

2023

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 80 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије, најкасније до 30. септембра текуће године, подноси Народној скупштини *Полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.¹

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике, и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2023. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. септембра 2023. године.

Извештаји о монетарној политици доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС”, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 – одлука УС и 44/2018.

² „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015, 72/2015 и 50/2018.

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
дсз. – десезонирано
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НРЛ – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
РС – Република Србија
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика од почетка 2023. године	7
2. Инструменти монетарне политике	9
Операције на отвореном тржишту	9
Депозитне и кредитне олакшице	10
Обавезна резерва	10
Каматне стопе	11
Операције на девизном тржишту	11
Девизне своп	12
3. Остварење циљане инфлације од почетка 2023. године	12
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	15
1. Међународно окружење	15
Економска активност и инфлација	15
Монетарна политика	18
Финансијска и робна тржишта	19
2. Међународне трансакције	21
Платнобилансна кретања и девизне резерве	21
Међународна инвестициона позиција земље	25
3. Кретања на финансијском тржишту	25
Каматне стопе	25
Премија ризика земље и кредитни рејтинг	28
Кретања на девизном тржишту и курс динара	29
4. Новац и кредити	30
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	30
Кредити банака	31
5. Показатељи степена динаризације	33
6. Тржиште непокретности	35
7. Инфлациона очекивања	36
8. Фискална кретања	37
9. Агрегатна тражња	38
10. Економска активност	39
11. Зараде и запосленост	41
Списак графикана и табела	45

Резиме

Спровођење монетарне политике у Србији од почетка 2023. године вођено је у условима **успоравања светске привреде и постепеног смањења високе инфлације на глобалном нивоу**. На успоравање светске економске активности одразила се пре свега повећана неизвесност услед изражених геополитичких тензија и енергетске кризе, као и заострени глобални финансијски услови због високе инфлације. Негативан ефекат наведених фактора делом је компензован смањењем застоја у глобалним ланцима снабдевања и очуваним тржиштем рада. У зони евра, нашем најважнијем економском партнеру, очекује се скроман привредни раст ове године, при чему се за Немачку пројектује блага рецесија. Када је у питању глобална инфлација, њено успоравање је било вођено факторима и на страни понуде и на страни тражње. На страни понуде важни су 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 исцрпљивала штедња становништва која је акумулирана током затварања услед пандемије, окончани су фискални програми помоћи становништву у великим економијама света и све више су се осећали ефекти раста каматних стопа услед рестриктивних монетарних политика водећих централних банака.

На изазове и даље релативно високих глобалних инфлаторних притисака, иако мањих него у 2022, Народна банка Србије одговорила је **даљим повећањем рестриктивности монетарне политике, али умеренијим темпом него прошле године**. Од почетка ове године, закључно с јулом, референтна каматна стопа повећана је за **150 базних поена, на**

6,5%. Одлуке о повећању референтне каматне стопе донете су у складу са оценом да су инфлаторни притисци на глобалном нивоу јачи и постојанији него што се претходно очекивало, као и да би се убрзало смањење инфлационих очекивања и обезбедило да се инфлација у хоризонту монетарне политике врати у границе дозвољеног одступања од циља. При томе, **постепеност у повећању референтне каматне стопе** осликава чињеницу да је инфлација била вођена махом факторима на страни понуде, као и тежњу Народне банке Србије да се заостравањем монетарне политике у што мањој мери ограничи привредни раст. Задржавајући референтну каматну стопу на непромењеном нивоу у августу, Народна банка Србије је истакла потребу да се сагледају пуни ефекти претходно спроведених мера. Будуће одлуке зависиће од кретања кључних фактора инфлације, тј. од података који буду пристизали, при чему, уколико процени да је потребно, Народна банка Србије не искључује могућност даљег повећања референтне каматне стопе. Ипак, пројектовано кретање инфлације у хоризонту монетарне политике и њених фактора за сада указује на то да је циклус заостравања монетарних услова близу краја.

Заостравање монетарних услова **преносило се на каматне стопе на динарском сегменту међубанкарског тржишта новца и кредита**, указујући на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе. Раст каматних стопа утицао је на успоравање раста кредита немонетарном сектору на 0,8% међугодишње у јуну. Успоравању раста кредита 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, при чему је тај ефекат, 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 за сада нису негативно утицали на квалитет aktive банака. Показатељ адекватности капитала на крају јуна 2023. износио је 22,3%, што указује на **високу капитализованост** (регулаторни минимум износи 8,0%) **и отпорност банкарског сектора**. Све претходно наведено потврђује да је Народна банка Србије успела да спречи да и фактори са стране тражње у већој мери делују инфлаторно, као и да очува финансијску стабилност и у периоду вишедимензионалне кризе, с којом се суочавамо од пролећа 2020. године.

И краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде постепено се снижавају, а с даљим слабљењем инфлаторних притисака очекује се и њихов снажнији пад.

У отежаним условима вишедимензионалне кризе побољшана је екстерна позиција земље и ојачана њена отпорност на потресе из међународног окружења. Према прелиминарним подацима, **текући дефицит платног биланса** у првој половини 2023. године износио је **свега 557 милиона евра, или 1,8% бруто домаћег производа**, што је за 2,3 милијарде евра нижи дефицит него у истом периоду 2022. и најнижи дефицит досад. **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, као и 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, очекујемо да ће **на нивоу године он износити око 2,5% бруто домаћег производа**. У средњем року, дефицит текућег рачуна претежно ће одређивати структурни фактори. Очекивано убрзање инвестиционог циклуса утицаће на већи увоз опреме и репроматеријала, али ће то у великој мери бити компензовано растом извозних капацитета и опоравком екстерне тражње, тако да пројектујемо да ће се дефицит текућег рачуна кретати ка нивоу од 4% бруто домаћег производа, што је ниво који обезбеђује екстерну одрживост.

Највећи прилив капитала у првој половини ове године остварен је по основу страних директних инвестиција, који је износио готово 2,2 милијарде евра, а у нето изразу 2,0 милијарди евра. Девету годину заредом, нето стране директне инвестиције биле су **више него довољне да покрију дефицит текућег рачуна**, при чему је, с обзиром на релативно висок нето прилив страних директних инвестиција и рекордно низак дефицит текућег рачуна, у првој половини 2023. године износ нето прилива страних директних инвестиција готово четири пута премашао дефицит текућег рачуна (362%). Као и током претходних година, стране директне инвестиције биле су географски и пројектно распрострањене, а више од половине прилива било је усмерено у разменљиве секторе, а највише у прерађивачку индустрију (28%), која је кључни извозни сектор српске привреде.

Знатан нето прилив капитала остварен је у првој половини године и по основу портфолио инвестиција и финансијских кредита (1,2 милијарде евра и 555,6 милиона евра, респективно). Портфолио инвестиције су биле знатне захваљујући **успешној реализацији двеју емисија еврообвезница** на међународном тржишту у јануару. По основу финансијских кредита највећи део оствареног прилива односи се на задужење Владе и **повлачење дела средстава одобрених у оквиру стендбај аранжмана с Међународним монетарним фондом**, а повећано је и задужење привреде, док су се банке нето раздужиле према иностранству.

Прилив капитала из иностранства, који вишеструко премашује дефицит текућег рачуна, доприносио је **јачању апрецијацијских притисака, на које је у првој половини године Народна банка Србије реаговала нето куповином девиза** у износу од 1.860 милиона евра. То је допринело **расту девизних резерви од 3,2 милијарде евра, на до тада највиши ниво од 22,6 милијарди евра на крају јуна**. Девизне резерве на крају јуна обезбеђивале су покривеност новчане масе М1 од 180% и шест месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама. У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне хартије од вредности чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и првокласних иностраних банака). **Нето девизне резерве** такође су крајем јуна 2023. забележиле највиши ниво од 18,2

милијарде евра, што је за 2,8 милијарди евра више него на крају 2022. године.

И фискална кретања у досадашњем току године била су боља од очекиваних захваљујући вишим приходима од планираних, чему је допринела повећана профитабилност привреде у претходној години, као и уштеде на средствима која су била намењена превазилажењу енергетске кризе. На нивоу опште државе, у шест месеци остварен је **суфицит од 1,2% бруто домаћег производа**, или 45,0 милијарди динара, за разлику од дефицита у истом периоду прошле године од 21,1 милијарде динара, док је *Фискалном стратегијом за 2024. годину са пројекцијама за 2025. и 2026. годину* планиран дефицит опште државе за 2023. од 3,0% 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. године.

Нижи дефицит од планираног отвара простор за подршку домаћим инвестицијама и потрошњи, а да то не наруши опадајућу путању јавног дуга и 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, што повећава производни потенцијал.

Неповољна кретања у међународном окружењу свакако су имала извесне последице и на домаћу привреду, али се она показала отпорнијом у поређењу с претходним кризама захваљујући ефикасном и координираном одговору монетарне и фискалне политике, као и постигнутим резултатима у годинама пре избијања актуелних криза. **Раст економске активности у првој половини године износио је 1,3% међугодишње (0,9% међугодишње у првом и 1,7% међугодишње у другом тромесечју)**, при чему је највећи допринос потекао од услужних сектора, као што је то био случај и у претходном периоду. Нешто мањи допринос расту бруто домаћег производа потекао је од осталих сектора, при чему се раст у индустрији у потпуности дугује опоравку у електроенергетском сектору. У сектору грађевинарства током другог тромесечја започет је опоравак, док досадашња кретања у пољопривредној

производњи дају основ за очекивања да ће пољопривредна сезона бити на нивоу вишегодишњег просека, што ће резултирати растом од око 8% у односу на прошлу годину. Можемо рећи да су, и поред бројних изазова из међународног окружења, изгледи за раст домаће привреде и даље повољни – **очекујемо да реални раст бруто домаћег производа убрза са око 2–3% ове године на 3,0–4,0% наредне** и да се након тога врати на претпандемијску путању раста од око 4%.

У складу с кретањем економске активности, **настављена су повољна кретања и на домаћем тржишту рада**, о чему сведочи даље повећање просечних зарада и формалне запослености, уз истовремено смањење регистроване незапослености. **Просечна номинална нето зарада у првој половини године убрзала је међугодишњи раст на 15,4%** (са 14,1% у другој половини прошле године) и износила је 84.204 динара. Зараде у приватном сектору знатно су брже расле него у јавном сектору (17,1% насупрот 11,9%), што је допринело даљем смањењу јаза између плата у јавном и приватном сектору. Када је у питању **формална запосленост, она је у првој половини године порасла за 2,7%** међугодишње и у јуну је достигла ниво од око 2,36 милиона лица, што је за око 55 хиљада лица више него годину дана раније. Као и у претходном периоду, највећи број нових радних места отворен је у приватном сектору, тако да је број формално запослених у овом сектору достигао 1,75 милиона лица у јуну, што је уједно и нови рекордан ниво. Истовремено, **настављен је вишегодишњи тренд смањења регистроване незапослености**, која се у јуну спустила на нови најнижи ниво од око 403 хиљаде лица, што је за око 42 хиљаде незапослених мање него пре годину дана. Према расположивим подацима ревидиране Анкете о радној снази за друго тромесечје, **стопе активности и запослености** више су за 1,0 процентних поена и 0,4 процентна поена него годину дана раније и износе **55,8% и 50,4%**, респективно, док **стопа незапослености износи 9,6%**, што је на нивоу просека за 2022. Таква кретања сведоче о отпорности тржишта рада, упркос и даље присутним последицама пандемије и других потреса из међународног окружења, које су у великој мери саниране захваљујући економским мерама државе.

Услед наставка преноса високих трошkových притисака из претходног периода, међугодишња инфлација је почетком 2023. године остала повишена – на нивоу од око 16% у првом тромесечју, због

повећаних доприноса цена хране и очекиване корекције регулисаних цена, док је у супротном смеру деловао нижи допринос цена нафтних деривата. У складу са очекивањима и најавама Народне банке Србије, **инфлација се од априла налази на опадајућој путањи** и у јуну је износила 13,7%. Смањењу инфлације доприносиле су ниже цене енергије, хране, али и **базна инфлација, која је све време задржана испод укупне инфлације и у јуну се вратила на једноцифрени ниво (9,9%)**, чему је, поред попуштања глобалних трошковних притисака, допринело и заостравање монетарних услова. Пад инфлације био би и већи да током маја и јуна, услед обилних падавина, цене поврћа нису сезонски неуобичајено расле. Очекујемо да ће **инфлација наставити да успорава и, након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, наставиће даље да се смањује, па њен повратак у границе циља очекујемо у току другог тромесечја 2024. године**, а

враћање на централну вредност циља највероватније крајем 2024. године.

Захваљујући одговорном вођењу економске политике током турбулентних времена у међународном окружењу, може се оценити да су средњорочни макроекономски изгледи Србије и даље повољни. У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације, Народна банка Србије ће доносити одлуке о монетарној политици, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходно донетих одлука на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку наставку раста наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као очувању повољног инвестиционог амбијента у нашој земљи.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Народна банка Србије усвојила је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе 19. децембра 2008, у којем је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила монетарне политике – у основи је нумерички циљ за инфлацију на средњи рок, у оквиру кога се задржава дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на кратак рок.

Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, одлука о

циљаној инфлацији доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред. Будући да процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према Европској унији још увек траје, циљана инфлација је благо изнад квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Тако је крајем 2022. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2025. године на нивоу од 3,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.**¹

Задржавањем средње вредности циља за инфлацију на 3,0% Народна банка Србије потврђује **своју одлучност да инфлацију у средњем року одржи на ниском нивоу, што је један од кључних елемената очувања пословног и потрошачког поверења.** Тиме се уважавају повољни макроекономски резултати, који су сачувани и у време пандемије, а остварени су захваљујући пуној координацији монетарне и фискалне политике. Поред тога, у условима променљивих изгледа глобалног привредног раста и волатилних токова на међународном робном и финансијском тржишту, задржавањем циља монетарна политика доприноси даљем повећању отпорности наше привреде на потенцијално негативне екстерне утицаје, а тиме и очувању добрих изгледа раста наше привреде.

Ширина дозвољеног одступања од циља задржана је на нивоу од $\pm 1,5$ п.п., што умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике и доприноси већој предвидивости монетарних услова. Као мала и отворена привреда, Србија је изложена дешавањима на међународном робном и финансијском тржишту, која **привремено** могу да узрокују волатилност укупне инфлације. Распон дозвољеног одступања од

¹ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2025. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 8. децембра 2022.

циља оставља Народној банци Србије већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе, која подстиче одрживи привредни раст.

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне **променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе

економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијског тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије спроводи **режим руковођено пливајућег девизног курса**. Интервенције на девизном тржишту спроводи како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувала стабилност цена и финансијског система и одржала адекватан ниво девизних резерви.

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор доноси одлуке о монетарној политици према утврђеном распореду седница и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања. Такође, приликом представљања *Извештаја о инфлацији* детаљно се образлажу макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика од почетка 2023. године

Монетарна политика од почетка 2023. водила се у складу с *Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2023. години*² и допринела је очувању макроекономске и финансијске стабилности у условима снажних потреса из међународног окружења. *Програм монетарне политике*, који је донет у децембру 2022, предвиђао је да ће Народна банка Србије остати посвећена остваривању ценовне стабилности у средњем року, чиме на најбољи начин доприноси очувању стабилности финансијског система и одрживом привредном расту. Програм је предвиђао и да ће при доношењу одлука Народна банка Србије процењивати природу и јачину инфлаторних притисака и да ће, у складу с тим, задржати потребну флексибилност монетарне политике у погледу степена реакције и коришћења инструмената како би обезбедила ценовну стабилност у средњем року, али и наставила да пружа подршку одрживом привредном расту.

Народна банка Србије је од почетка 2023. године наставила да заоштрава монетарне услове, али умеренијим темпом него прошле године. **Референтна каматна стопа је повећавана скоро сваког месеца за по 25 б.п., на 6,5%, осим у мају и августу, када је задржана на непромењеном нивоу.** 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 почетка 2023. године повећана је и просечна пондерисана репо стопа за 137 б.п. и крајем августа износила је 5,53%. Даљим повећањем својих каматних стопа Народна банка Србије реагује на још увек присутне инфлаторне притиске, пре свега из међународног окружења. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на **ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике** путем канала каматне стопе.

Ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности, која је посебно била изражена у првим месецима пандемије



² „Службени гласник РС”, бр. 137/2022.

и конфликта у Украјини, Народна банка Србије доприноси у знатној мери и **одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџу**.

Одлучујући да настави с повећањем референтне каматне стопе, али умеренијим темпом, Извршни одбор је имао у виду да се на **глобалном нивоу позитивно могу оценити знаци попуштања инфлаторних притисака**. Томе доприноси даљи пад светских цена енергената, као и све мање изражени застоји у глобалним ланцима снабдевања и смањење трошкова контејнерског транспорта. Ипак, **наставак умереног заостравања монетарне политике и даље је био потребан с обзиром на то да је инфлација на глобалном нивоу показивала знаке отпорности веће него што се очекивало**. При томе, на посебну опрезност упућивала је базна инфлација због споријег опадања од укупне инфлације у многим земљама, 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 инфлација која искључује енергенте и храну, 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 заострила монетарну политику. Од јула 2022, када је започет циклус повећања каматних стопа, 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 заостравања 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 је стопа 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 повећа референтну каматну стопу, Извршни одбор је имао у виду да **заостравање глобалних финансијских услова** може утицати на мањи прилив капитала у земље у успону. У марту су и неочекивани проблеми у појединим банкама у САД и Европи уздрмали светска финансијска тржишта. Забринутост за стабилност финансијског система у развијеном делу света довела је до преумеравања средстава инвеститора у најсигурније класе активе и смањила очекивања у погледу повећања каматних стопа ФЕД-а и ЕЦБ-а због процене да ће водеће централне банке у новонасталим околностима дати предност финансијској стабилности, а не борби против високе инфлације. Ипак, на састанку у марту ЕЦБ је повећала референтну стопу, као што је и најављивано, и истакла да је банкарски сектор зоне евра отпоран и да у многим аспектима бележи боље перформансе него пред економску кризу 2008. године, као и да ће у борби против инфлације користити референтну каматну стопу, а за очување финансијске стабилности макроруденцијалне мере.

Када је у питању Србија, охрабрује **висок прилив 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 током досадашњег дела 2023. године истицао 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. Иако је светска

цена нафте знатно пала у марту, у највећој мери због проблема у појединим банкама у САД и Европи, у априлу је уследио њен раст због одлуке земаља *ОПЕС+* да смање понуду за 1,6 млн барела дневно, тако да је њено кретање и у наредном периоду било неизвесно. 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 који Извршни одбор има у виду.

Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи, Извршни одбор је водио рачуна и о томе да заостравање монетарне политике **не угрози континуитет привредног раста**. **Кредитна активност** је очекивано успорила од П2 прошле године, на шта се, поред поштрених 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 пре свега очувано тржиште рада и приливи по основу СДИ**, што се позитивно одразило на економску активност. И поред ниже екстерне тражње, на економску активност су се позитивно одразила и **повољна спољнотрговинска кретања** – робни извоз изражен у еврима порастао је за 9,5% мг., док је робни увоз изражен у еврима смањен за 4,9% мг. у П1. У оквиру робног извоза, растао је 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.

Инфлација у Србији се од априла креће по опадајућој путањи и у јулу је износила 12,5% мг. (након раста у Т1 на ниво од око 16% мг.). Успоравање мг. инфлације 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. Такође, успоравању укупне инфлације допринела је и базна инфлација, која је све време задржана испод укупне инфлације и у јуну се вратила на једноцифрен ниво (9,9%), а у јулу смањена на 9,4%, чему је, поред попуштања глобалних трошковних притисака, допринело и заостравање монетарних услова. 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. И у наредним месецима очекујемо наставак успоравања инфлације, **њено кретање на нивоу од око 8% крајем године и враћање у границе циља током Т2 2024, а на централну вредност циља од 3% највероватније крајем 2024. године.**

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује да ли има потребе за додатним заостравањем монетарних услова. Те процене ће зависити и од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заостравања 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 нису доведена у питање, пружаће подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте референтна каматна стопа, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Улога референтне каматне стопе подржана је коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице, као и другим операцијама на отвореном тржишту. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања, пре свега обавезну резерву и операције на девизном тржишту.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током П1 2023. биле су једнонедељне реверзне репо трансакције продаје ХоВ ради повлачења ликвидности.

Народна банка Србије је репо трансакције спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје коришћена је једна серија благајничких записа емитована крајем октобра 2022. године у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година (од 2007. године), која Народној банци Србије омогућава довољан износ тржишног материјала за спровођење своје главне операције, односно пружа могућност банкама да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и тиме једноставније управљају ликвидношћу.

Током П1 2023. организовано је 26 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ на свим аукцијама износила је 7.660,0 млрд динара. Остварени обим продаје био је знатно већи него у П2 2022. године (када је износио 1.572,5 млрд динара), као резултат знатног повећања вишкова динарске ликвидности, првенствено услед интервенција Народне банке Србије нето куповином девиза, почев од јуна 2022. године.

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 износило је 289,9 млрд динара, што је за 231,7 млрд динара више него у П2 2022. Посматрано у односу на крај 2022. године, стање тих ХоВ повећано је за 260,0 млрд динара и крајем јуна је износило 370,0 млрд динара.

Народна банка Србије током П1 2023. године није спроводила репо куповине динарских државних ХоВ, након што је на овај начин током 2022. године привремено и у ограниченом обиму обезбеђивала динарску ликвидност банкама. Стање репо купљених динарских државних ХоВ на дан 30. јуна 2023. износило је 30,8 млрд динара.

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 2023. године преко ноћи депоновале средства код Народне банке Србије у износу од 152,3 млрд динара у просеку, што је за 62,9 млрд динара више него у П2 2022. године. Највише просечно дневно стање депонованих средстава забележено је у мају (173,9 млрд динара), а најниже у јуну (122,3 млрд динара).

У П1 2023. године, једна банка је користила кредитне олакшице у виду дневног (*intraday*) кредита, у износу од 32,3 млрд динара, док преконоћни (*overnight*) кредит није користила ниједна банка.

Обавезна резерва

У П1 2023. године обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 16,3 млн евра и у јуну је износила 2.808,8 млн евра. Такво кретање је резултат повећања девизне основице за 145,9 млн евра (забележен је раст девизне штедње и девизних депозита привреде, уз истовремено смањење инообавеза).



У истом периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 10,2 млрд динара и у јуну је износила 282,8 млрд динара. Наведено повећање је резултат повећања чисто динарске обавезне резерве за 9,3 млрд динара (под утицајем раста свих категорија динарских обавеза, пре свега депозита привреде и становништва), а повећању је у мањој мери (0,9 млрд динара) допринео и наведени раст девизне основице, с обзиром на то да се део девизне обавезне резерве издваја у динарима.

Каматне стопе

У П1 2023. године Извршни одбор Народне банке Србије је на свим састанцима, изузев у мају, повећао референтну каматну стопу за по 25 б.п., односно кумулативно за 125 б.п., на ниво од 6,25% (коридор каматних стопа је у марту проширен са $\pm 1,00$ на $\pm 1,25$ п.п. у односу на референтну стопу). На састанку у јулу референтна стопа је повећана за додатних 25 б.п., на ниво од 6,50%, тако да су каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице повећане на нивое од 5,25% и 7,75%, респективно.

У посматраном периоду, каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве остала је непромењена, у висини од 0,75%.



Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике у 2023. години, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност спровођења интервенција на девизном тржишту ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према евр, као и ради очувања стабилности цена и финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

У П1 2023. године динар је номинално ојачао према евр за 0,1%. У јануару су преовладавали депресијацијски притисци, узроковани пре свега сезонски појачаном тражњом за девизама домаћих компанија – увозника енергената, као и смањењем нето индексиране имовине банака. Народна банка Србије је у активностима на МДТ-у у јануару нето продала 225,0 млн евра.

Од фебруара јачају апресијацијски притисци, пре свега услед повећане понуде девиза од стране резидената, уз, с једне стране, смањену тражњу за девизама домаћих компанија – увозника енергената у поређењу с претходним месецима и, с друге стране, повећану понуду девиза других резидената, чему су допринели девизни приливи по основу извоза и СДИ. Апресијацијским притисцима од фебруара до краја јуна 2023. године допринели су и други фактори на страни понуде девиза, пре свега нето откуп ефективног страног новца банака од овлашћених мењача и физичких лица, као и раст нето индексиране имовине банака и продужење девизне позиције банака по основу коришћења страних (нерезидентних) платних картица. Понуда девиза из наведених извора у потпуности је покривала тражњу за девизама увозника енергената и повремену нешто вишу тражњу за девизама нерезидената, до које је долазило великим делом по основу исплате дивиденди домаћих банака у већинском страном власништву. Притисци на страни понуде девиза били су нарочито јаки у априлу и у јуну, када је Народна банка Србије у активностима на МДТ-у нето купила 600,0 млн евра и 540,0 млн евра, респективно. Од фебруара до краја јуна Народна банка Србије је на МДТ-у нето купила 2.085,0 млн евра, док је, посматрано на нивоу П1 2023. године, била нето купац девиза у износу од 1.860,0 млн евра.

Девизне своп

Народна банка Србије је у П1 2023. године наставила да пружа могућност банкама да закључују билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза (евра) с Народном банком Србије. Билатералним своп трансакцијама у којима посредује између банака Народна банка Србије настоји не само да пружи подршку банкама у управљању ликвидношћу, у смислу превазилажења проблема недовољних лимита за закључивање међубанкарских трансакција, већ и флексибилност у погледу тренутка закључивања трансакција и њихове рочности.

У билатералним своп трансакцијама Народне банке Србије у П1 2023. реализовано је укупно 254 млн евра (Народна банка Србије своп купила и своп продала по 127 млн евра).

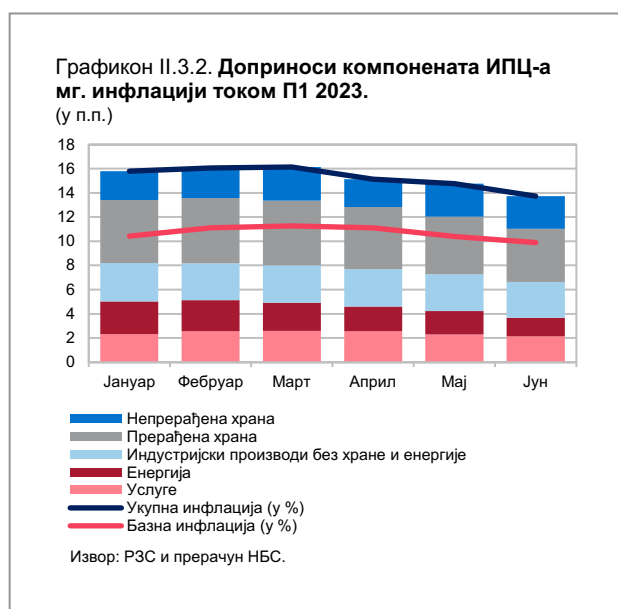
3. Остварење циљане инфлације од почетка 2023. године

Услед незавршеног преноса повишених трошкова из претходног периода, пре свега у производњи хране, **мг. инфлација у Србији** била је повишена од јануара до марта и кретала се на нивоу од око 16%. У складу с нашим очекивањима, мг. инфлација се од априла нашла на силазној путањи, спустивши се на 13,7% у јуну, пре свега захваљујући слабљењу глобалних трошковних притисака и заостравању монетарних услова. Исти фактори су утицали и на успоравање **мг. базне инфлације** са 11,3% у марту на 9,9% у јуну.

Нешто више од половине доприноса мг. инфлацији у П1 потекло је од раста **цена хране и безалкохолних пића**, који је у јуну износио 22,1%. У оквиру ове групе, цене **прерађене хране** су мг. повећане за 20,8% (уз допринос инфлацији од 4,4 п.п.), а цене **непрерађене хране** за 24,9% (уз допринос инфлацији од 2,7 п.п.). При томе, и у Т1 и у Т2 највише је порастао допринос цена поврћа (за цео 1 п.п.), под утицајем смањене понуде поврћа на домаћем тржишту након прошлогодишње суше у Србији и већем делу Европе, као и неповољних агрометеоролошких услова током Т2.

Цене енергије су успоравале мг. раст током П1, који је у јуну износио 9,9%, уз допринос инфлацији од 1,6 п.п. Цене нафтних деривата и чврстих горива смањивале су допринос мг. инфлацији током П1, при чему су цене чврстих горива успориле мг. раст на 23% у јуну (уз допринос инфлацији од 0,6 п.п.), док су цене нафтних деривата исказале мг. пад од 10,0% (уз негативан допринос инфлацији од 0,7 п.п.), пратећи пад светских цена сирове нафте. У П1 су реализована претходно најављена поскупљења гаса и електричне енергије за домаћинства, при чему је допринос цена гаса мг. инфлацији у јуну био незнатан, док је допринос цена електричне енергије износио 1,3 п.п.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) порасле су за 10,5% мг. у јуну (уз допринос инфлацији од 3,0 п.п.), првенствено по основу виших цена намештаја и опреме за домаћинства, одеће и обуће, алкохолних пића и цигарета. Цене индустријских производа током Т2 приметно су



успориле м.г. раст у односу на Т1, на шта се, поред нижих трошкова у њиховој производњи и транспорту, одразило и поштравање монетарних услова.

Сличну тромесечну динамику забележиле су и **цене услуга**, које су у јуну оствариле м.г. раст од 8,9% (уз допринос инфлацији од 2,1 п.п.). Највећи допринос м.г. инфлацији у П1 потекао је од виших цена угоститељских услуга, услуга за одржавање и оправку станова, медицинских услуга и услуга осигурања и кабловске претплате. Након пораста цена станарина и саобраћајних услуга у Т1, уследио је њихов знатан пад у Т2, пре свега цена градског превоза у Београду.

Регулисане цене, које су у надлежности Владе, у јуну су м.г. повећане за 12,2% (уз допринос инфлацији од 2,1 п.п.), доминантно као резултат корекције цена

електричне енергије за домаћинства. И остале цене у овој групи имале су позитиван допринос м.г. инфлацији у П1, док је у супротном смеру деловао пад цена саобраћајних услуга у мају и јуну.

Према августовској средњорочној пројекцији, м.г. инфлација ће наставити да успорава до краја хоризонта пројекције, чему ће допринети ефекти досадашњег заштравања монетарних услова, даље слабљење глобалних трошковних притисака и висока база код цена енергената и хране. На смањење инфлације утицаће и успоравање увозне инфлације и нижа тражња у условима споријег глобалног привредног раста. Након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, м.г. инфлација би у границе циља требало да се врати у току Т2 2024. године, а на централну вредност циља од 3% крајем 2024. године.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

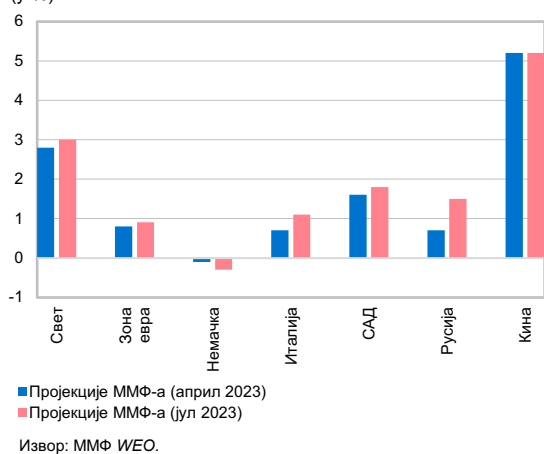
Економска активност и инфлација

Почетни сигнали опоравка глобалне економске активности с почетка 2023. по основу позитивних ефеката пренетих тенденција с краја прошле године и попуштања трошковних притисака ишчезавали су услед и даље високе глобалне инфлације и наставка заостравања монетарних услова многих централних банака, што је краткотрајно изазвало и проблеме у банкарском сектору појединих развијених земаља. Заједно с последицама криза изазваних пандемијом, енергетском кризом и ескалацијом конфликта у Украјини, то се одразило на **слабљење глобалне економске активности**. Упоредо с тим, ширио се јаз између економских региона и привредних сектора, при чему је активност највише успорила у

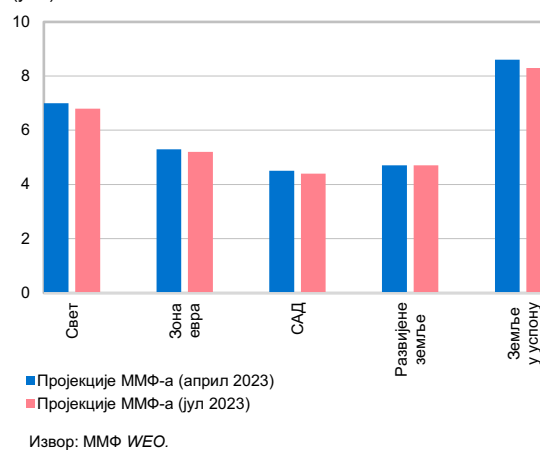
производном сектору развијених економија (зоне евра и САД), док се услужни сектор показао отпорнијим. У јулском *WEO* ММФ је пројектовао успоравање раста светске привреде на 3,0% у 2023. (са 3,5% у 2022), оценивши да су ризици пројекције још увек асиметрични наниже због постојане инфлације, споријег привредног раста у Кини и наставка економске и геополитичке фрагментације.

Инфлација на глобалном нивоу снижена је током III по основу испољавања ефекта високе базе, пада цена енергената и отклањања застоја у ланцима снабдевања. Ипак, базна инфлација у многим земљама остала је повишена, чему доприносе ефекти претходних ценовних шокова и још увек затегнути услови на тржиштима рада многих земаља. На њено спуштање требало би да делује заостравање монетарних политика централних банака и

Графикон III.1.1. Пројекције привредног раста у 2023. према подацима ММФ-а (у %)



Графикон III.1.2. Пројекције инфлације у 2023. према подацима ММФ-а (у %)



усидравање инфлационих очекивања у дугом року. Узимајући претходно у обзир, ММФ је у јулу пројектовао глобалну инфлацију на 6,8% у 2023. (наспрам 8,7% у 2022).

Привреда зоне евра је у Т1 и Т2 остварила раст од по 0,1% дсз. **ЕЦБ** је у јуну оценила да би се економска активност у зони евра могла интензивирати у наставку 2023. по основу нижих цена енергената и јачања екстерне тражње, решавања проблема у снабдевању, отпорног тржишта рада, као и мање неизвесности на финансијском тржишту. ЕЦБ је у јуну пројектовала раст БДП-а зоне евра од 0,9% у 2023, уз оцену да још увек преовлађују ризици наниже, који се односе на заоштрене монетарне и финансијске услове, продубљивање конфликта у Украјини, као и слабију глобалну економску активност, док ризик навише представља отпорно тржиште рада.

У главним спољнотрговинским партнерима Србије унутар зоне евра – Немачкој и Италији – забележена су дивергентна економска кретања током П1. Након што је два тромесечја заредом забележила пад и нашла се у техничкој рецесији, **привреда Немачке** је у Т2 стагнирала, док је **привреда Италије**, после раста од 0,6% дсз. у Т1, забележила пад од 0,4% дсз. у Т2.

Мг. инфлација у зони евра успоравала је током П1 – са 8,6% у јануару на 5,5% у јуну, доминантно због нижих цена енергената, које су најпре успориле мг. раст, а потом и биле у паду од марта, на шта је утицала

и висока прошлогодишња база. У исто време су успоравале цене хране и индустријских производа (без енергије), док су цене услуга, подржане солидном тражњом за услугама и затегнутим тржиштем рада, наставиле да расту. То се одразило и на **базну инфлацију у зони евра**, која је, иако успорена, остала повишена и у јуну се изједначила са укупном инфлацијом. Мера променом хармонизованог ИПЦ-а, **мг. инфлација у Немачкој и Италији** доминантно се кретала силазном путањом током П1 и јуну се нашла на сличном нивоу од 6,8% и 6,7%, респективно.

Економска активност у САД повећана је за 1,1% дсз. у П1, вођена растом потрошње и нето извоза, као и оправком инвестиција у Т2. Ипак, производна активност у САД наставила је да се смањује, на шта указује и кретање водећег индекса (*ISM Manufacturing PMI*) током П1 у области контракције, по основу пада нових поруџбина и прилагођавања обима производње смањеној тражњи. Услови на тржишту рада САД још увек су затегнути, с обзиром на то да се стопа незапослености креће око рекордно ниских нивоа (3,6% у јуну), а тражња и даље превазилази понуду радне снаге, иако постоје знаци њиховог постепеног уравнотежења. **ФЕД** је у јуну проценио да ће под утицајем слабије потрошачке тражње економска активност додатно успорити у П2, тако да је на нивоу целе 2023. пројектовао раст БДП-а САД од 1,0%.

Укупна инфлација у САД (мерена променом ИПЦ-а) налази се на силазној путањи од јуна прошле године и



у јуну ове године износила је 3,0% мг. Успоравању мг. инфлације допринеле су све компоненте ИПЦ-а, а првенствено цене енергије и хране, код којих се испољио и ефекат високе прошлогодишње базе. **Базна инфлација у САД** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране и енергије) такође је успоравала током П1, на 4,8% мг. у јуну, али се задржала изнад укупне инфлације, што указује на постојане ценовне притиске, подржане снажним тржиштем рада и повећањем зарада. С тим у вези, **ФЕД** је у јуну своју преферирану меру базне инфлације – индекс издатака за личну потрошњу (по искључењу хране и енергије) – пројектовао на 3,9% у 2023. години.

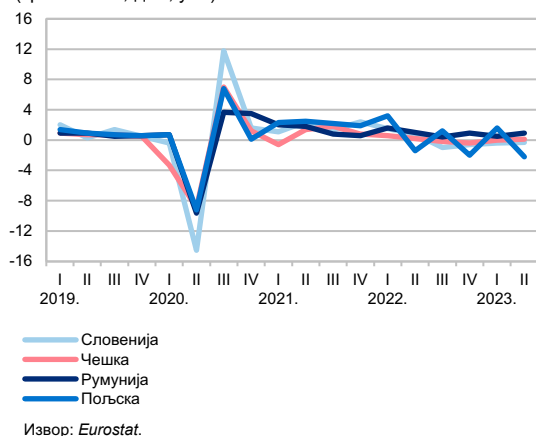
У региону средње и југоисточне Европе³ током П1 приметно је успорила економска активност. Дсз. посматрано, највиши раст БДП-а у П1 остварен је у Словенији (2,1%), а најнижи у Чешкој (0,2%), док је једино у Пољској забележен пад (0,6%). Потрошња домаћинства је смањена због повишене инфлације и трошкова отплате кредита, након заостравања финансијских услова. Према оцени *Consensus Economics*-а из јула, на економска кретања у региону знатно утичу геополитички односи у Европи и свету и ефекти на токове капитала и девизне курсеве земаља. При томе, слабљење економске активности у свету, а пре свега у зони евра, негативно се одражава на извоз из земаља региона, нарочито прерађивачке индустрије, што подстиче рецесионе притиске.

Инфлација у земљама региона средње и југоисточне Европе које су у режиму циљања

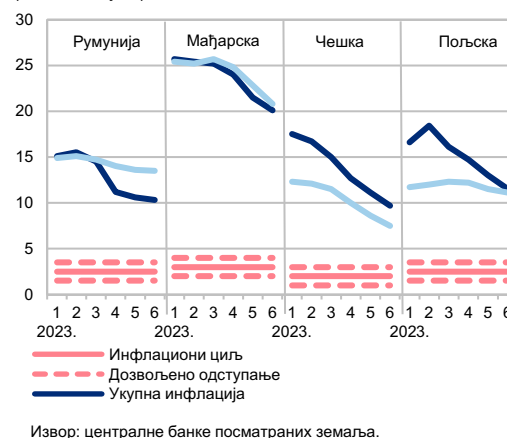
инфлације успоравала је током П1, доминантно као резултат снижених светских цена енергије, код којих је био присутан и ефекат високе базе из истог периода прошле године. Мг. посматрано, инфлација је највише успорила у **Чешкој** (9,7% у јуну), потом у **Румунији** (10,3% у јуну) и **Пољској** (11,5% у јуну), док је у **Мађарској** задржана на релативно високом нивоу (20,1% у јуну). *Consensus Economics* је у јулу оценио да се повратак инфлације на претпандемијске нивое у овим земљама не може очекивати у скорје време, с обзиром на то да је базна инфлација и даље повишена услед затегнутих услова на тржиштима рада и пораста номиналних плата. За земље средње Европе на нивоу 2023. прогнозирана је инфлација од 12,3%, а за земље југоисточне Европе од 9,5%. Слично тим земљама, **инфлација у земљама региона Западног Балкана** такође је успорила током П1, по основу пада цена нафтних деривата и других енергената.

Захваљујући укидању рестриктивних мера почетком 2023. и започетом опоравку активности у производном и услужном сектору, **привреда Кине** је у П1 остварила раст од 5,5% мг. (према процени националног статистичког завода). Међутим, континуирани проблеми у сектору некретнина утичу на мање инвестиције, што се, заједно са слабијом екстерном тражњом за кинеском робом и повећањем стопе незапослености међу младима, одражава на спорији темпо опоравка економске активности од првобитно очекиваног. На нивоу целе године ММФ је у јулу пројектовао раст БДП-а Кине од 5,2%.

Графикон III.1.5. Кретање БДП-а у појединим земљама средње и југоисточне Европе (тримесечно, дсз., у %)



Графикон III.1.6. Кретање ИПЦ-а за поједине земље средње и југоисточне Европе у П1 2023. (мг. стопе, у %)



³ У оквиру региона су обухваћени Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.

Привреда Русије је исказала пад од 1,8% м.г. у Т1 (према подацима Федералног статистичког завода), услед мањег извоза робе и слабије домаће тражње. Ипак, руска привреда се показала знатно отпорнијом на уведене санкције западних земаља, на шта указује започети опоравак домаће и екстерне тражње након иницијалног потреса. Раст активности у трговини на мало, грађевинарству и прерађивачкој индустрији током П1, те снажни фискални подстицаји одредили су ММФ-ову јулску пројекцију раста БДП-а Русије од 1,5% у 2023. години.

Монетарна политика

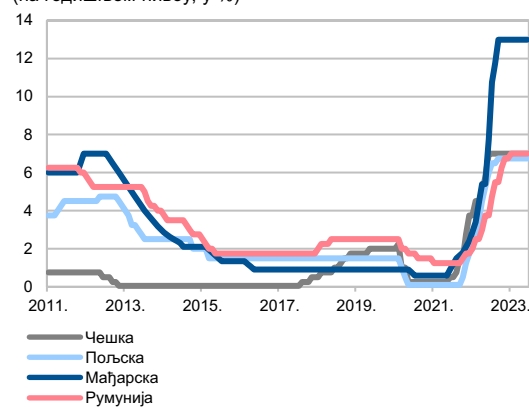
У 2023. ЕЦБ је додатно повећала основне каматне стопе, за по 50 б.п. на састанцима у фебруару и марту и за по 25 б.п. у мају и јуну. Од јула 2022, када је започет циклус заостравања, па закључно с јуном 2023, референтна каматна стопа повећана је осам пута, укупно за 400 б.п., и у јуну је достигла 4,00%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице 4,25% и 3,50%, респективно. Као што је и најавила, ЕЦБ је у марту започела са смањењем биланса стања за по 15 млрд евра месечно, престанком реинвестирања дела главнице доспелих ХоВ купљених у оквиру програма *APP*. Такав темпо смањења активне настављен је у Т2, док је од јула потпуно обустављено 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*). С обзиром на то да су пројекције базне и укупне инфлације у јуну кориговане навише, као и да ће се до краја периода пројекције укупна инфлација кретати изнад циља од 2%, након седнице у јулу, када је своје каматне стопе повећала за додатних 25 б.п., ЕЦБ је истакла да су могућа даља повећања основних каматних стопа, али и пауза у њиховом повећању. Одлуке о основним каматним стопама зависиће од процене будућег кретања инфлације и приспелих економских и финансијских података.

И **ФЕД** је наставио да повећава распон каматне стопе у 2023, за по 25 б.п. у фебруару, марту и мају. Тиме је референтна стопа од марта 2022. узастопно повећана десет пута, за укупно 500 б.п., на распон 5,00–5,25% у мају. Иако је на мартовском састанку разматрана

могућност паузирања циклуса поостравања монетарних услова услед актуелних поремећаја у банкарском сектору, донета је одлука о повећању каматне стопе. Наставак заостравања монетарне политике ФЕД је образложио даљим јачањем показатеља тржишта рада због којих инфлација остаје повишена. На мартовском састанку изнета су очекивања да би одређено додатно поостравање монетарне политике могло бити прикладно, што је представљало нешто блажи став у односу на ранију реторику. Након мајског састанка таква формулација је замењена оценом да ће будуће одлуке зависити од приспелих података, што су тржишни учесници тумачили као најаву могуће паузе у повећавању каматне стопе. Пауза је наступила у јуну, када распон каматне стопе није промењен. У јулу је ова стопа ипак повећана на распон 5,25–5,5%. При томе, 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. На могућа додатна повећања указивао је 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%, док би у наредним годинама требало да уследи њено смањење. Поред тога, ФЕД је наставио да смањује обим биланса стања према најављеној динамици.

Банка Енглеске је наставила с повећањима референтне каматне стопе, за 50 б.п. у фебруару и по 25 б.п. у марту и мају, а затим поново за 50 б.п. у јуну, чиме је ова стопа крајем П1 достигла 5,00%. И

Графикон III.1.7. Кретање референтних стопа за изабране земље средње и југоисточне Европе (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

централна банка **Швајцарске** додатно је повећала референтну каматну стопу у марту за 50 б.п. и јуну за додатних 25 б.п., на 1,75%, а могућа су и даља повећања на наредним састанцима.

Прву половину 2023. године обележиле су и турбуленције на финансијским тржиштима, које су почеле у марту услед проблема у појединим банкама у САД и Европи. Како би се смањила тензија, пет водећих централних банака (ФЕД, ЕЦБ, Банка Канаде, Банка Енглеске и Национална банка Швајцарске) 20. марта објавиле су координирану одлуку о обезбеђењу додатне ликвидности банкама путем постојећих програма своп линија у америчким доларима, што ће се, уместо недељно, спроводити свакодневно. Централна банка Швајцарске је обезбедила додатну ликвидност банци која се суочила са снажним одливом депозита, уз обећање да ће наставити да то чини како би подржала да се процес њеног преузимања од стране друге банке, који је убрзо започет, успешно оконча. Поред тога, ЕЦБ, ФЕД и Банка Енглеске су у својим саопштењима нагласили да су њихови банкарски сектори у добром стању, адекватно капитализовани, ликвидни и отпорни на потресе, што је, заједно с предузетим мерама, допринело смиривању ситуације и очувању финансијске стабилности.

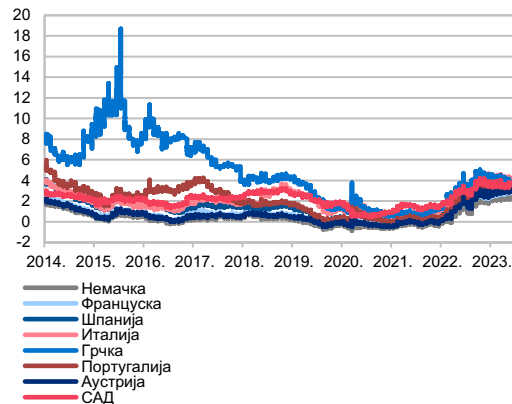
Након знатних повећања у претходном периоду, већина централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације задржале су референтне каматне стопе на непромењеном нивоу током П1 2023. године – Пољска на 6,75%, Чешка на 7,0% и Мађарска на 13,0%. Једино је централна банка **Румуније** повећала референтну каматну стопу за 25 б.п. у јануару, на 7,0%. Поред тога, централна банка **Мађарске**, ради ефикаснијег повлачења вишкова ликвидности, одлучила је да од фебруара одржава аукције благајничких записа на недељном нивоу, скрати рочност тендера *Long term deposits* на месец дана и да од априла повећа стопу обавезне резерве са 5% на 10%. Током П1 централна банка Мађарске сужавала је и коридор каматних стопа, који је у условима растуће неизвесности проширен у октобру 2022, уз оцене да је перцепција ризика побољшана. У мају и јуну је смањила каматну стопу на једнодневне депозите, 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 земаља света смањени су током П1. На смањење приноса у Т1 највише (у просеку за 0,3 п.п.) утицала су очекивања тржишних учесника о спорјем темпу даљег повећања референтних каматних стопа водећих централних банака у условима постепеног слабења инфлаторних притисака и успоравања економске активности. Поред тога, привремени проблеми у банкарском сектору САД, а затим и Европе, утицали су на раст тражње инвеститора за државним обвезницама као сигурном активом и допринели су паду приноса. С друге стране, током Т2 благо су порасли приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља (у просеку за 0,1 п.п.), што је највећим делом било последица очекивања тржишних учесника о наставку заштравања монетарних услова од стране водећих централних банака, с обзиром на то да се инфлација смањивала спорјом динамиком од очекиване.

Током П1 долар је благо депрецирао према евру и већини осталих водећих валута на међународном финансијском тржишту, с обзиром на постојање назнака да је врхунац инфлације у САД достигнут и да неће бити потребе за даљим снажним повећањем референтне каматне стопе ФЕД-а, које је било главни покретач јачања долара током већег дела 2022. године. Такође, успешно разрешење кризе у банкарском сектору смањило је забринутост инвеститора, а тиме

Графикон III.1.8. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.



и тражњу за доларом као валутом сигурног уточишта. С друге стране, глобално присутна неизвесност у погледу кретања економске активности и брзине обуздавања инфлације спречила је његову већу депрецијацију.

Цена злата на светском тржишту доминантно је расла током Т1 услед повећане геополитичке напетости, страха од рецесије на глобалном нивоу, пада вредности америчког долара и стопа приноса на државне обвезнице САД, као и проблема у банкарском сектору у САД и Европи. Током Т2 цена злата се кретала силазном путањом под утицајем наставка поштравања монетарних политика водећих централних банака, раста вредности долара, као и ниже тражње за златом у Индији, и до краја јуна је достигла ниво од 1.912 долара по унци, али је и поред тога била виша за 5,4% него на крају 2022. године.

Услед очекивања о успоравању глобалног привредног раста, мање тражње због сезонског ремонта рафинерија, као и страха од нове финансијске кризе због проблема појединих банака у САД и Европи, **цена нафте на светском тржишту** кретала се доминантно силазном путањом током Т1 и средином марта спустила се на око 72 долара по барелу, што је најнижи ниво још од децембра 2021. Током априла цена нафте порасла је на око 88 долара по барелу, доминантно под утицајем одлуке *OPEC+* о смањењу производње за 1,16 млн барела дневно од маја, након чега се до краја тромесечја вратила на силазну путању због забринутости у погледу изгледа глобалног



привредног раста услед високих каматних стопа, као и повећаног извоза нафте из Русије. Таквим кретањем цена нафте на крају јуна била је нижа за 10,9% у односу на крај 2022. године, док је, м.г. посматрано, нижа за 34,2%.

Реперна цена природног гаса за Европу (на холандском чворишту *TTF*) кретала се углавном силазном путањом током Т1 услед топлије зиме од уобичајене у Европи и Азији и високе попуњености складишних капацитета, па је крајем марта износила око 47 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 530 долара за хиљаду кубних метара гаса).⁴ Цена



⁴ 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).



природног гаса наставила је да се креће силазном путањом и током априла и маја под утицајем диверсификације увоза, повољних временских прилика, као и високе попуњености складишта. У јуну је ова цена порасла на око 37 евра по мегават-сату (тј. око 424 долара за хиљаду кубних метара гаса) због 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. Таквим кретањем цена природног гаса на крају јуна је била нижа за 50,9% у односу на крај 2022. године, док је, м.г. посматрано, нижа за чак 75,2%.

Услед повећане производње и нивоа залиха у Кини, као и повољних метеоролошких услова и ниже тражње, **цена термалног угља** кретала се силазном путањом током П1 и спустила се на око 99 долара по тони у јуну, што је за 54,1% ниже него на крају 2022. и уједно њен најнижи ниво у претходне две године. У истом периоду смањене су и **цене минералних ђубрива** за 25,9%, доминантно под утицајем нижих цена инпута, пре свега природног гаса и амонијака.

Након првобитног раста у јануару, због укидања политике нулте толеранције према вирусу корона у Кини, **цене већине метала и минерала** кретале су се силазном путањом до јуна услед раста залиха индустријских метала на Лондонској берзи, као и слабијих резултата индустријског и грађевинског



сектора у Кини од очекиваних. У јуну су цене већине метала и минерала поновно порасле због бољих резултата индустрије у Кини, али су, и поред тога, на крају Т2 биле ниже за 5,9% него на крају 2022. године, док су, м.г. посматрано, ниже за 12,5%.

Цене хране на светском тржишту, мерене индексом ФАО, кретале су се силазном путањом током П1 (изузев у априлу, када су порасле због знатно виших цена шећера) и у јуну су биле ниже за 7,2% него на крају 2022. године, док су, м.г. посматрано, ниже за 20,9%. Такво кретање у односу на крај 2022. определиле су ниже цене биљних уља (19,9%), млечних производа (15,5%) и житарица (14,0%), док су у супротном смеру деловале више цене шећера (29,9%) и меса (6,4%). На ниже цене **житарица**, чији је Србија нето извозник, утицали су слаба увозна тражња и високе залихе.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, **текући дефицит платног биланса** у П1 2023. износио је свега 557,3 млн евра (1,8% БДП-а) и вишеструко је смањен у поређењу с П1 2022, када је износио 2,9 млрд евра (10,4% БДП-а). Посматрано по категоријама текућег рачуна, на смањење дефицита највише је утицао пад робног дефицита, за којим следе повећање суфицита у размени услуга са иностранством и раст суфицита

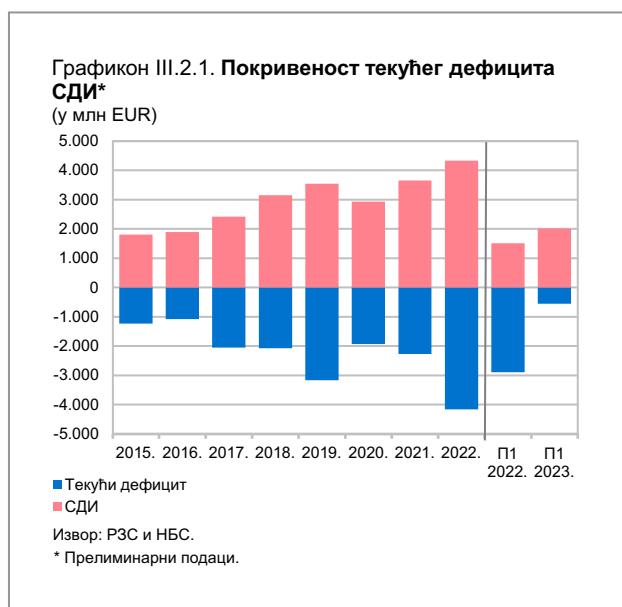
секундарног дохотка, док је у супротном смеру деловао једино већи дефицит примарног дохотка. При томе, нето прилив капитала на финансијском рачуну платног биланса вишеструко је покрио рекордно низак дефицит текућег рачуна, што је резултирало растом девизних резерви на нови највиши ниво.

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 **робни извоз** повећан за 9,5% мг., на 14,2 млрд евра, док је **робни увоз** смањен за 4,9% мг., на 17,4 млрд евра. Расту извоза највише је допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз повећан за 9,7% 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 926,2 млн евра (према класификацији СМТК), при чему је смањен увоз сирове нафте, нафтних 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 719,1 млн евра, а око три четвртине смањења дугује се ефекту нижих цена, а једна четвртина мањим увезеним количинама. И према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), паду увоза највише је допринео смањен увоз средстава за репродукцију (11,0% мг.), категорије у оквиру које су сврстани енергенти. Следи увоз средстава за рад, који је смањен за 11,4% мг., док је увоз потрошне робе повећан за 7,6% мг.

На смањење дефицита текућег рачуна деловала је и размена услуга са иностранством, која је наставила да расте у П1 2023, уз израженије повећање извоза (за 27,7% мг., на 6,0 млрд евра) у односу на повећање увоза (за 18,3% мг., на 4,5 млрд евра). То је допринело да суфицит у **размени услуга** у П1 премаши 1,5 млрд евра, што је за 67,5% 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.

Дефицит на рачуну примарног дохотка повећан је за 45,7% мг., на 1,7 млрд евра, претежно услед већих расхода по основу дохотка од СДИ. То је и очекивано ако се имају 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



	П1 2022.	П1 2023.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-2.890,6	-557,3
1. Салдо робне размене	-5.330,1	-3.209,7
1.1. Извоз	12.966,7	14.198,6
1.2. Увоз	-18.296,8	-17.408,3
2. Салдо услуга	902,2	1.511,2
2.1. Извоз	4.721,3	6.027,3
2.2. Увоз	-3.819,1	-4.516,1
3. Салдо робе и услуга	-4.427,9	-1.698,4
3.1. Извоз робе и услуга	17.687,9	20.225,9
3.2. Увоз робе и услуга	-22.115,8	-21.924,4
4. Примарни доходак	-1.173,9	-1.710,7
5. Секундарни доходак	2.711,3	2.851,8
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-10,3	-15,4
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	1.543,4	3.497,8
1. Директне инвестиције – нето	1.514,2	2.017,6
2. Портфолио инвестиције – нето	-87,0	1.240,9
3. Финансијски деривати – нето	25,2	34,9
4. Остале инвестиције – нето	90,9	204,3
4.1. Трговински кредити	-437,3	-692,8
4.2. Финансијски кредити	801,7	555,6
4.3. Готов новац и депозити – нето	-274,2	339,2
4.4. Остало – нето	0,8	2,3
IV. Средства резерви	1.939,7	-3.129,9
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-582,2	204,7
VI. УКУПНИ БИЛАНС	-1.939,7	3.129,9

Извор: НБС.
Напомена: прелиминарни подаци.
¹⁾ По ВРМБ методологији, осим знаковне конвенције.

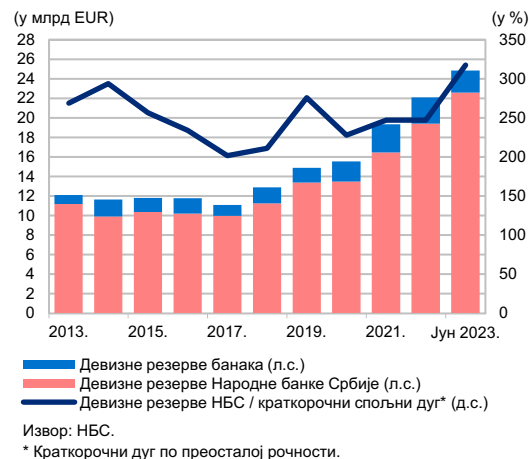
Србију. Повећани су и расходи по основу плаћених камата на финансијске кредите и по основу портфолио инвестиција, на шта се одразило заоштравање глобалних финансијских услова услед рестриктивнијих монетарних политика централних банака.

Суфицит на рачуну секундарног дохотка повећан је у П1 за 5,2% мг, на 2,9 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 10,9% мг.

На **финансијском рачуну платног биланса** током П1 остварен је нето прилив капитала од 3,5 млрд евра,⁵ 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.

⁵ Без промене девизних резерви.

Графикон III.2.3. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга



Према прелиминарним подацима, **нето прилив СДИ** у П1 износио је 2,0 млрд евра, док су само улагања у Србију износила скоро 2,2 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 33,8%, потврђујући 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 362%. Као и током претходних година, СДИ су биле географски и пројектно распрострањене, а више од половине прилива било је усмерено у разменљиве секторе, а највише у прерађивачку индустрију (28%), која је кључни извозни сектор српске привреде.

Нето прилив капитала по основу **портфолио инвестиција** у П1 премашао 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, а тражња инвеститора вишеструко је надмашила понуду, што је омогућило смањење захтеваних стопа приноса током аукције. Ради смањења девизног и каматног ризика, одмах су закључене хеџинг трансакције, тако да су обавезе по основу доларских ХоВ конвертоване у евре. Поред тога, нерезиденти су улагали и у динарске државне,

претежно дванаестогодишње ХоВ на домаћем примарном тржишту и по том основу је у П1 остварен прилив од 94,9 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.

По основу **осталих инвестиција**, у П1 је забележен прилив од 204,3 млн евра. При томе, по основу **финансијских кредита** остварен је нето прилив од 555,6 млн евра, при чему 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. 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 339,2 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 692,8 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)⁶ током П1 буду повећане за 3,1 млрд евра.

У П1 2023. године бруто девизне резерве Народне банке Србије повећане су за 3.169,3 млн евра и 30. јуна 2023. износиле су 22.585,0 млн евра, што је био дотада највиши забележени ниво бруто девизних резерви крајем месеца откад се прате подаци на овај начин (од 2000. године). Тај ниво резерви је обезбеђивао покривеност новчане масе М1 од 180% и шест месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама. Нето девизне резерве такође су крајем јуна 2023. забележиле највиши ниво, посматрано крајем месеца, и износиле су 18.179,2 млн евра, што је за 2.753,5 млн евра више него на крају 2022. године.

У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и првокласних иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви 30. јуна 2023. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (52,2%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (29,2%), злато (9,6%), ефективни страни новац (8,5%) и SDR код ММФ-а (0,5%).

Највећи девизни приливи у 2023. години остварени су по основу интервенција Народне банке Србије нето куповином девиза на МДТ-у⁷ (нето прилив од 1.845,0 млн евра) и дугорочних девизних ХоВ РС емитованих на домаћем и међународном финансијском тржишту у нето износу од 1.141,2 млн евра (износ емисија умањен за износ доспећа). Приливи су остварени и по основу донација 283,4 млн евра, платног промета с Косовом и Метохијом⁸ – 212,3 млн евра и девизне обавезне резерве банака у нето износу од 209,6 млн евра. Девизни прилив у износу од 199,8 млн евра остварен је по основу повлачења друге транше стендбај аранжмана који је ММФ одобрио РС 19. децембра 2022. године. Ова средства могу се користити за рефинансирање обавеза РС и/или за финансирање текућих буџетских потреба.⁹ Значајнији приливи су остварени и по основу нето камата и наплате купона у износу од 135,7 млн евра.

Највећи одлив из девизних резерви Народне банке Србије реализован је по основу измиривања обавеза РС према иностраним кредиторима у нето износу од 562,9 млн евра. Остала значајнија плаћања реализована су за потребе Владе, министарстава и друго, у укупном износу од 350,5 млн евра. У вези с применом *Закона о регулисању јавног дуга Републике Србије по основу неисплаћене девизне штедње грађана*, исплаћено је укупно 12,7 млн евра (укључена је неисплаћена девизна штедња грађанима из бивших република СФРЈ, исплаћена у фебруару, у износу од 11,4 млн евра).

⁶ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

⁷ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

⁸ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

⁹ Народна скупштина РС 9. фебруара 2023. године усвојила је *Закон о регулисању обавеза Републике Србије према Међународном монетарном фонду на основу коришћења средстава стендбај аранжмана (Stand-by Arrangement) одобрених Републици Србији одлуком Одбора извршних директора Међународног монетарног фонда од 19. децембра 2022. године.*

Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција, тј. разлика између средстава резидената Србије, с једне стране, и њихових обавеза, с друге стране, износила је на крају П1 2023. године **-49,5 млрд евра**, што је за 225,0 млн евра више него на крају 2022. Међутим, **захваљујући расту економске активности у посматраном периоду, смањено је учешће међународне инвестиционе позиције у процењеном БДП-у за 4,2 п.п., на 77,0%.**

У структури стране финансијске активе, која је на крају П1 2023. износила 41,7 млрд евра, девизне резерве и даље имају највеће учешће, чинећи више од половине њене вредности (54,1%).

С друге стране, у структури финансијске пасиве, која је на крају П1 2023. износила 91,3 млрд евра, позитивно је то што **СДИ**, као најповољнија, дугорочна врста страних улагања, и даље знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (**57,5%**), **док финансијски кредити и портфолио инвестиције** чине мањи део пасиве: 25,6% и 10,9%, респективно.

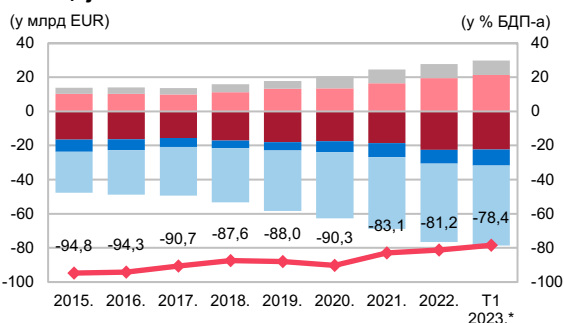
3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

Народна банка Србије је током П1 2023. наставила циклус заостравања монетарних услова повећањем референтне каматне стопе, која је у односу на крај претходне године кумулативно повећана за 125 б.п. и у јуну је износила 6,25%. Повлачење ликвидности из банкарског сектора настављено је на репо аукцијама продаје ХоВ, уз раст просечне репо стопе за 115 б.п. у односу на крај 2022. године, чиме је на последњој аукцији у јуну достигла ниво од 5,31%.

Континуирано вођење рестриктивне монетарне политике остварило је жељени ефекат на кретање каматних стопа на **међубанкарском тржишту новца**, које су током П1 2023. године наставиле да расту. Каматна стопа **BEONIA** повећана је за 100 б.п. у односу на крај претходне године, тако да се у јуну нашла на нивоу од 5%. Каматне стопе **BELIBOR** свих рочности у овом периоду порасле су у сличној мери, за око 88 б.п., па су се крајем јуна кретале у распону од 4,98% за најкраћу рочност до 5,82% за рочност од шест месеци.

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција

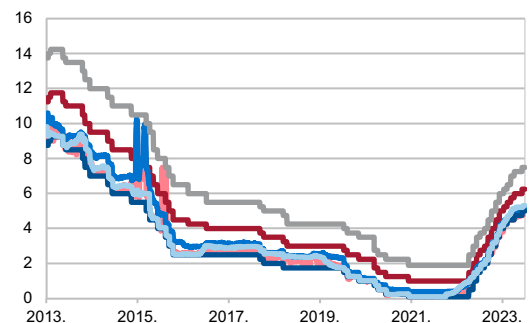


— Директне инвестиције, нето (л.с.)
 — Портфолио инвестиције, нето (л.с.)
 — Финансијски кредити, нето (л.с.)
 — Остало, нето (л.с.)
 — Девизне резерве (л.с.)
 — МИП (д.с.)

Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

Графикон III.3.1. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



— Каматна стопа BEONIA
 — Референтна каматна стопа
 — Једнонедељни BELIBOR
 — Каматна стопа на депозитне олакшице
 — Каматна стопа на кредитне олакшице
 — Просечна пондерисана каматна стопа за репо продате ХоВ

Извор: Томсон Ројтерс и НБС.



На примарном тржишту динарских ХоВ држава је током П1 2023. одржала шест аукција за динарске ХоВ рочности две године, пет аукција за ХоВ рочности дванаест и по година и једну аукцију за динарске ХоВ рочности десет година. На свим аукцијама забележен је пад стопа приноса, делом због спремности инвеститора да прихвате ниже стопе приноса услед постепеног слабљења глобалних инфлаторних притисака, али и услед мањих потреба државе за финансирањем.

На шест одржаних аукција за продају ХоВ рочности **две године** стопа приноса је укупно смањена за 93 б.п., да би на последњој аукцији у јуну 2023. године износила 5,28%. На свакој од пет аукција за ХоВ рочности **дванаест и по година** биле су смањене стопе приноса, тако да је на последњој аукцији у јуну износила 6,35%, што представља смањење од 80 б.п. у односу на прву аукцију одржану у јануару. Када су у питању ХоВ рочности **десет година**, стопа приноса смањена је за 115 б.п. у односу на последњу аукцију одржану у децембру 2022, чиме је достигла ниво од 5,60% на аукцији у мају.

Држава је у марту **превремено откупила** седмогодишње ХоВ емитоване у јулу 2016. године, које доспевају у јулу ове године. Превремено су откупљене ХоВ у номиналној вредности од 6,8 млрд динара, по извршној стопи од 5,2%, што је у складу са стопом приноса по којој се трговало овим ХоВ на секундарном тржишту од почетка године, а свакако испод купонске стопе од 5,75%.

У П1 2023. укупно су продате динарске ХоВ у номиналном износу од 156,3 млрд динара, али су

истовремено доспеле раније продате ХоВ у номиналном износу од 184,7 млрд динара, што је, уз поменуте превремено откупљене ХоВ, утицало на то да се стање продатих динарских ХоВ смањи на 913,0 млрд динара крајем јуна.

Током П1 забележена је активност нерезидената на примарном тржишту динарских ХоВ, када су укупно купили динарске ХоВ по тржишној вредности од 11,1 млрд динара. Како су истовремено на секундарном тржишту учествовали као нето продавци, стање продатих динарских ХоВ у њиховом власништву повећано је за 4,2 млрд динара у односу на крај претходне године, на 137,4 млрд динара крајем јуна, што представља 15% укупног портфолија динарских државних ХоВ.

У П1 одржана је само једна **аукција за продају ХоВ у еврима** рочности две године, и то у јануару, чија је стопа приноса била изједначена с купонском стопом од 2,5%, а продате су ХоВ у номиналној вредности од 37,5 млн евра. У марту је држава превремено откупила ХоВ оригиналне рочности 53 недеље, у номиналном износу од 350 млн евра, претходно продате директном погодбом, које би доспеле у јуну ове године. Како су током П1 доспеле и раније продате ХоВ у номиналном износу од 135,4 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима смањено је на 1.919,5 млн евра крајем јуна.

Држава је у јануару на **међународном финансијском тржишту** обезбедила средства за финансирање својих обавеза емитовањем две еврообвезнице у доларима (*dual-tranche*) рочности пет и десет година. Обвезница рочности пет година продата је у

вредности од 750 млн долара, по купонској стопи од 6,25%, док је обвезница рочности десет година продата у вредности од 1 млрд долара, по купонској стопи од 6,50%. Такође, како би се девизни ризик свео на најмању могућу меру, држава је извршила и своп (хеџинг) трансакције којима је обавезе по основу емисије доларских еврообвезница конвертовала у евре. С обзиром на тадашњу неизвесност на међународном финансијском тржишту, постигнути услови финансирања могу се сматрати повољним, нарочито када се упореде са земљама које већ имају инвестициони рејтинг, а које су у истом периоду такође емитовале еврообвезнице.

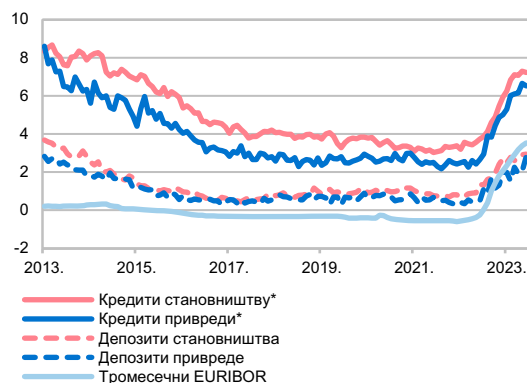
На секундарном тржишту динарских ХоВ промет је повећан у П1 2023. и износио је 76,8 млрд динара, у поређењу са 66,0 млрд динара, колико је износио у П2 2022. године. Стопе приноса ХоВ дужих рочности током П1 2023. континуирано су опадале. Просечно пондерисане стопе приноса у јуну кретале су се у распону од 5,56% за преосталу рочност до једног месеца до 6,21% за преосталу рочност до десет година.

Заоштравање монетарних услова определило је кретање каматних стопа на тржишту новца, што се одразило на раст каматних стопа на нове динарске кредите у П1 2023, па су тако каматне стопе на динарске кредите одобрене становништву и привреди повећане у П1 за по 0,8 п.п., на 13,1% и 6,6% у јуну, респективно.

Раст каматне стопе на динарске кредите становништву био је готово у потпуности вођен растом каматне стопе на најзаступљенију категорију кредита становништву – готовинске кредите – за 0,9 п.п., на 13,9%. Повећане су и каматне стопе на потрошачке и стамбене кредите за 0,4 п.п. и 1,1 п.п., на нивое од 3,1% и 12,7%, респективно. Наведене две категорије кредитирања знатно су мање заступљене у динарском кредитирању становништва, па је њихов утицај на раст укупне каматне стопе мање изражен.

Раст просечне пондерисане каматне стопе на нове динарске кредите привреди током П1 2023. био је вођен растом каматних стопа свих намена кредита. Најутицајнији је био раст каматне стопе код кредита за обртна средства, за 0,9 п.п., на 8,4%, који предводе са учешћем од 51% у динарском кредитирању привреде, а по утицају следе остали некатегорисани

Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

кредити, са учешћем од 42%, чија је каматна стопа порасла за 0,8 п.п., на 4,0%. Повећана је и каматна стопа код инвестиционих кредита за 1,5 п.п., на 9,1%.

Заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а током П1 2023. определило је даљи раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра, што се одразило на **раст каматних стопа на нове евроиндексиране кредите**. Просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву повећана је за 1,3 п.п., на 7,2% у јуну, што се приписује расту каматне стопе на стамбене кредите за 1,5 п.п., на ниво од 6,7%, али и расту каматне стопе на остале некатегорисане кредите за 1,3 п.п., на 9,5%.

Просечна каматна стопа на нове евроиндексиране кредите привреди повећана је током П1 2023. за 1,5 п.п., на 6,5% у јуну, чему је допринео раст каматних стопа на кредите за обртна средства за 1,3 п.п., на 6,5%, и на инвестиционе кредите за 1,7 п.п., на 6,9%, при чему поменуте намене кредита учествују са 94% у укупном кредитирању привреде у еврима.

Пооштравање монетарних услова одразило се и на каматну стопу на динарске орочене депозите становништва, која је у П1 2023. повећана за 0,3 п.п., на ниво од 5,0%. Каматна стопа на динарске депозите привреди смањена је за 0,45 п.п., на 5,9%. Каматне стопе на орочене депозите привреде и становништва у еврима повећане су за 0,8 п.п. и 0,2 п.п., на 2,8% и 3,0%, респективно.

Премија ризика земље и кредитни рејтинг

Слабење глобалних трошковних притисака по основу нижих цена енергената и смањења проблема у глобалним ланцима снабдевања утицало је на смањење глобалне премије ризика током П1, што се одразило на корекцију наниже премије ризика посматраних земаља у успону. Смањеној аверзији тржишних учесника према ризику допринела је и одлучност централних банака да обезбеде повратак инфлације у границе циља.

С тим у вези, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, смањена је током П1 за 10 б.п. и крајем јуна је износила 197 б.п. Истовремено, *EURO EMBIG*, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, смањена је током П1 за 82 б.п., на ниво од 307 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је смањена током П1 (за 30 б.п., на 240 б.п.), при чему је и даље наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је током П1 смањена за 11 б.п., на 363 б.п.

Кредитни рејтинг Србије остао је очуван током П1.

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

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

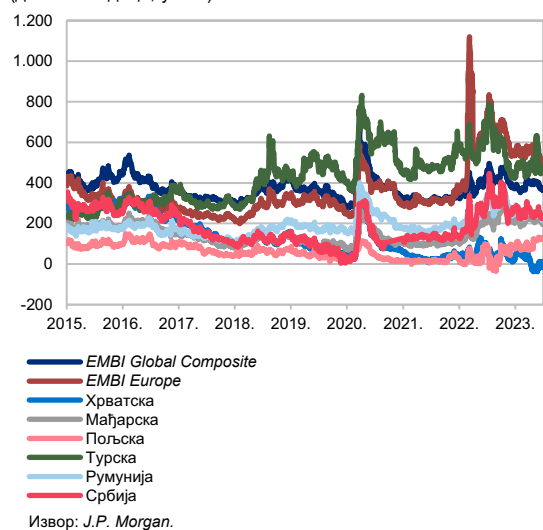
Агенција *Standard & Poor's* у априлу објавила је извештај за Србију, у којем је задржала кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ+ (уз стабилне изгледе), упркос и даље израженим међународним ризицима и последицама геополитичких дешавања по светску привреду. *Standard & Poor's* наглашава да је постепеним повећањем референтне каматне стопе

Табела III.3.1. Кредитни рејтинг
(промена рејтинга и изгледа)

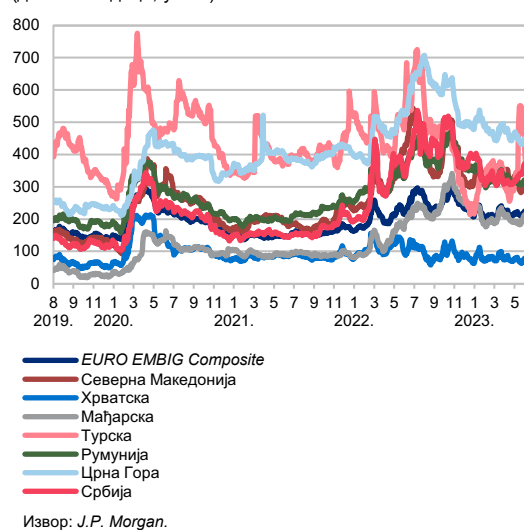
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
<i>S&P</i>	<i>BB</i> /позитивни ⁵⁾	<i>BB+</i> /позитивни ⁵⁾	<i>BB+</i> /стабилни ²⁾	<i>BB+</i> /позитивни ⁵⁾	<i>BB+</i> /стабилни ³⁾
<i>Fitch</i>		<i>BB+</i> /стабилни ⁴⁾			
<i>Moody's</i>		<i>Ba3</i> /позитивни ⁴⁾		<i>Ba2</i> /стабилни ¹⁾	

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

Графикон III.3.5. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – *EMBI*
(дневни подаци, у б.п.)



Графикон III.3.6. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – *EURO EMBIG*
(дневни подаци, у б.п.)



спречено даље ширење инфлаторних притисака, као и да су средњорочна инфлациона очекивања остала у великој мери усидрена захваљујући кредибилитету монетарне политике, заштравању монетарних услова и одржаној релативној стабилности девизног курса. Поред тога, агенција је истакла доказани кредибилитет укупне економске политике, повољне перспективе дугорочног раста Србије, фискалну дисциплину, смањене потребе за финансирањем и опадајућу путању јавног дуга. Оцењено је и да је финансијски сектор добро капитализован, ликвидан и профитабилан, као и да је учешће *NPL* у укупним кредитима на минимуму.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

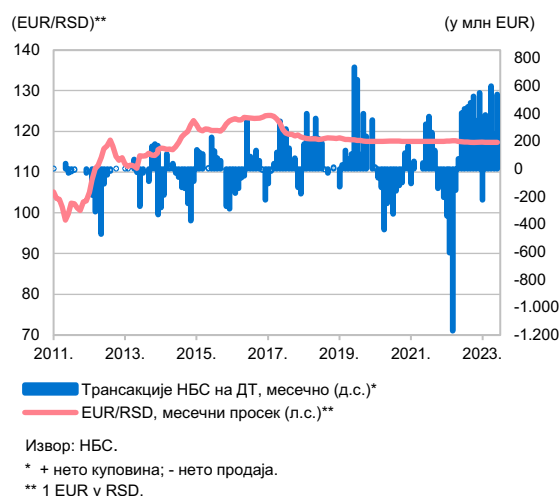
Динар је наставио релативно стабилно кретање према еврџу током П1 и, посматрано крајем периода, ојачао је према еврџу за 0,1%. Истовремено, због јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је према долару ојачао за 2,2%.

Након што је у јануару тражња за девизама на домаћем тржишту била виша од понуде, пре свега услед сезонског раста тражње увозника енергената за девизама, током свих наредних месеци понуда девиза вишеструко је надмашила тражњу, што је резултирало јачањем апрецијацијских притисака. Расту понуде девиза у П1 највише је допринео висок откуп ефективног страног новца. 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 у Т2 била сезонски нижа него у Т1. Фактори на страни понуде девиза били су и прилив девиза по основу послова с платним картицама и раст валутно индексираних активних банака.¹⁰ С друге стране, тражња за девизама потицала је од нерезидената, а највише је била у мају и јуну, али је у потпуности била покривена понудом девиза из других извора.

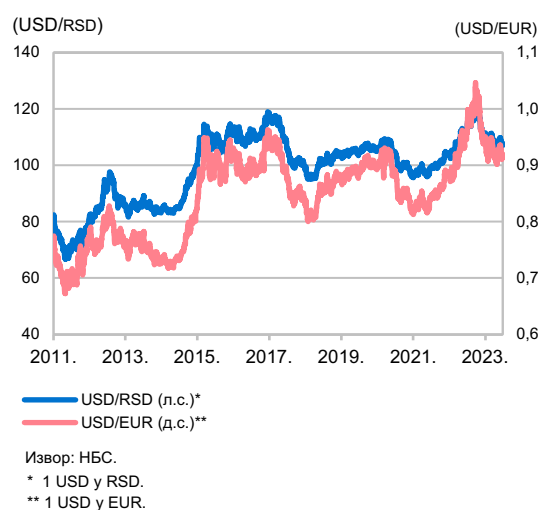
Ради одржавања релативне стабилности на девизном тржишту, Народна банка Србије је током П1 на МДТ-у нето купила 1.860,0 млн евра. При томе, само је у јануару интервенисала нето продајом девиза, док је у свим осталим месецима интервенисала или само на страни куповине девиза или претежно на страни куповине девиза.

¹⁰ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

Графикон III.3.7. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон III.3.8. Кретање курса динара и евра према долару

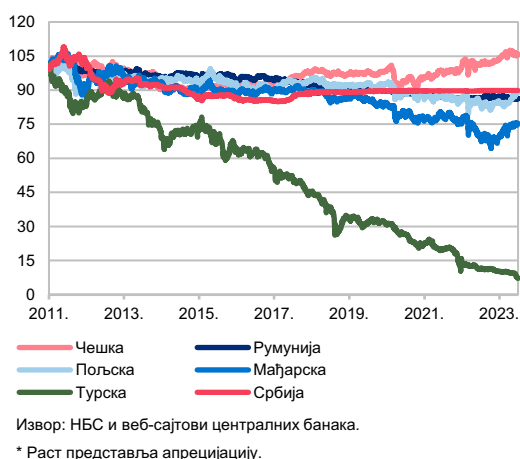


Промет на МДТ-у који је остварен између банака¹¹ у П1 у просеку је дневно износио 33,0 млн евра, што је за 2,4 млн евра ниже него у истом периоду претходне године. При томе, највећа вредност промета остварена је у јануару (35,6 млн евра просечно дневно).

Валуте земаља региона које су у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања према еврџу током П1. Посматрано крајем периода, према

¹¹ Без Народне банке Србије.

Графикон III.3.9. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу* (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



евру су ојачали мађарска форинта (7,8%), пољски злот (5,4%) и чешка круна (1,6%), док је румунски леј ослабио за 0,3%. Турска лира је ослабила у П1 за 29,4% 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%).

4. Новац и кредити

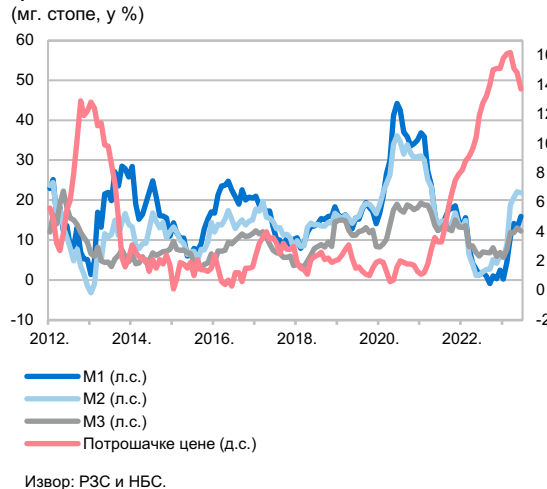
Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Најшири монетарни агрегат, М3, који, поред динарског новца, укључује и девизне депозите немонетарних сектора, повећан је током П1 за 2,8%, при чему се више од две трећине прираста односи на раст динарске компоненте (допринос 2,0 п.п.).

Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** повећани су за 45,8 млрд динара, вођени растом трансакционих депозита привреде (23,1 млрд динара), а затим и депозита становништва (10,2 млрд динара). Трансакциони депозити непрофитних и др. организација повећани су током П1 за 5,7 млрд динара, других финансијских организација за 4,7 млрд динара, док су остали сектори забележили релативно мање промене стања у односу на крај претходне године.

Орочени динарски депозити у П1 повећани су за 44,6 млрд динара, од чега се 18,9 млрд динара односи

Графикон III.4.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене (мг. стопе, у %)



Табела III.4.1. Монетарни преглед (у млрд RSD)

	2022.	Јун 2023.	Промене у П1 2023.
Нето потраживања од иностранства	1.853.449	2.345.304	491.855
Нето потраживања банака од иностранства	-321.348	-316.176	5.172
Нето домаћа актива банкарског сектора	2.183.726	1.805.256	-378.471
Нето домаћи кредити	3.414.420	3.112.967	-301.453
Нето потраживања од државе	171.757	-124.900	-296.656
Пласмани држави	830.183	827.830	-2.353
Депозити државе	-658.427	-952.730	-294.304
Потраживања од невладиних сектора	3.242.664	3.237.867	-4.796
Становништво	1.458.057	1.472.381	14.324
Привреда	1.714.611	1.695.566	-19.046
Др. финансијске корпорације	44.733	46.214	1.481
Локални нивои власти	24.815	23.273	-1.541
Непрофитне и др. организације	448	434	-14
Остала нето актива	-1.230.694	-1.307.712	-77.018
Новчана маса М3	4.037.175	4.150.560	113.385
Новчана маса М2	1.876.546	1.957.294	80.749
Новчана маса М1	1.435.715	1.471.860	36.146
Готов новац у оптицају	310.873	301.176	-9.697
Депозити по виђењу	1.124.841	1.170.684	45.843
Динарски штедни и орочени депозити	440.831	485.434	44.603
Девизни депозити	2.160.629	2.193.265	32.636

Извор: НБС.

на депозите привреде, 10,4 млрд динара на депозите локалне самоуправе, а 6,0 млрд динара на орочене депозите других финансијских организација. Истовремено, 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 резидената поново бележи нове рекордне нивое и крајем јуна је износила 107,9 млрд динара¹² (што је за 12,2 млрд динара више него крајем 2022. године). Убрзаном расту динарске штедње доприноси и њена већа атрактивност од девизне штедње.

Девизни депозити су у П1 повећани за 292,9 млн евра, највише захваљујући расту депозита становништва. Девизна штедња становништва је за шест месеци повећана за 102,8 млн евра, на 12,9 млрд евра у јуну,¹³ што је њен досадашњи максимум. Истовремено, депозити других финансијских организација повећани су за 21,5 млн евра, док су депозити привреде порасли за 168,1 млн евра, захваљујући приливу девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству.

Посматрано на мг. нивоу, монетарни агрегати су постепено убрзавали раст током П1, пре свега захваљујући расту динарске компоненте, чиме је достигнут ниво који је бележен пре пандемије. У јуну, мг. раст М1, М2 и М3 износио је 15,9%, 21,8% и 12,2%, респективно.

Кредити банака

Посматрано на мг. нивоу, **укупни домаћи кредити** наставили су током П1 да успоравају раст, који је у јуну, по искључењу ефекта промене девизног курса, 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 заостравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије.

Кредити привреди су током П1, по искључењу ефекта промене девизног курса, смањени за 13,9 млрд динара. Пад се у потпуности односи на динарске кредите (-38,4 млрд динара), на шта се одражава и



доспеће кредита из гарантних шема, који су већим делом били одобравани у динарима, док су девизно индексирани кредити повећани за 24,6 млрд динара. **Посматрано по наменама**, смањени су некатегорисани кредити (за 12,5 млрд динара) и кредити за ликвидност и обртна средства (9,5 млрд динара). С друге стране, увозни кредити већи су за 6,5 млрд динара, инвестициони за 1,1 млрд динара, док су задужења по текућим рачунима већа за 0,6 млрд динара. У структури кредита привреди, најзаступљенија врста јесу кредити за ликвидност и обртна средства, са учешћем од 47,1% у јуну, а следе



¹² Новчане масе укључују само средства резидената. Уколико се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је крајем јуна износила 108,7 млрд динара.

¹³ Укључујући средства нерезидената, девизна штедња крајем јуна је износила 13,9 млрд евра.

их инвестициони кредити, са уделом од 40,9%. Посматрано по делатностима, највише су смањена задужења предузећа из прерађивачке индустрије (20,0 млрд динара), а затим пољопривредних (за 5,9 млрд динара) и саобраћајних предузећа (за 3,4 млрд динара). С друге стране, предузећа из области снабдевања електричном енергијом повећала су стање својих кредита за 7,3 млрд динара, грађевинска предузећа за 6,4 млрд динара и трговинска предузећа за 4,4 млрд динара. Посматрано по величини предузећа, стање кредита одобрених делу тржишта које се односи на микропредузећа, мала и средња предузећа смањено је за 15,8 млрд динара, а њихово учешће у укупним кредитима привреди у јуну износило је 60,2%.

Обим новоодобрених кредита привреди у П1 (516,7 млрд динара) мањи је за 6,7% него у истом периоду прошле године. Највећи део нових кредита привреди односио се на кредите за ликвидност и обртна средства (63,2%), а следе их инвестициони кредити, са учешћем од 21,7%. Микропредузећа, мала и средња предузећа искористила су нешто више од половине одобрених кредита за ликвидност и обртна средства, односно 74% инвестиционих кредита.

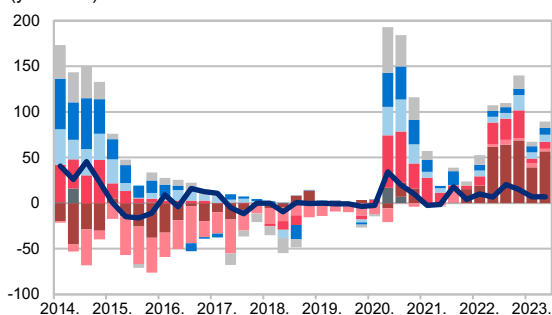
Кредити становништву, по искључењу ефекта промене девизног курса, у П1 повећани су за 14,1 млрд динара. Највише су порасли готовински кредити (10,2 млрд динара) и стамбени кредити (2,8 млрд

динара), док су остале врсте кредита забележиле релативно мање промене стања у односу на крај претходне године. У оквиру кредита одобрених предузетницима, стање кредита за ликвидност и обртна средства мање је за 2,8 млрд динара, док су инвестициони повећани за 3,0 млрд динара. У структури кредита становништву у јуну најзаступљеније категорије били су готовински кредити (44,0%) и стамбени кредити (40,1%).

Обим новоодобрених кредита становништву у П1 износио је 258,0 млрд динара, што је за 6,9% мање него у истом периоду прошле године. Готовински кредити чинили су 62,8% нових кредита у П1 а стамбени кредити 17,7%.

Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁴ показују да су банке у П1 2023, у складу са очекивањима, наставиле с благим поштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди и становништву. Према оцени банака, виши трошкови извора финансирања, на које се одражава заштравање монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, кључни су фактор поштравања кредитних стандарда, затим неизвесност у погледу опште економске ситуације и повећана аверзија према ризику глобално посматрано. Банке су оцениле да су привреда и становништво, укупно посматрано, смањили тражњу за кредитима током Т1, док је у Т2 дошло до њеног благог опоравка, при чему

Графикон III.4.4. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)

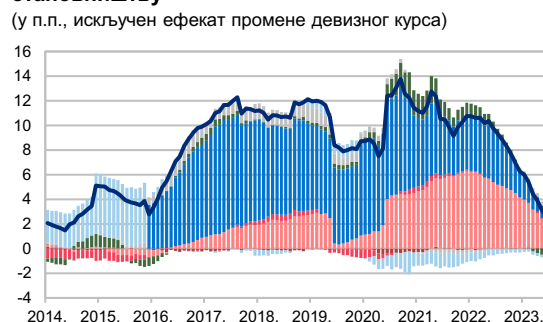


— Спремност на преузимање ризика
— Проблематична потраживања
— Ризик захтеваног колатерала
— Очекивања у погледу опште економске ситуације
— Конкуренција осталих банака
— Трошкови извора за кредите
— Други фактори
— Кредитни стандарди

Извор: НБС.

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

Графикон III.4.5. Доприноси м. расту кредита становништву (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



— Остали*
— Инвестициони**
— За ликвидност и обртна средства**
— Готовински*
— Потрошачки
— Стамбени
— По трансакционим рачунима
— Мг. стопа раста кредита, у %

Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

¹⁴ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

Графикон III.4.6. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



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

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 опоравка тражње привреде, а рефинансирање постојећих обавеза утицало је на већу тражњу становништва за кредитима.

Бруто *NPL* показатељ током П1 задржан је близу историјски најнижег нивоа од 3%, што указује на то

да заоштравање финансијских услова није имало веће негативне последице на квалитет активе банака. Бруто *NPL* показатељ код сектора привреде¹⁵ у јуну износио је 2,2%, а код сектора становништва¹⁶ 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*.

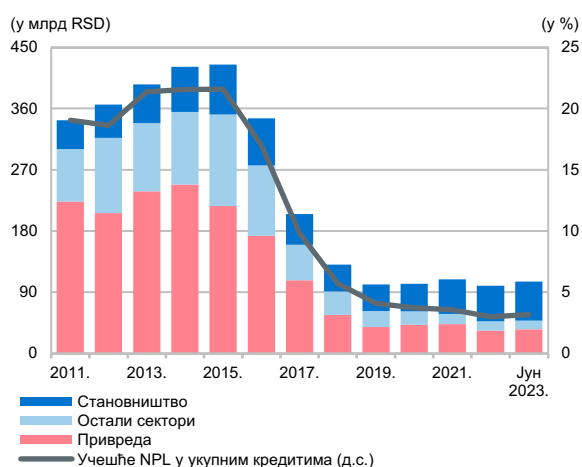
Показатељ адекватности капитала на крају П1 2023. износио је 22,3%, што је за 2,1 п.п. више него крајем 2022. године и указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и локалне ризике.

5. Показатељи степена динаризације

Народна банка Србије остаје посвећена обезбеђивању ниске и стабилне инфлације, очувању релативне стабилности девизног курса и стабилности финансијског система, као и спровођењу мера и активности које доприносе јачању поверења у динар и већој употреби динара у домаћем финансијском систему.

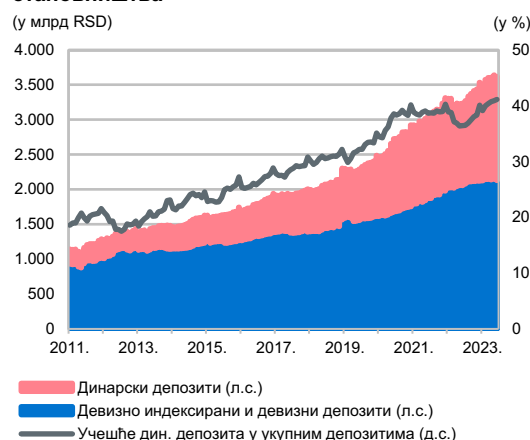
Када је реч о мерама монетарне политике, политиком обавезне резерве Народна банка Србије је наставила да стимулише банке да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Стопе обавезне резерве на

Графикон III.4.7. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



Извор: НБС.

Графикон III.5.1. Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва



Извор: НБС.

¹⁵ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну износило је 2,6%.

¹⁶ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* је, такође, на нивоу од 4,3% у јуну.



динарске изворе још увек су знатно ниже од девизних, а Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

Поред наведеног, динарске државне ХоВ и динарске обвезнице предузећа с прихватљивим бонитетом, за разлику од девизних ХоВ, укључене су у листу прихватљивог колатерала за монетарне операције Народне банке Србије, што у дугом року доприноси развоју тржишта капитала, кроз подстицај банкама да у својим портфолијима држе динарске ХоВ.

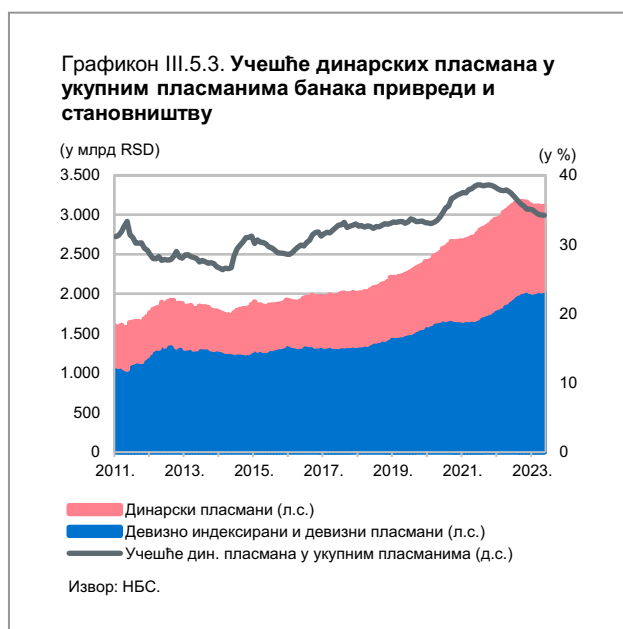
Када је реч о развоју инструмената заштите од девизног ризика, Народна банка Србије је наставила да с банкама закључује билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза.

Резултат мера и активности Народне банке Србије јесте чињеница да је степен динаризације, према већини релевантних показатеља, знатно већи у поређењу са 2012, када је започето спровођење Стратегије динаризације.

Најзначајнији напредак остварен је у области динаризације депозита становништва и привреде. У јуну 2023. овај показатељ је достигао рекордно висок ниво од 41,1%, што је за 1,0 п.п. више него крајем 2022. године.

Степен динаризације депозита је у овом периоду вођен растом динаризације депозита привреде (за 1,1 п.п., на 59,4%), што се доводи у везу са значајнијим депоновањем динарских средстава привредних друштава, док је износ депонованих девизних средстава био на приближно истом нивоу као крајем 2022. године.

С обзиром на значај депозита становништва, као изузетно важног извора кредитне активности банкарског сектора, **од посебне важности је чињеница да је степен динаризације депозита становништва током III 2023. такође повећан.** Крајем јуна 2023. овај показатељ је износио 28,4%, што је за 0,8 п.п. више него крајем 2022. године. Томе доприноси и **раст динарске штедње, који је био**



изузетно динамичан од новембра 2022, тако да је крајем П1 динарска штедња достигла дотад рекордно висок ниво. Повећање динарске штедње у овом периоду праћено је побољшањем њене рочне структуре, у којој расте учешће орочене штедње на рачун штедње по виђењу.

Динаризација пласмана привреди и становништву у шест месеци 2023. постепено се смањивала. Крајем јуна 2023. овај показатељ је износио 34,0%, што је за 1,1 п.п. нижи ниво него крајем 2022. и у највећој мери је последица доспећа динарских кредита одобрених у оквиру гарантних шема РС. Степен динаризације пласмана привреди због тога је у овом периоду смањен за 2,4 п.п. и крајем јуна износио је 17,0%.

Степен динаризације пласмана становништву у јуну 2023. износио је 53%, што је незнатно ниже (за 0,1 п.п.) него крајем 2022, под утицајем наставка раста валутно индексираних стамбених кредита.

6. Тржиште непокретности

У П1 2023. забележени су успорен темпо раста цена некретнина и смањена активност купопродаје.

Према подацима Републичког геодетског завода, у П1 2023. укупан број купопродаја непокретности смањен је за 14,1% у односу на П1 2022, на 59.938 реализованих трансакција, док је број купљених станова нижи за 18,6%. Укупан обим новчаних средстава на целокупном тржишту непокретности такође је смањен у П1, за 8,3% мг. На пад обима

средстава највећим делом утицала је мања купопродаја станова, с обзиром на то да њено учешће у укупним трансакцијама на тржишту некретнина износи око 35%, а у укупном обиму новчаних средстава на овом тржишту око 55%.

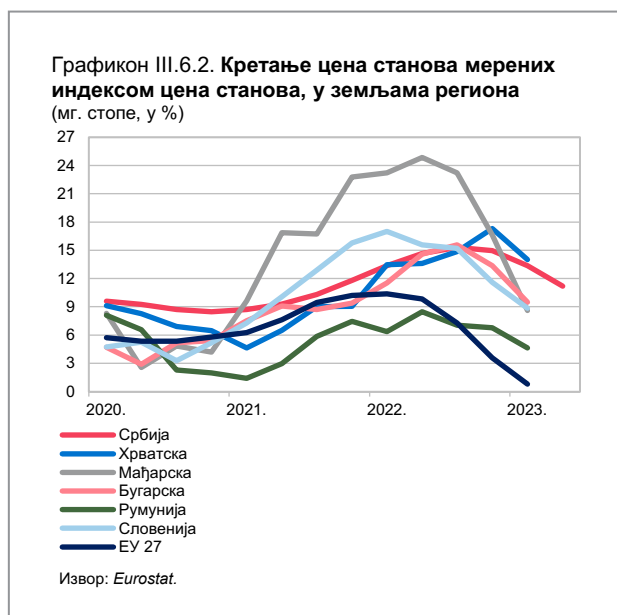
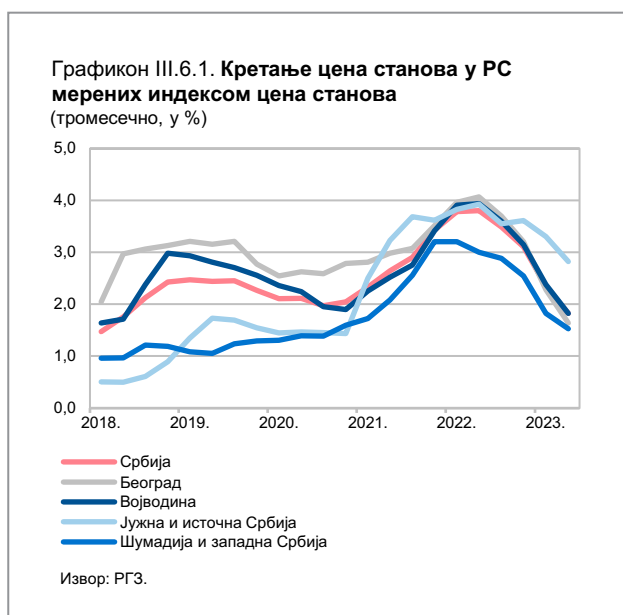
Подаци Републичког геодетског завода о ценама некретнина указују на наставак раста цена у П1, али ипак нешто умеренијим темпом него у 2022. Цене станова су у П1 оствариле мг. раст од 12,2%, уз бржи раст цена староградње од новоградње (14% наспрам 9,2%).

Пад купопродаје станова и успоренији раст цена станова утицали су на то да се вредност тржишта станова смањи за 3,5% мг. у Т1 и 11,1% мг. у Т2, при чему највише у Београду (16,6% мг. и 24,6% мг., респективно).

Као последица раста каматних стопа смањује се број непокретности купљених из кредитних средстава. У П1 2023. у просеку 18% станова плаћено је кредитним средствима, што је за 10 п.п. мање него у П1 2022. године.

У међународном окружењу, према подацима Eurostat-а за Т1 2023, цене станова у земљама региона такође настављају да расту успореним темпом. Највећи раст бележе Хрватска (14,0% мг.) и Бугарска (9,6% мг.). На нивоу Европске уније у целини ове цене су незнатно порасле (0,8% мг.).

Према подацима РЗС-а, укупан број издатих грађевинских дозвола у П1 износио је 12.885 и





смањен је за 2,3% мг. Пад је вођен мањим бројем издатих дозвола за станове (-4,2% мг.), као и за остале грађевине (-8,4% мг.). На то се одражавају високе цене грађевинског материјала и други повећани трошкови производње.

7. Инфлациона очекивања

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

Према анкети агенције Блумберг, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** кретала су се током већег дела П1 на нивоу око 7%, а у јуну су снижена на 6,8%, што је за 0,7 п.п. ниже него крајем 2022. Та очекивања, према резултатима анкета агенције Ипсос, била су стабилна и кретала су се на нивоу од око 8%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред у П1 су била стабилна и износила су 10,0% до јуна, када су снижена на 9,8%. Први пут од почетка сукоба у Украјини мање од половине привредника очекивало је у јуну 2023. раст цена инпута у производњи, а проценат привредника који очекују раст цена својих готових производа и услуга у наредна три месеца у мају и јуну готово је двоструко мањи него на крају 2022. и износио је око 33%. У јуну, проценат испитаника који очекују раст цена својих производа у наредних 12 месеци био је 70,8%, што је на сличном нивоу као и у децембру 2022. (71,3%).



Инфлациона очекивања становништва, уобичајено виша од очекивања осталих сектора, након десет месеци кретања на нивоу од 20%, у фебруару су смањена на 15%, где су се задржала и наредних месеци. Према резултатима квалитативне анкете, индекс очекиване инфлације бележио је ниже вредности од индекса перципиране инфлације, што указује на то да становништво очекује да инфлација у наредних 12 месеци буде нижа од инфлације у претходној години дана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред кретала су се у распону 4,5–5,0% у јуну, 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



Графикон III.7.3. Очекивана инфлација за две године унапред*

(мг. стопе, у %)

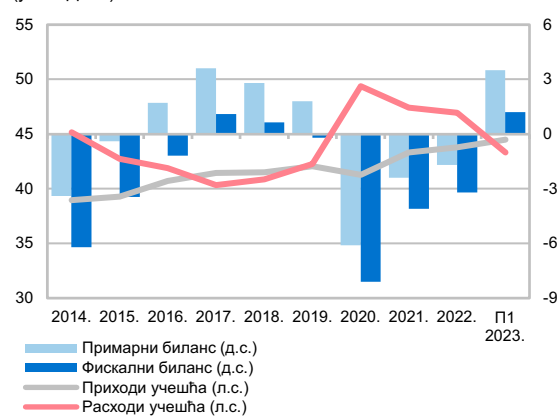


Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.

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

Графикон III.8.1. Фискални и примарни резултат буџета опште државе

(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

унапред **смањена су** са 7%, колико су износила од почетка године, на 6,8% у јуну. Очекивања привреде за **три године унапред** током целог периода износила су 5,0%. **Инфлациона очекивања становништва** за две године унапред у априлу смањена су на 10% и задржала су се на том нивоу све до краја П1, а толико тренутно износе и очекивања за три године унапред.

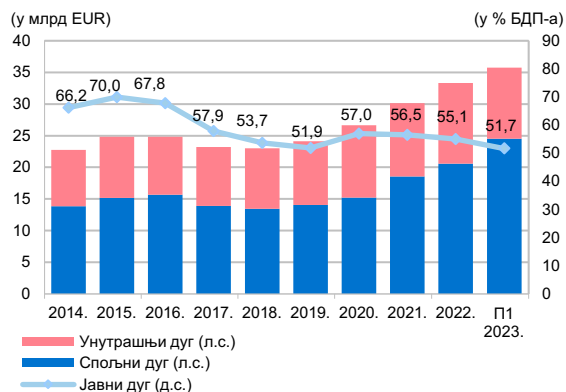
8. Фискална кретања

Јавне финансије за 2023. годину пројектоване су у условима глобалне неизвесности и неповољне ситуације на тржишту енергената и хране. Због тога у П1 2023. године одређени простор буџета државе био је опредељен за ублажавање последица енергетске кризе, али и одржавање животног стандарда грађана путем повећања расхода за плате у јавном сектору и пензије. Новом *Фискалном стратегијом за 2024. годину са пројекцијама за 2025. и 2026. годину* предвиђен је средњорочни фискални оквир умереног напуштања експанзивне фискалне политике ради постизања стабилности јавних финансија. Наставиће се и политика смањеног пореског оптерећења рада, чиме се додатно растеређује привреда и повећава њена конкурентност. Новим сетом општих фискалних правила дефинисане су границе фискалног дефицита, које су неопходне како би се обезбедила опадајућа путања учешћа јавног дуга у БДП-у. Посебним фискалним правилима ограничено је учешће издатака за запослене у БДП-у, што је и учињено и за издатке за пензије увођењем нове формуле индексације. Пројекције Министарства финансија за 2024, 2025. и 2026. годину указују на то

да ће учешће дефицита опште државе у БДП-у следити опадајући тренд и да ће износити 2,2%, 1,5% и 1,5%, респективно, чиме је предвиђено да учешће јавног дуга опште државе у БДП-у буде смањено на 51,9% у 2026. години.

У првих шест месеци 2023, **на нивоу опште државе забележен је суфицит од 45,0 млрд динара** (1,2% БДП-а), у поређењу с дефицитом од 21,1 млрд динара у истом периоду претходне године. Истовремено, **суфицит примарног фискалног биланса износио је 131,6 млрд динара** (3,5% БДП-а). У поређењу с пројекцијом датом у *Фискалној стратегији за 2024. годину*, где је **дефицит опште државе за 2023. процењен на нивоу од 3,0% БДП-а**, у П2 постоји простор од преко 288 млрд динара како би се достигла

Графикон III.8.2. Јавни дуг*



Извор: Министарство финансија.

* Централни ниво државе.

вредност дефицита опште државе која је пројектована на годишњем нивоу.

У односу на исти период претходне године, **јавни приходи** су у П1 2023. године номинално повећани за 12,3% мг. (183,1 млрд динара). Највећи допринос расту пореских прихода, као резултат раста масе зарада, дали су социјални доприноси (3,7 п.п.), и поред одлуке државе да смањи стопу доприноса на терет послодавца за 1 п.п. Приходи од пореза на добит допринели су са 3,0 п.п., што је резултат повећане профитабилности привреде у претходној години. Нешто мањи раст бележе приходи од пореза на доходак (допринос 1,5 п.п.), као и приходи од ПДВ-а (допринос 0,9 п.п.), што је једним делом резултат раста цена, делом реалног раста привреде, а допринос раста наплате ПДВ-а делом вероватно потиче и од е-фискализације, која је постала обавезна од 1. маја прошле године.

У наредном периоду приоритет фискалне политике на приходној страни остаће даље смањење пореског оптерећења зарада и наставак борбе против пореске евазије и сиве економије.

Јавни расходи су номинално повећани за 7,7% мг. (117,1 млрд динара). Доминантан утицај унутар структуре јавних расхода произлази из социјалне помоћи и трансфера (допринос 3,2 п.п.), услед раста издатака за пензије унутар ове категорије (допринос 4,3 п.п.). У нешто мањој мери, раст расхода био је опредељен буџетским позајмицама (2,3 п.п.), претежно намењеним за санирање последица енергетске кризе. Повећање плата у јавном сектору утицало је на то да расходи за запослене допринесу са 2,1 п.п. укупном расту јавних расхода. У смеру смањења јавних расхода деловали су остали трансфери домаћинствима (допринос -2,1 п.п.) и остали текући расходи (допринос -1,5 п.п.). Благ негативан допринос забележен је и код капиталних расхода (-0,9 п.п.). Од укупно планираних капиталних расхода у новој *Фискалној стратегији* (588,4 млрд динара), у првих шест месеци реализовано је близу трећине. На расходној страни, приоритет фискалне политике биће капиталне инвестиције (пројектоване на око 6–7% БДП-а годишње) намењене саобраћајној и комуналној инфраструктури.

Јавни дуг опште државе крајем јуна 2023. износио је 36,0 млрд евра, или 52,1% пројектованог БДП-а за 2023, и у односу на крај 2022. нижи је за 3,5 п.п., што је резултат вишег пројектованог номиналног раста БДП-а у 2023. години.

Када је реч о валутној структури јавног дуга, у односу на крај 2022. године, учешће дуга у еврима готово је непромењено, на нивоу од 56,6%. С друге стране, учешће дуга у динарима смањено је за 2,1 п.п., на 22,8%, а у доларима за 1,1 п.п., на 13,1% на крају јуна. Повећано је учешће дуга по основу *SDR* за 2,8 п.п., на 6,8% крајем јуна, по основу стендбај аранжмана с ММФ-ом.

9. Агрегатна тражња

У П1 2023. настављен је раст економске активности (1,3% мг.), мада нешто спорији у односу на претходну годину, што се пре свега може довести у везу са и даље присутним глобалним неизвесностима и последичним рестриктивним монетарним политикама. За разлику од претходних периода када је раст био вођен потрошњом, у П1 је раст био заснован на повећању извоза, а у нешто мањој мери и расту инвестиција у фиксне фондове, док је потрошња благо коригована наниже, што је, уз смањење залиха, за последицу имало негативан допринос домаће тражње.

Приватна потрошња је у П1 коригована наниже за 0,4% мг., што се пре свега може довести у везу са смањењем расположивог дохотка становништва за потрошњу услед раста издатака за храну и енергенте, као и услед заостравања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а и последично растућих трошкова отплате кредита и више цене новог задуживања. На пад приватне потрошње указује

Графикон III.9.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)





реални промет у трговини на мало, који је у П1 смањен за 5,1% мг., док је номинални увоз потрошне робе изражен у еврима успорио раст на 7,6% мг., што се у потпуности дугује расту увозних цена. И кретање показатеља из области туризма такође указује на нижу приватну потрошњу, пошто је промет домаћих туриста, мерен бројем долазака и ноћења, успорен са око 30% мг. у П2 2022. на 2,1% мг. у П1 2023. године.

И **потрошња државе** је била у паду током П1 (-2,9% мг.), тако да је домаћа потрошња смањена за 0,8% мг., уз негативан допринос економској активности од 0,7 п.п.

Благи раст **приватних инвестиција у фиксне фондове** био је присутан и током П1 (0,3% мг.), упркос и даље израженим геополитичким тензијама и растућим трошковима задуживања. Процењујемо да је већина инвестиција финансирана из сопствених извора, на шта указује знатан раст профитабилности привреде у претходној години.¹⁷ Поред тога, регистрован је већи прилив СДИ, који је у П1 износио близу 2,2 млрд евра, што представља раст од 33,8% у односу на исти период претходне године, када су приливи по основу СДИ накратко успорили након избијања конфликта у Украјини. Такође, инвестициони кредити бележе раст од 3,4% мг., мада нешто спорији него у П2 2022. (6,3% мг.) услед растућих трошкова задуживања. На раст приватних инвестиција указује пре свега раст производње машина и опреме, који је у Т2 износио 19,2% мг., док је, с друге стране, увоз опреме номинално смањен за



11,0% мг. И сектор грађевинарства бележи опоравак у Т2, на шта указује пре свега раст вредности изведених радова од 17,9% мг. у Т2, док је број издатих дозвола у мају, први пут након десет месеци, повећан на мг. нивоу (2,4%), а затим у јуну додатно повећан за 18% мг.

Државне инвестиције су оствариле раст од 9,2% мг., што је пре свега повезано с реализацијом значајних инфраструктурних пројеката, тако да су **укупне инвестиције у фиксне фондове** повећане за 3,1% мг., уз допринос расту економске активности од 0,7 п.п.

Током П1 регистровано је **смањење залиха** подстакнуто растом извоза, што је, уз нижу потрошњу, смањило укупну домаћу тражњу за 4,6% мг., уз негативан допринос БДП-у од 5,4 п.п.

Упркос нижој екстерној тражњи, реални извоз робе и услуга повећан је током П1 за 5,1% мг., док је реални увоз смањен за 3,8% мг., што је резултирало позитивним доприносом нето извоза мг. расту реалног БДП-а са 6,6 п.п.

10. Економска активност

Раст економске активности у П1 износио је 1,3% мг. Упркос успоравању раста активности у сектору услуга због смањења расположивог дохотка, услужни сектори, збирно посматрано, током П1 остварили су раст од 1,2% мг., што је допринело расту економске активности са 0,6 п.п. Нешто мањи допринос расту

¹⁷ Профит мерен нето финансијским резултатом у 2022. години повећан је за 26%, на 864,2 млрд динара.



БДП-а потекао је и од осталих сектора (до 0,4 п.п.), при чему се раст у индустрији у потпуности дугује опоравку у електроенергетском сектору. У сектору грађевинарства током Т2 започет је опоравак, тако да је на нивоу П1 остварен раст од око 7%, док је раст пољопривредне производње износио око 10% мг.

Опоравак у електроенергетском сектору водио је раст **индустријске производње**, који је у П1 износио 1,8% мг. Након проблема који су условили смањење производње струје у претходној години, у 2023. стабилизација електроенергетског система резултирала је растом производње струје у П1 од 16,9% мг, уз допринос расту обима индустријске производње од 2,8 п.п. С друге стране, незнатно је коригован наниже обим производње у сектору рударства (-0,5% мг.) услед мање експлоатације угља у Т2. Смањен је и обим производње прерађивачке индустрије, за 1% мг., што се може довести у везу са успоравањем екстерне тражње.

Активност у оквиру прерађивачке индустрије смањена је код 12 од 24 делатности и може се довести у везу са и даље присутним геополитичким тензијама и рестриктивним монетарним условима, што је у великој мери успорило екстерну тражњу. Тако је двоцифрен пад на мг. нивоу забележен у оквиру производње основних метала, металних и хемијских производа, док је производња прехранбених производа незнатно смањена (-0,6% мг.). С друге стране, производња рачунара и електричних производа повећана је за 58,5% мг. а производња машина и опреме за 19,2% мг.



Након смањења активности у 2022. од 9,8% мг. и додатне корекције у Т1 2023. од -1,4% мг., у Т2 је започет опоравак у сектору **грађевинарства**, када је регистрован раст активности од око 15% мг., што се 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 од маја, први пут након јула 2022, бележи раст на мг. нивоу (2,4% у



мају и 18,0% у јуну). С друге стране, производња и увоз грађевинског материјала смањени су у П1 за 8,8% м.г. и 5,7% м.г., респективно.

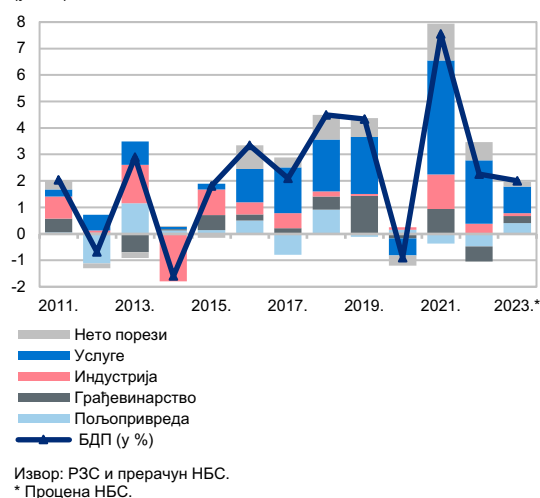
Иако је током П1 успорен раст активности у **услужним секторима** на 1,2% м.г. (са 6,1% м.г. у П1 2022, односно 3,4% м.г. у П2 2022), највећи допринос расту економске активности и даље потиче од услужних сектора, који су, збирно посматрано, допринели расту БДП-а са 0,6 п.п. На и даље присутан раст активности указују пре свега подаци из области туризма, где је током П1 порастао број долазака и ноћења туриста за 13,9% м.г. и 10,5% м.г., респективно, и то нарочито страних туриста. Поред тога, реални промет у угоститељству повећан је у периоду јануар–мај за 14,2% м.г. С друге стране, реални промет у трговини на мало смањен је за 5,1% м.г., што се може довести у везу са смањењем расположивог дохотка становништва услед повећања степена рестриктивности монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а, као и растућих трошкова цена хране и енергената.

Временске прилике у досадашњем току године и прелиминарна процена РЗС-а о расту производње пшенице од око 20% м.г. указују на овогодишњу бољу пољопривредну сезону, што је резултирало растом **пољопривредне производње у П1** од око 10% м.г. у односу на исти период претходне године, када је због неповољних временских услова остварена исподпросечна активност у пољопривреди.

Нето порези су у П1 били на приближно истом нивоу као и претходне године, уз благ негативан допринос економској активности (-0,2 п.п.), док на нивоу године очекујемо позитиван допринос нето пореза од 0,2 п.п.

У нашој августовској пројекцији, стопа раста БДП-а у овој години износиће између 2% и 3%, с тим да процењујемо да ће бити ближе доњој граници пројектованог распона. Посматрано с производне стране, раст БДП-а биће вођен растом активности у услужним секторима, пољопривреди и грађевинарству, чему доприноси планирана реализација инфраструктурних пројеката у области саобраћајне 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, док ће, с друге стране, негативан допринос потећи од прерађивачке индустрије, на коју се одражава нижа

Графикон III.10.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



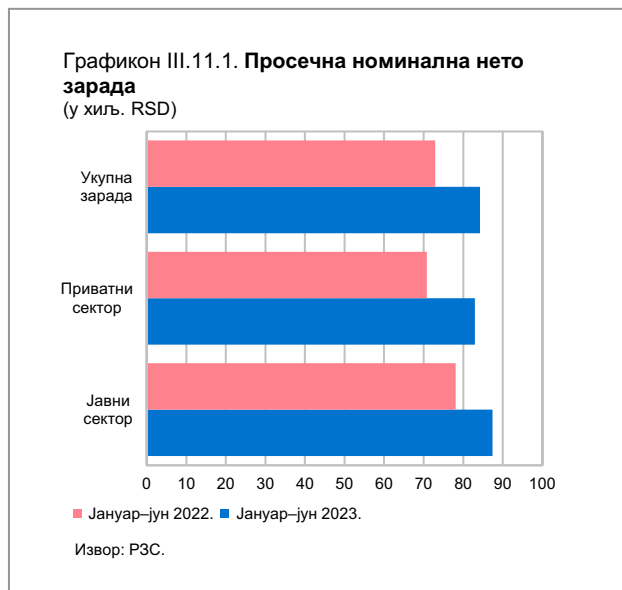
производна активност наших најважнијих трговинских партнера, пре свега Немачке.

11. Зараде и запосленост

Повећање просечних зарада, праћено растом формалне запослености, уз нови најнижи ниво регистроване незапослености, **сведочи о наставку повољних кретања на тржишту рада током П1 2023. године.**

Номинална нето зарада у П1 у просеку је износила 84.204 динара (718 евра), убрзавши м.г. раст на 15,4% (са 14,1% из П2 2022). Остварени раст и даље је вођен знатно бржим растом зарада у приватном сектору (17,1%) него у јавном сектору (11,9%). У истом периоду порасле су и медијална и минимална зарада, у просеку за 16,6% и 15,2%, респективно.

У свим **привредним делатностима** у П1 2023. настављен је м.г. раст просечних зарада, који је био најизраженији у областима трговине (16,6%), прерађивачке индустрије (16,5%) и уметности, забаве и рекреације (16,4%). Двоцифрен м.г. раст зарада забележен је у готово свим делатностима које доминантно припадају приватном сектору, изузев енергетике (8,5%). Просечне зараде наставиле су м.г. раст и у делатностима које претежно припадају јавном сектору – државној управи (14,2%), образовању (12,2%) и здравству (9,3%). Раст просечних зарада, м.г. посматрано, био је широко



распрострањен и по **регионима Србије**, од 14,4% у региону јужне и источне Србије до 16,3% у београдском региону.

Услед раста просечних зарада и броја формално запослених, **укупна номинална нето маса зарада**, која је доминантан извор потрошачке тражње, порасла је у П1 за 18,0% мг. посматрано. С друге стране, услед бржег раста запослености него економске активности, према процени Народне банке Србије, **продуктивност укупне економије** смањена је у П1 за око 1,5% у односу на исти период претходне године.

Укупна формална запосленост у П1 у просеку је порасла за 2,7% мг. посматрано и достигла је ниво од око 2,36 млн лица у јуну, према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра. У јуну је број формално запослених већи за око 55 хиљада лица него годину дана раније, доминантно вођен растом броја запослених код правних лица (за око 40 хиљада лица), а потом броја предузетника и запослених код њих (за око 18 хиљада лица), док је у супротном смеру деловао пад броја индивидуалних пољопривредника (за око 3 хиљаде лица).

Као и у претходном периоду, највећи број нових радних места током П1 отворен је у **приватном сектору**, тако да је број формално запослених у овом сектору достигао 1,75 млн лица у јуну, што је уједно и нови рекордан ниво. У јуну је запослено око 53 хиљаде лица више него годину дана раније, од чега је највећи број у ИКТ сектору (за око 14 хиљада лица), стручним,

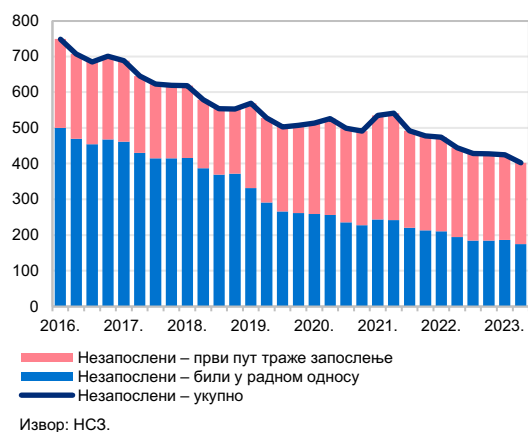
научним, иновационим и техничким услугама (око 9 хиљада лица) и прерађивачкој индустрији (око 8 хиљада лица). У **јавном сектору** формална запосленост порасла је за око 6 хиљада лица, од чега је највећи број новозапослених у области образовања. Насупрот томе, у истом периоду формална запосленост је смањена у областима пољопривреде и водоснабдевања (збирно за око хиљаду лица).

Регистрована незапосленост спустила се на нови најнижи ниво од 402.495 лица у јуну, што је за око 42 хиљаде незапослених ниже него претходне године, према евиденцији Националне службе за запошљавање. При томе, мг. пад броја незапослених



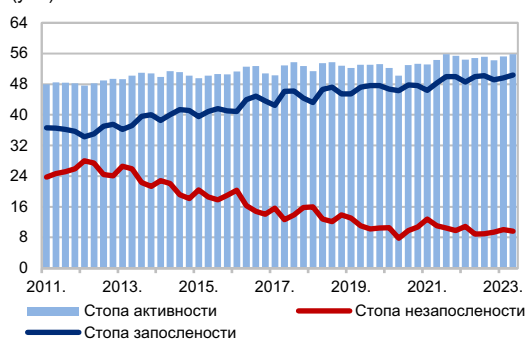
Графикон III.11.4. Кретање регистроване незапослености

(у хиљ. лица, крај тромесечја)



Графикон III.11.5. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази

(у %)



лица у јуну био је широко распрострањен по свим групама производног и услужног сектора.

Услед ревизије демографских процена основних контингента тржишта рада, према подацима из пописа 2022. године, РЗС је ревидирао податке Анкете о радној снази за 2022. по тромесечјима, што је за

последницу имало повећање стопе незапослености за 0,2 п.п. у просеку, као и смањење стопе запослености за 0,9 п.п. у просеку. Према ревидираној Анкети о радној снази за Т2, стопе активности и запослености више су за 1,0 п.п. и 0,4 п.п. него годину дана раније и износе 55,8% и 50,4%, респективно, док је стопа незапослености износила 9,6%.

Списак графикана и табела

Графикони

II.1.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	7
II.2.1.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.2.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	10
II.2.3.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стоп	11
II.3.1.	Укупна и базна инфлација	12
II.3.2.	Доприноси компонената ИПЦ-а мг. инфлацији током П1 2023.	12
III.1.1.	Пројекције привредног раста у 2023. према подацима ММФ-а	15
III.1.2.	Пројекције инфлације у 2023. према подацима ММФ-а	15
III.1.3.	Кретање БДП-а у зони евра и САД	16
III.1.4.	Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом	16
III.1.5.	Кретање БДП-а у појединим земљама средње и југоисточне Европе	17
III.1.6.	Кретање ИПЦ-а за посматране земље средње и југоисточне Европе у П1 2023.	17
III.1.7.	Кретање референтних стопа за изабране земље средње и југоисточне Европе	18
III.1.8.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	19
III.1.9.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	20
III.1.10.	Кретање светских цена злата и нафте	20
III.1.11.	Кретање цена природног гаса, термалног угља и индекса цена метала и минерала	20
III.1.12.	Индекс светских цена примарних производа	21
III.1.13.	Индекс светских цена хране	21
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	22
III.2.2.	Структура финансијског биланса	22
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	23
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	25
III.3.1.	Кретање каматних стопа	25
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	26
III.3.3.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	26
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	27
III.3.5.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	28
III.3.6.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	28
III.3.7.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	29
III.3.8.	Кретање курса динара и евра према долару	29
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	30
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	30
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	31
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	31
III.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	32
III.4.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	32
III.4.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	33
III.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним пласманима, бруто принцип	33
III.5.1.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	33
III.5.2.	Секторска структура депозита банака	34
III.5.3.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву	34
III.5.4.	Секторска структура пласмана банака	34

III.6.1.	Кретање цена станова у РС мерених индексом цена станова	35
III.6.2.	Кретање цена станова мерених индексом цена станова, у земљама региона	35
III.6.3.	Кретање броја издатих грађевинских дозвола и завршених станова	36
III.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	36
III.7.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	36
III.7.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	37
III.8.1.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	37
III.8.2.	Јавни дуг	37
III.9.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	38
III.9.2.	Извоз и увоз робе и услуга	39
III.9.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	39
III.10.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	40
III.10.2.	Кретање показатеља економске активности	40
III.10.3.	Показатељи грађевинске активности	40
III.10.4.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	41
III.11.1.	Просечна номинална нето зарада	42
III.11.2.	Просечне номиналне нето зараде по делатностима	42
III.11.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	42
III.11.4.	Кретање регистроване незапослености	43
III.11.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	43

Табеле

III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	23
III.3.1.	Кредитни рејтинг	28
III.4.1.	Монетарни преглед	30

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

ГОДИШЊИ извештај о монетарној политици /
Народна банка Србије. - 2010- . - Београд
(Краља Петра 12) : Народна банка Србије,
2010- (Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца) . - 30 cm

Два пута годишње. - Варијантни наслов:
Полугодишњи извештај о монетарној политици.
- Има издање на другом језику: Annual
Monetary Policy Report (National Bank of
Serbia) = ISSN 2217-6535
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици (Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 185198604