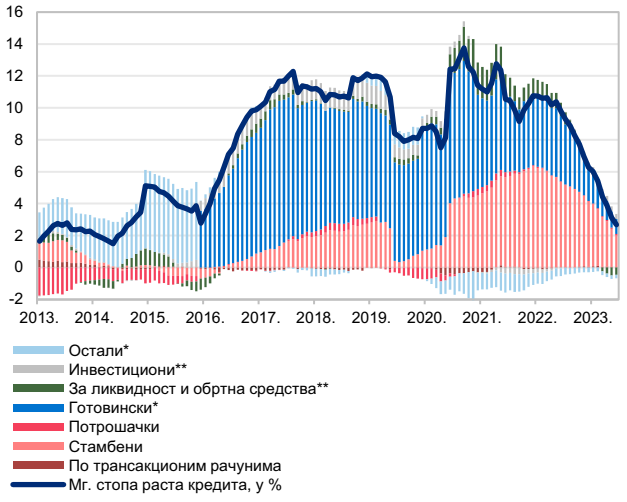
Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су у Т2 за 14,9 млрд динара, вођени растом готовинских кредита (10,8 млрд динара) и стамбених кредита (1,4 млрд динара). Такође, раст је забележен и код потрошачких кредита (за 0,7 млрд динара) и задужења по трансакционим рачунима (0,5 млрд динара). Остале врсте кредита становништву забележиле су релативно мање промене стања. На крају Т2 учешће стамбених кредита у укупним кредитима становништву

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



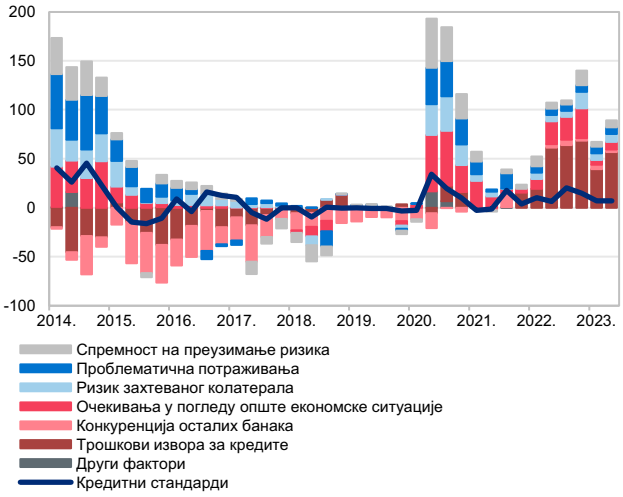
Извор: НБС.

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



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

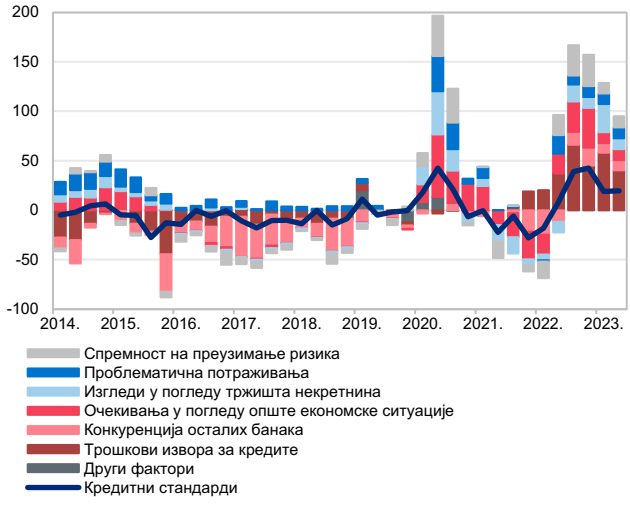
Графикон IV.2.7. **Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора**
(у нето %)



Извор: НБС.

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

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



Извор: НБС.

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

износило је 40,1% (40,4% крајем Т1), док су готовински кредити најзаступљенија категорија са учешћем од 44,0% (43,7% крајем Т1). У оквиру кредита одобрених предузетницима, инвестициони кредити већи су за 1,4 млрд динара, док је стање кредита за ликвидност и обртна средства исто као на крају Т1. Захваљујући бржем расту динарских од девизно индексираних кредита, степен динаризације кредита становништву повећан је током Т2 за 0,2 п.п., на 53,0%.

Износ новоодобрених кредита становништву у Т2 од 138,0 млрд динара мањи је за 7,6% него у истом периоду прошле године, на шта се одражавају заоштрени монетарни услови. Готовински кредити чинили су 64,9% нових кредита у Т2, док се на стамбене кредите односило 16,3% нових кредита становништву (ниже него у 2022, када су у просеку чинили 23,5% нових кредита становништву), што је последица повишених цена некретнина и трошкова задуживања.

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака[7] показују да су банке у Т2 2023, у складу са очекивањима, наставиле с благим пооштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди и становништву. Виши трошкови извора финансирања, на које се одражава заоштравање монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а, кључни су фактор пооштравања кредитних стандарда, а затим неизвесност у погледу опште економске ситуације и повећана аверзија према ризику, глобално посматрано. Наставак сличних тенденција очекује се и током Т3. Банке су оциниле да су привреда и становништво, укупно посматрано, благо повећали тражњу за кредитима у Т2, при чему је тражња привредника била усмерена ка краткорочним кредитима, док је становништво било заинтересовано првенствено за динарске готовинске кредите. Потребе за финансирањем обртних средстава кључни су фактори раста тражње привреде, а рефинансирање постојећих обавеза кључан је фактор раста тражње становништва за кредитима.

Бруто ***NPL* показатељ** у јуну задржан је око историјски најнижег нивоа од 3,0%, што указује на то да заоштравање финансијских услова није имало веће негативне последице на квалитет активе банака. У јуну бруто *NPL* показатељ код сектора привреде[8]

[7] Поменуту анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

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

износио је 2,2%, а код сектора становништва[9] 4,3%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 101,3% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 57,9% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају Т2 2023. износио је 22,4%, што је за 1,9 п.п. више него крајем Т1 и указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

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

Извор: НБС.

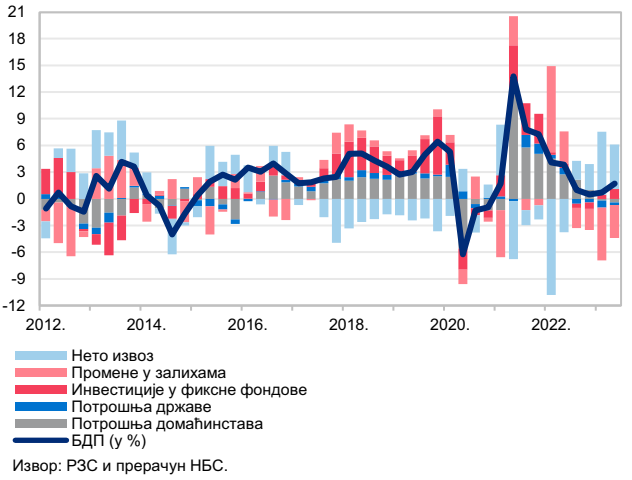
3. Агрегатна тражња

Као и у претходном тромесечју, и у Т2 раст економске активности, који је према првој процени РЗС-а износио 1,7% мг., био је заснован на расту нето извоза, а у нешто мањој мери и инвестиција у фиксне фондове, док су смањење залиха и пад потрошње за последицу имали негативан допринос домаће тражње.

Домаћа тражња

Према нашој процени, **приватна потрошња** је у Т2 коригована наниже за 0,5% мг., што се пре свега може довести у везу са смањењем расположивог дохотка становништва за потрошњу услед и даље високих издатака за храну и енергенте, као и даљег заоштравања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а и последично растућих трошкова отплате кредита и виших цена новог задуживања. На пад приватне потрошње указује реални промет у трговини на мало, који је у Т2 смањен за 6,1% мг., док је увоз потрошне робе изражен у еврима успорио раст на 4% мг. (са 11,2% у Т1). И кретање показатеља из области туризма такође указује на нижу приватну потрошњу, пошто је додатно успорен раст броја долазака и ноћења домаћих туриста, на 1% мг. и 0,8% мг., респективно.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т2 2023.

Ако се посматрају извори потрошње становништва, примећује се да је готово изостао раст дознака становништва (0,1% мг. у Т2 наспрам 30,2% мг. Т1), што се може довести у везу са успоравањем економске активности и растућим трошковима у земљама западне Европе, али и вишом базом из истог периода претходне године. Поред тога, даље

[9] Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* је, такође, на нивоу од 4,3% у јуну.

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

	2022.		2023.	
	T3	T4	T1	T2
Потрошња домаћинстава	**3,0**	**1,5**	**-0,2**	**-0.5** *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	5,5	2,6	-3,9	-6,1
Промет у угоститељству	24,2	33,4	17,1	14,6 ***
Број домаћих туриста	20,6	41,0	3,7	1,0
Број ноћења домаћих туриста	22,0	48,4	3,9	0,8
Увоз потрошне робе (*BEC* класификација), номинално	21,2	23,6	11,9	4,0
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	15,1	15,5	18,1	18,0 **
Нето прилив дознака, номинално	69,6	18,3	30,2	0,1
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	5,6	3,6	3,1	1,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Април–мај.
*** Април.

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

	2022.		2023.	
	T3	T4	T1	T2
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	-1,9	-2,7	2,0	5.0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-12,1	-12,5	-1,5	13,0 *
Инвестиције државе	-36,3	-5,8	6,3	3,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	-8,8	-17,4	-7,9	-4,3 **
Производња грађевинског материјала	-5,1	2,3	-5,8	-10,8
Вредност изведених радова	-13,4	-13,7	-0,4	17,9
Увоз опреме, номинално	16,6	10,5	5,6	-23,3
Производња домаћих машина и опреме	6,5	18,9	27,7	11,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Април–мај.

пооштравање монетарне политике и последични раст каматних стопа определили су додатно успоравање раста кредита намењених потрошњи, на 1% мг. С друге стране, основни извор потрошње, маса зарада, наставља да бележи реални раст, од 2,9% мг. у периоду април–мај, који се готово у потпуности дугује расту запослености, док је раст просечне номиналне зараде био у складу с растом цена у посматраном периоду.

Према нашој процени, и **државна потрошња** у T2 је смањена, али у мањој мери него у претходном тромесечју (–2,0% мг. наспрам –4,9% мг.), тако да је укупна потрошња смањена за 0,8% мг., уз негативан допринос економској активности од 0,7 п.п. у T2.

Упркос и даље израженим геополитичким тензијама, и током T2 је задржана позитивна динамика **приватних инвестиција**, које су, према нашој процени, повећане за 4,0% мг. Процењујемо да је већина инвестиција финансирана из сопствених извора, на шта указује знатан раст профитабилности привреде у претходној години. Поред тога, раст инвестиција је финансиран и по основу већег прилива СДИ, који је у T2 износио 1,3 млрд евра и у односу на исти период претходне године био већи за 29%, на шта се делом одражава и то што су приливи по основу СДИ накратко успорили након избијања конфликта у Украјини. Такође, инвестициони кредити бележе раст од 3% мг., мада нешто спорији у односу на T1 (4% мг.), услед растућих трошкова задуживања. На раст приватних инвестиција пре свега указује раст производње машина и опреме, који је у T2 износио 11,4% мг., док је, с друге стране, увоз опреме смањен за 23,3% мг. Иако је током T2 производња грађевинског материјала смањена за 10,8% мг., број издатих дозвола у мају први пут након десет месеци остварио је раст на мг. нивоу (2,3%), а вредност изведених радова у грађевинарству повећана је за 17,9% мг., што указује на опоравак у сектору грађевинарства.

Током T2 настављена је реализација инфраструктурних пројеката финансираних од стране државе, о чему сведочи и завршетак појединих пројеката из области саобраћајне инфраструктуре, тако да процењујемо да је раст **државних инвестиција** износио око 7% мг. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 5% мг., уз допринос расту БДП-а од 1,1 п.п. у T2.

Даљи раст извоза условио је смањење **залиха**, што је допринело смањењу домаће тражње у T2 за близу 3%, према нашој процени.

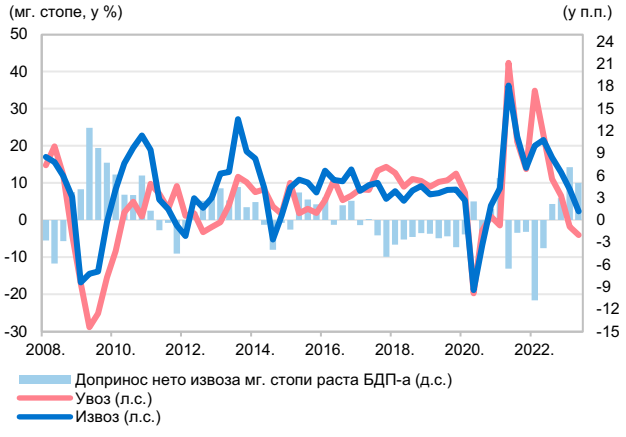
Посматрано на тромесечном нивоу, процењујемо да је раст БДП-а убрзан са 0,4% дсз. у Т1 на 1,0% дсз. у Т2. Међу компонентама домаће тражње, бржи раст је пре свега био вођен растом инвестиција приватног сектора. Такође, у Т2 заустављен је пад приватне потрошње, који је био присутан у претходна три тромесечја.

Нето екстерна тражња

Према нашој процени, реални извоз је наставио раст у Т2, који је износио 2,4% мг., док је реални увоз смањен за 4,0% мг., што је резултирало позитивним доприносом **нето извоза** мг. расту реалног БДП-а од 5,0 п.п.

Захваљујући диверсификованој извозној понуди, **робни извоз** изражен у еврима повећан је у Т2 за 3,8% мг. Тај раст је био вођен извозом прерађивачке индустрије, који је повећан за 7,4% мг., уз широко распрострањен раст међу гранама (у 16 од 23 гране). При томе, највећи допринос је потекао од извоза електричне опреме, моторних возила и осталих машина и опреме. С друге стране, смањен је извоз хемијских производа, деривата нафте, а пад је наставио и извоз основних метала, чему је допринела смањена производња железаре у Смедереву. Знатан допринос расту извоза потекао је и од извоза електричне енергије, који је у Т2 повећан за 126,6% мг. Истовремено, извоз пољопривредних производа и рударства био је нижи него у истом периоду претходне године.

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



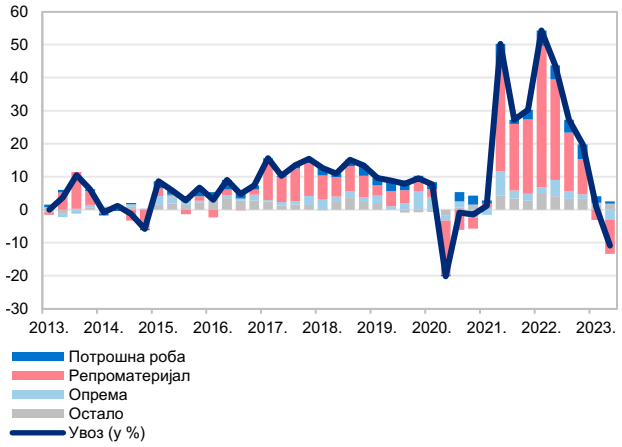
Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т2 2023.

С друге стране, **робни увоз** изражен у еврима у Т2 забележио је мг. пад од 10,5%, пре свега услед мањег увоза енергената, чему су допринеле и мање цене и мање количине увезених енергената. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), на пад увоза највише је утицао мањи увоз средстава за репродукцију (–17,2% мг.), што је категорија у оквиру које се региструје увоз енергената. У поређењу са истим периодом претходне године, смањен је увоз нафте и њених деривата (за 395 млн евра), електричне енергије (за 137 млн евра) и гаса (за 64 млн евра), док је једино повећан увоз угља (за 27 млн евра) за потребе производње електричне енергије. Паду увоза допринео је и мањи увоз средстава за рад (–23,3% мг.), док је увоз потрошне робе био нешто виши него у истом периоду претходне године (4,0% мг.). На слична кретања указује и класификација увоза по наменама, где је паду увоза највише допринео мањи увоз енергената, за којим следе интермедијарни и капитални производи.

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

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

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Позитивни трендови у **размени услуга** са иностранством задржани су и у Т2, при чему је, захваљујући израженијем мг. расту извоза (21,9%) од увоза (10,6%), као и већем учешћу извоза од увоза у размени услуга, остварен суфицит од 739,3 млн евра. Извоз свих врста услуга је повећан, при чему су расту извоза највише доприносиле ИКТ и пословне услуге. Расту увоза највише су доприносиле туристичке и ИКТ услуге.

Наставак раста извоза и мањи увоз енергената одразили су се на повећање покривености робног увоза извозом током Т2, која је у јуну[10] износила 79,6%, а по укључењу услуга 90,5%, што је за 5,3 п.п. и 6,1 п.п., респективно, више него крајем 2022. године.

[10] Мерено 12-месечним покретним просеком.

Осврт 2: Оцена платнобилансних кретања у првом полугодишту 2023. године у Србији и фактора који су довели до побољшања екстерне позиције

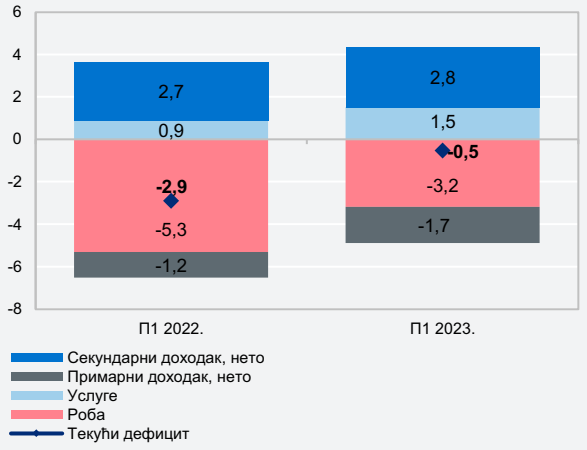
Платнобилансна кретања и у Т2 2023. била су знатно повољнија него у истом периоду претходне године, тако да је у П1 дефицит текућег рачуна вишеструко смањен у поређењу са истим периодом претходне године и нашао се на рекордно ниском нивоу (посматрано на нивоу П1 од 2007, тј. од кад постоје расположиве серије података по методологији *BPM6*), док је прилив на финансијском рачуну додатно повећан.

На побољшање екстерне позиције Србије указује текући рачун платног биланса, где је дефицит смањен са 2,9 млрд евра (10,4% БДП-а) у П1 2022. на свега 527 млн евра (1,6% БДП-а) у П1 2023, што је резултат неколико фактора – нижег увоза енергената (чему су допринеле и ниже цене и мање увезене количине енергената), наставка раста извоза робе, повећања суфицита у размени услуга и повећаног прилива дознака. Негативно деловање фактора који су определили висок увоз енергената и раст дефицита текућег рачуна у 2022. ублажено је у П1 2023. или је нестало, тј. након знатног раста цена енергената на међународном тржишту по избијању сукоба у Украјини, сада се оне осетно смањују (мада се и даље налазе изнад вишегодишњих просека). Поред тога, проблеми у домаћој производњи електричне енергије, који су такође допринели високом увозу енергената прошле године, превазиђени су и Србија поново производи довољне количине електричне енергије не само за сопствене потребе већ и за извоз.

Посматрано по категоријама **текућег рачуна платног биланса** Србије, на смањење дефицита највише је утицао пад робног дефицита, за којим следе повећање суфицита у размени услуга са иностранством и раст суфицита секундарног дохотка, док је у супротном смеру деловао једино већи дефицит примарног дохотка.

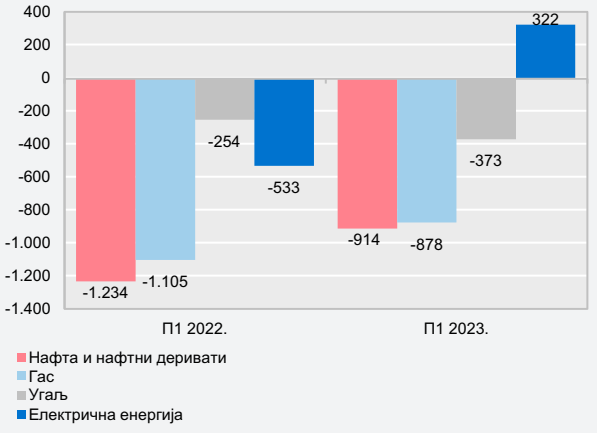
Дефицит у робној размени у П1 2023. износио је 3,2 млрд евра, што је за 2,1 млрд евра ниже него у истом периоду претходне године, при чему је у односу на исти период претходне године извоз повећан за 1,2 млрд евра, на 14,2 млрд евра, док је увоз смањен за 915 млн евра, на 17,4 млрд евра. Расту извоза највише је допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз повећан за 9,6% мг., а затим извоз електричне енергије, који је повећан за 179,5% мг. Извоз прерађивачке индустрије наставио је да расте и у условима ниже екстерне тражње, што указује на отпорност и диверсификованост извозне понуде, а највише су му допринели извоз електричне опреме, моторних возила и осталих машина и опреме. С друге стране, извоз рударства и пољопривреде био је нижи него у истом периоду претходне године. На пад увоза највише је утицао нижи увоз енергената, за којим следе нижи увоз интермедијарних и капиталних производа, док је једино увоз потрошних добара повећан. У односу на исти период претходне године, увоз енергената у П1 2023. био је нижи за 929 млн евра (према класификацији СМТК), при чему је смањен увоз сирове нафте, нафтних

Графикон О.2.1. **Структура текућег рачуна платног биланса**
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Графикон О.2.2. **Салдо енергената (извоз–увоз)**
(у млн EUR)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

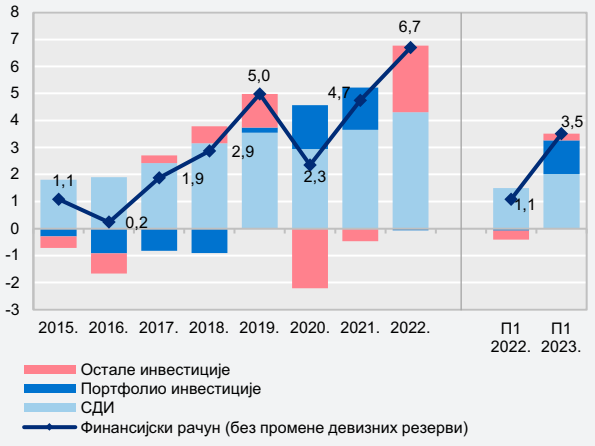
деривата, гаса и електричне енергије, док је једино увоз угља за потребе производње електричне енергије забележио мг. раст. Од тога, увоз сирове нафте, деривата и гаса смањен је за 719 млн евра, при чему се око три четвртине смањења дугује ефекту нижих цена, а једна четвртина мањим увезеним количинама.

На смањење дефицита текућег рачуна деловала је и размена услуга са иностранством, која је наставила да расте, уз израженије повећање извоза (за 1,3 млрд евра, на 6,0 млрд евра) у односу на повећање увоза (за 696 млн евра, на 4,5 млрд евра). То је, уз већи удео извоза у размени услуга са иностранством, утицало да **суфицит у размени** услуга у П1 премаши 1,5 млрд евра, што је 619 млн евра више него у П1 2022. Размена свих врста услуга повећана је током П1 2023, при чему је раст извоза био пре свега вођен ИКТ, транспортним и пословним услугама, а раст увоза туристичким и пословним услугама.

У оквиру текућег рачуна једино је **дефицит примарног дохотка** повећан у односу на П1 2022. (за 494 млн евра, на 1,7 млрд евра), претежно услед већих расхода по основу дохотка од СДИ. То је и очекивано ако се има у виду континуиран прилив и раст стања СДИ у Србији, што подразумева и више расходе за исплату дивиденди. Виши је био и износ реинвестиране добити, што потврђује опредељеност инвеститора да наставе да повећавају улагања у Србију. Поред тога повећани су и расходи по основу плаћених камата на финансијске кредите и по основу портфолио инвестиција, на шта се одразило заоштравање глобалних финансијских услова услед рестриктивнијих монетарних политика централних банака. **Суфицит секундарног дохотка** повећан је за 119 млн евра, на 2,8 млрд евра, што се највећим делом дугује приливу дознака из иностранства, који је у П1 износио 2,5 млрд евра и био је виши за 250 млн евра него у истом периоду претходне године.

На **финансијском рачуну платног биланса** током П1 остварен је нето прилив капитала од 3,5 млрд евра, највише захваљујући приливу СДИ и успешној емисији еврообвезница почетком године, а прилив је забележен и по основу кредитног задужења државе и привреде, као и повлачења друге транше кредита у оквиру аранжмана с ММФ-ом. С друге стране, банке су смањиле своје обавезе према иностраним кредиторима, а одлив је забележен и по основу трговинских кредита и аванса.

Графикон О.2.3. **Кретања на финансијском рачуну**
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну у П1 чиниле су **СДИ**, које су, посматрано у нето изразу, износиле 2,0 млрд евра, док су само улагања у Србију премашила 2,1 млрд евра. У односу на исти период претходне године, у чијем једном делу је прилив капитала био привремено успорен услед избијања сукоба у Украјини, прилив СДИ повећан је за 33%, што потврђује да Србија остаје привлачна дестинација за инвеститоре. Девету годину заредом дефицит текућег рачуна у потпуности је покривен нето СДИ, при чему је, с обзиром на релативно висок нето прилив СДИ и рекордно низак дефицит текућег рачуна, вредност овог показатеља у П1 достигла 382%. Као и током претходних година, СДИ су биле географски и пројектно распрострањене, а више од половине прилива било је усмерено у размењиве секторе, највише у прерађивачку индустрију (28%), која је кључни извозни сектор српске привреде.

Нето прилив капитала по основу **портфолио инвестиција** у П1 износио је 1,2 млрд евра, захваљујући успешној реализацији две емисије еврообвезница на међународном тржишту у јануару. Емитовано је 750 млн долара петогодишњих еврообвезница и 1,0 млрд долара десетогодишњих еврообвезница, при чему је тражња инвеститора вишеструко надмашила понуду, што је омогућило смањење захтеваних стопа приноса током аукције. Ради смањења девизног и каматног ризика, одмах су закључене хеџинг трансакције, тако да су обавезе по основу

доларских ХоВ конвертоване у евре. Поред тога, нерезиденти су улагали и у динарске државне, претежно 12-годишње ХоВ на домаћем примарном тржишту и по том основу је у П1 остварен прилив од 95 млн евра. С друге стране, држава је крајем марта превремено откупила ХоВ емитоване у јуну 2022. директном погодбом (350,0 млн евра), а одлив је регистрован и по основу доспећа раније емитованих државних ХоВ и нето продаје државних ХоВ на секундарном тржишту.

Резиденти су повећали задужење према иностраним кредиторима, тако да је по основу **кредита** у П1 остварен нето прилив од 574 млн евра. Од тога се највећи део односи на задужење Владе и повлачење дела средстава одобрених у оквиру стендбај аранжмана с ММФ-ом, а повећано је и задужење привреде, док су се банке нето раздужиле према иностранству. Поред тога, захваљујући повећању средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака и смањењу средстава на рачунима домаћих банака у иностранству, и по основу **готовог новца и депозита** остварен је прилив од 339 млн евра. С друге стране, под утицајем израженијег раста потраживања по основу ненаплаћеног извоза од раста обавеза увозника према иностранству по основу **трговинских кредита** и аванса регистрован је одлив у износу од 697 млн евра.

Све наведено за резултат је имало да девизне резерве, према платнобилансној методологији, у П1 буду повећане за 3,1 млрд евра и да крајем јуна износе 22,6 млрд евра, а затим у јулу достигну 23,1 млрд евра, што је нови рекордни ниво, чиме је додатно ојачана отпорност Србије на евентуалне потресе из окружења. Девизне резерве покривају око шест месеци увоза робе и услуга, преко 280% краткорочног дуга (по преосталој рочности) и око 140% мере *ARA* (рачунато према стању дуга из марта).

С обзиром на знатно нижи дефицит текућег рачуна у П1 и кретања која очекујемо до краја године, наша пројекција дефицита на нивоу године сада износи 2,5% БДП-а, наспрам 4,5%, колико смо пројектовали у мају, мада смо и тада наглашавали да постоји велика вероватноћа да дефицит буде нижи од пројектованог. Пројектујемо да ће извоз робе и услуга, изражен у еврима, на нивоу године порасти за око 10%, а увоз за 2%, што је нижа стопа извоза и виша стопа увоза од остварене у П1 и указује на наше релативно конзервативне процене за остатак године. Један део поправљања дефицита текућег рачуна свакако је резултат повољних односа размене (вишег раста извозних цена од увозних), али с обзиром на остварења у П1 очекујемо да извоз, реално посматрано, на нивоу године четвороструко брже расте од увоза.

У средњем року кретање салда текућег рачуна платног биланса у највећој мери биће одређено структурним факторима. Наставак раста инвестиција, а пре свега планиране велике инвестиције у инфраструктуру, утицаће на раст увоза опреме, тако да се процењује да ће реални раст увоза робе и услуга у просеку износити око 7% годишње у наредне три године. С друге стране, као резултат инвестиција из претходног периода у размењиве секторе, а пре свега високог прилива СДИ, као и очекиваног опоравка екстерне тражње, реални раст извоза робе и услуга ће у средњем року износити око 9% годишње у просеку, што ће резултирати кретањем учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у око нивоа од 4%, што је ниво који обезбеђује екстерну одрживост. Претпоставка пројекције је и да суфицит секундарног дохотка неће прелазити дугорочни просек од око 8% БДП-а, док ће очекивана путања нето прилива СДИ утицати на то да принос по основу њиховог власништва остане солидна расходна ставка на рачуну примарног дохотка, тако да се пројектује наставак умереног раста дефицита примарног дохотка. Нето прилив по основу СДИ пројектује се на око 5% БДП-а у овој години и средњем року, и, као и у претходних осам година, наставиће да у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна, што доприноси одрживости наше екстерне позиције и очувању девизних резерви на више него адекватном нивоу.

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

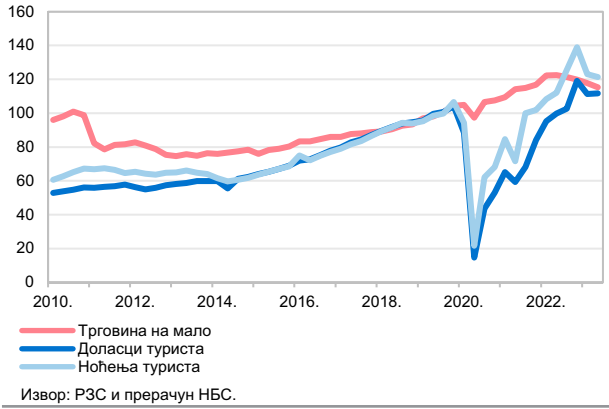
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

4. Економска активност

Процењујемо да је опоравак у сектору грађевинарства определио бржи раст економске активности у односу на T1 (0,7 % мг.) и да је раст БДП-а у T2, према првој процени РЗС-а, износио 1,7% мг. И остали сектори су позитивно допринели расту економске активности, при чему је мг. раст активности индустрије у T2 у потпуности заснован на опоравку електроенергетског сектора, док је раст активности у услужним секторима био благо успорен у односу на T1. Процењујемо да је позитиван допринос потекао и по основу раста пољопривредне производње.

Раст економске активности је убрзан и на тромесечном нивоу, са 0,4% дсз. у T1 на 1% дсз. у T2, пре свега услед раста активности у услужним секторима и грађевинарству.

Услужни сектори, који су, према нашој процени, збирно посматрано остварили раст од 0,9% мг. у T2, допринели су расту економске активности са 0,5 п.п. На то указују пре свега подаци из области туризма, где је током T2 порастао број долазака и ноћења туриста за 10,8% мг. и 6,6% мг., респективно, и то нарочито страних туриста. Поред тога, реални промет у угоститељству повећан је у априлу за 14,6% мг. С друге стране, реални промет у трговини на мало смањен је за 6,1% мг.

Опоравак у електроенергетском сектору водио је раст **индустријске производње**, који је, према нашој процени, у T2 износио 0,8% мг. Наиме, након проблема крајем 2021. и почетком 2022. који су условили смањење производње струје, у 2023. стабилизација електроенергетског система резултирала је растом производње струје у T2 од 14,9% мг., уз допринос расту обима индустријске производње од 2,2 п.п. С друге стране, смањен је обим производње у сектору рударства услед мање експлоатације угља, што је, уз смањење активности у прерађивачкој индустрији, утицало на то да раст обима укупне индустријске производње буде 0,8% мг.

Прерађивачка индустрија бележи пад обима производње од 0,9% мг. у T2. Иако је обим производње смањен код већине делатности (14 од 24), потребно је истаћи да је смањење производње нафтних деривата од 12,7% мг. у потпуности определило пад активности целокупне прерађивачке индустрије, пошто преостале делатности у прерађивачкој индустрији, збирно посматрано,

бележе раст од 0,2% мг. Поред раста производње основних метала од 16,4% мг. и машина и опреме од 11,4% мг., истиче се и раст производње рачунара и електричних производа од готово 90% мг., што је допринело расту прерађивачке индустрије за 0,7 п.п.

У **грађевинарству** је у Т2 остварен раст од око 13% мг., што се пре свега може довести у везу с реализацијом значајних саобраћајних инфраструктурних пројеката (обилазница око Београда, делови Моравског коридора, железничка пруга Нови Сад – Суботица). То потврђује и раст вредности изведених радова у грађевинарству у Т2 од 17,9% мг. Поред тога, број издатих грађевинских дозвола у мају, први пут након јула 2022, порастао је на мг. нивоу (2,3%). С друге стране, производња и увоз грађевинског материјала смањени су за 10,8% мг. и 11% мг.

Потребно је истаћи да временске прилике и прелиминарна процена РЗС-а о расту производње пшенице од око 20% мг. указују на овогодишњу бољу пољопривредну сезону, што би, према нашим проценама, требало да резултира растом пољопривредне производње од 8% у односу на претходну годину, када је због неповољних временских услова остварена исподпросечна активност у **пољопривреди**.

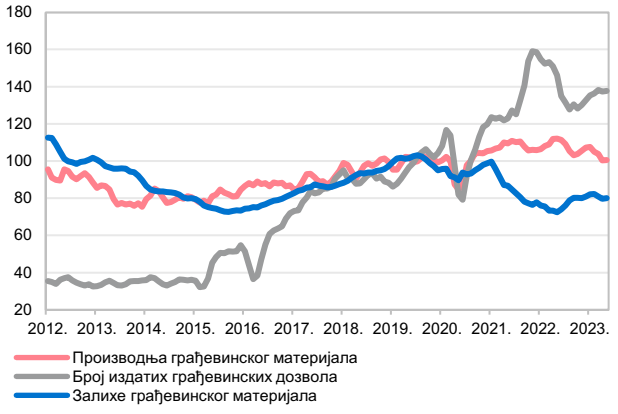
Процењујемо да ће **нето порези** бити на приближно истом нивоу као претходне године и да по том основу неће бити утицаја на економску активност.

Према нашој процени, на тромесечном нивоу убрзан је раст економске активности са 0,4% дсз. у Т1 на 1% у Т2, пре свега услед раста активности у услужним секторима и грађевинарству. Благи раст на тромесечном нивоу бележи и пољопривредна активност (0,2% дсз.), док је индустријска производња незнатно коригована наниже у односу на Т1 (–0,2% дсз.).

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

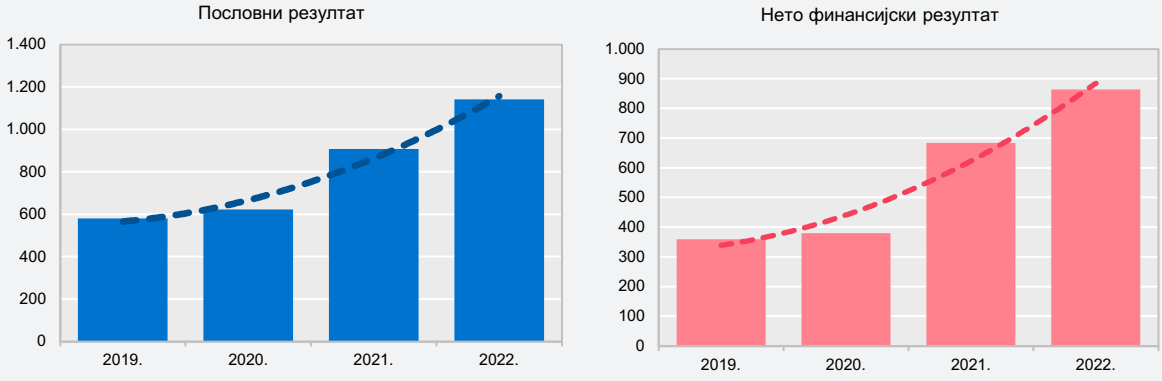


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Осврт 3: Анализа пословних и финансијских перформанси привреде Србије у периоду 2019–2022.

На основу података Агенције за привредне регистре преузетих из годишњих билтена финансијских извештаја, у овом осврту су анализиране пословне и финансијске перформансе привреде Србије у периоду од 2019, која је последња преткризна година, закључно с 2022, за коју су средином ове године објављени прелиминарни резултати. Као кључни показатељи успешности привреде узети су пословни резултат, као исход свих пословних активности, и нето финансијски резултат, као исход свих пословних, финансијских и осталих активности. Оба резултата су током целог посматраног периода била позитивна и на узлазној путањи. Пословни резултат привреде повећан је са 580 млрд динара у 2019. на око 1.142 млрд динара у 2022, док је истовремено нето финансијски резултат привреде повећан са 359 млрд динара на 864 млрд динара (Графикон О.3.1), чиме је профитабилност привреде практично удвостручена.

Графикон О.3.1. **Пословни и нето финансијски резултати привреде Србије у периоду 2019–2022.**
(у млрд RSD)



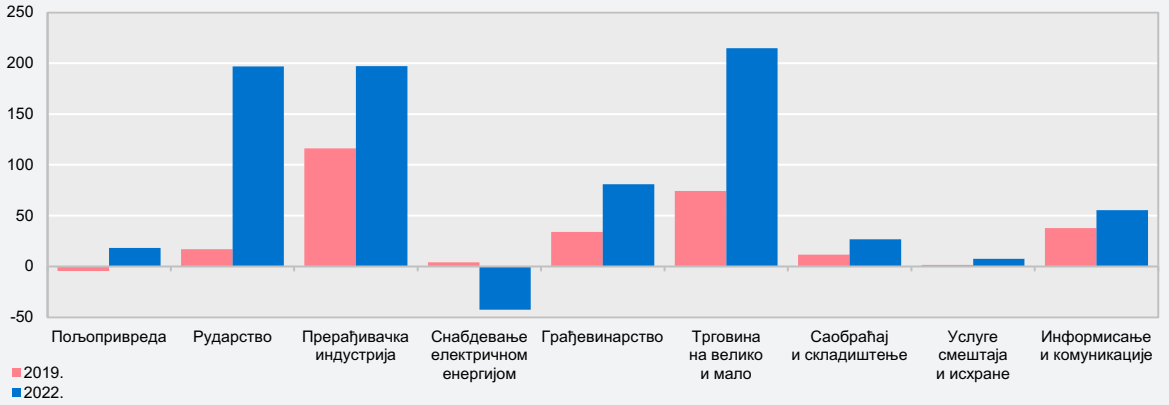
Извор: Агенција за привредне регистре и прерачун НБС.

Кумулативно увећање нето финансијског резултата за 505 млрд динара од 2019. до 2022. у потпуности је било одређено резултатом из пословних активности, који је у истом периоду увећан за готово 562 млрд динара. То показује да су привредна друштва у Србији континуирано побољшавала свој финансијски положај доминантно се ослањајући на обављање примарне делатности, тј. редовних пословних активности. Иако је резултат из активности финансирања донекле погоршан у 2022. у односу на 2019. (за 6,7 млрд динара), то се није битније одразило на профитабилност привреде, која је наставила раст упркос негативним ефектима потреса узрокованих пандемијом вируса корона, отежаним снабдевањем енергентима и ескалацијом сукоба у Украјини. Будући да су у посматраном периоду утицаји екстерних фактора углавном били неповољни, очување и повећање профитабилности српске привреде може се првенствено повезати са унутрашњим факторима. Свакако, најважнији фактори су обезбеђена и одржана макроекономска и финансијска стабилност у земљи, очувано инвестиционо и потрошачко поверење, као и ефикасна координација економских политика у Србији, које су пре свега у иницијалној фази пандемије обимним и благовременим монетарним и фискалним подстицајима подржавале привредна друштва у суочавању с бројним изазовима и радикалним променама у условима живота, рада и пословања. Фактор који је допринесо повећању профитабилности српске привреде у периоду од 2014. до 2019. године, па и у 2020. години, коју је обележила глобална и здравствена криза без преседана, било је и смањење финансијских расхода за укупно 348 млрд динара закључно с 2020, што је добрим делом било резултат тада повољнијих кредитних услова, који су се огледали у смањеним издацима привреде за камате у износу од око 69 млрд динара, док је износ негативних курсних разлика смањен за око 208 млрд динара. У томе се препознаје и допринос Народне банке Србије, која је дуги низ година ублажавала монетарну политику и чувала стабилност девизног курса. Након започетог циклуса заоштравања монетарних услова у зони евра и код нас, као и повећане

неизвесности на међународном финансијском тржишту, у 2021. и 2022. последично су порасли финансијски расходи привреде, али тај ефекат на финансијски положај привреде Србије у протекле две године није имао већи негативан утицај, вероватно делом и због тога што су привредна друштва велики део својих пословних и инвестиционих активности финансирала сопственим средствима.

Остварени раст профитабилности српске привреде у посматраном периоду био је широко секторски распрострањен, с обзиром на то да је у поређењу с преткризном 2019. годином нето финансијски резултат у 2022. повећан у готово свим привредним делатностима (са изузетком енергетике), што је представљено на Графикону О.3.2. У томе предњаче привредна друштва из области рударства, која су вишеструко увећала укупан нето добитак (за 180 млрд динара), и то доминантно у протекле две године, као резултат инвестиција и повећања производних капацитета, пре свега у производњи бакра, али и услед рекордног раста цена метала и минерала на светском тржишту. За њима следе трговци на велико и мало, чији је раст профитабилности (за 140 млрд динара) подржан интензивнијом продајом сопствене робне марке, проширењем мреже добављача, иновацијама у моделу пословања,

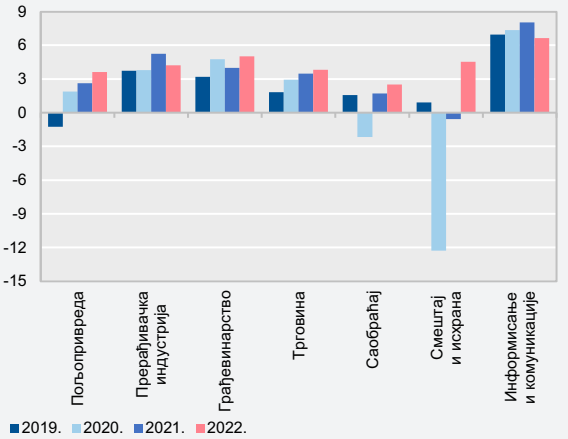
Графикон О.3.2. **Нето финансијски резултати по привредним делатностима у 2019. и 2022.**
(у млрд RSD)



Извор: Агенција за привредне регистре.

интензивнијим коришћењем канала електронске трговине, што се одразило на повећање маржи, првенствено у 2021. и 2022. години. Имајући у виду да трговинска маржа представља бруто зараду трговаца након што из оствареног промета од продаје робе измире трошкове набавке те робе, треба напоменути да је она на нивоу целе делатности забележила кумулативни номинални раст од близу 50% у периоду 2019–2022. (са око 540 млрд динара у 2019. на 807 млрд динара у 2022), док је стопа трговинске марже повећана са 14,9% на 16,1%. Ако се посматрају само најзначајнији малопродајни трговински ланци за које су расположиви подаци за 2022. годину, стопа трговинске марже је повећана са 24,8% у 2019. на 26,8% у 2022. Могућност сектора трговине да повећа своје марже дугује се мањој осетљивости тражње на ценовне промене у околностима повишене инфлације, што се огледа и у порасту стопе нето добитка са 1,8% у 2019. на 3,8% у 2022. Привредна друштва из прерађивачке индустрије такође су знатно увећала укупан нето добитак (за око 81 млрд динара), ослањајући се на очуване и проширене производне и извозне капацитете, који су били резултат инвестиција из претходног периода. Услуге саобраћаја и складиштења и услуге смештаја и исхране

Графикон О.3.3. **Стопа нето добитка (после пореза) у изабраним секторима привреде**
(однос нето добитка и укупних прихода, у %)

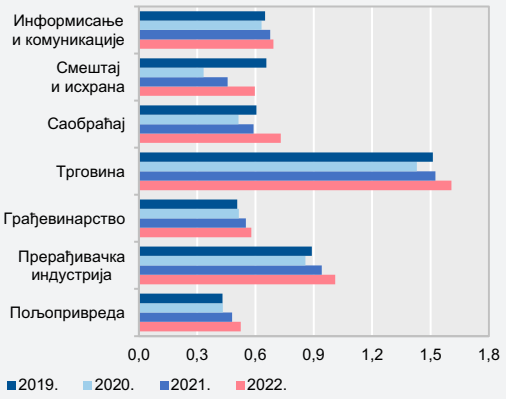


Извор: Агенција за привредне регистре и прерачун НБС.

су се, након привременог обустављања и ограничења пословних активности током 2020, опоравиле у наредне две године, захваљујући постепеном отварању економије. С друге стране, у области енергетике забележен је нето губитак у претходне две године, по основу вишег количинског увоза и виших увозних цена енергената, на шта су, поред техничких проблема у електроенергетском сектору крајем 2021. и почетком 2022, утицале и енергетска нестабилност у Европи и ескалација сукоба у Украјини.

Побољшање финансијског положаја српске привреде у претходне четири године поткрепљује и динамика стопе нето добитка (Графикон О.3.3). Овај показатељ је бележио тренд раста у делатностима трговине на велико и мало, грађевинарства и прерађивачке индустрије, при чему је највеће побољшање евидентирано у областима пољопривреде, где је из негативне зоне прешао у позитивну од 2020. године, као и у услугама смештаја и исхране, где је, после пада током пандемије, знатно повећан у 2022. години, захваљујући брзом опоравку туристичких и угоститељских услуга.

Графикон О.3.4. **Коефицијент обрта пословне имовине у изабраним секторима привреде**
(однос укупних прихода и укупне пословне имовине)

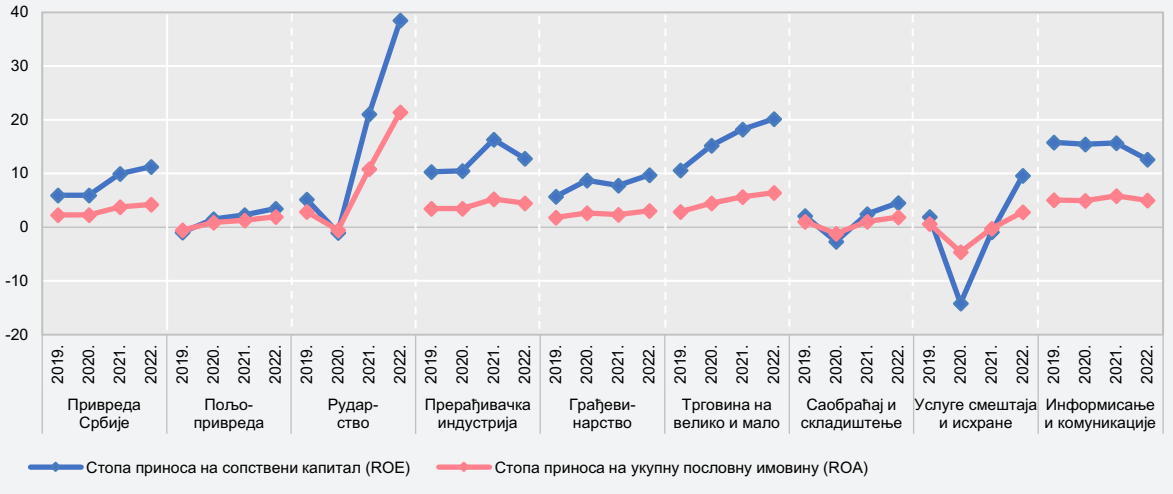


Извор: Агенција за привредне регистре и прерачун НБС.

Повећању профитабилности и на нивоу целе привреде и по делатностима допринело је и ефикасније управљање укупном пословном имовином привредних друштава, која је од 2019. до 2022. увећана за једну трећину. Делатностима из услужног сектора заједничко је било успоравање обрта имовине у 2020, пре свега у услугама саобраћаја, смештаја и исхране, које су биле најтеже погођене рестриктивним мерама током пандемије, након чега је у 2021. и 2022. овај показатељ у свим делатностима убрзао, нарочито у трговини на велико и мало и прерађивачкој индустрији (Графикон О.3.4).

Привреда Србије је у посматраном периоду подизала степен ефикасности у управљању укупном пословном имовином, која укључује и сопствена и позајмљена средства, а о чему сведочи и остварена стопа приноса на активу (*ROA – Return on Assets*) од 4,3% у 2022. (наспрам 2,3% у 2019), уз изнадпросечну стопу приноса код сектора рударства, трговине, сектора информисања и комуникација и прерађивачке индустрије. Поред тога, привредна друштва су била ефикаснија и у управљању сопственим капиталом, који је у протекле четири године увећан за 28%. У прилог томе говори и динамика стопе приноса на сопствени капитал (*ROE – Return on Equity*),

Графикон О.3.5. **Динамика стопе приноса на укупну пословну имовину (*ROA*) и стопе приноса на сопствени капитал (*ROE*) – по изабраним делатностима**
(у %)



Извор: Агенција за привредне регистре и прерачун НБС.

која је на нивоу привреде Србије готово удвостручена за четири године – са 5,9% у 2019. на 11,3% у 2022. години. Двоцифрен раст овог показатеља током целог периода регистрован је у прерађивачкој индустрији, трговини на велико и мало и услугама информисања и комуникација, при чему је у последње две године снажан раст овог показатеља евидентиран и у рударству (Графикон О.3.5), као резултат значајних инвестиција.

На основу претходне анализе, могу се извести следећи закључци:

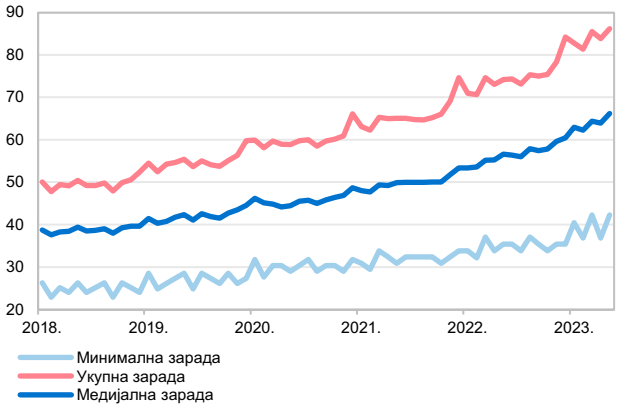
• Упркос испољавању негативних екстерних шокова (пролонгираних последица пандемије, енергетске и украјинске кризе), привредна друштва у Србији су у протекле три године успела не само да послују позитивно већ и да увећају своју профитабилност, и то примарно по основу обављања основне делатности за коју су регистрована, тј. из редовних пословних активности;

• Пословна активност од 2019. до 2022. интензивирана је након што су привредна друштва у годинама пре 2020. знатно ојачала своје финансијске капацитете захваљујући снижавању финансијских расхода, у чему је важну улогу имала координација економских политика усмерена на очување постигнуте макроекономске и финансијске стабилности;

• Услед пооштрених услова финансирања на међународном и домаћем тржишту, повећани финансијски расходи у 2021. и 2022. години нису се битније негативно одразили на нето финансијски резултат привреде, који је наставио кретање узлазном путањом и остао широко распрострањен по делатностима. Раст профитабилности је био праћен и убрзањем обрта укупне пословне имовине од 2020. године.

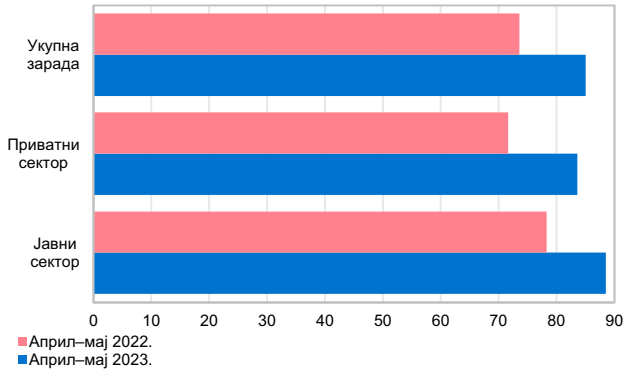
Отпорност српске привреде на негативна дешавања у међународном окружењу проистекла је из тога што су привредна друштва из кључних делатности – прерађивачке индустрије, рударства, грађевинарства и трговине интензивирала своју пословну активност, чему је допринео и снажан прилив СДИ, с тим да је код трговине то делом последица и раста маржи у условима повишених трошковних и инфлаторних притисака.

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



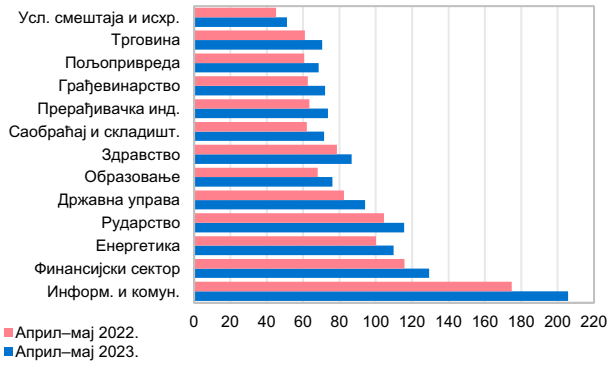
Извор: РЗС.
Напомена: Од јануара 2018. за обрачун зарада користе се подаци Пореске управе.

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



Извор: РЗС.

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



Извор: РЗС.

5. Кретања на тржишту рада

Тржиште рада током Т2 карактерише даљи раст формалне запослености, уз истовремени раст зарада, при чему је број регистрованих незапослених достигао најнижи ниво.

Зараде

У периоду април–мај просечна номинална нето зарада износила је 85.016 динара (725 евра), остваривши мг. раст од 15,5%, колико је износио и у Т1 2023. Остварени раст и даље је вођен бржим растом зарада у **приватном сектору** (16,7%) него у **јавном сектору** (13,1%), чиме је смањен јаз у зарадама између ова два сектора на 1,06 за пет месеци 2023. (са 1,11, колико је износио у истом периоду 2022). У априлу и мају медијална нето зарада повећана је за 16,4% мг., чиме је достигла 65.099 динара (555 евра).

У априлу и мају настављен је мг. раст просечних зарада у свим **привредним делатностима**, који је био најизраженији у областима информисања и комуникација[11] (17,7%), уметности, забаве и рекреације (16,4%) и прерађивачке индустрије (16,1%). При томе, двоцифрени мг. раст просечних зарада остварен је у готово свим привредним делатностима (изузев енергетике – 9,6%). Када су у питању делатности које претежно припадају јавном сектору, најбрже су расле зараде у државној управи (14,1% мг.), а затим у образовању (11,9% мг.) и здравственој и социјалној заштити (10,4% мг.).

У истом периоду, забележен је широко распрострањен мг. раст просечних зарада и по **регионима Србије**, који се кретао од 16,7% у региону Београда до 14,2% у региону јужне и источне Србије.

Повећање просечних зарада и раст формалне запослености определили су повећање **укупне номиналне нето масе зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, од 18,0% мг. у периоду април–мај.

Према прелиминарној процени, **продуктивност укупне економије** у Т2 наставила је мг. пад (–0,9%), услед споријег раста економске активности од запослености, али знатно споријим темпом него у Т1 (–2,1%).

[11] По искључењу зараде у ИКТ сектору из статистичког обухвата, мг. стопа раста укупне номиналне нето зараде у периоду април–мај износила би 14,2% (према прерачуну Народне банке Србије).

Запосленост

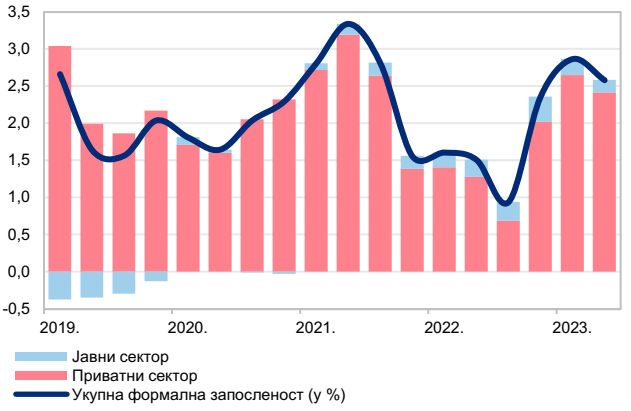
Укупна формална запосленост током Т2 кретала се око рекордног нивоа од око 2,37 млн запослених и у јуну је била већа за око 55 хиљада запослених него пре годину дана, при чему је мг. раст у Т2 благо успорио, на 2,6% (са 2,9% у Т1). Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, мг. повећање броја формално запослених у јуну вођено је даљим запошљавањем код приватних лица (за око 40 хиљада лица) и предузетника (за око 18 хиљада лица), док је број индивидуалних пољопривредника смањен (за око 3 хиљаде лица).

Као и у претходном периоду, највећи број нових радних места током Т2 отворен је у приватном сектору, те је **број запослених у приватном сектору** у јуну износио 1,75 млн, што је за 53 хиљаде више него годину дана раније. Највећи број новозапослених регистрован је у ИКТ услугама (око 14 хиљада), стручним, научним, иновационим и техничким услугама (готово 9 хиљада) и прерађивачкој индустрији (око 8 хиљада). Насупрот томе, у јуну је забележен мг. пад броја запослених у пољопривреди (око 600 лица) и водоснабдевању (око 300 лица). **Формална запосленост у јавном сектору** такође је порасла у јуну (збирно око 8 хиљада запослених мг. посматрано), пре свега у образовању и здравству, а потом у државној управи.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **број регистрованих незапослених** смањен је на нови најнижи ниво у јуну и износи 402.495 незапослених, што је за око 42 хиљаде мање него у истом периоду прошле године. Иако нешто споријим темпом него у марту, мг. пад броја незапослених широко је распрострањен по групама занимања.

На основу ревизије демографских процена основних контингената тржишта рада, које су засноване на Попису 2022, РЗС је објавио ревидиране податке Анкете о радној снази за 2022. по тромесечјима, тако да је стопа незапослености у 2022. у просеку повећана за 0,2 п.п., а просечна стопа запослености смањена за 0,9 п.п. У Т1 2023. настављена су повољна кретања на тржишту рада, о чему сведоче подаци из **Анкете о радној снази** – стопе активности и запослености износиле су 55,2% и 49,6%, чиме су остварили мг. раст од 0,8 п.п. и 1,1 п.п., респективно. Стопа партиципације (стопа активности лица радног узраста) у истом периоду износила је 71,2%, док је стопа незапослености мг. посматрано нижа за 0,8 п.п. и износила је 10,1%.

Графикон IV.5.4. **Структура мг. раста укупне формалне запослености**
(у п.п., просек тромесечја)

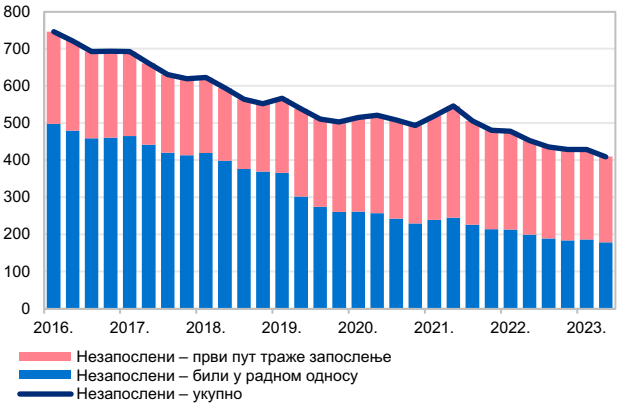


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.5. **Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима**
(у п.п., просек тромесечја)

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Укључује индивидуалне пољопривреднике.
** Обухвата прерађивачку индустрију, рударство, енергетику и водоснабдевање.

Графикон IV.5.6. **Кретање регистроване незапослености**
(у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

V. Пројекција

И даље пројектујемо да ће стопа раста БДП-а у овој години износити између 2% и 3%, с тим да сада ценимо да ће бити ближе доњој граници пројектованог распона. Раст ће бити вођен нето извозом, као резултат знатно бржег реалног раста извоза од увоза робе и услуга у досадашњем току године, а затим фиксним инвестицијама, захваљујући повећаној профитабилности привреде, високим приливима по основу СДИ, као и инвестицијама државе у саобраћајну инфраструктуру. Позитиван допринос се очекује и од личне потрошње, али у мањој мери него што смо очекивали у претходној пројекцији. Са смањењем глобалних инфлаторних притисака, опоравком светске привреде, а тиме и екстерне тражње, као и услед очекиваног убрзања реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста БДП-а на 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Према августовској пројекцији, мг. инфлација ће наставити да успорава и, након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, у границе циља вратиће се у току Т2 2024. године. Томе ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, даље слабљење глобалних трошковних притисака и висока база код цена хране и енергената, као и успоравање увозне инфлације и нижа тражња у условима споријег глобалног привредног раста. Пројектована инфлација налази се на нешто нижем нивоу него што смо очекивали у мају, пре свега у 2024. години, на шта се одражава додатно заоштравање монетарних услова.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења – изгледа за глобални привредни раст, постојаности глобалне инфлације и по том основу степена заоштравања монетарних политика водећих централних банака, а у одређеној мери и од геополитичких односа и цена енергената и примарних производа на светском тржишту. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције односе се на прилив по основу СДИ, улагања у сектор енергетике и инфраструктуру и темпо опоравка производње угља, а у одређеној мери и на исход овогодишње пољопривредне сезоне. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне.

Екстерне претпоставке

Економска активност

У условима преплитања негативних ефеката проузрокованих пандемијом, енергетском кризом и конфликтом у Украјини, праћених заоштравањем монетарних политика централних банака с циљем обуздавања високе и отпорније инфлације од очекиване, **глобална економска активност показује знаке слабљења**, као што се и очекивало. То се нарочито уочава у производном сектору на глобалном плану, где је водећи индекс активности *PMI* у јуну спуштен на најнижи ниво (48,7 поена) од почетка 2023, као последица пада нових поруџбина, док је активност у услужном сектору очувана. Светска банка је у јунском извештају *Global Economics Prospects* пројектовала успоравање раста светске привреде на 2,1% у 2023, уз прогнозу да ће развијене земље (зона евра, САД и Јапан) знатно успорити привредни раст (на 0,7%), а земље у успону и развоју (без Кине) у

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

	2023.		2024.		2025.
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	Мај	Авг.	Мај	Авг.	Авг.
Раст БДП-а у зони евра	0,7%	0,5%	1,0%	0,9%	1,6%
Инфлација у зони евра (просек)	5,5%	5,4%	2,4%	2,4%	2,2%
Тромесечни *EURIBOR* (децембар)	3,7%	3,9%	3,0%	3,2%	2,9%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-16,7%	-17,9%	-3,6%	0,1%	-3,3%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	78	81	74	77	74
Интерне претпоставке					
Регулисане цене (дец. на дец.)	13,6%	11,5%	7,1%	7,0%	5,5%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

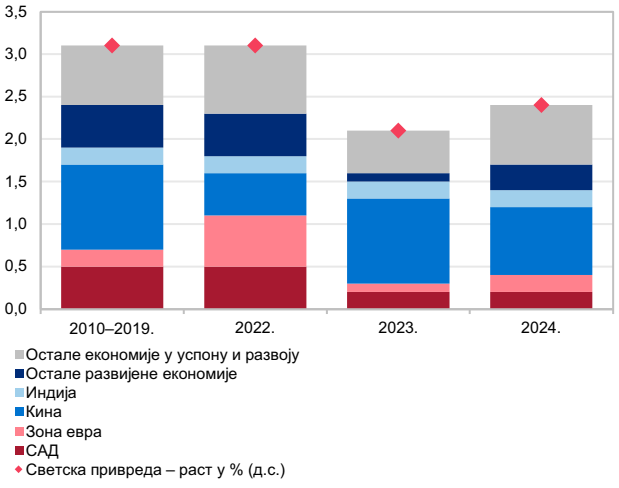
Извор: ЕЦБ, *Consensus Economics*, *Euronext*, *CBOT*, Блумберг и НБС.

Табела V.0.2. **Прогнозе реалног раста БДП-а за 2023. и 2024.**
(у %)

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

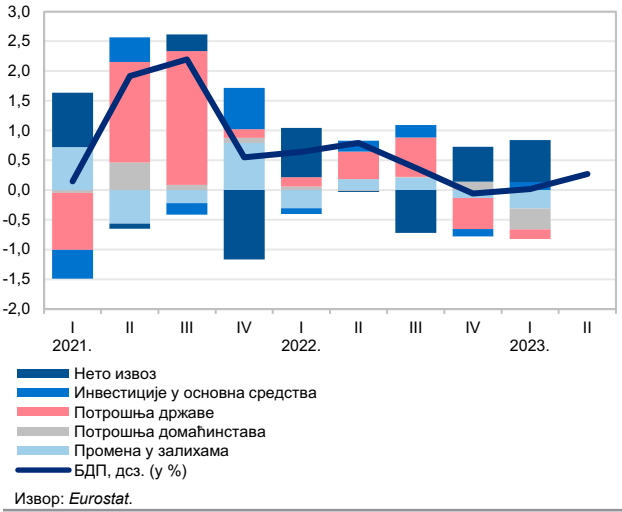
Извор: ММФ *WEO* (април 2023) и ММФ *WEO Update* (јул 2023).

Графикон V.0.1. **Допринос глобалном привредном расту**
(у п.п.)



Извор: Светска банка (јун 2023).
Напомена: Подаци за 2023. и 2024. су пројекције.

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



Извор: *Eurostat*.

мањој мери (на 2,9%), на шта ће се одразити пооштрени глобални финансијски услови и смањена екстерна тражња. Услед убрзаног укидања рестриктивних мера, привреда Кине се креће узлазном путањом, уз пројектован раст од 5,6% у 2023, стимулисан повећањем потрошачке тражње за услугама. Према процени Светске банке, **ризици пројекције глобалног привредног раста у 2023. остају асиметрични наниже**, с обзиром на постојаност инфлације, посебно базне инфлације, што може водити даљем затезању монетарних услова, наставак фрагментације глобалних трговинских токова, као и финансијски стрес изазван затварањем неколико банака у развијеним земљама, који може представљати системски ризик на међународном финансијском тржишту.

У јулском издању *World Economic Outlook* ММФ је оценио да **опоравак светске привреде успорава упоредо с повећањем јаза између економских сектора и региона**, при чему је успоравање привредног раста најприметније код развијених земаља, због слабљења активности прерађивачке индустрије и деловања специфичних фактора, насупрот очуваној активности услужног сектора. Иако је у јулу **ММФ ревидирао навише априлску пројекцију глобалног привредног раста за 0,2 п.п., на 3,0% у 2023.** (колико је пројектовао и за 2024), прогнозе за ову и наредну годину испод су историјског просека (2000–2019) од 3,8%. Притом, **ризици пројекције у јулу су оцењени као асиметрични наниже** (али у мањој мери него у априлу), пре свега због постојане инфлације, споријег привредног раста Кине од очекиваног, као и даље економске и геополитичке фрагментације.

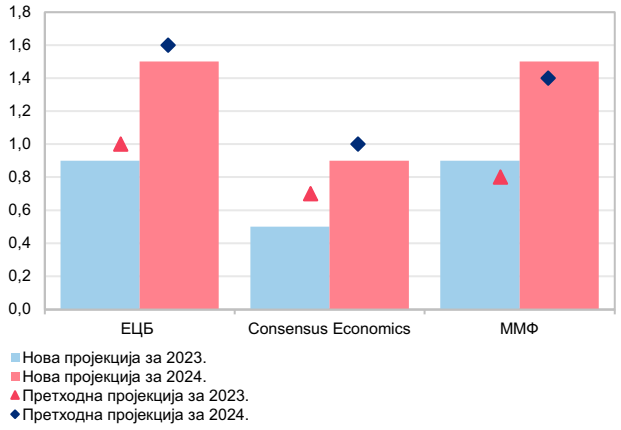
Привреда зоне евра је у Т1 стагнирала. Смањење потрошње домаћинстава и државе неутралисао је раст нето извоза и инвестиција у основна средства. Код наших најважнијих трговинских партнера унутар зоне евра, забележена су супротна кретања у Т1 – у **Немачкој** је регистрован пад БДП-а од 0,3% дсз., а у **Италији** раст БДП-а од 0,6% дсз. Кретања у различитим секторима привреде зоне евра неуједначена су – производња је наставила да слаби, делом због ниже глобалне тражње и строжих услова финансирања у европским земљама, док је тражња за услугама углавном очувана. Кретање водећег индекса (*PMI Composite*) указује на слична кретања у Т2 и на почетку Т3, при чему је, према прелиминарној процени *Eurostat*-а, у Т2 раст БДП-а износио 0,3% дсз. Према оцени **ЕЦБ**-а из јуна, економска активност би се могла вратити на узлазну путању у наставку 2023, по основу нижих цена енергената и јачања

екстерне тражње, решавања проблема у снабдевању и реализације претходних поруџбина, уз смањење неизвесности на финансијском тржишту. При томе, отпорно тржиште рада у зони евра наставља да подржава економску активност и реалне дохотке, с обзиром на повећање партиципације и запослености, као и смањење стопе незапослености на рекордно ниских 6,4%. **ЕЦБ је у јуну благо ревидирала наниже мартовску пројекцију раста БДП-а у 2023. години – за 0,1 п.п., на 0,9%**, првенствено због пооштрених финансијских услова. У истој мери коригована је наниже и пројекција за 2024. (на 1,5%), док за 2025. пројекција није мењана (1,6%). **ЕЦБ сматра да наведене пројекције прати изражена неизвесност**, при чему се кључни ризици наниже односе на даље интензивирање геополитичких тензија због конфликта у Украјини, додатно заоштравање монетарних и финансијских услова, које би нарушило тржишно поверење, као и слабљење глобалне економске активности. Ризик навише представља стабилно тржиште рада, које умањује неизвесност код потрошача и компанија.

Consensus Economics је у јулу снизио априлску пројекцију раста привреде зоне евра – на 0,5% у 2023. и 0,9% у 2024. (са 0,7% и 1%, респективно), што је ниже од јунских пројекција ЕЦБ-а и уједно претпоставка коју смо користили у нашој пројекцији. На слабије процене утицали су постојани инфлаторни притисци, пад животног стандарда становништва, пре свега због повећаних издатака за храну, као и лоше перформансе Немачке, као највеће економије зоне евра, чија прерађивачка индустрија већ месецима бележи пад обима активности и нових поруџбина. Због тога је *Consensus Economics* у јулу додатно спустио пројекцију БДП-а Немачке, на –0,3% у 2023. (са 0,1% у априлу), док је повећао пројекцију БДП-а Италије у 2023. на 1,1% (са 0,6% у априлу), највише захваљујући солидној активности у услужном сектору. За 2024. у Немачкој и Италији прогнозиране су стопе привредног раста од 1,1% и 0,8%, респективно.

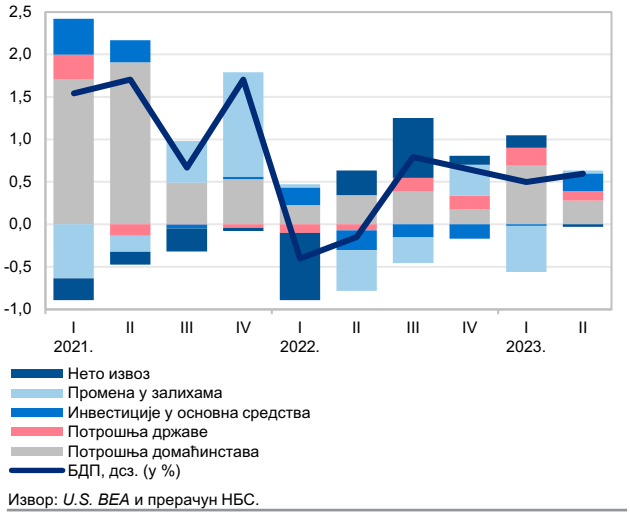
Привреда САД је у Т1 порасла за 0,5% дсз. (тј. 2,0% на годишњем нивоу), што се дугује повећању приватне и јавне потрошње и нето извоза, док су укупне инвестиције смањене. Према процени америчког Бироа за економске анализе, БДП САД је у Т2 порастао за 0,6% дсз. (тј. за 2,4% на годишњем нивоу), највише захваљујући опоравку укупних инвестиција. Међутим, производна активност у САД наставила је да се смањује, о чему сведочи вишемесечно кретање водећег индекса (*ISM Manufacturing PMI*) у области контракције, највише

Графикон V.0.3. **Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024.**
(у %)



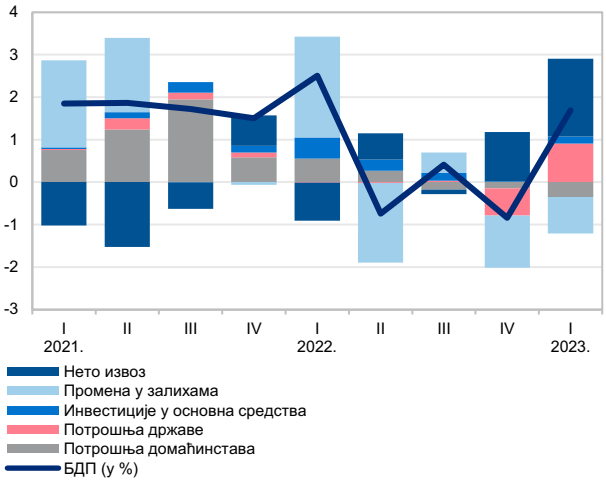
Извор: ЕЦБ (март и јун), *Consensus Economics* (април и јул) и ММФ (април и јул).

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



Извор: *U.S. BEA* и прерачун НБС.

Графикон V.0.5. **Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе***
(дсз., тромесечно, у п.п.)



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

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

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

Извор: *Consensus Economics*.

због пада нових поруџбина. Услови на тржишту рада САД и даље су затегнути, с обзиром на то да се стопа незапослености налази око историјског минимума (3,6% у јуну), а тражња за радном снагом још увек је изнад понуде, иако постоје показатељи њиховог уравнотежења (раст стопе партиципације, пад броја упражњених радних места и спорији раст номиналних зарада). Имајући у виду ефекте досадашњег подизања каматних стопа, као и пооштравања финансијских и кредитних услова у банкарском сектору САД, **ФЕД** је у јуну оценио да ће привредни раст додатно успорити у Т2 и Т3, након чега ће благо опасти у последњем тромесечју ове и почетком наредне године. За 2023. и 2024. ФЕД је у јуну пројектовао привредни раст САД од 1,0% и 1,1%, респективно, док је стопа незапослености пројектована на 4,1% у 2023. и 4,5% у 2024. години.

Према подацима Светске банке из јуна, **БДП Русије** је у Т1 смањен за 1,9% мг., под утицајем слабе домаће тражње и мањег количинског извоза робе услед санкција западних земаља. На нивоу целе 2023. прогнозиран је незнатан пад БДП-а од 0,2%, што је битно изнад претходних очекивања због стабилне производње и извоза нафте, који је преусмерен у азијске земље, као и позитивних ефеката пренетих тенденција из прошле године. ММФ је у јулу проценио да ће раст БДП-а Русије у 2023. износити чак 1,5%.

После раста од 4,5% мг. у Т1, **кинеска привреда** је убрзала раст на 6,3% мг. у Т2, највише захваљујући ефекту ниске базе из претходне године. Ипак, тромесечно посматрано, тај раст је битно успорио, на 0,8% дсз. у Т2 (са 2,2% дсз. у Т1), тако да се чини да је засад изостао знатан раст привреде који се очекивао након укидања противпандемијских мера. На спорији темпо раста у П1 одражава се слабија екстерна тражња, као и домаћа тражња услед мањих фискалних подстицаја инфраструктурним пројектима и нагомиланих дугова у сектору некретнина, чије се цене смањују. На нивоу 2023. Светска банка је пројектовала раст БДП-а Кине од 5,6%, а ММФ раст од 5,2%, вођен повећањем тражње домаћинстава, пре свега за услугама, док ће нижи раст од планираног у највећој мери бити последица скромног раста инвестиција и ниже екстерне тражње за робом из Кине.

На нивоу **региона средње и југоисточне Европе** БДП је у Т1 повећан за 1,7% дсз., захваљујући опоравку државне потрошње и инвестиција у основна средства, док су потрошња домаћинстава и залихе смањене. Смањена потрошња због постојане

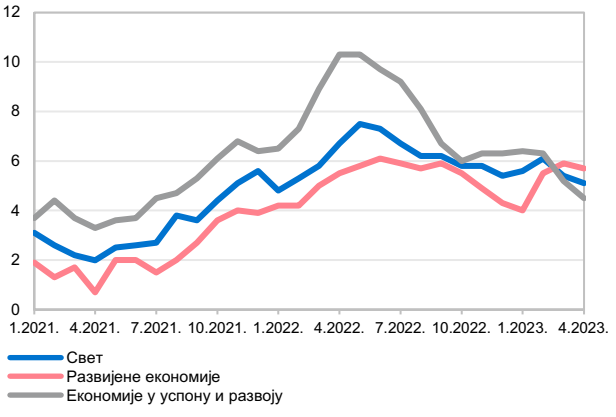
инфлације, заједно с већим трошковима отплате и пооштреним условима узимања нових кредита, негативно се одражава на животни стандард грађана. Дсз. посматрано, пољска привреда је остварила највиши раст у Т1 (3,8%), чешка привреда је стагнирала, док је мађарска привреда наставила да пада (0,3%). На мг. нивоу, у све три земље забележен је пад БДП-а у Т1. Према јулској оцени *Consensus Economics*-а, привредна динамика у земљама региона умногоме ће зависити од развоја геополитичких односа и утицаја на капиталне токове и девизни курс, нарочито ако се има у виду да слабљење глобалне економске активности, а пре свега у зони евра, подрива извоз региона, првенствено прерађивачке индустрије. У условима смањеног извоза и инвестиција, земље региона ће се суочавати с рецесионим притисцима.

Инфлација

Глобални инфлаторни притисци попустили су у претходном периоду по основу испољавања ефекта високе базе, снижених цена енергената и отклањања застоја у ланцима снабдевања. Светска банка очекује да ће **инфлација** наставити да успорава до краја 2023, упоредо са слабљењем глобалног привредног раста и тражње за радном снагом, као и стабилизацијом тржишта енергената. На нивоу 2023. прогнозирала је глобалну инфлацију од 5,5%, што је за 0,3 п.п. изнад њене претходне пројекције, првенствено због тога што је **базна инфлација** у већини земаља још увек повишена и постојана. На њено спуштање требало би да делују досадашње заоштравање монетарних политика централних банака и усидравање дугорочних инфлационих очекивања. У јулском издању *World Economic Outlook* ММФ је снизио априлску пројекцију глобалне инфлације за 0,2 п.п., на 6,8%, као резултат нижих цена гаса због веће попуњености складишта у Европи, слабијег привредног опоравка Кине од очекиваног, као и знатног појефтињења енергената и хране на светском тржишту, премда су цене хране још увек повишене. Ипак, пројекција глобалне инфлације за 2024. повећана је за 0,3 п.п., на 5,2%, првенствено због споријег опадања базне инфлације у односу на укупну инфлацију.

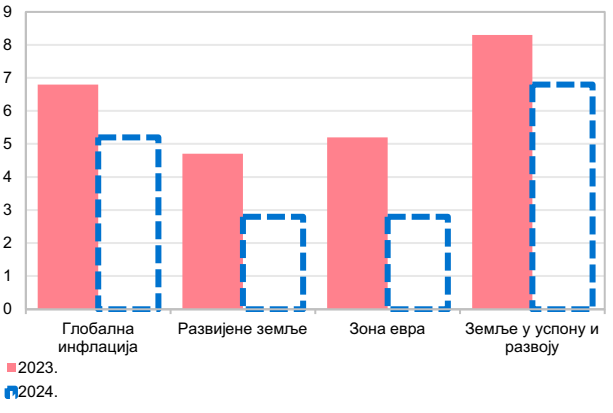
Током Т2 **инфлација у зони евра** додатно је успорила, на 5,5% мг. у јуну, што је резултат даљег мг. пада цена енергије (5,6%), где се испољио и ефекат високе прошлогодишње базе, као и споријег раста цена индустријских производа (без енергије) и цена хране, који је ипак и даље двоцифрен (11,6% у јуну). Услед солидне потрошачке тражње након отварања

Графикон V.0.6. **Кретање базне инфлације**
(годишње стопе, у %)



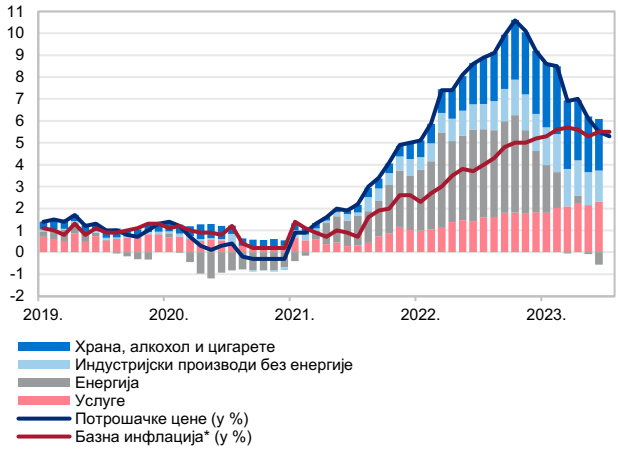
Извор: Светска банка (јун 2023).
Напомена: Подаци о базној инфлацију су дати као тромесечна медијана, закључно са априлом. Узорак обухвата 31 развијену економију и 40 економија у успону и развоју.

Графикон V.0.7. **Пројекција глобалне инфлације за 2023. и 2024.**
(у %)



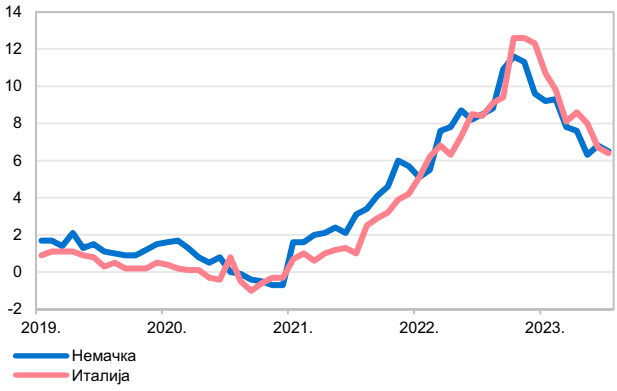
Извор: ММФ *WEO Update* (јул 2023).

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



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

Графикон V.0.9. **Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију**
(мг. стопе, у %)



Извор: *Eurostat.*

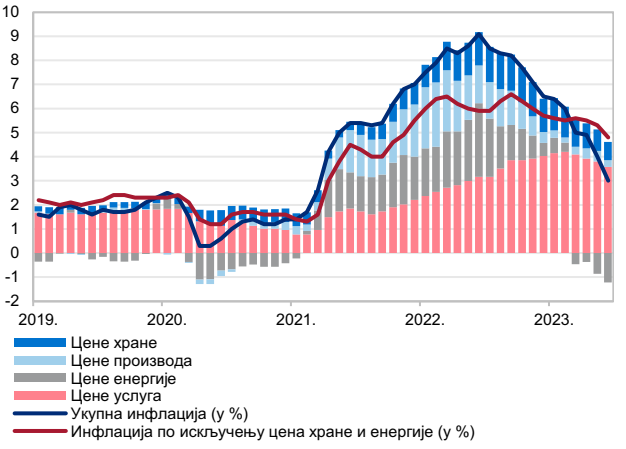
европских економија и повећања зарада, цене услуга су наставиле да расту током Т2. Због тога је **базна инфлација у зони евра** (мерена хармонизованим ИПЦ-ом по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета), иако донекле успорена, и даље повишена и при томе се у јуну изједначила са укупном инфлацијом. Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** је у Т2 била нижа него у Т1, али је у јуну (6,8% мг.) била виша него у мају, због деловања базног ефекта код цена услуга и енергије. **Инфлација у Италији** је, после раста у априлу, до краја Т2 успорила, на 6,7% мг. у јуну, по основу спорије раста нерегулисаних цена енергената и цена прерађене хране и пића. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, мг. инфлација у зони евра у јулу је спуштена на 5,3%, а у Немачкој и Италији на 6,5% и 6,4%, респективно, док је базна инфлација у зони евра задржана на повишеном нивоу од 5,5%.

Под претпоставком даљег пада цена енергије и интензивнијег успоравања прехрамбене инфлације у остатку године, **ЕЦБ** је у јуну проценила да ће укупна инфлација у зони евра наставити да успорава, на око 3,0% у Т4 2023. Упркос снижавању цена енергије у протеклим месецима и отклањању застоја у снабдевању, и даље су присутни негативни индиректни ефекти ових фактора из претходног периода, због чега је **ЕЦБ у јуну благо ревидирала навише** (за по 0,1 п.п.) мартовске пројекције инфлације за све три године – за 2023. на 5,4%, за 2024. на 3,0%, а за 2025. на 2,2%. На то је у највећој мери утицала **знатна корекција навише** мартовске **пројекције базне инфлације** за 2023. и 2024. годину – за по 0,5 п.п., на 5,1% и 3,0%, респективно, док је пројекција за 2025. благо повећана – за 0,1 п.п., на 2,3%. То је последица виших стопа остварене инфлације од првобитних процена и пораста јединичних трошкова рада, чиме су у целини неутралисани позитивни ефекти нижих цена енергије и строжих услова финансирања. Притом, ЕЦБ очекује да ће се базна инфлација кретати изнад укупне инфлације све до почетка 2024, иако се и за њу очекује постепени пад. Аналитичари *Consensus Economics*-а у јулу су благо снизили априлску пројекцију укупне инфлације у зони евра за 2023, за 0,1 п.п., на 5,4%, док пројекцију за 2024. нису мењали (2,4%), што су и претпоставке које смо користили у нашој актуелној пројекцији. У исто време подигли су пројекцију базне инфлације у зони евра – за 0,1 п.п., на 5,0% у 2023. и за 0,3 п.п., на 2,8% у 2024. години.

Почев од јуна 2022, **укупна инфлација у САД** (мерена променом ИПЦ-а) налази се на силазној путањи и у јуну је износила 3,0% мг., што је њен најнижи ниво од марта 2021. Успоравању мг. инфлације допринеле су све компоненте ИПЦ-а, а првенствено цене енергије, које су у јуну смањене за 16,7%, док су цене хране и услуга успориле раст. Поред тога, код цена енергије и хране испољио се и ефекат високе прошлогодишње базе. Цене индустријских производа најпре су убрзале мг. раст у априлу и мају, по основу поскупљења медицинских производа и одеће, да би на крају Т2 њихова стопа раста била испод нивоа с краја Т1. **Базна инфлација у САД** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране и енергије) такође је успоравала током Т2, на 4,8% мг. у јуну, али се задржала изнад укупне инфлације, што сугерише да су ценовни притисци, иако ослабљени, и даље присутни. На то указује и динамика индекса издатака за личну потрошњу (по искључењу хране и енергије) у априлу и мају на сличном нивоу као у Т1 (око 4,6% мг.), при чему је до краја Т2 овај индекс успорио раст на 4,1% мг., по основу споријег раста цена производа и услуга. То је преферирана мера базне инфлације **ФЕД**-а, чија је пројекција за 2023. у јуну ипак подигнута за 0,3 п.п., на 3,9%, у односу на март, док пројекција за 2024. није мењана (2,6%).

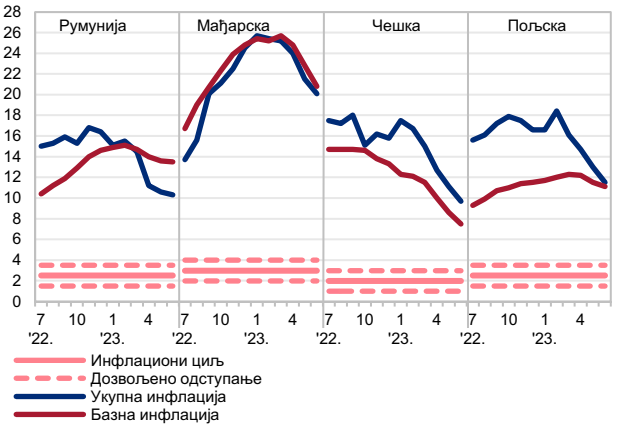
Инфлација у земљама региона средње и југоисточне Европе које су у режиму циљања инфлације током Т2 наставила је да успорава на мг. нивоу, пре свега захваљујући нижим ценама енергије, услед пада ових цена на светском тржишту у протеклим месецима, као и деловања ефекта високе прошлогодишње базе. Мг. инфлација је у највећој мери успорила у **Чешкој**, на 9,7% у јуну, затим у **Румунији** и **Пољској**, на 10,3% и 11,5%, респективно, док је у **Мађарској**, иако нижа него у марту, у јуну остала и даље на релативно високом нивоу и износила је 20,1%. Упркос смањењу инфлаторних притисака у земљама региона (делом услед високе прошлогодишње базе), аналитичари *Consensus Economics*-а оценили су да се повратак инфлације на претпандемијске нивое не може очекивати у скорије време. Базна инфлација је и даље повишена, при чему се у Мађарској и Румунији налази изнад укупне инфлације, на шта се одражавају и затегнути услови на тржишту рада, који условљавају раст номиналних зарада. Оцењено је да ће динамика инфлације у наредном периоду у великој мери зависити од кретања националних валута и светских цена примарних производа. У поређењу са априлском, јулска пројекција просечне инфлације *Consensus*

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



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

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



Извор: централне банке изабраних земаља.

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

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

Извор: *Consensus Economics*.

Economics-а за регион средње Европе смањена је за 0,4 п.п., на 12,3%, док је пројекција инфлације за регион југоисточне Европе повећана за 0,1 п.п., на 9,5%.

Инфлација у земљама региона Западног Балкана такође је снижена током Т2, вођена падом цена нафтних деривата и других енергената. Најнижа мг. инфлација у јуну регистрована је у Албанији (4,3%), затим у Босни и Херцеговини (4,9%) и Црној Гори (7,5%), а највиша у Северној Македонији (9,3%). Очекује се да инфлација у земљама региона додатно успори током П2, под утицајем повећаних каматних стопа, слабије тражње и нижих цена енергената на мг. нивоу. Кључни ризици навише односе се на мањи интензитет монетарног затезања од неопходног како би се сузбили инфлаторни притисци, као и на потенцијалне поремећаје на светском тржишту примарних производа.

Осврт 4: Фактори и трендови базне инфлације на глобалном нивоу

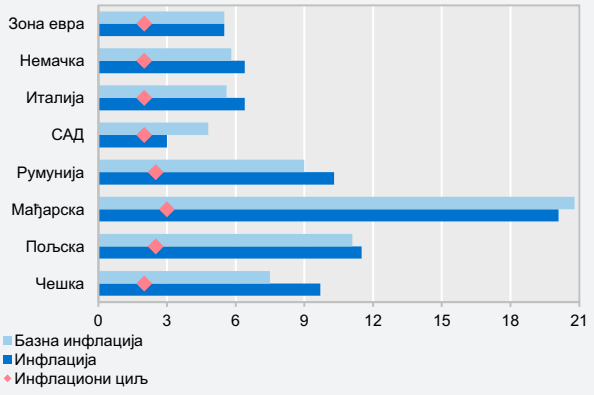
Инфлација у већини земаља света полако попушта, али је и даље знатно изнад циља централних банака. У наредним месецима очекује се даљи пад мг. инфлације, што се у великој мери заснива на наставку знатног пада цена енергената и хране, који је вођен израженим базним ефектима. Међутим, упркос заокрету у глобалној инфлацији, пут ка одрживој стабилности цена у свету и даље карактеришу изазови. Наиме, глобална дезинфлација до сада је примарно била вођена преокретом шокова на страни понуде – цене енергената и хране доприносиле су претходном скоку инфлације, а сада, посебно цене енергената, доприносе паду инфлације. **Оно што забрињава јесте кретање базне инфлације**, тј. инфлације из које су искључене волатилне категорије, пре свега цене енергената, хране, алкохола и цигарета.

Базна инфлација је и даље релативно висока у већини земаља, често изнад нивоа укупне инфлације, па чак се и благо повећава. Упорност базне инфлације добрим делом потиче из **услужног сектора**. Цене услуга су мање волатилне и више зависе од трошкова рада него цене робе. Док се ефекти побољшања у ланцима снабдевања преносе на цене производа, чини се да је потребно више времена да цене услуга почну да се смањују. Притисци на раст цена у сектору услуга јачи су због потрошачке тражње, подстакнуте снажним тржиштем рада, упркос успоравању економске активности, и даљом реалокацијом тражње с добра на услуге која је започета након пандемије (посебно у земљама у успону). Снажан раст инфлације 2021–2022. имао је за последицу смањење реалних зарада и расположивог дохотка становништва у многим земљама. Међутим, настављен раст запослености и експанзивна фискална политика помогли су да се ограничи пад расположивог дохотка и тражње, посебно у европским земљама.

Чини се да је **у зони евра, која је наш најважнији економски партнер, проблем постојане базне инфлације више изражен него у САД**. Укупна инфлација у зони евра достигла је максимум од 10,6% мг. у октобру 2022, када су повећани увозни трошкови услед избијања сукоба у Украјини и када су бројне компаније **искористиле прилику да повећају цене у већој мери него што су им повећани трошкови**, с обзиром на то да су имале снажну тражњу за својим производима и услугама. Инфлација је од тада смањена на 5,5% мг. у јуну, а затим на 5,35% у јулу, али се показало да је базна инфлација, као мера општих и дугорочнијих ценовних притисака, постојанија. Базна инфлација у зони евра у јуну је повећана више него што се очекивало, на 5,5% мг. (са 5,3% мг. у мају), где се задржала и у јулу. С друге стране, у САД је базна инфлација пала на 4,8% мг. у јуну са 5,3% мг. у мају.

Постојаност базне инфлације присутна је и у земљама региона, упркос успоравању последњих месеци, након максимума који је достигнут током Т1 ове године. Примера ради, иако се налази на силазној путањи, базна инфлација у Мађарској је од

Графикон О.4.1. **Укупна и базна инфлација у посматраним земљама, јун 2023.**
(мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

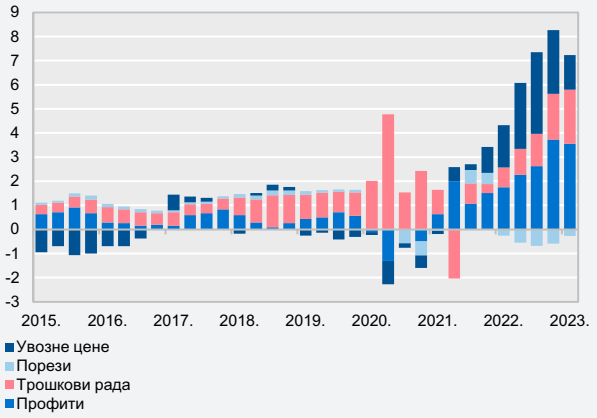
Графикон О.4.2. **Највећи допринос укупној инфлацији ће дати базна инфлација**
(мг. стопе, у %)

Извор: *S&P, Economic Outlook Eurozone Q3 2023*.

марта поново на вишем нивоу од укупне инфлације и у поређењу с њом нешто се спорије снижава – од почетка године укупна инфлација у Мађарској смањена је за 4,4 п.п., на 20,1%, а базна за 4,0 п.п., на 20,8% у јуну. Базна инфлација у Чешкој успорава нешто бржим темпом у поређењу са осталим посматраним земљама, чему доприноси и ефекат високе базе из претходне године, када је базна инфлација у просеку бележила месечне стопе раста од 1,6%. Посматрано од почетка године, базна инфлација у Чешкој смањена је за 5,8 п.п., на 7,5% у јуну, док је у истом периоду укупна инфлација успорила за 6,1 п.п., на 9,7% у јуну. Иако и даље нижа од укупне инфлације, базна инфлација у Пољској показује знаке постојаности с обзиром на то да је од почетка године смањена за само 0,4 п.п., на 11,1% у јуну (док је укупна инфлација у истом периоду смањена за 5,1 п.п., на 11,5% у јуну). С друге стране, базна инфлација у Румунији од априла поново убрзава и јуну је износила 9,0%, што је за 0,6 п.п. више него крајем претходне године.

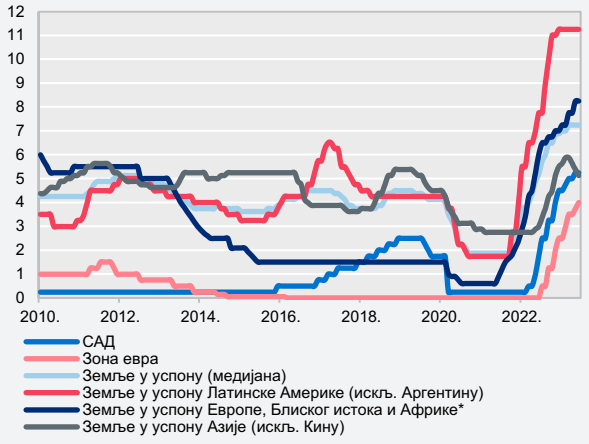
Досадашњи раст инфлације у великом броју земаља изгледа да одражава више профите корпорација и увозне цене. Да је то случај у зони евра, указују званичници ЕЦБ-а, као и анализа ММФ-а[1] која декомпонује инфлацију мерену дефлатором потрошње на увозне цене, трошкове рада, профите и порезе. Наиме, на веће **профите корпорација** односи се готово половина повећања цена (око 45%) од почетка 2022. године па закључно с Т1 ове године, јер су компаније искористиле прилику раста трошковних притисака да повећају своје цене више него што је био примарни ефекат шока. Притом, анализа је показала да је повећање профита било највеће у секторима који су имали користи од повећања светских цена примарних производа, као и секторима који су били изложени неусклађеностима понуде и тражње. Следе **увозне цене**, чији је допринос инфлацији опао након максимума средином 2022. године и на које се односи око 40% инфлације у посматраном периоду. На **трошкове рада** се односи 25% повећања цена од почетка 2022. године. Допринос трошкова рада нешто је виши у последњим тромесечјима и очекује се да би могао даље да расте у наредном периоду. **Порези** су имали благи дезинфлаторни утицај.

Графикон О.4.3. **Покретачи инфлације у зони евра**
(доприноси годишњој промени дефлатора потрошње, у п.п.)



Извор: *Hansen, Toscani and Zhou (2023).*

Графикон О.4.4. **Глобални раст референтних каматних стопа**
(у %)



Извор: *S&P, Global Economic Outlook Q3 2023.*
* Искључујући Турску и Саудијску Арабију.

Према томе, профити корпорација су најважнији фактор који је водио раст цена прошле године, као што то истиче ЕЦБ,[2] и биће најважнији фактор и у овој години ако корпорације не буду принуђене да смањењем профита апсорбују растуће трошкове зарада који се очекују у наредном периоду. ЕЦБ је истакла забринутост да ће корпорације поново тестирати спремност потрошача да плате више цене упркос оштром паду већине трошкова инпута

[1] Hansen, Toscani and Zhou (2023). "Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages". *IMF Working Papers* WP/23/131.

[2] ECB Forum on Central Banking 2023 on "*Macroeconomic stabilisation in a volatile inflation environment*", 27 June 2023, Sintra, Portugal.

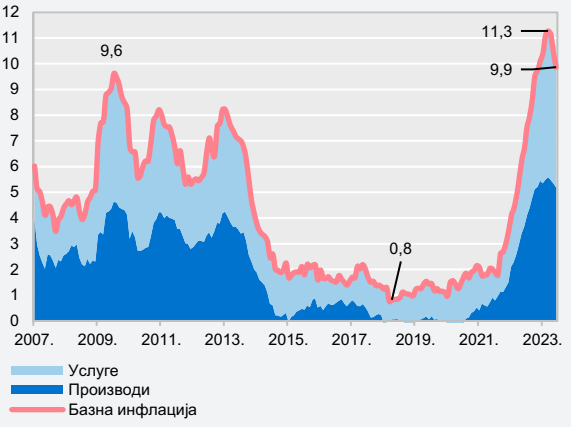
последњих месеци. **Кључно питање је колико ће брзо зараде расти и да ли ће компаније апсорбовати веће трошкове зарада без даљег повећања цена својих производа и услуга**, јер је то услов да се у зони евра постигне циљ за инфлацију у 2025. години.

Наиме, зараде реагују спорије од цена на шокове, па су заостале у порасту (у зони евра су прошле године реално пале за око 5%), тако да су повећани притисци запослених да се зараде повећају како би надокнадили изгубљену куповну моћ. Очекује се да ће радници зоне евра у наредне две године настојати да врате вредност својих зарада на претпандемијски ниво, што би значило да зараде треба да се повећају за 14% до краја 2025. Међутим, **ако компаније пребаце ово повећање на потрошаче преко виших цена својих производа, висока инфлација ће трајати дуже него што се очекује**.

Искуство с претходним шоковима говори да су корпорације апсорбовале растуће трошкове профитним маргинама, јер су због споријег привредног раста потрошачи били мање спремни да толеришу раст цена. Међутим, прошле године се то није десило због специфичних услова на страни тражње. Постпандемијско ослобађање тражње, нагомилана штедња, експанзивна фискална политика, уз ограничења на страни понуде услед застоја у ланцима снабдевања, дали су корпорацијама простора да вишим ценама повећају своје профите. Као што истиче главни економиста ММФ-а Пјер Оливије Гуринша,[3] добра вест је да сада, када зараде почињу да расту како би надокнадиле изгубљену куповну моћ, **компаније имају простора да повећају зараде без повећања цена својих производа, јер имају повећане профитне маргине, које се могу вратити на историјски уобичајене нивое**, тако да се не покрене други талас раста инфлације. Да би се инфлација вратила на циљ, мора се осигурати да корпорације смањењем профитних маргина апсорбују раст зарада јер за то имају простора. **Стога креатори монетарне политике настоје да избегну преурањено обустављање заоштравања монетарне политике**, које би могло поништити напредак до сада постигнут када је у питању инфлација. Званичници ММФ-а, ЕЦБ-а и др. истичу да централне банке треба да буду припремљене за наставак реакције на знаке постојане инфлације, све док инфлација не буде одрживо враћена на циљ, уз пажљиво праћење ризика у финансијском сектору. Да би се инфлација приближила циљу у наредне две године, монетарна политика ће вероватно морати да остане рестриктивна како би усидрила очекивања и ограничила тражњу.

Када је реч о Србији, повећање цена свих кључних инпута у производњи на глобалном нивоу, првенствено цена енергената, примарних производа, индустријских сировина, амбалаже и транспортних трошкова, као и застој у глобалним ланцима снабдевања, одразило се преко раста увозне инфлације, тј. преко виших цена увозних производа и услуга, и на раст базне инфлације у претходном периоду. Базна инфлација у Србији (тј. инфлација по искључењу цена хране, енергената, цигарета и алкохола) учествује у нашем индексу потрошачких цена са 46% и у марту ове године достигла је максимум од 11,3% мг. **Она је сада на силазној путањи и у јуну се вратила на једноцифрени ниво од 9,9% мг.** Нешто већи допринос мг. базној инфлацији потицао је од цена робе у поређењу с ценама услуга, а посматрајући и структуру наше робне размене, можемо закључити да је управо реч о производима које Србија највише увози.

Графикон О.4.5. **Доприноси производа и услуга мг. базној инфлацији у Србији**
(у п.п.)



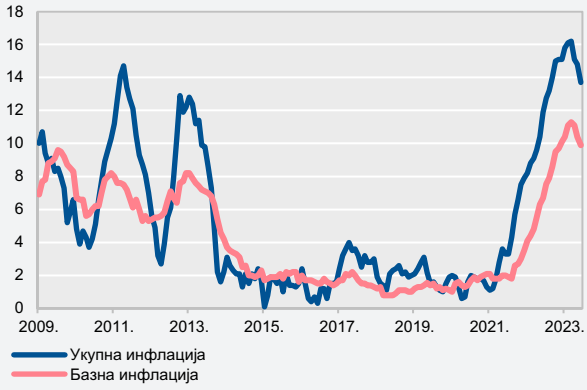
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Имајући у виду да је инфлација била **доминантно вођена факторима на страни понуде**, на које мере монетарне политике немају или имају мали утицај, **Народна банка Србије је својим одлукама настојала да утиче на инфлациона очекивања и да**

[3] Интервју с Пјером Оливијеом Гуриншом, *El País*, 3 July 2023.

тиме ограничи секундарне ефекте раста цена. Монетарни услови су постепено, али континуирано пооштравани од октобра 2021. године, најпре подизањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама, а потом и подизањем референтне каматне стопе од априла 2022. до јула ове године за 5,5 п.п., када је достигла 6,5%. Додатним повећањем референтне каматне стопе током летњих месеци Народна банка Србије настоји да избегне прерано напуштање рестриктивне монетарне политике, како не би био поништен напредак у смањењу укупне и базне инфлације који је до сада постигнут. Захваљујући повећању референтне стопе, али и очуваној релативној стабилности девизног курса у периодима повећане глобалне неизвесности, у текућем циклусу јачања инфлаторних притисака на глобалном нивоу ограничен је пренос раста увозних цена на домаће цене, тако да се **базна инфлација, на коју мере монетарне политике највише утичу, све време кретала знатно испод укупне инфлације**. С обзиром на то да је потребно да прође **извесно време пре него што се на базној инфлацији осете пуни дезинфлаторни ефекти опадајућих глобалних трошковних притисака, процењујемо да ће се они у већој мери испољити у базној инфлацији од П2**.

Графикон О.4.6. **Кретање укупне и базне инфлације у Србији**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

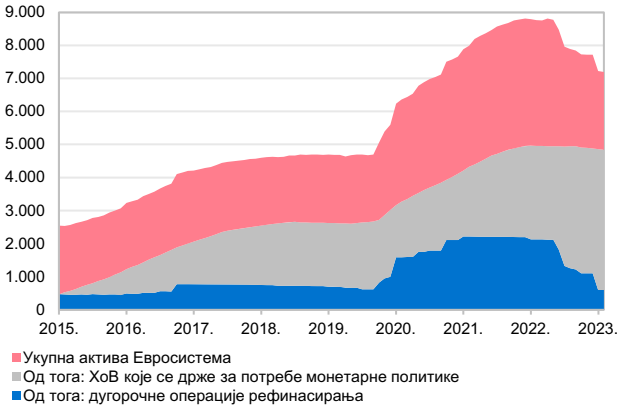
Брзина повратка базне инфлације на глобалном нивоу на ниске и стабилне нивое, на којима је била пре избијања кризе, зависиће од многих фактора – брзине усидравања инфлационих очекивања, фактора с тржишта рада (раста зарада и стопе незапослености), као и тражње и одлука предузећа о ценама својих производа и услуга, с обзиром на трошкове и висину профитних маржи, која је у претходном периоду у највећој мери била одговорна за релативну отпорност базне инфлације, глобално посматрано. У сваком случају, због тога она остаје важан ризик пројекције, јер се истовремено одражава и на одлуке монетарних политика централних банака.

Монетарна политика

Наводећи да се инфлација смањује, али да пројекције указују да ће остати на високом нивоу у дужем периоду, **ЕЦБ** је истакла одлучност да инфлацију благовремено врати на циљ и наставила да повећава основне каматне стопе током Т2, за по 25 б.п. у мају и јуну, а додатно повећање од 25 б.п. уследило је крајем јула. Од јула 2022, када је започет циклус заоштравања, референтна каматна стопа повећана је девет пута, укупно за 425 б.п., и након јулског повећања достигла је 4,25%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице 4,50% и 3,75%, респективно. Истовремено, ЕЦБ је током Т2 наставила да смањује биланс стања, као што је планирано, за по 15 млрд евра месечно, престанком реинвестирања дела главнице доспелих ХоВ купљених у оквиру **програма *APP***. У складу с најавама, од јула је у потпуности обуставила реинвестирање доспелих ХоВ које су купљене у оквиру овог програма. Главница доспелих ХоВ купљених у оквиру **програма *PEPP*** реинвестираће се најмање до краја 2024. године, уз пажљиво руковођење портфолиом и обезбеђење његове конзистентности адекватним монетарним условима. Поред тога, редовно се прати утицај враћања средстава банкама позајмљених у оквиру **операција рефинансирања дугорочних кредита (*TLTRO*)**. Поред тога, ради очувања ефикасности монетарне политике и обезбеђења потпуног преноса одлука о каматним стопама на тржиште новца, на седници у јулу одлучено је да се од септембра ремунерација издвојене обавезне резерве врши по стопи од 0%, уместо као до тада по стопи на депозитне олакшице. С обзиром на то да су пројекције базне и укупне инфлације у јуну кориговане навише, као и да ће се до краја периода пројекције кретати изнад циља од 2%, могућа су даља повећања основних каматних стопа, али и пауза у њиховом повећању, при чему ће одлуке о основним каматним стопама зависити од процене будућег кретања инфлације и приспелих економских и финансијских података. У нашој пројекцији, у складу с кретањем фјучерса, претпоставили смо да ће тромесечни *EURIBOR* крајем ове године износити 3,9%, а крајем наредне 3,2%.

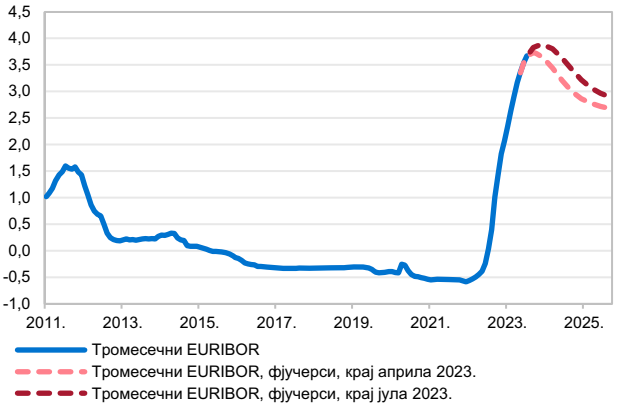
ФЕД је на састанку у мају повећао распон каматне стопе за 25 б.п., на 5,00–5,25%. У јуну, након десет узастопних повећања од укупно 500 б.п., распон каматне стопе није промењен. Притом, председник ФЕД-а је навео да ће додатна повећања можда бити потребна, али да ФЕД има простора да направи паузу у циклусу повећања и сачека додатне податке и ефекте до сада предузетих мера. Додатно повећање уследило

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



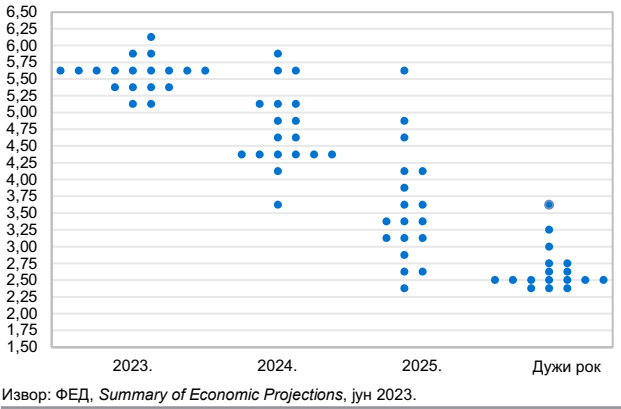
Извор: ЕЦБ.

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



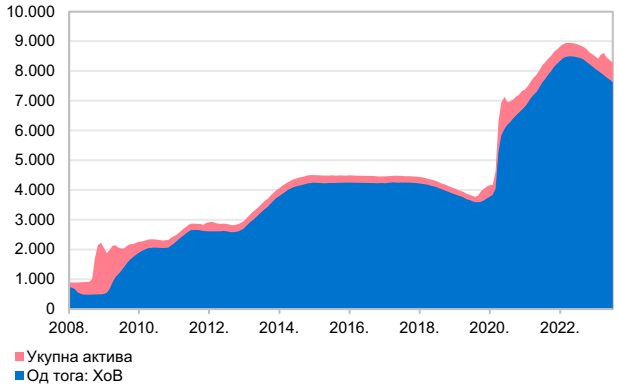
Извор: Блумберг.

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



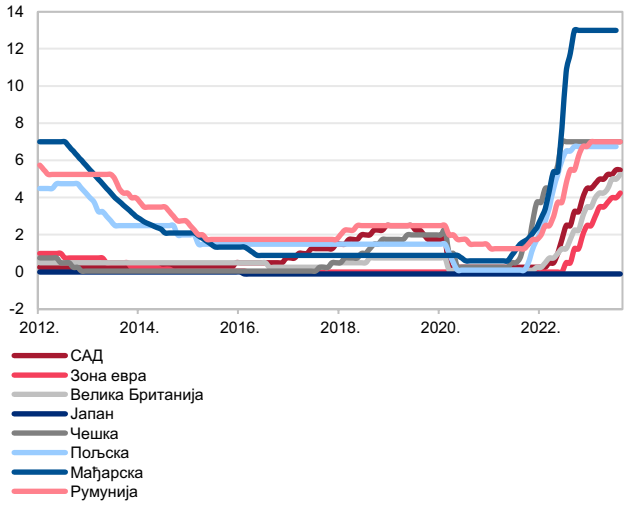
Извор: ФЕД, *Summary of Economic Projections*, јун 2023.

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



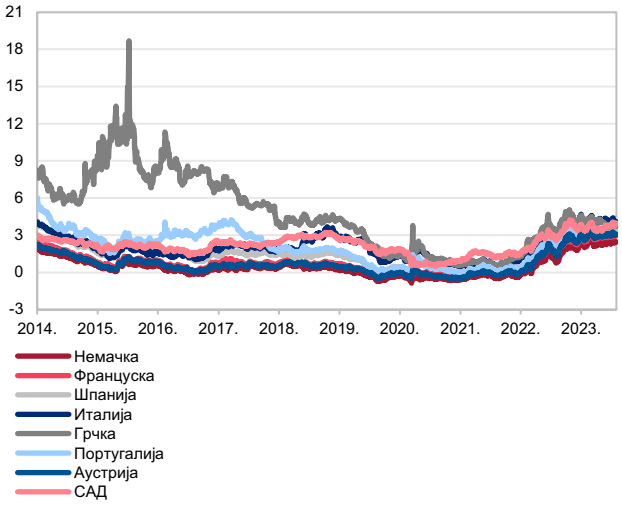
Извор: ФЕД.

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



Извор: централне банке изабраних земаља.

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



Извор: Блумберг.

је на састанку у јулу, када је распон каматне стопе повећан за 25 б.п., на 5,25–5,50%. Наглашено је да ће ФЕД будуће одлуке доносити благовремено, узимајући у обзир кумулативне ефекте пооштравања монетарне политике, кашњење с којим монетарна политика утиче на економску активност и инфлацију и економска и финансијска кретања. На могућа додатна повећања указује и јунски преглед изјашњавања чланова *FOMC*-а, према ком највећи број чланова очекује да ће се референтна каматна стопа крајем 2023. наћи у распону 5,50–5,75%,[12] док би у наредним годинама требало да уследи њено смањење. Поред тога, ФЕД је наставио да смањује обим биланса стања према раније утврђеној динамици, за по 95 млрд долара месечно.

Банка Енглеске наставила је да повећава каматну стопу, прво у мају за 25 б.п., затим у јуну за 50 б.п., да би у августу уследило још једно повећање од 25 б.п., чиме је, након 14 узастопних повећања од децембра 2021, ова стопа у августу достигла 5,25%, што је њен највиши ниво од 2008. Централна банка **Швајцарске** је повећала референтну каматну стопу у јуну за додатних 25 б.п., на 1,75%, а могућа су и даља повећања на наредним састанцима.

Централне банке региона средње и југоисточне Европе које су у режиму циљања инфлације задржале су референтне каматне стопе на непромењеном нивоу током Т2 – Пољска на 6,75%, Чешка и Румунија на по 7,0% и Мађарска на 13,0%. Централна банка Мађарске је током Т2 и у јулу сузила коридор каматних стопа, који је у условима растуће неизвесности проширен у октобру 2022, путем четири узастопна смањења стопе на кредитне олакшице за укупно 750 б.п., на 17,5% у јулу. Поред тога, централна банка Мађарске је у мају, јуну и јулу смањила каматну стопу на једнодневне депозите за 300 б.п., на 15,0%, уз оцену да ова одлука представља почетак нормализације монетарне политике, али да је неопходно задржати референтну каматну стопу на непромењеном нивоу.

Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља благо су повећани током Т2 – у просеку за 0,1 п.п. Раст приноса највећим делом је последица очекивања тржишних учесника да се настави заоштравање монетарних

[12] У марту је већина чланова очекивала каматну стопу у распону 5,00–5,25% крајем 2023.

услова од стране водећих централних банака, с обзиром на то да се инфлација у већини земаља смањује споријом динамиком од очекиване. Приноси на десетогодишње државне обвезнице САД повећани су током Т2 за 0,4 п.п., чему је, поред очекиваног даљег раста каматне стопе ФЕД-а, допринело и смањење неизвесности након постигнутог договора око повећања горње границе јавног дуга у САД.

Током Т2 **долар је благо ојачао према евру** и већини осталих водећих валута на међународном финансијском тржишту, подржан рестриктивним тоном званичника ФЕД-а приликом обраћања. Такође, како је долар валута сигурног уточишта, глобално присутна неизвесност у погледу кретања привредне активности и брзине обуздавања инфлације позитивно утиче на његову вредност на међународном финансијском тржишту.

Доминантно под утицајем одлуке *OPEC*+ о смањењу производње за 1,16 млн барела дневно од маја, **светска цена нафте** почетком априла кретала се узлазном путањом и средином месеца је достигла ниво од око 88 долара по барелу. Након тога, цена нафте спустила се на око 81 долар по барелу крајем априла и до краја тромесечја углавном је наставила да се креће силазном путањом, услед забринутости око изгледа глобалног привредног раста због високих каматних стопа, као и повећаног извоза нафте из Русије. Посматрано на нивоу тромесечја, цена нафте у Т2 у просеку је била нижа за 4,1% у односу на Т1, док је мг. посматрано била нижа за чак 30,9%. У јулу се цена нафте поновно кретала узлазном путањом због одлуке Саудијске Арабије да смањи производњу за 1 млн барела дневно и најаве Русије да ће смањити понуду за пола млн барела дневно од августа, те је у просеку износила 80 долара по барелу. Према очекивањима *Consensus Economics*-а, цена нафте типа брент кретаће се узлазном путањом до децембра 2023, када ће достићи ниво од око 83 долара по барелу, након чега би требало да остане непромењена током 2024. Америчка Енергетска информативна агенција (*EIA*) такође очекује раст цене нафте до краја периода пројекције, тако да би требало да достигне 81 долар и 85 долара по барелу на крају 2023. и 2024, респективно. Према фјучерсима с краја јула, које смо користили у нашој пројекцији, светска цена нафте типа брент током 2023. у просеку ће износити око 81 долар по барелу, а током 2024. године просечно 77 долара по барелу.

Под утицајем диверсификације увоза, повољних временских прилика, раније остварених уштеда у потрошњи и последично високе попуњености

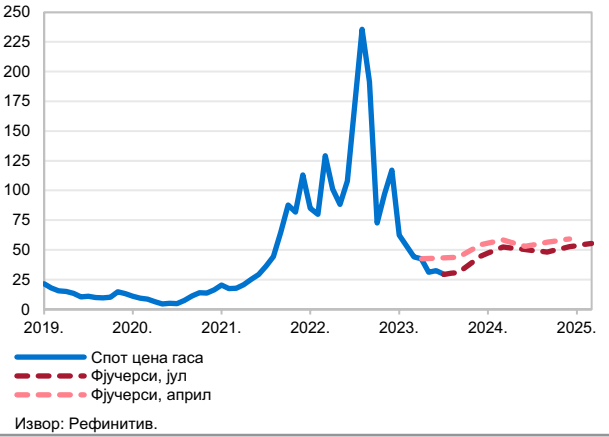
Графикон V.0.18. **Кретање курсева одређених националних валута према долару***
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)

Извор: ММФ.
* Раст представља апрецијацију.

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

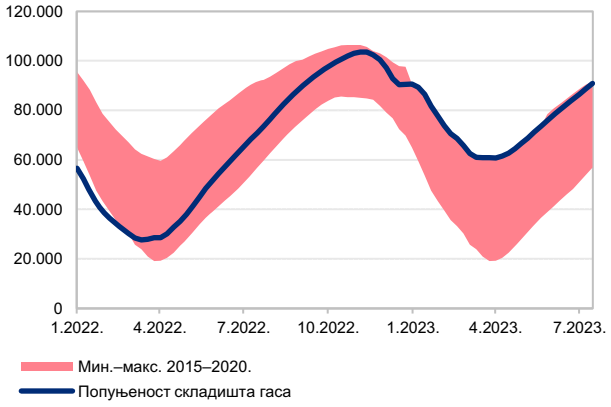
Извор: Блумберг.

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



Извор: Рефинитив.

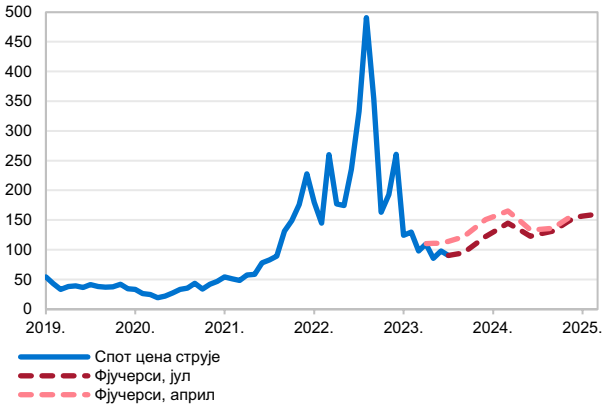
Графикон V.0.21. **Попуњеност складишта гаса у ЕУ**
(млн m³)



Извор: *Bruegel*.

складишта, **реперна цена природног гаса за Европу** (на холандском чворишту *TTF*) кретала се силазном путањом током априла и маја и у просеку је износила око 42 евра и 31 евро по мегават-сату (еквивалентно цени од око 490 и 360 долара за хиљаду метара кубних),[13] респективно. Услед радова на производним погонима у Норвешкој, привремене обуставе испоруке гаса Турским током, топлијег времена и повећаних потреба за климатизацијом, као и саопштења Холандије да ће трајно затворити највеће европско налазиште гаса током 2023. због последица земљотреса, цена природног гаса расла је током јуна и у просеку је износила око 32 евра по мегават-сату. И поред тога, цена гаса у Т2 2023. у просеку је била нижа за око 35% него у Т1, док је мг. посматрано нижа за око 65%. У јулу се цена природног гаса вратила на силазну путању и у просеку је износила око 30 евра по мегават-сату. Висока попуњеност складишних капацитета за ово доба године, која је у јуну износила преко 70%, смањила је забринутост око снабдевања за наредну зиму, због чега *Consensus Economics* очекује умеренији раст цене природног гаса него раније, тако да би она требало да износи око 44 и 48 евра по мегават-сату на крају 2023. и 2024, респективно. Према тржишним фјучерсима, очекује се сличан тренд, али на нешто вишем нивоу, тако да би цена природног гаса на крају 2023. и 2024. требало да износи око 45 и 53 евра по мегават-сату, респективно. То су и даље нивои који су вишеструко нижи него по избијању енергетске кризе.

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



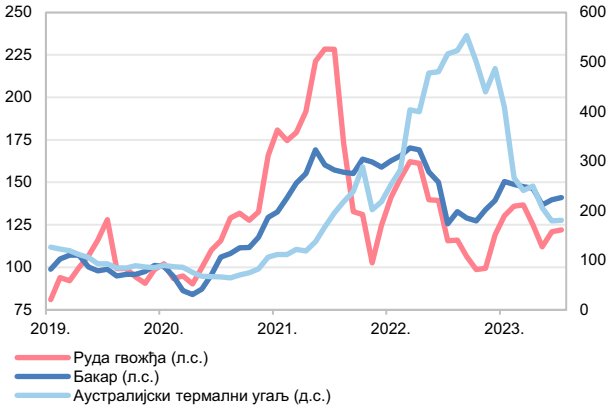
Извор: Рефинитив.

После одлуке о затварању последње три активне нуклеарне електране у Немачкој, **реперна цена електричне енергије за Европу кретала се узлазном путањом** у априлу и у просеку је износила око 110 евра по мегават-сату. У мају се цена електричне енергије вратила на силазну путању услед пада цене природног гаса и смањене тражње, тако да је у просеку износила око 85 евра по мегават-сату, да би у јуну, због раста цене природног гаса и смањене производње електричне енергије из обновљивих извора, поново порасла на око 98 евра по мегават-сату, у просеку. Сличну динамику имала је и **цена електричне енергије на мађарској берзи**, која је релевантна за домаће тржиште, тако да је у јуну у просеку износила око 97 евра по мегават-сату. Посматрано на нивоу тромесечја, у Т2 цене електричне енергије на немачкој и мађарској берзи биле су у просеку ниже за 16,8% и 30,4%,

[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).

респективно, у односу на Т1, док су мг. посматрано ниже за 50,6% и 56,2%, респективно. Цена електричне енергије на мађарској берзи наставила је раст и у јулу и у просеку је износила око 104 евра по мегават-сату, док се у истом периоду у Немачкој кретала силазном путањом и износила око 90 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије, сезонски уобичајено, кретаће се узлазном путањом до краја Т1 2024, када ће достићи ниво од око 145 евра по мегават-сату, након чега ће се у Т2 2024. спустити на око 123 евра по мегават-сату, да би до краја 2024. поново порасла на око 155 евра по мегават-сату. Поређења ради, цена електричне енергије се пре актуелне енергетске кризе годинама кретала на нивоу од око 50 евра по мегават-сату.

Графикон V.0.23. **Цене изабраних производа на светском тржишту**
(индекс, 2019 = 100)

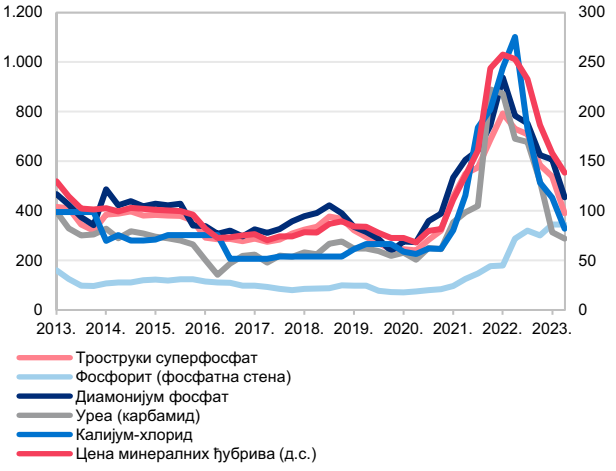


Извор: *Commodity Prices*, Светска банка.

Након првобитног раста у априлу, **цена термалног угља** доминантно се кретала силазном путањом током Т2, услед ниже тражње, и у јуну је у просеку износила око 139 долара по тони, што је за 25,5% мање него на крају Т1 и уједно њен најнижи ниво у претходне две године. У јулу је цена угља незнатно повећана, за 0,9% у односу на јун у просеку. Према очекивањима *Consensus Economics*-а, она ће се кретати узлазном путањом до краја 2023, када ће достићи ниво од 155 долара по тони, након чега ће се вратити на силазну путању и износити око 112 долара по тони у Т2 2025.

Цене већине минералних ђубрива наставиле су да се смањују, подржане нижим ценама природног гаса и амонијака, који се користе као инпути у производњи минералних ђубрива, и на крају Т2 биле су ниже за око 12,5% него на крају Т1, чиме су уједно достигле и најнижи ниво у претходне две године. Таквим кретањем цене минералних ђубрива додатно су се приближиле вишегодишњим просецима, што смањује трошковне притиске у производњи примарних пољопривредних производа. На цене минералних ђубрива у наредном периоду негативно се може одразити заоштравање геополитичких односа и по том основу више цене енергената, пре свега природног гаса, док у супротном смеру може деловати реализација иницијативе Русије и Белорусије за уклањање санкција на извоз минералних ђубрива.

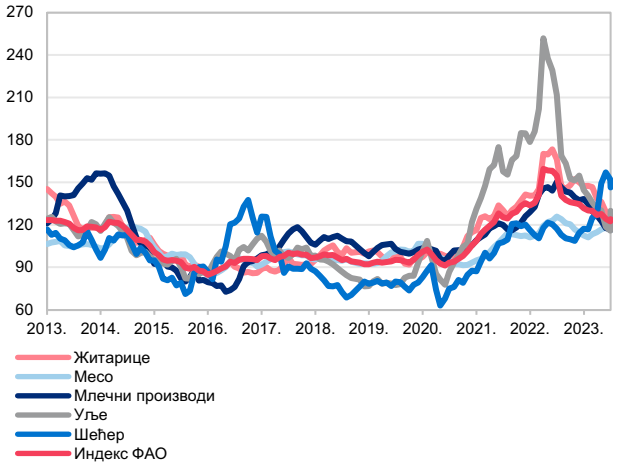
Графикон V.0.24. **Кретање светских цена минералних ђубрива**
(крајем тромесечја, USD по тони) (индекс, 2010 = 100)



Извор: Светска банка.

Под утицајем слабијих резултата индустријског и грађевинског сектора у Кини, као и раста залиха индустријских метала на Лондонској берзи, цене већине **метала и минерала** наставиле су да се крећу силазном путањом током априла и маја, док су изузетак биле цене алуминијума, олова и калаја, које су у априлу повећане, пре свега због раста

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



Извор: ФАО, УН.

производње електричних аутомобила. Међутим, у јуну су цене већине метала и минерала порасле, након бољих резултата индустрије у Кини. Посматрано на нивоу тромесечја, цене метала и минерала на крају Т2 биле су ниже за 6,6% него на крају Т1, док су мг. посматрано ниже за 12,5%. Раст цена већине метала и минерала настављен је и у јулу, вођен вишим ценама калаја, бакра и руде гвожђа. *Consensus Economics* очекује да ће индекс светских цена основних метала[14] наставити да расте до Т1 2024, након чега ће се задржати на готово непромењеном нивоу до краја 2024. године, да би се током 2025. вратио на силазну путању.

Мерене индексом ФАО, **светске цене хране** умерено су порасле у априлу – први пут након годину дана, а раст је вођен вишим ценама шећера и меса. У наставку тромесечја цене хране вратиле су се на силазну путању и на крају Т2 биле су ниже за 3,7% него на крају Т1. Паду су допринеле ниже цене биљних уља (12,1%), подстакнуте мањом увозном тражњом, жетвом соје, као и повећаним залихама сунцокретовог уља и уља репице, и ниже цене житарица (8,6%). С друге стране, услед смањене глобалне доступности и повећане неизвесности око временских прилика у наредном периоду, цене шећера су на крају Т2 више за чак 19,8% него на крају Т1. Повећане су и цене меса (2,8%) због раста увоза у Азију и смањене понуде. Светске цене хране су у јулу повећане за 1,3%, што је у потпуности резултат виших цена биљних уља (12,1%).

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.
* Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

Пад цена **примарних пољопривредних производа на светском тржишту настављен је током априла и маја**, под утицајем високог нивоа залиха и информација о повољним временским приликама у ратарским регијама северне хемисфере. Међутим, **у јуну су се цене житарица на светском тржишту кретале узлазном путањом**, услед продужених рестрикција увоза житарица из Украјине од стране Европске комисије у пет земаља суседа Украјине из ЕУ, као и појачане неизвесности око продужења споразума о извозу житарица црноморским коридором, али су и поред тога на крају Т2 ниже за 12,7% него на крају Т1. Раст цена житарица настављен је и у јулу, доминантно услед суспензије споразума о извозу житарица црноморским коридором од стране Руске Федерације. Претпоставке о кретању цена примарних пољопривредних

[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%).

производа базирали смо на кретањима тржишних фјучерса и очекујемо да мг. посматрано у Т4 ове године буду ниже за око 18%, а у 2024. готово непромењене.

Интерне претпоставке

Смањење трошкова енергената и осталих инпута у пољопривредној производњи требало би да резултира даљим смањењем **цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту**, тј. да се крећу слично као светске цене ових производа. Сада претпостављамо да ће домаћа пољопривредна производња забележити раст од око 8% ове године, тј. да ће бити просечна, што је боље од очекивања из маја, када смо претпоставили раст од 5%. На бољу овогодишњу пољопривредну сезону указује пре свега већа производња пшенице за око 20% него лане, а временске прилике, и поред непогода које су у одређеним деловима земље нанеле велику штету усевима, засад погодују производњи кукуруза и индустријског биља.

Усклађивање цена струје и природног гаса на домаћем тржишту настављено је током ове године због пораста светске цене енергената у претходном периоду, како би се избегли већи губици компанија из енергетског сектора. Редовно усклађивање акциза на цигарете, очекивани раст цена комуналних услуга и повећање цена енергената за домаћинства за последицу би требало да имају раст **регулисаних цена** од 11,5% у 2023. Планирано је даље повећање тих цена у наредној години, у складу с планом дефинисаним аранжманом с ММФ-ом, тако да би раст регулисаних цена у 2024. требало да износи 7,0%, а затим да у 2025. успори на 5,5%. Међутим, да ли ће цене енергената за домаћинства и привреду и порасти у наредној години, зависиће од кретања цена гаса и струје на светском тржишту, које су у међувремену наставиле пад.

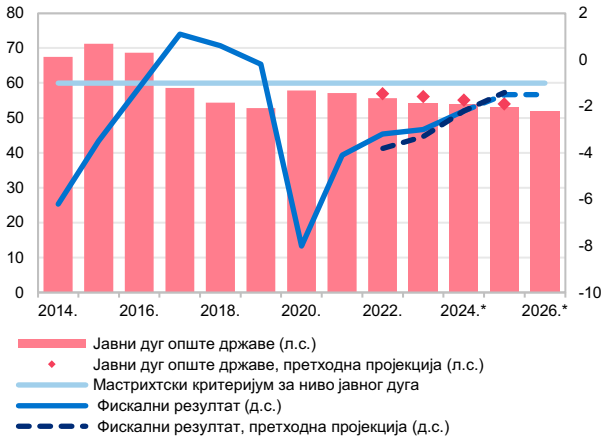
Када је реч о расту потрошачке тражње, њени кључни извори остаће маса зарада, пензије, као и приливи од дознака, док се по основу досадашњег заоштравања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а очекује да ће се смањити потрошња из кредитних извора. Када је конкретно реч о **факторима с тржишта рада**, пројектујемо да ће маса зарада бити номинално повећана за око 15% у овој години, као резултат раста минималне цене рада почетком године, затим наставка раста запослености, као и

Табела V.0.5. **Нови сет фискалних правила**

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

Извор: Министарство финансија.

Графикон V.0.27. **Фискални резултат и јавни дуг опште државе**
(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

плата у јавном и приватном сектору. Потом, стопа раста масе зарада благо ће успорити у наредним годинама на око 9% годишње, али ће и даље бити кључни извор потрошачке тражње.

Фискалном стратегијом за 2024. годину са пројекцијама за 2025. и 2026. годину дефинисан је **средњорочни фискални оквир**, у коме ће нарочито важно бити постепено напуштање експанзивне фискалне политике ради смањења дефицита опште државе према границама дефинисаним новим сетом фискалних правила (на 1,5% БДП-а у 2025), како би се одржала опадајућа путања учешћа јавног дуга у БДП-у (на ниво од 51,9% у 2026. години). Посебним фискалним правилима утврђена је и политика плата и пензија која ће ограничити њихово учешће у расходима државе. У периоду 2024–2026. године планирано је издвајање 6,6–6,9% БДП-а на капиталне инвестиције, претежно усмерене на јавну инфраструктуру и сектор енергетике. У односу на претходни програм из *Ревидиране фискалне стратегије за 2023. годину са пројекцијама за 2024. и 2025. годину*, процена консолидованог дефицита за 2023. годину коригована је наниже, са 3,3% на 3,0%, док је учешће јавног дуга опште државе у БДП-у кориговано наниже за 1,8 п.п., на 54,3%. Према нашој оцени, оваква кретања у јавним финансијама позитивно би се одразила и на **кредитни рејтинг и премију ризика земље**. Притом, на нижи дефицит у овој години од пројектованог у претходној фискалној стратегији одражавају се боља од очекиваних фискална кретања у досадашњем току године, захваљујући вишим приходима од планираних, пре свега по основу повећане профитабилности привреде у претходној години, као и уштедама на средствима која су била намењена превазилажењу енергетске кризе. На консолидованом нивоу, у шест месеци остварен је суфицит од 45 млрд динара (1,2% БДП-а), док је јавни дуг опште државе на крају јуна износио 52,1% БДП-а, што је за 3,5 п.п. ниже него крајем 2022. Нижи дефицит од планираног отвара простор за подршку домаћим инвестицијама и потрошњи, а да то не наруши опадајућу путању јавног дуга и да не изазове веће инфлаторне притиске. У складу с тим, према нашим проценама, ванредно повећање плата у делу јавног сектора и пензија најављено за септембар односно октобар од по 5,5%, као и једнократна давања, неће угрозити ни опадајућу путању јавног дуга нити инфлације.

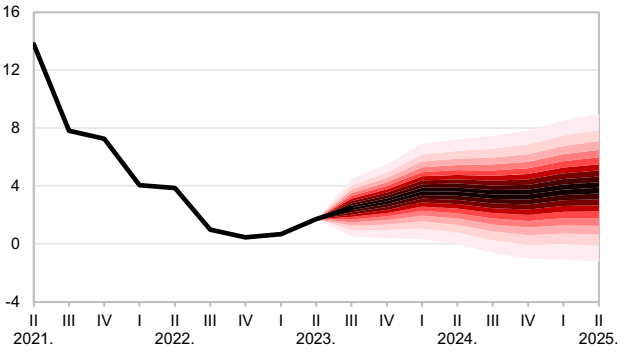
Пројекција БДП-а

Према прелиминарним подацима РЗС-а, упркос и даље присутној глобалној неизвесности и наставку заоштравања глобалних финансијских услова, мг. раст БДП-а је у Т2 убрзао на 1,7% (са 0,7% у Т1). Томе је допринео, пре свега, опоравак сектора грађевинарства, као и постепено слабљење ефеката високих трошкова у производњи и решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања. Према нашим проценама, дсз. посматрано, тај раст је у односу на Т1 убрзан на 1,0%. С даљим слабљењем трошкова у производњи и с поправљањем инвестиционог и потрошачког поверења по том основу, у наставку године очекујемо и убрзање раста БДП-а Србије. На нивоу године и даље очекујемо стопу раста БДП-а у распону од 2,0% до 3,0%, с тим да се сада чини да је вероватније да она буде ближа доњој граници пројектованог распона. Разлог су лошије перформансе производног сектора наших најзначајнијих трговинских партнера, а нарочито Немачке, што ће се врло вероватно одразити на активност наше прерађивачке индустрије и нето извоз у наставку године. И поред тога, ценимо да ће на нивоу целе године нето извоз у већој мери водити привредни раст него што смо очекивали у мају, пре свега као резултат наставка раста реалног извоза робе и услуга по високим стопама и пада увоза у Т2. Позитиван допринос очекујемо и од фиксних инвестиција, захваљујући повећаној профитабилности привреде, високим приливима по основу СДИ и инвестицијама државе у саобраћајну инфраструктуру. Позитиван допринос потећи ће и од потрошње домаћинстава захваљујући расту запослености и зарада, мада у мањој мери него што смо очекивали у мају, што је позитивно из угла инфлације.

С даљим опоравком светске привреде, а тиме и екстерне тражње, као и услед очекиваног убрзања реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста БДП-а Србије на 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

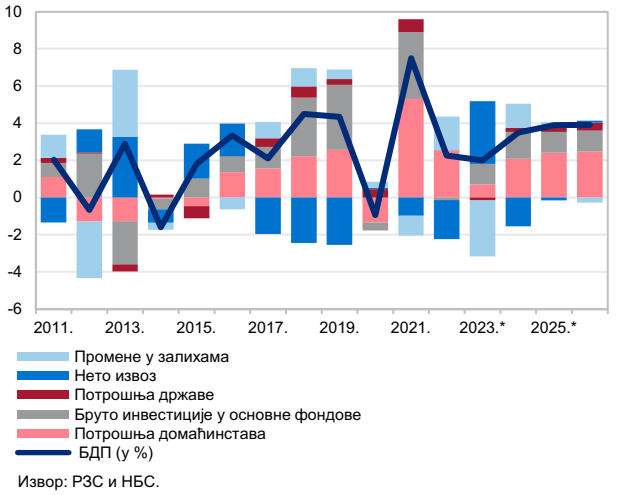
Када је реч о структури раста БДП-а са становишта његове употребе, позитиван допринос очекује се од **приватне потрошње**, од 0,7 п.п. ове године, као резултат наставка повољних тенденција на тржишту рада, које карактерише даљи раст запослености и

Графикон V.0.28. **Пројекција раста БДП-а**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

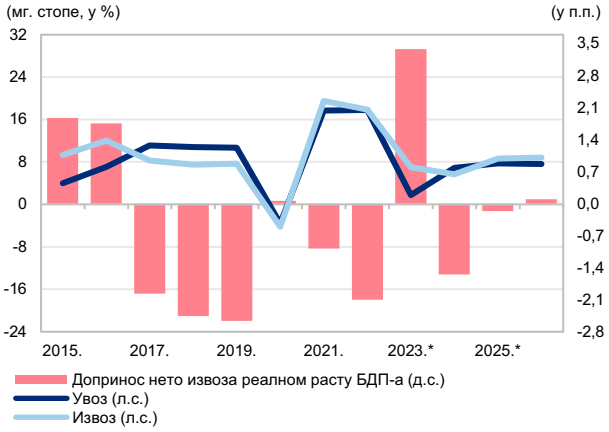
Графикон V.0.30. **Стопа раста приватне потрошње и њених извора**
(номиналне мг. стопе, у %)

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.31. **Кретање инвестиција у основне фондове**
(мг. раст, у п.п.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Графикон V.0.32. **Реални раст извоза и увоза**
(мг. стопе, у %) (у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

зарада, као и смањење незапослености. Ипак, кретање кључних показатеља потрошње у П1 указује на то да ће раст приватне потрошње у овој години највероватније бити нижи него што смо очекивали у мају, као и да ће спорије расти од укупног БДП-а, што треба да допринесе и успоравању инфлације у наредном периоду. На нижи раст потрошње одражава се спорији раст расположивог дохотка за потрошњу услед и даље високих издатака за храну и енергенте и заоштрених услова финансирања на домаћем и тржишту новца у зони евра. При томе, раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра одражава се пре свега на веће трошкове отплате стамбених кредита, који су претежно у еврима, што смањује доходак расположив за потрошњу, док се раст каматних стопа на домаћем тржишту пре свега одражава на мању тражњу за новим кредитима намењеним потрошњи. То ће делом бити компензовано најављеним растом плата у јавном сектору и пензија, као и једнократним мерама фискалне подршке, с тим да је већи део тих мера био планиран и средњорочним фискалним оквиром. Са очекиваним исцрпљивањем ефеката трошковних притисака и успоравањем инфлације, с једне стране, и наставком раста запослености и зарада, с друге стране, требало би да приватна потрошња у 2024. убрза раст и повећа допринос расту БДП-а на преко 2 п.п.

Очекујемо да ће допринос **државне потрошње ове године бити благо негативан (од око 0,2 п.п.)** услед смањених реалних издатака за куповину робе и услуга, док се за наредне године, са очекиваним даљим смањењем дефицита опште државе, очекује благ позитиван допринос потрошње државе.

Процењујемо да ће **приватне инвестиције пружити позитиван допринос расту БДП-а у овој години од око 1 п.п.**, и поред глобално повећане аверзије према ризику услед присутних геополитичких тензија, заоштрених финансијских услова и неповољнијих изгледа глобалног привредног раста. Основни извор финансирања приватних инвестиција остаје сопствени капитал, чему доприносе повећана профитабилност привреде, која је у 2022. износила 864 млрд динара и била виша за 26% него у претходној години,[15] као и висок прилив по основу СДИ, што ће у потпуности компензовати мање финансирање инвестиција из кредитних извора, који су постали скупљи, пре свега због наставка заоштравања монетарне политике ЕЦБ-а. Завршетак

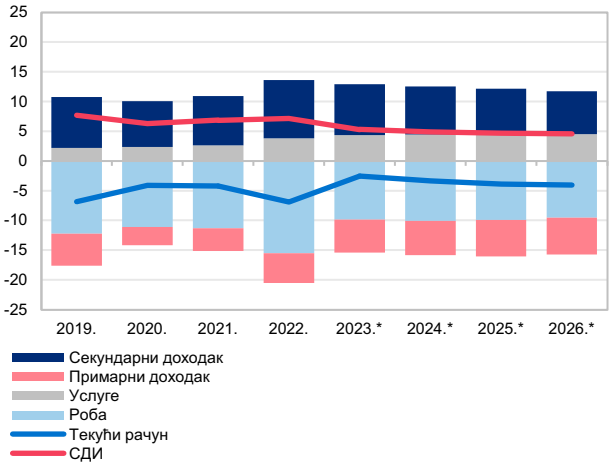
[15] Видети Осврт 3, стр. 38.

важних пројеката у саобраћајној инфраструктури у Т2 финансираних средствима државе, као и њихов очекиван наставак у остатку године, резултираће благим позитивним доприносом инвестиција државе на нивоу године од око 0,1 п.п. Са очекиваним наставком смањења трошкова производње, решавањем застоја у глобалним ланцима снабдевања и наставком високих прилива по основу СДИ, очекује се повећање производних капацитета, пре свега извозно оријентисаних сектора. То би, уз очекивано убрзање реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре, као и планирана улагања у енергетски сектор, требало да резултира доприносом укупних фиксних инвестиција расту БДП-а од око 1,2 п.п. годишње у наредне три године.

С нормализацијом прилика у погледу цена и расположивости енергената и хране, као и с постепеним решавањем застоја у глобалним ланцима снабдевања, испразниле су се залихе готових производа, пре свега капиталних производа, које су делом искоришћене за домаћу потрошњу, а делом за извоз. Имајући то у виду, очекујемо да ће **залихе негативно допринети БДП-у у овој години**, али да ће се делимично опоравити у следећој години и након тога деловати готово неутрално.

И у Т2 забележен је висок реални раст извоза робе и услуга и пад увоза, што је резултирало тиме да у П1 буде забележен **дефицит текућег рачуна од свега 1,6% БДП-а**, који је за 81,8% нижи него у истом периоду 2022. године. Мг. расту робног извоза израженог у еврима (од 9,3% у шест месеци ове године) доприноси пре свега извоз електричне енергије, али и прерађивачке индустрије, при чему већина грана наставља да бележи раст, и поред смањене екстерне тражње, што је пре свега резултат континуираног раста извозних капацитета. Поред тога, наставља се висок раст извоза услуга, претежно ИКТ услуга, па расте и суфицит у размени услуга. С друге стране, робни увоз изражен у еврима нижи је за око 5%, на шта се одражава нижи увоз средстава за репродукцију, пре свега енергената, али и опреме. Имајући наведено у виду, сада очекујемо да ће **највећи позитиван допринос БДП-у ове године потећи од нето извоза и да ће он износити преко 3 п.п.** У наредној години очекује се негативан допринос нето извоза (од око –1,5 п.п.), услед очекиваног раста увоза опреме и репроматеријала за потребе реализације инвестиционих пројеката. То ће у одређеној мери бити компензовано растом извоза,

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



Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

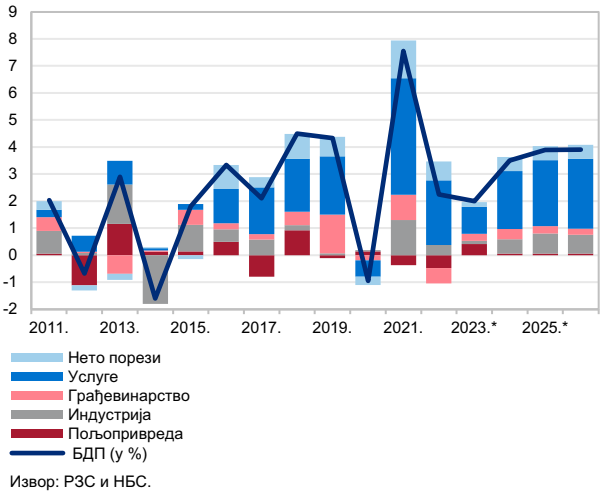
као резултат нових инвестиција у извозно оријентисане секторе и опоравка екстерне тражње, што би требало да резултира готово неутралним доприносом нето извоза у средњем року.

Имајући у виду да су остварена спољнотрговинска кретања и у Т2 била изнад наших очекивања, а у мањој мери и прилив дознака, поново смо **ревидирали пројекцију дефицита текућег рачуна платног биланса за ову годину у смеру додатног смањења екстерне неравнотеже**. Пројекција учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у сада износи око 2,5%, уместо 4,5%, колико смо пројектовали у мају, мада смо и тада наглашавали да постоји велика вероватноћа да дефицит буде нижи од пројектованог.

У средњем року кретање салда текућег рачуна платног биланса у највећој мери биће одређено структурним факторима. Наставак раста инвестиција, а пре свега планирана велика улагања у инфраструктуру, утицаће на раст увоза опреме, тако да се процењује да ће реални раст увоза робе и услуга у просеку износити око 7% годишње у наредне три године. С друге стране, као резултат инвестиција из претходног периода у размењиве секторе, а пре свега високог прилива СДИ, као и очекиваног опоравка екстерне тражње, очекујемо да ће реални раст извоза робе и услуга у средњем року износити око 8% годишње у просеку. Претпоставка пројекције је и да суфицит секундарног дохотка неће прелазити дугорочни просек од око 9% БДП-а, док ће очекивана путања нето прилива СДИ од око 5% БДП-а утицати на то да принос по основу њиховог власништва остане солидна расходна ставка на рачуну примарног дохотка, чији ће се дефицит због тога умерено повећавати. Све наведено требало би да резултира постепеним кретањем учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у ка нивоу од 4% у средњем року, што је ниво који обезбеђује екстерну одрживост. 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.

Посматрано с **производне стране**, због високог учешћа у структури БДП-а, највећи позитивни допринос расту БДП-а ове године очекујемо од **услужних сектора**, збирно посматрано, и поред дивергентног кретања појединачних услужних области у П1. Расту активности услужних сектора доприноси раст личне потрошње, који је резултат очуваног тржишта рада, али, као и у случају потрошње, у новој пројекцији очекујемо њихов нешто нижи допринос у поређењу с претходном пројекцијом и он би требало да износи око 1 п.п.

Графикон V.0.34. **Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна**
(у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

Њихов допринос би од 2024. требало да се убрза на преко 2 п.п., чему треба да допринесе очекивани раст расположивог дохотка по основу попуштања глобалних инфлаторних притисака, а нарочито стабилизација цена хране и енергије. Позитиван допринос, према нашим проценама, ове и наредне године пружиће и **нето порези** (од око 0,2 п.п. и 0,5 п.п.), чему доприносе и ефекти е-фискализације.

Позитиван допринос привредном расту ове године и наредних година требало би да пруже и производни сектори. Када је реч о **пољопривреди**, са изузетком производње пшенице и појединих сорти воћа (малине, вишње), још увек не располажемо прецизним информацијама о томе колико ће овогодишња сезона бити боља од претходне, јер то у великој мери зависи од приноса јесењих култура, пре свега кукуруза и индустријског биља, који чине око трећине укупне пољопривредне производње, а које су осетљиве на временске прилике у јулу и августу. Ипак, како је, према прелиминарним подацима РЗС-а, овогодишња производња пшенице за око 20% већа него претходне године и количина падавина погодује приносу јесењих култура (и поред штета у појединим подручјима изазваних непогодама), сада смо претпоставили да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна, тј. за око 8% већа од прошлогодишње (уз допринос расту БДП-а од 0,4 п.п.), док смо у мају претпоставили да ће бити боља од прошлогодишње за око 5%. За наредне године претпоставили смо наставак благог раста пољопривреде, као резултат модернизације опреме и веће примене агротехничких мера и квалитетнијих семена и минералних ђубрива, што би требало да резултира благим позитивним доприносом пољопривреде.

Позитиван допринос БДП-у ове године очекује се и од **грађевинарства** (од 0,3 п.п.), услед раста инвестиција државе у саобраћајну инфраструктуру, а делом и ниске базе из претходне године. Тај допринос би требало да убрза наредне године (на око 0,4 п.п.), пре свега као резултат планиране реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре.

Благ позитиван допринос ове године (од око 0,1 п.п.) очекујемо од **индустрије**, пре свега као резултат опоравка производње у **сектору енергетике** и расту активности у **сектору рударства** услед веће експлоатације угља и руде метала, нарочито бакра. С друге стране, негативан допринос ће потећи од прерађивачке индустрије, на коју се одражава нижа производна активност наших најважнијих

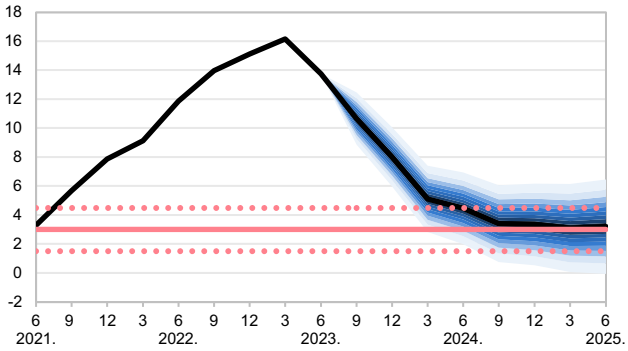
трговинских партнера, а пре свега Немачке. У наредним годинама очекујемо убрзање раста индустрије (уз позитиван допринос БДП-у од око 0,6 п.п. годишње), чему ће допринети активирање нових и проширење постојећих капацитета у **прерађивачкој индустрији** и опоравак екстерне тражње, као и структурне реформе у области енергетике планиране у новом аранжману с ММФ-ом.

Табела V.0.6. **Пројекције просечне инфлације у Србији од стране међународних институција**

	Просечна инфлација	
	2023.	2024.
ММФ	12,4	5,3
Consensus Economics	10,9	4,5

Извор: наведене институције.

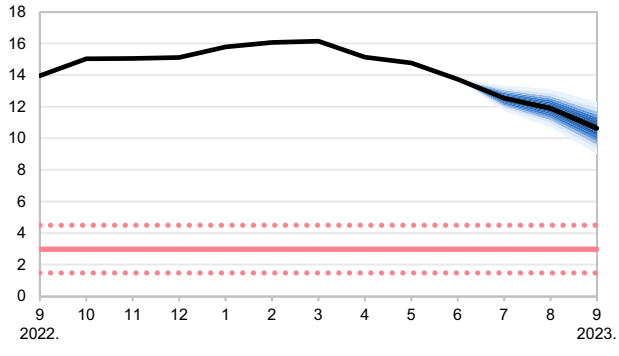
Графикон V.0.35. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

Графикон V.0.36. **Краткорочна пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

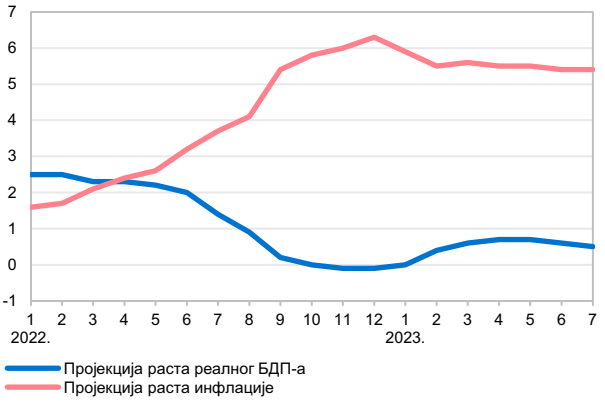
Пројекција инфлације

Наша нова пројекција инфлације у складу је с чињеницом да глобални инфлаторни притисци, иако још увек релативно високи, попуштају у великом броју сектора, што се очекује и у наредном периоду. Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће се **успоравање мг. инфлације у Србији наставити и да ће се она, након спуштања на ниво од око 8% крајем ове године, у границе циља вратити током Т2 2024. године**. Томе ће допринети ефекти низа фактора, а пре свега досадашње заоштравање монетарних услова, даље слабљење глобалних трошковних притисака и висока база код цена енергената и хране, успоравање увозне инфлације и нижа тражња у условима споријег глобалног привредног раста. **У односу на претходну пројекцију из маја, сада очекујемо да ће инфлација бити на нешто нижем нивоу, пре свега у 2024. години**, нарочито имајући у виду додатно заоштравање монетарних услова.

Као и у претходној пројекцији, **кључна претпоставка очекиване опадајуће путање инфлације јесте смањење инфлације у свету, пре свега у зони евра**. Смањење притисака по основу увозне инфлације на цене у Србији током хоризонта пројекције један је од важних фактора пројектованог враћања инфлације ка циљу, што је у извесној мери већ видљиво када се посматрају месечне стопе раста цена. Смањењу увозне инфлације доприносе и фактори на страни понуде и на страни тражње. **На страни понуде** важан је пад светске цене енергената, посебно цене гаса у зони евра након драстичног скока услед сукоба у Украјини, затим ниже светске цене хране, боље функционисање глобалних ланаца снабдевања и пад цена контејнерског транспорта. **На страни тражње** полако се исцрпљује штедња становништва која је акумулирана током затварања услед пандемије, окончани су фискални програми помоћи становништву у великим економијама света и све више се осећају ефекти раста каматних стопа услед рестриктивних монетарних политика водећих централних банака.

Ипак, и даље је присутна забринутост за глобалну инфлацију – када ће она бити спуштена на циљане нивое централних банака на одржив начин, колико је још потребно да централне банке заоштравају монетарну политику да би се то осигурало и којом брзином ће се преносити већ донете мере монетарне политике. Иако се инфлација смањује у великом броју земаља, она је још увек релативно висока, при чему спорије опада базна инфлација. Она је од посебног интереса за централне банке, које су забринуте за секундарне ефекте и могуће покретање инфлаторне спирале цена и зарада. Инфлација је константно изненађивала и премашивала пројекције централних банака прошле године, па је опрезност присутна ове године, када се очекује њен снажнији пад у П2, вођен пре свега ценама енергената, као и ценама хране, код којих је присутан ефекат високе базе.

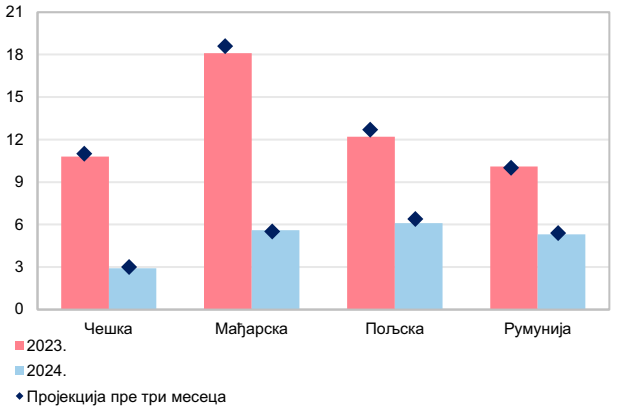
Графикон V.0.37. **Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2023.**
(у %)



Извор: *Consensus Economics*.

Светске цене хране налазе се на опадајућој путањи и за више од 20% испод су свог максимума достигнутог марта прошле године. Даљи пад цена хране на светском тржишту очекује се након овогодишње жетве за све житарице и индустријско биље. Средином јула порасла је цена пшенице, када је Русија одбила да продужи споразум којим се дозвољава извоз житарица из црноморских лука, али се већ крајем месеца она вратила на ниже нивое, захваљујући и добрим изгледима за жетву у САД и Латинској Америци. На пад светских цена хране у наредном периоду указује и очекивано смањење цена примарних пољопривредних производа према фјучерсима. То је у складу са смањењем трошкова енергената, као и осталих инпута у пољопривредној производњи, пре свега **минералних ђубрива**.

Графикон V.0.38. **Пројекција раста потрошачких цена**
(мг. стопе, у %)



Извор: *Consensus Economics*.

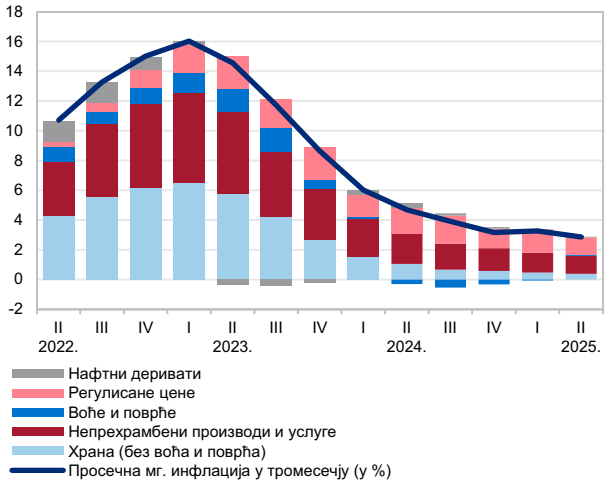
Очекивања су слична и за **светску цену нафте** – да ће се кретати по опадајућој путањи током хоризонта пројекције, иако је та путања средином јула померена навише, када је светска цена нафте премашила 80 долара по барелу. Аналитичари процењују да је смањење производње земаља *OPEC+* почело да се осећа на тржишту, али и да ће успорена динамика раста светске привреде ограничити раст цене. Очекивано смањивање цене нафте на међународном тржишту и у наредној години допринело би даљем паду мг. инфлације у Србији.

Графикон V.0.39. **Пројектовано кретање производног јаза***
(у % потенцијалног производа)

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

У складу са успоравањем глобалног привредног раста и затезањем финансијских услова, очекујемо дезинфлаторне притиске по основу **екстерне тражње** током целог хоризонта пројекције. Предвиђа се да раст зоне евра ове године буде свега 0,5%, пре свега због рецесије у Немачкој, вођене падом прерађивачке

Графикон V.0.40. **Доприноси мг. инфлацији по компонентама**
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

индустрије, што се управо на нас највише одражава. Када је у питању **домаћа тражња**, нешто нижи расположиви доходак за потрошњу услед заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије делом ће бити компензован растом плата у јавном сектору и пензија, као и наставком позитивних трендова на тржишту рада. Због тога, након што је производни јаз продубљен у Т1 2023, очекујемо да наведени фактори резултирају постепеним смањењем негативног производног јаза, али се он ипак неће затворити до краја периода пројекције.

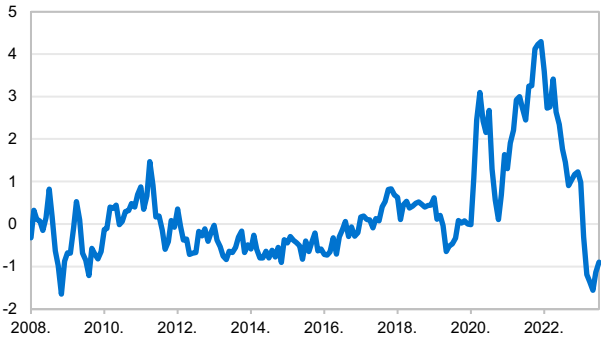
Посматрано по категоријама инфлације, очекујемо да **цене нафтних деривата** ове године буду дезинфлаторни фактор ако се светска цена нафте буде кретала у складу с фјучерсима. Као и у претходној пројекцији, очекујемо да допринос цена нафтних деривата у Т2 2023. пређе у негативну зону и да се тамо задржи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

Када су у питању цене воћа и поврћа, очекујемо да ће се оне са актуелног, релативно високог нивоа постепено вратити свом дугорочном тренду (који одговара расту цена непрехрамбених производа и услуга). Наиме, због смањене понуде након прошлогодишње суше у Србији и већем делу Европе, као и виших трошкова производње и логистике, знатно су повећане цене ове категорије инфлације, пре свега поврћа. Допринос мг. инфлацији релативно је висок од почетка године. Са смиривањем трошковних притисака по основу цена енергената, пре свега природног гаса, а тиме и минералних ђубрива, као и с доласком нове пољопривредне сезоне, очекујемо да ће се и њихов допринос мг. инфлацији постепено смањити – најпре на нулти ниво у Т1 наредне године, а затим ће благо прећи у негативну зону, тј. деловати у правцу смањења мг. инфлације.

На даље успоравање инфлације утицаће и пад доприноса **цена остале хране**, које су у Т1 ове године највише допринеле расту мг. инфлације међу појединачним компонентама инфлације. На успоравање раста цена прехрамбених производа утицаће висока база код цена индустријско-прехрамбених производа и мањи трошковни притисци у производњи хране услед слабљења трошковних притисака из међународног окружења и опадања увозне инфлације. Процењујемо да ће се допринос цена хране мг. инфлацији константно смањивати до краја периода пројекције, за око 6,0 п.п. На опадање трошковних притисака у производњи

хране указује даље затварање јаза реалних маргиналних трошкова (мереног одступањем односа цена инпута и цена финалних прехрамбених производа од тренда). Овај јаз је почео да се затвара у Т3 прошле године, што је настављено у Т4 и почетком ове године, с додатним поскупљењем хране и падом цена примарних пољопривредних производа, а у Т2 је прешао у негативну зону. Силазна путања прехрамбене инфлације, коју очекујемо до краја периода пројекције, евентуално би могла бити ублажена, али не и нарушена, несавршеном тржишном структуром на страни понуде, тј. мањком снажније конкуренције у овом сегменту и растом профитних маржи.

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



Извор: *Federal Reserve Bank of New York*.

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

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

Извор: *Freightos*.

Изузетно високе цене енергената на светском тржишту у претходном периоду главни су разлог очекиваног раста **регулисаних цена** у периоду пројекције. У складу с нашом претпоставком о повећању регулисаних цена у овој години за 11,5%, а у наредној за 7,0%, допринос регулисаних цена мг. инфлацији постепено ће се смањивати – са 2,2 п.п. крајем ове године на 1,3 п.п. крајем следеће године.

Ризици пројекције БДП-а

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 изгледе за глобални привредни раст, постојаност глобалне инфлације и по том основу степен заоштравања

монетарних политика водећих централних банака, а у одређеној мери потиче и од геополитичких односа и цена енергената и примарних производа на светском тржишту. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције односе се на темпо раста домаће тражње по основу прилива од СДИ, улагања у сектор енергетике и инфраструктуру, темпо опоравка производње угља, као и генерално од финансијских услова. У одређеној мери ризик пројекције представља и овогодишња пољопривредна сезона. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације током хоризонта пројекције оцењујемо као симетричне.

Иако у извесној мери мања него пре три месеца, неизвесност у погледу **глобалног привредног раста** и даље је изражена, уз доминацију ризика наниже. Због смањене тражње за индустријским производима глобална економска активност је успорена, пре свега у прерађивачкој индустрији. Према оцени ММФ-а, ризици основне пројекције глобалног привредног раста и даље су асиметрични наниже због низа фактора. Најпре, изгледи за привредни раст могли би ослабити услед постојане инфлације, коју додатно могу подстаћи интензивирање украјинске кризе и екстремне временске прилике, што би захтевало додатно заоштравање монетарних политика централних банака, које се може негативно одразити на финансијски сектор. Могућ је и спорији привредни опоравак Кине од очекиваног, делом као последица нерешених проблема у сектору пословања некретнинама, који се могу пренети и ван њених граница. Такође, већи број земаља може се суочити с проблемима у отплати јавног дуга. Ефекти на остатак света, па и Србију, испољили би се пре свега путем ниже екстерне тражње и ниже цене енергената и примарних производа. Нижа екстерна тражња одразила би се на успоравање раста активности домаће прерађивачке индустрије и извоза. С друге стране, глобални раст би могао бити и виши од очекиваног, а од ризика навише ММФ истиче могуће брже успоравање базне инфлације по основу интензивнијег преношења индиректних позитивних ефеката нижих цена енергената и умањивања профитних маржи, као и притисака с тржишта рада. У том случају би потреба за монетарним затезањем била мања, а могућност „меког приземљења” већа. Такође, могуће је да потрошачи у водећим економијама још увек нису искористили штедњу акумулирану током пандемије, као и да фискална подршка домаћинствима у Кини допринесе опоравку домаће и глобалне економије више него што се очекује. Бржи раст БДП-а Кине од очекиваног вероватно би повећао

и цене енергената и других примарних производа и отежао борбу против инфлације, што захтева строжу монетарну политику. Имајући све поменуто у виду, ценимо и да су **ризици пројекције БДП-а, а у мањој мери и инфлације, по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње нешто израженији наниже**.

Упркос смањењу глобалне инфлације, пут ка одрживој стабилности цена у свету и даље карактеришу изазови. Пре свега, затегнутост на тржишту рада, нарочито у развијеним земљама, могла би изазвати већи раст зарада од очекиваног. Кључно питање у зони евра јесте да ли ће тражња бити смањена толико да компаније апсорбују веће трошкове зарада без даљег повећања цена својих

Табела V.0.7. **Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације**

Ризик	Могући канали утицаја	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Изгледи за глобални привредни раст	– Спорији раст светске привреде, а пре свега привреде зоне евра, имао би за последицу нижу екстерну тражњу за нашим извозом и мање притиске на инфлацију са стране тражње.	↓	↓
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.	↕	↕
Интензивирање геополитичких тензија и утицај на цене нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената)	Интензивирање геополитичких тензија и сукоба у Украјини 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.	↓	↑
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, као и приватних инвестиција у условима смиривања инфлаторних притисака, утицало би у правцу раста домаће тражње, БДП-а и инфлације.	↑	↑
Опоравак сектора енергетике и регулисане цене	Реформа сектора енергетике може да има мање и веће ефекте на обим производње од очекиваног. Због пада цена енергената на светском тржишту претходних месеци, могућ је нижи раст регулисаних цена од очекиваног.	↑	↓
Пољопривредна сезона	Боља од претпостављене пољопривредне сезоне води већој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне притиске, и обрнуто – лошија пољопривредна сезона од претпостављене за последицу има мању понуду пољопривредних производа и инфлаторне притиске.	↕	↕

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

производа и услуга, јер је то услов да се постигне циљ за инфлацију у 2025. години. Ако **компаније пребаце повећање зарада на потрошаче путем виших цена својих производа**, базна инфлација и инфлациона очекивања вероватно би расли. То би додатно заоштрило монетарне услове у дужем периоду, што би произвело негативне ефекте по привредни раст и финансијску стабилност. У супротном смеру на инфлацију би деловали постојана неизвесност на финансијском тржишту, већи пад цена енергената од очекиваног, који би смањио притиске на даљи раст продајних цена и зарада, као и смањење тражње услед заоштравања кредитних услова и ефикаснијег трансмисионог механизма монетарне политике.

Поновни раст инфлације довео би до **рестриктивније монетарне политике водећих централних банака него што се очекује**. Затезање монетарне политике водећих централних банака веће од тренутно очекиваног водило би даљем пооштравању глобалних услова финансирања, расту премије ризика и смањењу прилива капитала у земље у успону, као и појави депрецијацијских притисака по том основу. У том случају би и на домаћем тржишту била виша цена задуживања у страној валути, што би се преко нижег расположивог дохотка за потрошњу и инвестиције могло одразити на нижу домаћу тражњу, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу евентуално мањих прилива портфолио инвестиција. Ако се пак инфлација у развијеним земљама врати на ниже нивое раније него што се очекује и/или ако се привредни раст знатније успори, водеће централне банке могу прекинути заоштравање монетарних услова, што би резултирало повољнијим условима финансирања на глобалном нивоу од очекиваних, **тако да по овом основу ценимо да су ризици симетрични**.

Геополитичке тензије и даље представљају један од ризика наше пројекције. Избијање сукоба у Украјини био је прошле године главни екстерни шок који је утицао на заоштравање енергетске кризе и корекције пројекција инфлације и раста БДП-а, пре свега у европским земљама које су наши главни економски партнери. Сукоб још није завршен и његово интензивирање би могло изазвати поновни скок цена енергената и хране, што би подстакло нови круг инфлаторних притисака, а тиме и даље заоштравање монетарних политика ради обуздавања раста инфлације. Проблеми у ЕУ се могу јавити у попуњавању залиха гаса за следећу зиму и могу бити изражени ако се повећа тражња из Кине, јер ће то довести до раста цене гаса у ЕУ. Чак и кад би изостали директни ефекти на цену гаса у Србији, то

би се одразило на раст увозне инфлације, а тиме и домаће инфлације. Такође, споразум о извозу житарица из црноморских лука у јулу није продужен, што може утицати на светске цене хране, пре свега пшенице. Даља економска и политичка фрагментација може поделити земље у трговинске блокове и проузроковати знатне губитке у светској производњи, укључујући и негативне ефекте на СДИ. Имајући поменуто у виду, ценимо да су **ризици пројекције БДП-а по основу евентуалне ескалације сукоба у Украјини асиметрични наниже, а инфлације навише**.

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

Када су у питању домаћи фактори, ризици остварења пројекције односе се на **брзину раста домаће тражње**. С једне стране, мањи доходак од ниже извозне тражње могао би се негативно одразити на тржиште рада, тј. спорији раст запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. С друге стране, **способност Србије да привуче СДИ** могла би се испоставити као већа од очекиване, тим пре ако се има у виду да су наше пројекције прилива СДИ прилично конзервативне и да је и претходних година њихова реализација била рекордна и изнад наших пројекција. То би допринело даљем расту зарада и запослености. У истом правцу деловало би убрзање темпа извођења грађевинских радова више него што претпостављамо, као што је то био случај у Т2. У условима смиривања инфлаторних притисака и стабилизације цена елемената и материјала у грађевинарству, могуће је убрзање реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава, као и приватних инвестиција. Имајући то у виду, ценимо да су **ризици пројекције БДП-а по основу домаће тражње асиметрични навише**. Такође, бржи раст домаће тражње од очекиваног повећао би у одређеној мери и инфлаторне притиске.

Ризик пројекције представљају и **дешавања у домаћем сектору енергетике, пре свега у области производње угља**. Потребе за увозом угља, а вероватно и електричне енергије ако наредна зима буде оштрија, представљају ризике наниже по привредни раст и навише по инфлацију. Ипак, реформа и инвестиције у енергетику истакнути су у новом стендбај аранжману с ММФ-ом, па би улагања

у модернизацију енергетског сектора могла бити и већа од претпостављених. Имајући све наведено у виду, ценимо да су ризици по овом основу **за пројекцију привредног раста симетрични**. Поред тога, у случају нижих цена енергената на светском тржишту од претпостављених, могуће је да се **одустане од неких повећања регулисаних цена енергената на домаћем тржишту**, што би допринело нижој инфлацији и вишем привредном расту него у основном сценарију.

У одређеној мери, за пројекцију инфлације и БДП-а ризик представља и овогодишња **пољопривредна сезона**, за коју смо претпоставили да ће ове године бити просечна, тј. да ће приноси за око 8% бити већи од прошлогодишњих, а да ће се наредних година додатно благо побољшати, као резултат модернизације опреме и унапређења пољопривредне производње. С обзиром на то, ценимо да су по том основу **ризици пројекције инфлације и БДП-а симетрични**.

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

Осврт 5: Алтернативни сценарио пројекције – спорији глобални привредни раст од очекиваног

Како релевантне међународне институције, **ММФ и Светска банка, оцењују да су ризици пројекције глобалног привредног раста и даље израженији наниже, мада у мањој мери него у априлској пројекцији, и овај пут извели смо алтернативни сценарио пројекције који претпоставља материјализацију ризика да глобални привредни раст буде мањи од пројектованог**.

Као кључни ризик нижег глобалног привредног раста, ММФ наводи могућу **отпорнију инфлацију на глобалном нивоу, што би захтевало додатно заоштравање монетарне политике**, које се може негативно одразити на финансијски сектор. Други кључни ризик пројекције јесте **спорији привредни опоравак Кине** од очекиваног. Оценили смо утицај материјализације управо ова два ризика заједно на наш БДП, инфлацију и платни биланс, што ћемо представити у наставку овог осврта.

Претпоставили смо да је глобална инфлација, а пре свега базна инфлација (нарочито у сектору услуга, што не одражава раст екстерне тражње за нашим производима), постојанија од очекиване због високих профитних маржи и/или задржавања инфлационих очекивања тржишних субјеката на релативно високом нивоу, као и већег раста зарада од очекиваног, што захтева већи степен реакције монетарних политика централних банака. То важи и за зону евра, која је наш најзначајнији трговински партнер. Претпоставили смо да се паралелно с тим и у наставку године дешава спорији економски опоравак Кине од очекиваног. То даље за последицу има спорији привредни раст зоне евра од претпостављеног у основном сценарију, што због ниже тражње за извозом зоне евра, што због заоштренијих финансијских услова. Остварење таквог сценарија одразило би се на домаћа макроекономска кретања на следећи начин:

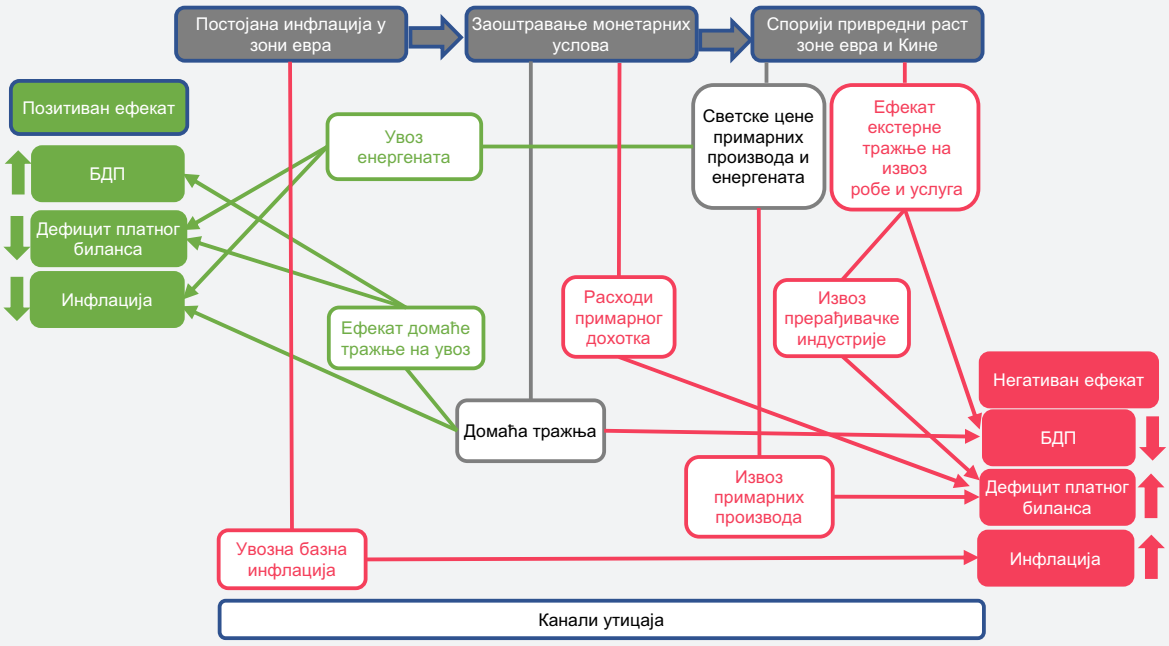
• Нижи привредни раст у зони евра од пројектованог у основном сценарију имао би директне негативне ефекте на извоз Србије, с обзиром на то да је, и поред повећаног степена производне и географске распрострањености извоза, зона евра и даље наше највеће извозно тржиште. Пре свега, треба имати у виду да се успорава производна активност у зони евра, док се сектор услуга показао отпорнијим, делом и због штедње акумулиране током пандемије, и да се за Немачку, која је наш најзначајнији партнер унутар зоне евра, и у основном сценарију пројектује блага рецесија. Поред тога, заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а путем више цене евроиндексираних и прекограничних кредита за последицу би имало нижи расположив доходак за инвестиције и потрошњу, који би ипак могао делом бити компензован нижим ценама енергената у условима ниже тражње на глобалном нивоу. Оно што још не би ишло у прилог нашем извозу био би спорији раст Кине и по том основу ниже цене метала и примарних пољопривредних производа, чији је Србија нето извозник. Узевши све у обзир, процењујемо да би **у случају материјализације оваквог сценарија, привредни раст Србије био нижи за око 0,2 п.п. у овој и 0,5 п.п. у наредној години него у основном сценарију**;

• Виша инфлација у зони евра него што смо претпоставили у основном сценарију значила би и више цене производа и услуга које увозимо. Ипак, нижа екстерна тражња и раст каматних стопа на евроиндексиране кредите на домаћем тржишту по основу рестриктивније монетарне политике ЕЦБ-а за последицу би имали и нижу тражњу на домаћем тржишту. Уз ниже цене примарних производа на светском тржишту због споријег опоравка Кине, која је највећи купац примарних производа, то би вероватно компензовало ефекте више увозне инфлације, тако да би **ефекат на домаћу инфлацију у поређењу са основним сценаријом највероватније био незнатан**;

• Мањи извоз, вредносно посматрано, услед ниже екстерне тражње и нижих цена метала и примарних пољопривредних производа, као и већи расходи по основу примарног дохотка услед већег заоштравања финансијских услова у зони евра, деловао би у правцу вишег дефицита текућег рачуна. Ипак, због заоштренијих финансијских услова на међународном тржишту (што би се одразило и на цену евроиндексираних кредита на домаћем тржишту), домаћа тражња била би нижа него у основном сценарију, тј. потрошња и инвестиције, што би за последицу имало и нижи увоз робе и услуга. Узимајући све у обзир, ценимо да по овом основу **не би било значајнијих ефеката ни по дефицит текућег рачуна у односу на основни сценарио**;

Сматрамо да су остали ризици, као што су проблеми у банкарском сектору развијених земаља или могућа нова ескалација енергетске кризе, сада мање изражени, због чега сматрамо да опадајућа путања инфлације у хоризонту монетарне политике неће бити доведена у питање, већ да само може да варира брзина њеног опадања.

Шема О.5.1. **Утицај споријег глобалног привредног раста на домаћа макроекономска кретања**



Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	I 2023.	II 2023.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	5,6	6,0
Девизне резерве / краткорочни дуг	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	247,1	254,0	282,4	
Девизне резерве / БДП	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	30,9	32,2	34,3	35,0
Отплата дуга / БДП	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	5,8	9,2	9,6	7,7	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	11,4	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																
Спољни дуг / БДП	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,4	69,4	69,9	
Краткорочни дуг / БДП	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,6	12,6	12,5	12,7	12,1	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	126,6	110,2	109,7	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																
Девизне резерве / М1	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	176,6	179,9
Девизне резерве / примарни новац	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	204,7	223,5
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	116,7	137,5	140,3	122,9
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																
БДП[1]	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.329	60.371	14.962	17.182
Спољни дуг	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.488	41.885	43.578	
Сервисирање спољног дуга	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	1.148	
Девизне резерве НБС	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	21.381	22.585
Краткорочни дуг[2]	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.404	2.164	
Биланс текућих трансакција	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.139	-134	-393

КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)	2009. Дец.	2010. Нов.	2011. Март	2012. Авг.	2013. Јул	2014. Јан.	2015. Дец.	2016. Јан/Март/ Јун/Дец.	2017. Март/Дец.	2018. Дец.	2019. Септ./Дец.	2020. Мај	2021. Март/Дец.	2022. Јун
S&P	BB- /стабилан		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан
Fitch		BB- /стабилан		BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан		BB+ /стабилан			
Moody's					B1 /стабилан			B1 /позитиван	Ba3 /стабилан		Ba3 /позитиван		Ba2 стабилан	

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) − однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци
Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) − однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода
Девизне резерве / БДП (у %) − стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП
Отплата дуга / БДП (у %) − однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода
Отплата дуга / извоз (у %) − однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода
Спољни дуг / БДП (у %) − однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а
Краткорочни дуг / БДП − однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а
Спољни дуг / извоз (у %) − однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга
Девизне резерве / М1 (у %) − однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода
(Извоз + увоз) / БДП (у %) − однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

[1] Према методологији *ESA* 2010. Подаци за 2022, Т1 и Т2 2023. процена су НБС.

[2] По оригиналној рочности.

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. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	I 2023.	II 2023.
Реални раст БДП-а (у %)[1]	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	7,5	2,3	0,7	1,7
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	16,2	13,7
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	21.381	22.585
Извоз робе и услуга (у млн евра)	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.000	10.029	10.186
– стопа раста у % у односу на претходну годину	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	20,6	8,7
Увоз робе и услуга (у млн евра)	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.037	10.967	10.923
– стопа раста у % у односу на претходну годину	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	5,4	-6,7
Текући рачун платног биланса																
(у млн евра)	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.139	-134	-393
у % БДП-а	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,1	-4,2	-6,9	-0,9	-2,3
Незапосленост по Анкети (у %)[3]		20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,0	9,6	10,1	
Зараде (просечне за период, у еврима)[4]	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	709,2	724,9
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-3,3	-1,6	2,1
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-3,2	-1,4	3,5
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)[5]	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,5	55,1	51,0	51,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	109,26	107,79
Курс динара према долару (крај периода)	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	107,56	107,82
Курс динара према евру (просек у периоду)	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,33	117,28
Курс динара према евру (крај периода)	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,29	117,23
МЕМОРАНДУМ:																
БДП (у млн евра)[2]	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.329	60.371	14.962	17.182

[1] У сталним ценама претходне године. Подаци за 2022. и Т1 2023. прелиминарна су процена РЗС-а. Податак за Т2 2023. је флеш процена РЗС-а.

[2] Према методологији *ESA* 2010. Подаци за 2022, Т1 и Т2 2023. процена су НБС.

[3] Подаци су ревидирани према новој методологији *Анкете о радној снази* из 2021. године. Од 2022. подаци усклађени с Пописом из 2022. године.

[4] До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т2 2023. просек је два месеца.

[5] Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су са интернет странице Министарства финансија.

Напомене:

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

Списак графикона, табела и шема

Графикони

II.0.1. Кретање референтне и просечне репо стопе 7

III.0.1. Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији 11
III.0.2. Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији 12
III.0.3. Укупна и базна инфлација 12
III.0.4. Доприноси компонената мг. стопи раста произвођачких цена 17
III.0.5. Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена 17
III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред 18
III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва 18
III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред 18

IV.1.1. Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности 19
IV.1.2. Кретање каматних стопа 19
IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ 20
IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ 20
IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите 21
IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите 21
IV.1.7. Показатељ премије ризика за дуг у еврима − *EURO EMBIG* 22
IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – *EMBI* 22
IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ 23
IV.1.10. Структура финансијског биланса 23
IV.1.11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту 24
IV.1.12. Кретање курса динара и евра према долару 24
IV.1.13. Кретање курсева одређених националних валута према евру 25

IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3 25
IV.2.2. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура 26
IV.2.3. Кретање монетарних агрегата 26
IV.2.4. Доприноси мг. расту кредита привреди 26
IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа 27
IV.2.6. Доприноси мг. расту кредита становништву 27
IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора 28
IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора 28
IV.2.9. Ниво *NPL* и учешће у укупним кредитима, бруто принцип 29

IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна 29
IV.3.2. Извоз и увоз робе и услуга 31
IV.3.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије 31
IV.3.4. Кретање главних компонената увоза 32

IV.4.1. Кретање показатеља економске активности 36
IV.4.2. Показатељи активности сектора услуга 36
IV.4.3. Доприноси мг. стопи раста индустрије 37
IV.4.4. Показатељи грађевинске активности 37

IV.5.1. Месечна динамика зарада у Србији 42
IV.5.2. Просечна номинална нето зарада 42
IV.5.3. Номиналне нето зараде по делатностима 42
IV.5.4. Структура мг. раста укупне формалне запослености 43
IV.5.5. Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима 43
IV.5.6. Кретање регистроване незапослености 43

V.0.1. Допринос глобалном привредном расту 46
V.0.2. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра 46
V.0.3. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024. 47
V.0.4. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД 47
V.0.5. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе 48
V.0.6. Кретање базне инфлације 49
V.0.7. Пројекција глобалне инфлације за 2023. и 2024. 49
V.0.8. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра 50
V.0.9. Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију 50
V.0.10. Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД 51
V.0.11. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години 51
V.0.12. Консолидовани биланс Евросистема 57
V.0.13. Очекивани тромесечни *EURIBOR* 57
V.0.14. Очекивања чланова *FOMC*-а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе 57
V.0.15. Укупна актива ФЕД-а 58
V.0.16. Кретање референтних стопа по земљама 58
V.0.17. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра 58
V.0.18. Кретање курсева одређених националних валута према долару 59
V.0.19. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент 59
V.0.20. Европска цена природног гаса 59
V.0.21. Попуњеност складишта гаса у ЕУ 60
V.0.22. Европска цена струје 60
V.0.23. Цене изабраних производа на светском тржишту 61
V.0.24. Кретање светских цена минералних ђубрива 61
V.0.25. Индекс светских цена хране 62
V.0.26. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа 62
V.0.27. Фискални резултат и јавни дуг опште државе 64
V.0.28. Пројекција раста БДП-а 65
V.0.29. Доприноси реалном расту БДП-а 65
V.0.30. Стопа раста приватне потрошње и њених извора 66
V.0.31. Кретање инвестиција у основне фондове 66
V.0.32. Реални раст извоза и увоза 66
V.0.33. Пројекција текућег рачуна и СДИ 67
V.0.34. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна 68
V.0.35. Пројекција инфлације 70
V.0.36. Краткорочна пројекција инфлације 70
V.0.37. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2023. 71
V.0.38. Пројекција раста потрошачких цена 71
V.0.39. Пројектовано кретање производног јаза 71
V.0.40. Доприноси мг. инфлацији по компонентама 72
V.0.41. Притисци у глобалним ланцима снабдевања 73
V.0.42. Цена контејнерског транспорта 73

Табеле

III.0.1. Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т2 2023. 11

IV.1.1. Кредитни рејтинг 23

IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава 30
IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција 30

IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а 36

V.0.1. Најважније претпоставке пројекције 45
V.0.2. Прогнозе реалног раста БДП-а за 2023. и 2024. 46
V.0.3. Пројекције раста реалног БДП-а по земљама региона 48
V.0.4. Пројекције инфлације по земљама региона 51
V.0.5. Нови сет фискалних правила 64
V.0.6. Пројекције просечне инфлације у Србији од стране међународних институција 70
V.0.7. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације 75

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 81
Табела Б. Основни макроекономски показатељи 82

Графикони у освртима

О.1.1. Поређење пројектованог и оствареног месечног раста ИПЦ-а и његових компонената 16

О.2.1. Структура текућег рачуна платног биланса 33
О.2.2. Салдо енергената (извоз–увоз) 33
О.2.3. Кретања на финансијском рачуну 34

О.3.1. Пословни и нето финансијски резултати привреде Србије у периоду 2019–2022. 38
О.3.2. Нето финансијски резултати по привредним делатностима у 2019. и 2022. 38
О.3.3. Стопа нето добитка (после пореза) у изабраним секторима привреде 39
О.3.4. Коефицијент обрта пословне имовине у изабраним секторима привреде 40
О.3.5. Динамика стопе приноса на укупну пословну имовину (*ROA*) и стопе приноса на сопствени капитал (*ROE*) – по изабраним делатностима 40

О.4.1. Укупна и базна инфлација у посматраним земљама, јун 2023. 53
О.4.2. Највећи допринос укупној инфлацији ће дати базна инфлација 53
О.4.3. Покретачи инфлације у зони евра 54
О.4.4. Глобални раст референтних каматних стопа 54
О.4.5. Доприноси производа и услуга мг. базној инфлацији у Србији 55
О.4.6. Кретање укупне и базне инфлације у Србији 56

Табеле у освртима

О.1.1. Број оцена са одговарајућим одступањем 15
О.1.2. Статистике одступања веб-инфлације од РЗС-а 15

Шеме у освртима

О.1.1. Процес оцене текуће инфлације на основу цена са интернета 14
О.5.1. Утицај споријег глобалног привредног раста на домаћа макроекономска кретања 80

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2022. година

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

2023. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 6. 2023.

На данашњој седници Извршни одбор одлучио је да повећа референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 6,25%. Повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 5%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,5%.

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

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

Инфлаторни притисци на глобалном нивоу и даље изазивају забринутост, иако су светске цене енергената, пре свега електричне енергије и гаса, али и других примарних производа, смањене, а показатељи који указују на застоје у глобалним ланцима снабдевања и контејнерске транспортне трошкове готово у потпуности враћени на нивое пре пандемије. Извршни одбор је навео да се инфлација постепено смањује у великом броју земаља, али да су нивои на којима се налази и даље релативно високи. Притом, базна инфлација спорије опада од укупне у многим земљама, чему доприносе повишена инфлациона очекивања и фактори с тржишта рада, а пре свега даљи раст зарада, што указује на то да борба централних банака са инфлацијом још увек није завршена. О томе говори и чињеница да су водеће централне банке, Европска централна банка и Систем федералних резерви, поново у мају повећале своје референтне каматне стопе. То би требало да допринесе очекиваном даљем слабљењу глобалних инфлаторних притисака. Извршни одбор истиче неопходност вођења опрезне монетарне политике, пре свега због неизвесности у погледу дужине трајања сукоба у Украјини и расположивости и цена енергената у наредном периоду. Такође, неизвесност је и даље присутна у погледу даљег кретања базне инфлације у многим земљама, а важан фактор биће и будуће одлуке монетарних политика водећих централних банака, с обзиром на њихов утицај на услове на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у успону.

У складу са очекивањима Извршног одбора, инфлација је достигла врхунац у марту и успорила у априлу на 15,1% међугодишње, највише под утицајем успоравања раста цена хране, које су у претходном периоду и највише доприносиле инфлацији. Слично је и у случају базне инфлације (мерене променом индекса потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), која је у априлу успорила на 11,1%. Према актуелној пројекцији, Извршни одбор очекује да ће међугодишња инфлација наставити да се креће опадајућом путањом, уз знатнији пад у другој половини ове године. Улазак инфлације у границе циља од 3 ± 1,5% очекује се средином наредне године.

Таквом кретању инфлације, према оцени Извршног одбора, допринеће пре свега ефекти претходног заоштравања монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, долазак нове пољопривредне сезоне, као и стабилизација и очекивани пад инфлационих очекивања.

Када је у питању економска активност, реални међугодишњи раст бруто домаћег производа у првом тромесечју 2023. године износио је 0,7%, што је била и прелиминарна процена Републичког завода за статистику. Вођена растом сектора енергетике и рударства, индустријска производња је у периоду јануар–април 2023. године остварила међугодишњи раст од 1,9%. Спољнотрговинска размена наставила је да бележи повољна кретања и у априлу – робни извоз изражен у еврима у априлу порастао је за 5,6% међугодишње, док је робни увоз изражен у еврима смањен за 14,8% међугодишње. У оквиру робног извоза, бележи се даљи раст извоза прерађивачке индустрије и електричне енергије, док је, с друге стране, смањење робног увоза резултат пре свега нижег увоза енергената и интермедијарних производа. У наставку године, Народна банка Србије очекује убрзање економске активности, чему треба да допринесе и опоравак екстерне тражње из зоне евра. Опоравак светске економије од друге половине ове године, као и планирана реализација инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, требало би да води убрзању раста бруто домаћег производа

са распона 2,0–3,0% у овој години на распон 3,0–4,0% од 2024. године, а затим и повратку на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од података који буду пристизали, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заоштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 13. јула 2023. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 7. 2023.

На данашњој седници, Извршни одбор је одлучио да повећа референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 6,5%. Повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 5,25%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,75%.

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

Слабљење глобалних трошковних притисака је настављено, а светске цене енергената, затим цене хране и индустријских сировина налазе се у паду, међугодишње посматрано. Међутим, Извршни одбор сматра да је наставак умереног заоштравања монетарне политике и даље потребан с обзиром на то да инфлација на глобалном нивоу показује знаке отпорности веће него што се очекивало. Иако се инфлација постепено смањује у великом броју земаља, нивои на којима се она налази и даље су релативно високи. При томе, на посебну опрезност упућује базна инфлација, која у многим земљама спорије опада од укупне, чему доприносе повишена инфлациона очекивања и фактори с тржишта рада, а пре свега даљи раст зарада. То указује на то да борба централних банака са инфлацијом још увек није завршена и да се повећање референтних каматних стопа најважнијих светских централних банака може очекивати и у наредном периоду. У зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, настављено је смањење укупне инфлације, али је њен ниво још увек знатно изнад циља. Истичући одлучност да обезбеди повратак инфлације на циљ, Европска централна банка је у јуну додатно заоштрила монетарну политику. Инфлација је нешто нижа у Сједињеним Америчким Државама, што оправдава одлуку Система федералних резерви да након десет узастопних повећања у јуну задржи референтну каматну стопу непромењеном, не искључујући могућност даљих повећања у наредном периоду. Извршни одбор Народне банке Србије истиче неопходност вођења опрезне монетарне политике и због неизвесности у погледу дужине трајања сукоба у Украјини, као и расположивости енергената и њихових цена у наредном периоду.

У складу са очекивањима Извршног одбора, међугодишња инфлација је наставила да успорава и у јуну је износила 13,7%. Наставку успоравања инфлације допринеле су цене нафтних деривата, базна инфлација, која је смањена на једноцифрени ниво, као и цене хране. Ипак, важно је истаћи да је код цена поврћа забележен даљи раст, иако је уобичајено да с доласком нове пољопривредне сезоне од маја уследи њихов пад, а главни разлог за такво њихово кретање јесу неповољни агрометеоролошки услови (обилне падавине). И поред тога што агрометеоролошки услови могу утицати на одступање цена поврћа од сезонски уобичајених кретања и у наредном периоду, тј. да њихов пад у летњим месецима буде мањи од сезонски уобичајеног, Извршни одбор очекује да ће међугодишња инфлација наставити да се креће опадајућом путањом, уз знатнији пад у другој половини ове године. Опадајућој путањи инфлације у наредном периоду допринеће пре свега ефекти претходног заоштравања монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и стабилизација и очекивани пад инфлационих очекивања.

Показатељи кретања у реалном сектору указују на то да ће и у другом тромесечју бити остварен раст економске активности и у односу на претходно тромесечје и међугодишње посматрано, чему пре свега доприносе повољна спољнотрговинска кретања – робни извоз изражен у еврима порастао је за 10,5% међугодишње, док је робни увоз изражен у еврима смањен за 11,6% међугодишње у периоду јануар–мај. У оквиру робног извоза,

расте извоз прерађивачке индустрије и електричне енергије, док је смањење робног увоза резултат пре свега нижег увоза енергената и интермедијарних производа.

Одржавањем релативне стабилности курса динара према евру Народна банка Србије знатно доприноси укупној макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности. Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од података који буду пристизали, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заоштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. августа 2023. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 8. 2023.

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

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу определио је наставак попуштања глобалних инфлаторних притисака, што би требало да допринесе осетнијем паду увозне инфлације. Истовремено, Извршни одбор очекује наставак опадајуће путање домаће инфлације и њен повратак у границе циља у хоризонту монетарне политике. Приликом доношења одлуке уважено је и то што су у претходном периоду пооштравани монетарни услови и да је сада потребно да се сагледају пуни ефекти претходно спроведених мера. Ако процени да је потребно, Извршни одбор не искључује могућност даљег пооштравања монетарне политике. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе.

Глобални трошковни притисци наставили су да слабе, пре свега по основу смањења цена енергената и примарних производа на светском тржишту. Иако се по том основу, као и услед решавања застоја у међународним ланцима снабдевања, инфлација на глобалном нивоу смањује, нивои на којима се она налази и даље су релативно високи, што може довести до даљег заоштравања монетарних политика у појединим земљама, а нарочито у зони евра. На глобалном нивоу базна инфлација показује знаке упорности и спорије опада од укупне инфлације под утицајем повишених инфлационих очекивања, даљег раста зарада и задржавања стопе незапослености на рекордно ниском нивоу, као и услед високих профитних маржи компанија. У таквим околностима многе централне банке, пре свега развијених земаља, наставиле су да повећавају референтне каматне стопе, али споријим темпом него током 2022. године. Такође, Извршни одбор Народне банке Србије је имао у виду то што је очекивани раст светске привреде ове и наредне године испод дугорочног просека, због пооштрених услова на међународном финансијском тржишту, структурних промена услед пандемије, ниских инвестиција и повећаног јавног дуга. У условима успоравања глобалне економске активности, пре свега прерађивачке индустрије у зони евра, која је наш најважнији трговински партнер, потребно је осигурати и континуитет привредног раста Србије. Ипак, Извршни одбор истиче да је опрезност монетарне политике и даље неопходна због присутних геополитичких тензија, као и, иако смањених, и даље присутних ризика у погледу цена енергената и њихове расположивости у наредном периоду и светских цена примарних производа.

У складу са очекивањима Извршног одбора, међугодишња инфлација у Србији од априла се налази на опадајућој путањи. Успоравање инфлације у највећој мери је резултат мањег раста цена прерађене хране и енергије, али и ниже базне инфлације, која се у јуну спустила на једноцифрени ниво. Процене указују на даљи пад међугодишње инфлације у јулу, када би могла да износи око 12,5%, уз изостанак месечног раста потрошачких цена. Извршни одбор очекује да ће међугодишња инфлација наставити да се креће опадајућом путањом, уз знатнији пад у остатку године, на шта ће се одразити и излазак поскупљења хране и енергената из друге половине 2022. године из међугодишњег обрачуна инфлације. Опадајућој путањи инфлације у наредном периоду и њеном повратку у границе циља у хоризонту монетарне политике допринеће и ефекти заоштравања монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака, успоравање увозне инфлације, као и очекивани пад инфлационих очекивања.

У складу са очекивањима Извршног одбора, раст бруто домаћег производа је у другом тромесечју убрзан и, према првим проценама Републичког завода за статистику, износио је 1,7% међугодишње. Оствареном расту највише доприноси опоравак сектора грађевинарства и раст активности у услужним секторима захваљујући наставку повећања запослености и зарада. Раст бележи и пољопривреда, јер је овогодишња пољопривредна сезона, и поред обилних падавина и штета у појединим подручјима, боља од прошлогодишње, коју је обележила суша. Захваљујући опоравку производње електричне енергије, и индустрија је дала позитиван допринос, упркос нижој активности у прерађивачкој индустрији, на коју се одражава нижа производна активност наших трговинских партнера, а пре свега Немачке.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да будуће одлуке о монетарној политици доноси у зависности од података који буду пристизали, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заоштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио августовски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 16. августа.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. септембра 2023. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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