



Народна банка Србије

2023
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2023
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 80 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 9. фебруара 2023. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 3. фебруара.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
<i>Осврт 1: Сигнали попуштања инфлаторних притисака на глобалном нивоу</i>	10
III. Кретање инфлације	13
<i>Осврт 2: Шта нам тренутно говоре резултати анкета о инфлационим очекивањима</i>	18
IV. Детерминанте инфлације	21
1. Кретања на финансијском тржишту	21
<i>Осврт 3: Скорашњи трендови у кретању девизних резерви, с посебним освртом на Србију</i>	29
2. Новац и кредити	35
3. Агрегатна тражња	38
<i>Осврт 4: Оцена платнобилансних кретања у 2022. години у Србији и фактора који су довели до бољих кретања од очекиваних у претходној пројекцији</i>	42
4. Економска активност	45
5. Кретања на тржишту рада	46
<i>Осврт 5: Оцена услова на тржишту рада Србије</i>	49
6. Међународно окружење	52
V. Пројекција	63
<i>Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције</i>	83
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	86
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	87
Списак графикана и табела	89
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	92
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	93

I. Резиме

Период од нашег претходног извештаја из новембра обележили су **нешто повољнији изгледи за глобални привредни раст**, пре свега захваљујући знацима да се инфлација у многим земљама постепено повлачи са свог вишедеценијског максимума, као и због већег ефекта пренетих тенденција (*carry-over* ефекта) из 2022. услед бољих од очекиваних остварења у другој половини године. У условима енергетске кризе и поштрених финансијских услова, оптимизам је пробуђен падом цене гаса и других енергената у Европској унији и одустајањем Кине од стратегије нулте толеранције према вирусу корона. Извесно је да ће глобални привредни раст успорити у овој години, према оцени Међународног монетарног фонда, на 2,9%, са 3,4%, колико је износио у 2022. Као главни фактори успоравања наводе се затезање монетарних политика централних банака и наставак конфликта у Украјини. Ипак, процењује се да ће од друге половине ове године уследити опоравак, на који ће се одразити убрзање привредног раста у Кини, постепено уравнотежење тржишта енергената у Европи, смањење глобалне неизвесности, јачање екстерне тражње и даље решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања.

У готово свим земљама света инфлација је и даље висока, али почиње да успорава, захваљујући пре свега нижим ценама енергената. Међутим, индиректни ефекти повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду, заједно са затегнутом ситуацијом на тржишту рада, још увек утичу на раст базне инфлације у многим земљама. **Ове године очекује се успоравање инфлације**, чему ће, поред нижих цена енергената, допринети и побољшано функционисање глобалних ланаца снабдевања и слабија тражња услед рестриктивних монетарних политика централних банака. Ипак, према најновијој оцени Међународног монетарног фонда из јануара ове године, глобална инфлација ће и у 2024. години остати изнад претпандемијског нивоа (нивоа из 2017–2019), који је износио око 3,5%. Због тога водеће централне банке у

Глобални привредни раст успорава у овој години, али мање него што се очекивало пре неколико месеци.

Глобална инфлација показује знаке успоравања, што ће се наставити у наредном периоду, захваљујући нижим ценама енергената, побољшаном функционисању глобалних ланаца снабдевања и слабијој тражњи услед рестриктивних монетарних политика централних банака.

Народна банка Србије наставила је да заоштрава монетарне услове, али умеренијим темпом него у претходном периоду.

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

свету – Систем федералних резерви и Европска централна банка настављају да заоштравају своје монетарне политике, чинећи глобалне финансијске услове затегнутијим, што би могло да има негативне ефекте по јавне финансије и финансијску стабилност земаља у успону.

С обзиром на то да су, и поред знакова попуштања, глобални трошковни притисци и даље високи, Извршни одбор Народне банке Србије наставио је да **повећава референтну каматну стопу**, али умеренијим темпом него у претходном периоду. Након што је у децембру повећана за 50 базних поена, референтна каматна стопа је у јануару и фебруару коригована навише за по 25 базних поена, тако да тренутно износи 5,5%. У истој мери повећане су и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице, на 4,5% и 6,5%, респективно. На тај начин се додатно пооштравају монетарни услови и ограничавају секундарни ефекти раста трошковних притисака из међународног окружења на раст цена преко инфлационих очекивања, а утиче се и на део притисака који долазе са стране тражње. Тиме Народна банка Србије доприноси да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и да се врати у границе дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције. Истовремено, **одржавањем релативне стабилности курса динара према евр**у доприноси ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности. Посматрано на нивоу године, динар је према евр у номинално ојачао за 0,2% у 2022, при чему је Народна банка Србије на међубанкарском девизном тржишту интервенисала нето куповином девиза у износу од 1 милијарде евра, чиме је додатно ојачала девизне резерве земље. **Ниво девизних резерви Народне банке Србије**, који је на крају 2022. износио 19,4 милијарде евра, а у јануару је додатно повећан на 20,9 милијарди евра, што је највиши ниво до сада, виши је од референтних вредности свих мера које се користе за оцену њихове адекватности. На оваквом нивоу, девизне резерве представљају важан стуб одбране од широког спектра ризика.

Пооштравање монетарних услова Народне банке Србије определило је даљи раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, а самим тим и раст каматних стопа на кредите и штедњу у динарима у последњем тромесечју 2022. године. И каматне стопе на кредите и депозите у евро знаку бележиле су раст услед заоштравања финансијских услова у зони евра. Уз ефекте високе базе и доспећа кредита из гарантне шеме, и раст каматних стопа на кредите утицао је на

успоравање раста кредитне активности према немонетарном сектору, који је на међугодишњем нивоу у децембру износио 7,3%, при чему је и даље раст кредитне активности у већој мери био вођен растом кредита привреди. **Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима** у децембру је спуштено на нови минимум од 3%, што указује на то да раст трошкова отплате кредита, који је последица раста каматних стопа, није утицао на квалитет активе банака.

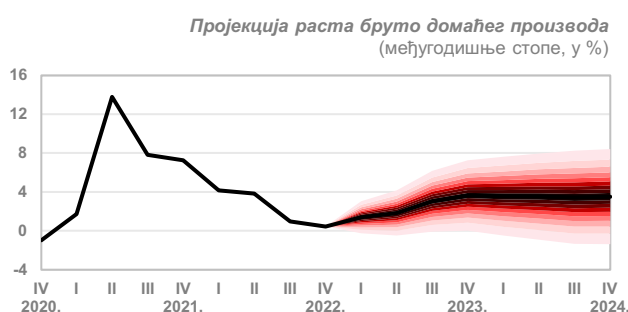
Према проценама Министарства финансија, датим у *Ревидираној фискалној стратегији за 2023. годину са пројекцијама за 2024. и 2025. годину*, **учешће издвајања државе за капиталне инвестиције у бруто домаћем производу пројектује се на око 6–7% годишње, док учешће плата и пензија, и с планираним повећањима у овој години, не би требало да пређе 10%, што је у складу и с новим фискалним правилима.** Све то заједно треба да допринесе одржавању животног стандарда становништва и расту средстава за нове инвестиције, али и да осигура да се јавни дуг нађе на опадајућој путањи. Учешће дефицита опште државе у бруто домаћем производу пројектује се на 3,3% ове године, у условима и даље очекиваних високих издатака за енергенте, а затим се очекује његово смањење на око 1,4% у 2025, што ће обезбедити да јавни дуг на крају 2025. износи око 54% бруто домаћег производа. Према нашој оцени, доследна примена нових фискалних правила требало би да обезбеди одрживост јавних финансија на дуги рок и спречи веће инфлаторне притиске са стране тражње, што би се позитивно одразило и на кредитни рејтинг и премију ризика земље. Важно је истаћи да је у јануару на међународном финансијском тржишту Република Србија емитовала две еврообвезнице – једну рочности пет година у вредности од 750 милиона долара, по купонској стопи од 6,25%, и другу рочности од десет година у вредности од 1 милијарде долара, по купонској стопи од 6,5%. Када се узму у обзир околности на међународном финансијском тржишту, које и даље карактеришу високе каматне стопе и значајан степен неизвесности, овакви услови финансирања могу се сматрати повољним, нарочито ако се упореде са земљама које већ имају инвестициони рејтинг.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, **реални раст бруто домаћег производа Србије у 2022. износио је 2,3%, што је у великој мери у складу с пројекцијом Народне банке Србије из новембра.** Због ниже екстерне тражње и повећаних глобалних трошковних притисака, као и

И поред већих прихода од планираних, знатно повећани издаци за набавку енергената и потреба да се заштити животни стандард грађана утицали су на то да консолидовани фискални дефицит у 2022. износи 3,1% бруто домаћег производа. У средњем року пројектује се његово постепено смањење, уз задржавање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу испод 60%, што обезбеђује одрживост јавних финансија.

Због ниже екстерне тражње и повећаних глобалних трошковних притисака, као и суше на домаћем тржишту, економска активност у Србији је очекивано успорила у другој половини 2022. године.

Иако је пројектована стопа раста бруто домаћег производа за ову годину од 2,0% до 3,0% непромењена у односу на очекивања из новембра, сада је извесније да ће она бити остварена, јер су ризици из међународног окружења мањи него у новембру.



Дефицит текућег рачуна у 2022. био је нижи од пројектованог у новембру, пре свега као резултат мањег трговинског дефицита, и био је осму годину заредом у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција.

суше на домаћем тржишту, која је смањила приносе пре свега јесењих култура, било је и очекивано да домаћа економска активност успори раст у другој половини 2022. У односу на исти период претходне године, стопа раста бруто домаћег производа у четвртном тромесечју је успорила на 0,4%, док је, према нашој процени, десезонирано посматрано, била за 0,6% виша него у трећем тромесечју.

И према нашој новој пројекцији, **стопа раста бруто домаћег производа Србије** ове године биће у распону 2,0–3,0%, као што смо очекивали и у новембру. Ипак, процењујемо да су ризици пројекције мање изражени него пре три месеца, јер је мања неизвесност у погледу снабдевености Европе гасом, а и показатељи економске активности у зони евра за четврто тромесечје 2022. и на почетку ове године бољи су од очекиваних. Привредни раст ће водити домаћа тражња, пре свега приватна потрошња захваљујући очуваном тржишту рада, док ће допринос нето извоза бити негативан због и даље очекиваног високог количинског увоза најважнијих енергената – гаса и нафте, али и ниже екстерне тражње услед очекиваног успоравања привредног раста наших кључних трговинских партнера, а пре свега зоне евра. Под претпоставком опоравка светске економије, а тиме и екстерне тражње од друге половине ове године, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа на распон 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2022. износио је 6,9% бруто домаћег производа и био је доста нижи него што смо претпоставили у новембарској пројекцији. На повољнији исход од очекиваног утицао је пре свега нижи трговински дефицит од пројектованог, чему су допринели нижи увоз и виши извоз робе и услуга него што смо очекивали у новембру. Дефицит текућег рачуна је осму годину заредом био у пуној мери покривен нето приливом по основу страних директних инвестиција, што доприноси одрживости наше екстерне позиције. **Прилив страних директних инвестиција** и у 2022, у условима повећане глобалне неизвесности, поново је био виши од наших очекивања из новембра и износио је 4,4 милијарде евра, што је нови највиши ниво до сада. Када је реч о пројекцији **учешћа дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу**, очекујемо да ће оно ове године бити на сличном нивоу као у 2022, док се у средњем року очекује постепено смањење на око

5%, као резултат раста извозне понуде по основу инвестиција из претходног периода, али и опоравка екстерне тражње. Иако пројектујемо нешто нижи ниво прилива по основу страних директних инвестиција него претходне године, од око 5% бруто домаћег производа, очекујемо задржавање њихове високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозне секторе.

Око две трећине доприноса међугодишњој инфлацији, која је у децембру износила 15,1%, и даље је потицало од цена хране и енергије, при чему се, као и у другим земљама, допринос цена енергије током четвртог тромесечја смањивао, а допринос цена хране наставио да расте. И поред извесног попуштања глобалних трошковних притисака, произвођачке и увозне цене још увек бележе релативно високе међугодишње стопе раста, што се преноси на домаћу базну инфлацију, која се ипак, захваљујући одржаној релативној стабилности девизног курса у изузетно неизвесним глобалним условима, и даље креће испод укупне инфлације, на нивоу од 10,1% међугодишње у децембру.

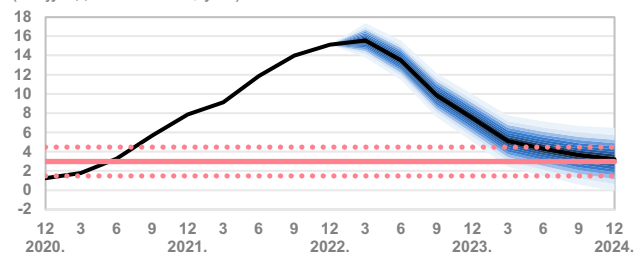
Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација остати повишена у првом тромесечју ове године, пре свега као последица наставка преношења високих трошковних притисака из претходног периода, као и корекције цена електричне енергије и гаса, али да ће се након тога наћи на опадајућој путањи, **уз знатнији пад у другој половини године и повратак у границе циља средином 2024. године**, што је раније него што се очекивало у претходној пројекцији. У смеру ниже инфлације требало би да делују досадашње заштравање монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа мања је него у претходној пројекцији, при чему се и даље у највећој мери односи на факторе из међународног окружења. Кључни ризици пројекције из међународног окружења и даље су изгледи глобалног привредног раста, цене енергената и примарних производа на светском тржишту, као и степен заштравања монетарних политика водећих централних банака. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се у највећој мери односе на исход

Током четвртог тромесечја међугодишња инфлација је износила око 15%, што је незнатно ниже од очекивања изнетих у новембарској пројекцији.

Први пут за последње две године, фебруарска пројекција инфлације за текућу годину на нижем је нивоу него што се очекивало у претходној пројекцији, при чему су ефекти ниже пројекције још видљивији за 2024. годину, на шта се у највећој мери одражава слабљење трошковних притисака по основу светских цена енергената.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Ризике пројекције инфлације и бруто домаћег производа у новој пројекцији оцењујемо као симетричне и мање изражене, а Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе да реагује додатним мерама.

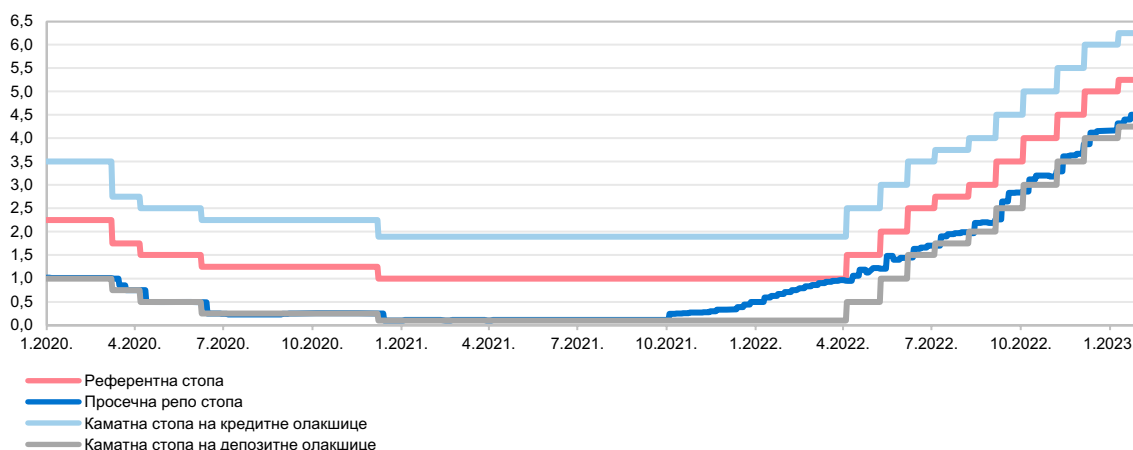
овогодишње пољопривредне сезоне, прилив по основу страних директних инвестиција и опоравак сектора енергетике и грађевинарства. Укупно посматрано, сада и ризике пројекције инфлације, као и ризике за раст бруто домаћег производа, оцењујемо као симетричне. Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује да ли има потребе за додатним заштравањем монетарних услова и у ком обиму, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

И поред знакова попуштања, глобални трошковни притисци су и даље високи, због чега је Извршни одбор наставио да повећава референтну каматну стопу, али умеренијим темпом него у претходном периоду. На тај начин се додатно поштравају монетарни услови и ограничавају секундарни ефекти раста трошковних притисака из међународног окружења на раст цена преко инфлационих очекивања, а утиче се и на део притисака који долазе са стране тражње. Тиме Народна банка Србије доприноси да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и да се врати у границе дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије **наставио је да повећава референтну каматну стопу. Након повећања од 50 б.п. у децембру, стопа је повећана за по 25 б.п. у јануару и фебруару, на 5,5%.** У истој мери повећане су и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице, на 4,5% и 6,5%, респективно. Јануарско повећање референтне каматне стопе представља њено десето узастопно повећање (почев од априла 2022), закључно с којим је она повећана за укупно 425 б.п. Од претходног Извештаја о инфлацији повећана је и просечна пондерисана репо стопа за 137 б.п. и пред састанак Извршног одбора у фебруару износила је 4,66%. Даљим повећањем својих каматних стопа Народна банка Србије реагује на још увек изражене трошковне притиске, пре свега из међународног окружења. Преношење досадашњег

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



Извор: НБС.

повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе.

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

Одлучујући да настави с повећањем референтне каматне стопе, али нешто умеренијим темпом, Извршни одбор је имао у виду да се на глобалном нивоу позитивно могу оценити **знаци попуштања инфлаторних притисака**, чему доприноси смањење цена енергената у последњих неколико месеци, трошкова транспорта, као и све мање изражени застоји у глобалним ланцима снабдевања. Истовремено, **раст светске економије ће доста успорити ове године** у условима повећане геополитичке неизвесности и поштрених услова на међународном финансијском тржишту. Према пројекцијама из децембра, ЕЦБ очекује да ће реални раст **БДП-а зоне евра** знатно успорити, на 0,5% у 2023. (са 3,4% у 2022), а затим се вратити на 1,9% у 2024. години. Ипак, прелиминарни показатељи економске активности указују на то да је, упркос оштром повећању трошковних притисака и каматних стопа, као и израженој геополитичкој неизвесности, економска активност зоне евра прошле године била повољнија него што се предвиђало, а, према проценама тржишних учесника, рецесија у 2023. неће бити тако дубока као што се првобитно очекивало.

Након што је повећала референтну каматну стопу у октобру 2022. за 75 б.п., **ЕЦБ** се на састанку у децембру и фебруару одлучила за умереније повећање од 50 б.п., на 3,0%. Такође, најавила је да ће наставити с повећањем основних каматних стопа. Од марта 2023. смањиваће портфолио програма *APP*, јер се главница доспелих ХоВ више неће реинвестирати у целости. Заоштравањем монетарне политике ЕЦБ настоји да смањи агрегатну тражњу, као и ризик перманентног раста инфлационих очекивања, с обзиром на то да су **стопе инфлације у зони евра, иако успорене, и даље релативно високе**. Треба имати у виду да је инфлација успорила захваљујући успоравању раста цена енергената, а да је базна инфлација, која искључује волатилне категорије као што су енергенти и храна, алкохол и цигарете, достигла нови максимум у децембру (5,2% мг.). Раст базне инфлације тумачи се притисцима веће тражње у

појединим секторима, заоштреним условима на тржишту рада, као и још увек присутним застојима у ланцима снабдевања. Како актуелни покретачи инфлације буду временом слабили и у пуној мери се буду испољавали ефекти рестриктивније монетарне политике, очекује се да ће се тако и инфлација смањивати. Према децембарској пројекцији ЕЦБ-а, просечна инфлација би требало да се смањи ове године на 6,3% (са 8,4% у 2022), а да затим додатно падне на 3,4% у 2024. и 2,3% у 2025. години.

ФЕД је у децембру и фебруару наставио да повећава референтну каматну стопу, али умеренијим темпом него у претходном периоду (за 50 б.п. и 25 б.п., респективно, на распон 4,50–4,75%). Најављен је наставак поштравања монетарне политике, уз повећање централне пројекције референтне каматне стопе на крају ове године на 5,1% (са 4,6% у септембру), а затим смањење на 4,1% до краја 2024. године. Ипак, **тржишни учесници очекују да ће даље заоштравање монетарне политике ФЕД-а бити знатно спорије**, с обзиром на пад индустријске производње у САД и очекивану рецесију, као и постепено слабљење инфлаторних притисака.

Услед очекиваног даљег поштравања монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а, Извршни одбор је имао у виду да ће се наставити **заоштравање глобалних финансијских услова, што ће утицати на смањење инфлаторних притисака**. Даље затезање монетарне политике ЕЦБ-а требало би да утиче и на нижу екстерну тражњу, али и на **раст цена евроиндексираних кредита на домаћем тржишту**. С друге стране, заоштравање монетарних политика водећих централних банака, уз лошије изгледе за глобални привредни раст, може утицати и на **повећање волатилности на међународном финансијском тржишту** и даље преусмеравање глобалних токова капитала од земаља у успону ка развијенијим земљама. Када је у питању Србија, охрабрује изузетно **снажан прилив СДИ прошле године, као и успешан излазак Србије на међународно финансијско тржиште у јануару 2023.** с две емисије еврообвезница у доларима, које су постигле приносе који су повољнији или на нивоу оних које су у данима пре емисије еврообвезница Републике Србије инвеститори прихватили у случају појединих земаља из региона инвестиционог ранга и чланица ЕУ.

Геополитичке тензије су и даље изражене, а кретање **светских цена енергената и хране** волатилно под утицајем бројних фактора на страни понуде и тражње. Иако су због појачаних рецесионих притисака на

глобалном нивоу светске цене нафте и других примарних производа смањене претходних месеци, Извршни одбор је имао у виду да је њихово кретање у наредном периоду и даље тешко предвидиво и повезано с низом ризика. Слично је и с ценама осталих примарних производа, пре свега пољопривредних.

Узевши све наведено у обзир, Извршни одбор је оценио да је међународно окружење и даље изузетно изазовно, што захтева опрезност у одлучивању о монетарној политици, уз вођење рачуна и о економској активности и финансијској стабилности.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у периоду од претходног извештаја представљала је **новембарска средњорочна пројекција инфлације**, према којој је било очекивано да ће мг. инфлација остати повишена до краја прошле и почетком ове године, али да ће се након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у П2 2023. и повратак у границе циља у П2 2024, тј. крајем периода пројекције. Према оцени Извршног одбора, у смеру ублажавања инфлаторних притисака требало би да делују досадашње заштита монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста.

Током Т4 инфлација је била незнатно нижа од очекивања изнетих у новембарској пројекцији и у децембру је износила 15,1% мг., што је непромењена вредност у односу на новембар. И даље је око две трећине доприноса том расту последица раста цена хране и енергената. На месечном нивоу, потрошачке цене су успориле раст и у децембру су повећане за 0,5%, што је најнижа месечна стопа инфлације у 2022. години. Највећи допринос месечној инфлацији дале су цене прерађене хране и цене у оквиру базне инфлације, док су на супрот томе забележене ниже цене нафтних деривата и непрерађене хране. **Базна инфлација** (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета, на коју мере монетарне политике највише утичу) и даље се креће на нижем нивоу од укупне инфлације – у децембру је износила 10,1% мг., чему наставља да доприноси очувана **релативна стабилност девизног курса у изузетно неизвесним глобалним условима**.

Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи, Извршни одбор је имао у виду и то да се

актуелно заштитивање монетарних услова, и поред раста цене задуживања у динарском и евро знаку и одређеног успоравања раста кредитне активности, неће знатније негативно одразити на домаћу тражњу. У условима наставка позитивних трендова на тржишту рада, као и снажног прилива СДИ, домаћа тражња је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а. С друге стране, због ниже екстерне тражње и повећаних глобалних трошковних притисака, као и суше, која је смањила пољопривредне приносе, било је и очекивано да домаћа економска активност успори раст у П2 2022. Према прелиминарној процени РЗС-а, **реални раст БДП-а Србије у 2022.** износио је 2,3%, што је у великој мери у складу с пројекцијом Народне банке Србије из новембра.

На састанку у фебруару, када је приликом одлучивања располагао и фебруарском средњорочном пројекцијом инфлације, **Извршни одбор је повећао референтну каматну стопу за 25 б.п., на 5,5%**. При доношењу такве одлуке, Извршни одбор је имао у виду да су, и поред знакова успоравања глобалне инфлације након вишедеценијског максимума, трошковни притисци из међународног окружења и даље високи. Иако су смањене пре свега цене у сектору енергетике и цене контејнерског транспорта, а решавају се и застоји у глобалним ланцима снабдевања, Извршни одбор је истакао да је потребна опрезност у вођењу монетарне политике, с обзиром на то да би снажнији раст Кине вероватно погурао цене енергената и других примарних производа навише и тиме отежао борбу против инфлације. Поред тога, индиректни ефекти повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду још увек утичу на раст базне инфлације и, заједно с тржиштем рада које карактерише ниска незапосленост и даљи раст зарада, у многим земљама успоравају обарање инфлације.

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 заштитивањем монетарних услова и у ком обиму. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне стабилности у средњем року и очување постигнуте финансијске стабилности, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

Осврт 1: Сигнали попуштања инфлаторних притисака на глобалном нивоу

У П2 2021. и у већем делу 2022. године сведочили смо серији глобалних инфлаторних шокова, повезаних најпре са опоравком светске економије од пандемије, а затим са избијањем енергетске кризе, што је кулминирало заштравањем геополитичких тензија и сукобом у Украјини. Ови шокови су условили да инфлација широм света снажно порасте и да се покаже јачом и постојанијом од очекиване, што се, у условима брзорастуће спољнотрговинске размене Србије са остатком света, пренело и на Србију.

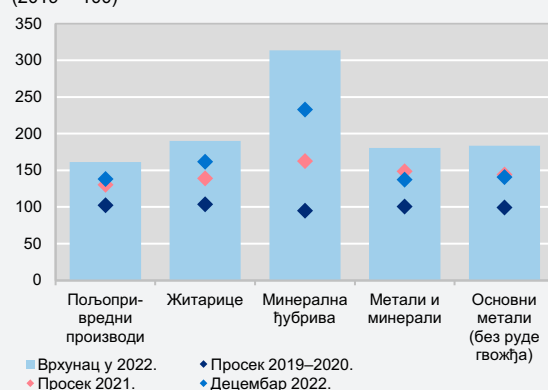
Међутим, последњих месеци све је више знакова који указују на попуштање глобалних трошковних притисака. Томе је пре свега допринело успоравање глобалне тражње услед повећања степена рестриктивности монетарних политика водећих централних банака, смањеног потрошачког и инвестиционог поверења због неповољних геополитичких дешавања, као и уведених противпандемијских ограничења у Кини, али и постепени раст понуде на глобалном нивоу.

На попуштање инфлаторних притисака и смањење неравнотеже између понуде и тражње на глобалном нивоу најпре је указало смањење застоја у глобалним ланцима производње који су се створили у време пандемије вируса корона, а чије су брже решавање ограничавали нагли раст глобалне тражње и избијање конфликта у Украјини. Према индексу њујоршког ФЕД-а (*Global supply pressure index*), који комбинује више показатеља притисака са стране понуде, проблем с функционисањем глобалних ланаца снабдевања био је највећи крајем 2021. године, да би се током 2022. године они постепено нормализовали, па се тренутно овај индекс креће тек нешто изнад вишегодишњег просека.

Графикон О.1.1. Притисци у глобалним ланцима снабдевања и цене прекоморског контејнерског транспорта



Графикон О.1.2. Месечни индекси цена примарних производа (2019 = 100)



Нормализација у овом сегменту највише се одражава кроз пад трошкова прекоморског (контејнерског) транспорта, који су крајем 2021. године били око пет пута виши него пре пандемије, а крајем 2022. нашли су се тек незнатно изнад претпандемијског нивоа. Треба нагласити да је пад трошкова по том основу резултат не само нормализације функционисања производних ланаца већ и успоравања глобалне тражње.

У П2 2022. дошло је и до преокрета у кретању светских цена примарних производа, које у великој мери зависе од фазе производног циклуса у којој се налази светска економија. Избијањем сукоба у Украјини, већ високе цене примарних производа додатно су порасле. Међутим, након тога, са све израженијим растом рецесионих притисака на глобалном нивоу, цене великог броја примарних производа су у паду.

За Србију нарочито битне светске цене пољопривредних производа – пшенице, кукуруза, соје – готово да су се вратиле на ниво пре избијања сукоба, чему је у највећој мери допринео договор Русије и Украјине о деблокади трговине овим производима. Поред тога, последњих месеци смањују се и цене минералних ђубрива за

пољопривредну производњу, мада се оне и даље налазе изнад вишегодишњих просека, с обзиром на то да су поменуте земље велики произвођачи сировина за производњу ђубрива.

Према подацима Светске банке, цене метала и минерала (гвожђа, калаја, цинка, никла и бакра) смањују се још од априла 2022. године, услед слабије индустријске активности у Кини и Европи, али је с најавом отварања Кине уследио њихов умерени раст.

Код енергената ситуација није једнообразна. С једне стране, светске цене нафте су се у последњем тромесечју 2022. године вратиле на ниво пре сукоба у Украјини, што због нормализације трговине нафтом након иницијалног шока, што због смањене тражње услед рецесионих тенденција. С друге стране, цене природног гаса и електричне енергије, које расту још од краја 2021. године, а свој врхунац су достигле у августу 2022, и даље су волатилне и знатно више од вишегодишњег просека. Може се ипак рећи да су релативно топло време у последњем тромесечју 2022, висока попуњеност складишта и мере ограничења потрошње енергената у европским земљама допринеле одређеном смиривању на тржишту ових енергената и учиниле проблем на овом пољу знатно мањим него што се предвиђало средином прошле године.

Као резултат поменутих кретања – нормализације функционисања глобалних производних ланаца и пада цена примарних производа – последњих месеци опадају и стопе инфлације у развијеним земљама. У САД инфлација је достигла врхунац у јуну – 9,1% м.г. и од тада се константно смањује, док је базна инфлација започела пад нешто касније, од септембра. И у зони евра м.г. инфлација је почела да опада, након што је врхунац достигла у октобру – 10,6%, док се базна инфлација стабилизовала на око 5%. Од 137 анализираних земаља, у 85 земаља м.г. инфлација је у децембру била на истом или нижем нивоу него у новембру, а ако се посматрају земље ЕУ, од 27 земаља м.г. инфлација се у децембру у 17 земаља стабилизовала или нашла на нижем нивоу него у новембру.

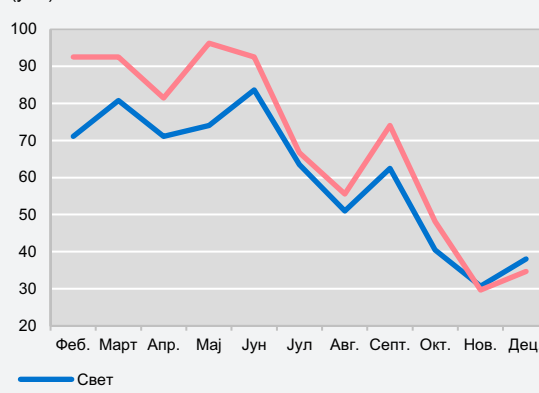
Графикон О.1.3. Месечни индекси цена енергената (2019 = 100)



Извор: Рефинитив.

Напомена: За гас и струју врхунац је август 2022, а за нафту јун 2022.

Графикон О.1.4. Процент земаља чија инфлација расте у датом месецу 2022. (у %)



Извор: Светска банка и Eurostat.

Када је у питању наредни период, Народна банка Србије као највероватнији сценарио види онај у коме би комбинација наставка нормализације функционисања производних ланаца, смиривања геополитичких тензија и рестриктивних монетарних политика довела до даљег постепеног ублажавања глобалних инфлаторних притисака, што ће за резултат имати и смањење домаће инфлације. Ипак, вероватно не треба очекивати ни повратак на веома ниске стопе инфлације какве смо имали до средине 2021. године, с обзиром на то да ће актуелна фрагментација трговинских токова (санкције између земаља, трговинска ограничења, протекционистичке политике, транзиција ка зеленој економији) вероватно потрајати.

Већ реализовани и претпостављени даљи пад инфлаторних притисака из међународног окружења значајан је фактор пројектованог успоравања инфлације у Србији у наредном периоду и њеног враћања у границе циља средином 2024, иако ову пројекцију, мада у мањој мери него претходне, и даље карактеришу ризици, нарочито када је у питању брзина глобалног економског опоравка, али и геополитичка ситуација.

III. Кретање инфлације

Након раста на 15% у октобру, мг. инфлација се до краја 2022. године кретала на сличном нивоу, што је било незнатно ниже од наших процена из претходног извештаја. Око две трећине доприноса инфлацији и даље потиче од цена хране и енергије, при чему се, као и у другим земљама, допринос цена енергије током Т4 смањивао, а допринос цена хране наставио да расте. И поред извесног попуштања глобалних трошковних притисака, произвођачке и увозне цене још увек бележе релативно високе мг. стопе раста, што се преноси на домаћу базу инфлацију, која се и даље креће испод укупне инфлације (на нивоу од 10,1% мг. у децембру), чему доприноси одржана релативна стабилност девизног курса.

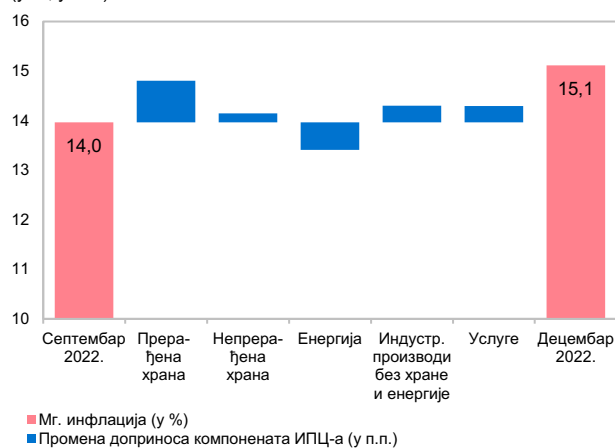
Кретање инфлације у Т4

Услед и даље интензивних трошковних притисака, мг. инфлација је и током Т4 остала на повишеном нивоу и у децембру је (као и у новембру) износила 15,1% (наспрам 14,0% у септембру). У Т4 највише је порастао допринос цена прерађене хране мг. инфлацији (за 0,8 п.п., на 5,1 п.п.), под утицајем и даље високих трошкова у производњи и транспорту хране, као и негативних ефеката суше у Србији и већем делу Европе, а у мањој мери је повећан и допринос цена непрерађене хране (за 0,2 п.п., на 2,4 п.п.). Насупрот томе, цене енергије су у Т4 смањиле допринос мг. инфлацији (за 0,6 п.п., на 2,5 п.п.), што се у целини дугује нижем доприносу цена нафтних деривата, на које се одразило знатно успоравање мг. раста светске цене нафте, док је допринос цена осталих енергената остао готово непромењен. Цене индустријских производа (без хране и енергије) и цене услуга у децембру повећале су допринос мг. инфлацији за по 0,3 п.п. у односу на септембар – на 3,0 п.п. и 2,1 п.п., респективно. Мг. базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) расла је током Т4 и у децембру је достигла 10,1%, под утицајем још увек високих произвођачких и увозних цена.

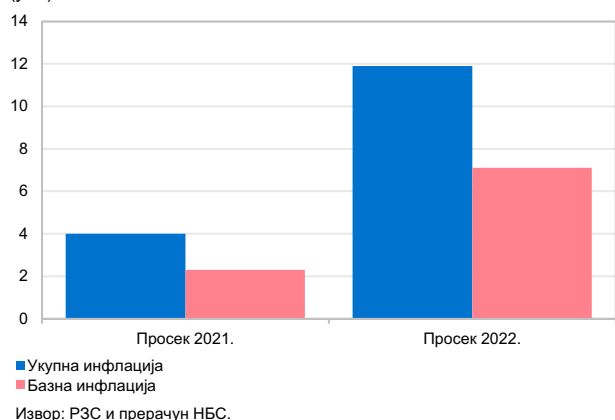
На нивоу 2022. просечна годишња инфлација, према процени РЗС-а, износила је 11,9%,¹ а просечна базна инфлација 7,1%, што је показатељ да је инфлација у Србији доминантно изазвана факторима на страни

¹ Просечан годишњи индекс потрошачких цена добија се као проста аритметичка средина 12 објављених месечних индекса (месец на просек претходне године). Стога просечна годишња стопа одражава не само промену цена већ и ефекат промене пондера.

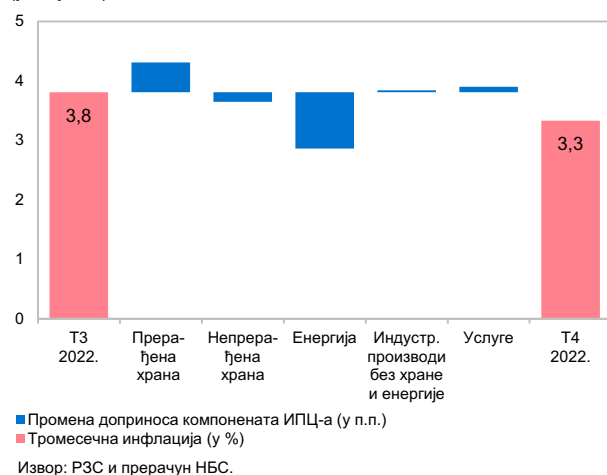
Графикон III.0.1. Мг. инфлација и промене доприноса основних компонента ИПЦ-а мг. инфлацији (у %, у п.п.)



Графикон III.0.2. Инфлација у 2021. и 2022. (у %)



Графикон III.0.3. **Тромесечна инфлација и промене доприноса основних компонента ИПЦ-а тромесечној инфлацији**
(у %, у п.п.)



Графикон III.0.4. **Укупна и базна инфлација**
(мг. стопе, у %)



Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонента ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т4 2022.**
(тримесечно)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

понуде, на које мере монетарне политике имају веома мали или ограничен ефекат. Нижем нивоу базне инфлације у односу на укупну инфлацију током целе 2022. доприносила је и очувана релативна стабилност девизног курса у веома неизвесним и непредвидивим глобалним околностима.

На нивоу тримесечја, **раст потрошачких цена од 3,3% у Т4** био је нешто нижи од очекиваног у новембарском Извештају о инфлацији и при томе је додатно успорио у односу на Т3 (3,8%), највише под утицајем знатно нижег доприноса цена енергије, које су у децембру, први пут након више од годину дана, забележиле пад (2,2%). Цене у оквиру базне инфлације наставиле су да се крећу у складу с нашим очекивањима.

Повећање инфлације у Т4 првенствено су определиле више **цене хране и безалкохолних пића** за 5,8% на нивоу целе групе (уз допринос инфлацији од 2,0 п.п.). Од тога, **цене прерађене хране** су порасле за 8,0%, доминантно због поскупљења млека и млечних прерађевина, хлеба и житарица, безалкохолних пића и месних прерађевина (уз збрини допринос инфлацији од 1,4 п.п.). Раст **цена непрерађене хране** од 1,8% у Т4 определиле су више цене свежег поврћа и свежег меса (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), насупрот чега је деловало појефтињење свежег воћа (уз допринос инфлацији од -0,2 п.п.).

Цене енергије су у Т4 благо смањене, за 0,2% на нивоу групе, захваљујући паду цена **нафтних деривата** на домаћем тржишту (5,6%, уз допринос инфлацији од -0,4 п.п.), које је у целини регистровано у децембру, следећи пад цене нафте на светском тржишту. Насупрот томе, **цене чврстих горива** (дрва и угаљ), сезонски уобичајено, у Т4 порасле су за 8,4% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), док цене електричне енергије и гаса за домаћинства нису мењане у Т4.

Цене на нивоу групе **индустријских производа (без хране и енергије)** порасле су за 2,8% у Т4, вођене вишим ценама намештаја и производа за одржавање и опремање домаћинства (5,7%) и сезонским поскупљењем одеће и обуће (4,3%), уз допринос инфлацији од по 0,2 п.п. У мањој мери, у Т4 су порасле и цене других индустријских производа (уз збирни допринос од 0,4 п.п.) услед и даље високих цена инпута у њиховој производњи.

Цене услуга су у Т4 порасле за 2,7%, у највећој мери као резултат виших цена станарина (10,1%), услуга ресторана и хотела (5,4%), услуга за одржавање и

оправку станова и транспортних услуга (уз збирни допринос инфлацији од 0,4 п.п.). У мањој мери, у Т4 су повећане и цене осталих услуга.

Регулисане цене су у Т4 повећане за 1,1%, што је у потпуности последица поскупљења комуналних услуга (3,8%) и услуга смештаја ученика и студената (8,8%), уз збирни допринос инфлацији од 0,2 п.п. Исти фактори су определили и бржи раст регулисаних цена на мг. нивоу, који је износио 7,0% у децембру (након 5,8% у септембру).

Цене у оквиру базе инфлације су у Т4 оствариле раст од 3,0%, који се у највећој мери дугује вишим ценама производа кућне хемије (7,3%, уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.) и већ поменутих поскупљењима одеће и обуће и станарина.

Произвођачке и увозне цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште током Т4 додатно су успориле мг. раст, који је у децембру износио 13,3% (наспрам 16,9% у септембру), првенствено захваљујући смањењу доприноса **цена у производњи енергије** (сирове нафте и њених деривата). У истом периоду смањен је и допринос **цена интермедијарних производа** (металних производа, хемикалија, производа од гуме и пластике), **цена капиталних производа** и **трајних производа за широку потрошњу**. У супротном смеру једино је деловао виши допринос **цена нетрајних производа за широку потрошњу** (прехранбених производа и пића), по основу и даље високих цена увозних инпута у њиховој производњи и негативних ефеката летње суше. На нивоу тромесечја, произвођачке цене су у Т4 благо смањене за 0,3%, чиме су, први пут након Т2 2020, забележиле пад. **Цене елемената и материјала у грађевинарству** такође су успориле мг. раст, на 14,6% у децембру (са 17,8% у септембру). И поред ублажавања трошковних притисака услед смањења цена енергената и трошкова транспорта у протеклим месецима, као и постепеног отклањања застоја у глобалним ланцима снабдевања, улазне цене у производњи и грађевинарству и даље су високе и врше притисак на излазне цене.

Увозне цене исказане у динарима² наставиле су да успоравају мг. раст – са 16,6% у септембру на 10,5% у

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

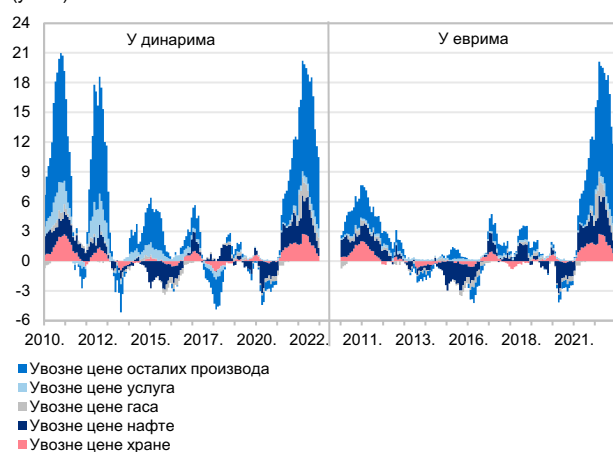
Графикон III.0.5. Доприноси компонента мг. стопи раста произвођачких цена* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.6. Доприноси појединих компонента мг. стопи раста увозних цена (у п.п.)



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

децембру, доминантно због знатно нижег доприноса извозних цена Немачке, којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала у нашу земљу. Нижи допринос потекао је и од светских цена нафте и хране, док су цене гаса из увоза и цене у оквиру базне инфлације за зону евра (мерене хармонизованим ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), којима се апроксимирају цене увоза услуга, повећале свој допринос м.г. расту увозних цена у децембру у односу на септембар.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред стабилизовала су се током Т4.

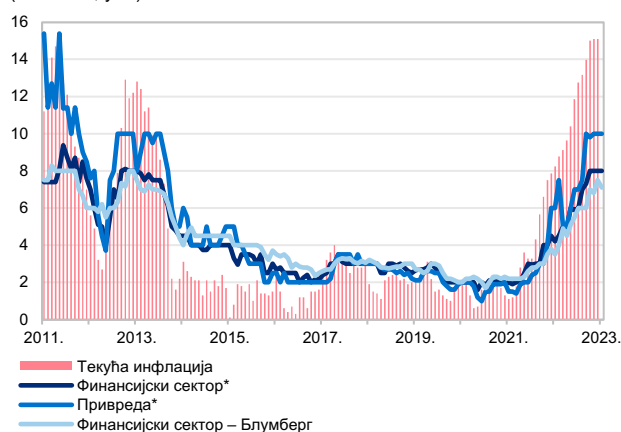
Према анкети агенције **Блумберг**, **инфлациона очекивања финансијског сектора** за годину дана унапред, након пораста у октобру на 7,0%, у наредна три месеца кретала су се на приближном нивоу – у распону од 6,8% у новембру до 7,1% у јануару. Према анкети агенције **Ипсос**, ова очекивања су, након октобарског повећања на 8,0%, остала непромењена закључно с јануаром.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред била су стабилна на око 10%. Такође, проценат привредника који очекују раст цена инпута, као и цена готових производа и услуга у наредних 12 месеци, остао је приближно исти као у септембру, око 70%.

Перцепција пословања привредника знатно је побољшана током Т4. Удео испитаника који пословне услове у претходна три месеца карактерише као погоршане у јануару се више него преполовио у односу на септембар и износио је 23,1%, а проценат оних који очекују побољшање пословних услова у наредној години дана знатно је повећан – на 16,9% у јануару, са септембарских 8,3%.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред остала су непромењена (20,0%) и приближна стопи раста цена неких од основних животних намирница, а пре свега хране, које вероватно у највећој мери утичу на формирање очекивања становништва. Према резултатима квалитативне анкете, вредност индекса перципиране инфлације виша је од вредности индекса очекиване инфлације, што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана.

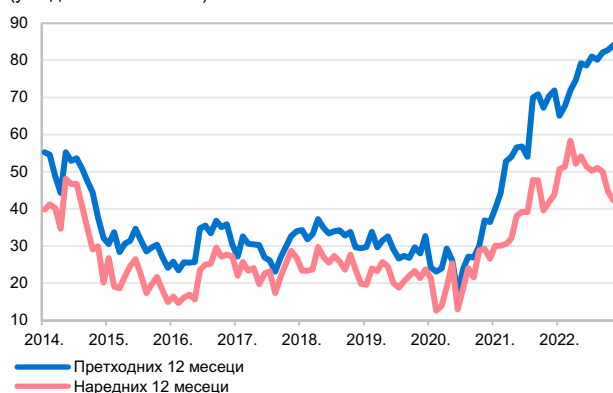
Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (м.г. стопе, у %)



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

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

Графикон III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедиа и прерачун НБС.

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

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред су први пут откад се прате (март 2014) изнад горње границе циља Народне банке Србије и од октобра се налазе на нивоу од 5,0%. Очекивања овог сектора за три године унапред порасла су у октобру на 4% и на том нивоу су остала до јануара. **Очекивања сектора привреде за две године унапред** током Т4 и јануара кретала су се у распону 5–7%, а очекивања за три године унапред у распону 4,5–5%. **Инфлациона очекивања становништва за две године унапред** у октобру су порасла на 15,0% и ту су се задржала до краја Т4, да би у јануару била снижена на 13,0%, док очекивања за три године унапред износе 10%.

Графикон III.0.9. Очекивана инфлација за две године унапред*
(мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Осврт 2: Шта нам тренутно говоре резултати анкета о инфлационим очекивањима

Инфлациона очекивања представљају значајан фактор инфлације јер очекивања утичу на текуће одлуке, због чега их централне банке у режиму циљања инфлације детаљно прате и анализирају. Канал очекивања представља и један од значајнијих канала трансмисионог механизма монетарне политике, односно преношења ефеката мера монетарне политике на економску активност и инфлацију. Ако су очекивања привредних субјеката усидрена око инфлационог циља, у складу с тим планирају се и доносе финансијске одлуке, већа је извесност пословања, што доприноси стабилности укупне економије. Инфлациона очекивања истовремено говоре и о кредибилитету централне банке, јер поверење кључних економских субјеката и њихова перцепција могућности контроле инфлације од стране централне банке у великој мери и опредељују ефикасност монетарне политике.

Овим освртом настојали смо да у условима глобално високих инфлаторних притисака пружимо детаљнији преглед резултата анкета о очекивањима економских субјеката, које тренутно за потребе Народне банке Србије спроводи агенција Ипсос. Анализирали смо и резултате анкете агенције Блумберг за очекивања финансијског сектора, као и очекивања професионалних прогнозера из *Consensus Economics*-а. Посебан акценат ставили смо на утицај актуелних догађаја (пандемија вируса корона, енергетска криза, сукоб у Украјини) на кретање инфлационих очекивања финансијског сектора, привреде и становништва.

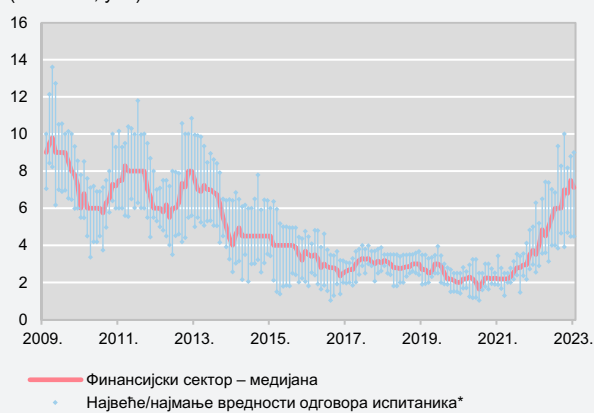
Очекивања финансијског сектора су, по правилу, стабилнија и конзистентнија с пројектованом инфлацијом у поређењу са очекивањима осталих сектора, јер је финансијски сектор углавном информисанији од осталих сектора о општој економској ситуацији у домаћем и међународном окружењу, а тиме и о кључним факторима инфлације. Поред тога, инфлациона очекивања осталих сектора могу да буду под утицајем специфичних фактора. Резултати анкета о инфлационим очекивањима показују да је финансијски сектор у Србији готово непрекидно од октобра 2013. до марта 2022. године очекивао кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије и за годину дана унапред и у средњем року. Дакле, и шест месеци пошто се текућа инфлација у септембру 2021. нашла изнад горње границе циља, инфлациона очекивања финансијског сектора остала су у границама циља $3 \pm 1,5\%$, да би након избијања конфликта у Украјини и додатног раста трошковних притисака уследио раст очекивања, пре свега за годину дана унапред, и она се последњих месеци крећу на нивоу од око 8%. Ипак, важно је нагласити да су очекивања финансијског сектора расла у мањој мери од очекивања осталих сектора и у мањој мери него што је расла текућа инфлација. При томе, и поред умереног раста, инфлациона очекивања за три године унапред наставила су да се крећу у границама циља и према резултатима јануарске анкете износе 4%.

Графикон О.2.1. Очекивана и пројектована инфлација за годину дана унапред



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

Графикон О.2.2. Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг.
* У распону од 5. до 95. перцентила.

Растућа неизвесност на глобалном нивоу и висок степен непредвидивости кретања фактора инфлације у будућности, пре свега из међународног окружења, утицали су и на већу дисперзију појединачних очекивања представника финансијског сектора у 2022. години. Ипак, ако се посматра степен корелације инфлационих очекивања финансијског сектора и пројекција инфлације Народне банке Србије за годину дана унапред објављених у извештајима о инфлацији, уочава се да је он висок (износи 0,8), што говори у прилог кредибилитета наше монетарне политике.

Праћење инфлационих очекивања привреде посебно је важно јер сектор привреде директно утиче на општи ниво цена преко формирања цена својих производа и услуга, као и одлукама о висини зарада. Уколико се посматра кретање очекивања привреде у дужем периоду, уочава се да до краја 2021. више од половине испитаника, а често и преко две трећине, није очекивало промене цена инпута ни за три месеца унапред, ни за 12 месеци унапред, као и да је проценат оних који очекују раст цена инпута у наредних 12 месеци био већи од процента испитаника који очекују раст цена инпута у наредна три месеца. Пандемија вируса корона није се у већој мери одразила на волатилност инфлационих очекивања привредника, уз изузетак у периоду мај–август 2020. (који су карактерисали затварање економије и немогућност обављања појединих услужних делатности, као и појачани застоји у глобалним ланцима снабдевања), када су се очекивања нашла на доњој граници циљаног одступања (1,5%) или чак нешто испод ње. Дакле, уз минимална одступања (и то надолу), инфлациона очекивања привреде су и током и након кризе изазване пандемијом вируса корона, све до пред крај 2021. године, била релативно стабилна и на нивоу вишегодишњих просечних вредности. Са избијањем енергетске кризе у октобру 2021. ситуација у погледу очекивања привреде се променила.

Нето проценат испитаника који сматра да ће се повећати трошкови инпута у наредна три месеца у октобру 2021. повећан је на 73%, док је за период од 12 месеци тај проценат био већи и износио 82%. Непосредно пре избијања конфликта у Украјини овај показатељ је и за три и 12 месеци унапред спуштен на испод 50%, али је након тога, у условима знатног раста цена примарних производа и енергената на светском тржишту, дошло до поновног раста очекивања, а ни до краја 2022. овај показатељ се није вратио испод 50%. При томе, од избијања конфликта у Украјини удео привредника који очекују раст цена инпута за три месеца унапред углавном постаје већи од удела испитаника који очекују раст цена у периоду од годину дана, што указује на високе трошковне притиске у кратком року.

Инфлациона очекивања привредника за годину дана унапред од децембра 2021. године налазе се изнад горње границе циља и до септембра 2022. кретала су се у распону 5,0–7,5%, да би од септембра била повећана на ниво од око 10%. Посматрано по привредним делатностима, највиша су инфлациона очекивања код оних сектора који су у највећој мери

Графикон О.2.3. Очекивања испитаника у погледу кретања цена инпута у наредна три месеца и кретања цена инпута и готових производа у наредних 12 месеци

(у нето процентима)



Графикон О.2.4. Инфлациона очекивања малих, средњих и великих предузећа за годину дана унапред и стандардна девијација у одговорима малих предузећа

(у %)



били изложени трошковним притисцима (пре свега пољопривреда, прерађивачка индустрија, грађевинарство и енергетика).

Када говоримо о изложености трошковним притисцима, посматрано према величини предузећа, дисперзија у погледу инфлационих очекивања код малих предузећа знатно је повећана током 2021, што је за последицу имало то да се очекивања овог сегмента привреде током 2022. крећу на доста вишем нивоу од очекивања средњих и великих предузећа. С растом очекивања малих предузећа смањена је дисперзија појединачних одговора, што указује на то да су трошковни притисци постали распрострањенији у 2022. години.

Следећи аспект анализе очекивања привредника тиче се заједничког посматрања краткорочних очекивања у погледу раста цена инпута и дугорочних очекивања у погледу кретања цена сопствених производа и услуга. Овај однос указује на могућност привредника да увећане трошкове преко виших цена својих производа односно услуга пребаце на крајње потрошаче, што у великој мери зависи од очекиване тражње. Од почетка 2021. године приметне су мање осцилације у одговорима привредника у погледу кретања цена сопствених производа односно услуга, где тренутно у просеку око 72% испитаника очекује раст цена. С друге стране, краткорочна очекивања раста „улазних” цена нагло расту од Т4 2021. године и након почетка конфликта у Украјини стабилизују се око истог нивоа на којем су и очекивања у погледу „излазних” цена. Такво кретање указује на то да већина привредника и даље трпи трошковне притиске, али да постоји простор да се ублажи сопствено оптерећење преношењем дела терета и на потрошаче.

Очекивања привреде за две и три године унапред претходних месеци умереније су расла у поређењу са очекивањима за годину дана унапред и, према резултатима јануарске анкете, за две године унапред износе 7%, а за три године унапред 5%. То сугерише да и привреда ипак очекује попуштање инфлаторних притисака у средњем року и враћање инфлације на ниже нивое од оних који су бележени у 2022. години.

Инфлациона очекивања сектора становништва уобичајено су виша од осталих сектора и по правилу осетљивија на промену текуће инфлације од осталих сектора, нарочито ако је раст текуће инфлације вођен растом цена хране и енергената, што је случај у тренутним околностима. Реагујући на неизвесност првобитно изазвану пандемијом вируса корона, затим енергетском кризом и ескалацијом геополитичких тензија, краткорочна инфлациона очекивања становништва од фебруара 2021. године налазе се на двоцифреном нивоу, након што су се претходно, од 2015. до краја 2020, кретала у просеку између 5% и 6%. У фебруару 2022. очекивања за годину дана унапред повећана су на 15%, а затим, са знатним растом цена хране и енергената на светском тржишту, од априла налазе се на нивоу од 20%. Ипак, и сектор становништва има нижа средњорочна очекивања и она за три године унапред износе 10%.

На крају, када је реч о **очекивањима професионалних прогнозера** (*Consensus Economics*) у погледу инфлације, према резултатима јануарске анкете, очекује се да ће инфлација ове године бити нижа него претходне и да ће у просеку износити 9,9%, а у 2024. години 4,7%.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Поштравање монетарних услова Народне банке Србије определило је даљи раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, а самим тим и раст каматних стопа на кредите и штедњу у динарима током Т4. Настављено је и заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а, што се одразило на раст каматних стопа на кредите и депозите у евро знаку.

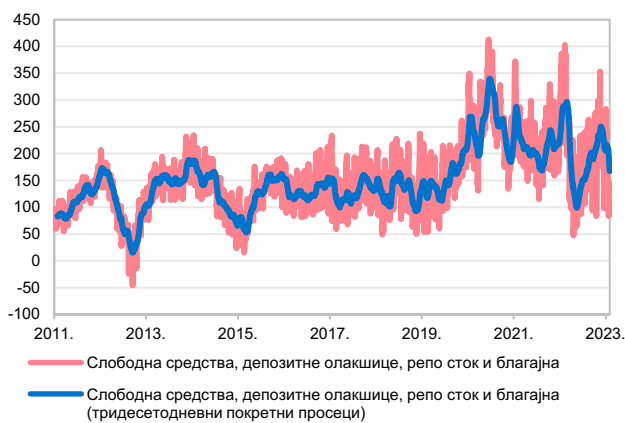
Постепено побољшање ситуације на глобалном финансијском тржишту током Т4 и ублажавање глобалних трошковних притисака одразили су се на постепен пад стопа приноса на секундарном тржишту.

Успешне емисије две доларске еврообвезнице на међународном финансијском тржишту по релативно повољним условима, ако се има у виду глобална неизвесност и амбијент вишеструких криза у којима се свет налази, потврђују спремност инвеститора да улажу у Србију и очувану повољну макроекономску перспективу Србије.

Каматне стопе

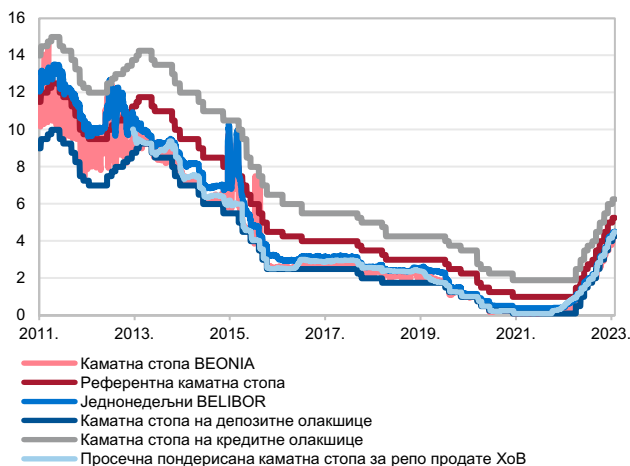
Народна банка Србије је током Т4 наставила да поштрава монетарне услове повећањем **референтне каматне стопе** за укупно 150 б.п., а затим за додатних 25 б.п. у јануару, на ниво од 5,25% (у фебруару је повећана за додатних 25 б.п., на 5,5%). Каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице повећане су у истој мери, тако да су у јануару износиле 6,25% и 4,25%, респективно. Просечно стање репо продатих ХоВ готово је удвостручено – са 56,5 млрд динара у септембру на 119,2 млрд динара у децембру, уз раст просечне пондерисане репо стопе за 166 б.п. у односу на крај септембра, чиме је она достигла ниво од 4,5% на крају јануара. Истовремено, забележено је и знатно повећање просечног дневног износа преконоћних депозита банака код Народне банке Србије – са 81,6 млрд динара у септембру на 144,8 млрд динара у децембру.

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



Извор: НБС.

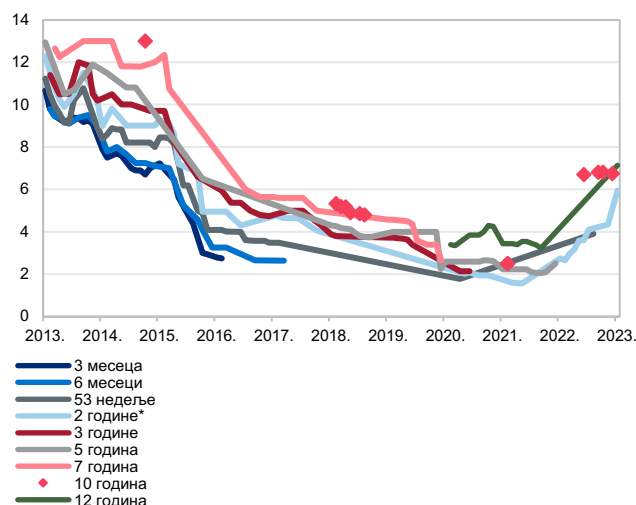
Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Повећање референтне каматне стопе и просечне пондерисане репо стопе одразило се на даљи раст каматних стопа на **међубанкарском тржишту новца**. Каматна стопа *BEONIA* је током Т4 забележила раст од 123 б.п., на ниво од 4,0%, колико је износила крајем децембра, при чему је, у условима повећане ликвидности банака услед интервенција Народне банке Србије на девизном тржишту нето куповином девиза, просечан дневни промет у Т4 смањен за 1,0 млрд динара у односу на Т3 и износио је 2,3 млрд динара. Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности повећане су током Т4 готово у истој мери као и референтна каматна стопа, у просеку за око 147 б.п., тако да су се крајем децембра кретале у распону од 4,08% за најкраћу рочност до 5,1% за рочност од шест месеци. Раст каматних стопа на међубанкарском тржишту настављен је и у јануару.

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



Извор: Министарство финансија.

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

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ**, током Т4 одржана је једна аукција за продају динарских ХоВ рочности од две године и две аукције за продају ХоВ рочности од десет година. На аукцији двогодишњих ХоВ одржаној у новембру продате су динарске ХоВ у номиналном износу од 815 млн динара, са стопом приноса од 4,35%, што представља повећање од 25 б.п. у односу на претходну аукцију ове рочности, која је одржана у јулу. На другој аукцији ХоВ рочности од десет година одржаној у децембру, која представља тринаесто реотварање емисије од 6. фебруара 2018. године, стопа приноса је благо снижена – за 5 б.п., на 6,75%, у односу на прву аукцију ове рочности, одржану у октобру. Продато је 3,2 млрд динара, колико је износио планирани обим продаје, док је тражња надмашила понуду и износила је 7,8 млрд динара. Како није било доспећа раније продатих ХоВ, стање продатих динарских ХоВ повећано је на 948,2 млрд динара крајем Т4. Током Т4 настављено је смањење стања динарских ХоВ у власништву нерезидената, за 4,8 млрд динара, тако да је крајем децембра чинило око 14% укупног портфеља динарских државних ХоВ.

У јануару је одржана једна аукција за продају динарских ХоВ рочности од две године и једна аукција за ХоВ рочности од дванаест и по година. На аукцији за рочност од две године продато је ХоВ у вредности од 27,2 млрд динара, по стопи приноса од 5,95%. Аукција за продају ХоВ рочности од дванаест и по година представља седамнаесто реотварање емисије од 6. фебруара 2018. године, на којој је стопа приноса виша за 391 б.п. у односу на претходну аукцију, одржану у септембру 2021. године и износи

7,15%. ХоВ ове рочности продате су у номиналном износу од 10,1 млрд динара, док је тражња износила 11,1 млрд динара.

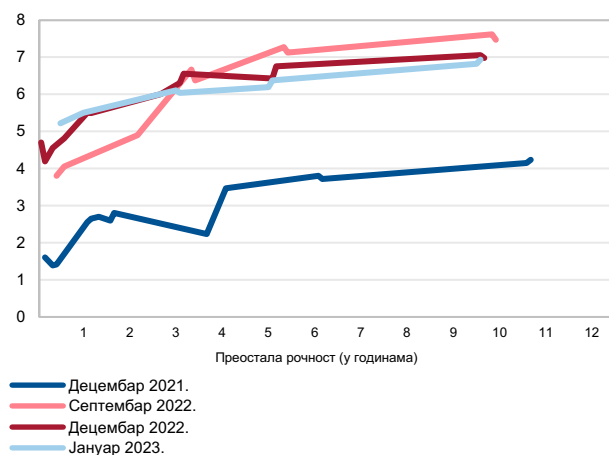
Постепено слабљење трошковних притисака у међународном окружењу одразило се на домаће **секундарно тржиште динарских ХоВ**. Током Т4 забележен је пад стопа приноса на динарске ХоВ дужих рочности, док је промет на секундарном тржишту готово непромењен у односу на претходно тромесечје и износи 27,5 млрд динара. Просечни пондерисани приноси на динарске државне ХоВ преосталих рочности од четири, шест и десет година током Т4 смањени су у распону 0,3–0,5 п.п., на нивое од 6,38%, 6,73% и 6,97% у децембру. Стопе приноса код динарских ХоВ краћих рочности кретале су се у распону од 4,7% за преосталу рочност од једног месеца до 5,5% за преосталу рочност од 14 месеци.

Током Т4 нису организоване аукције за продају државних ХоВ у еврима, а како су доспеле раније емитоване ХоВ у износу од 50 млн евра, стање обвезница крајем децембра износило је 2.367,4 млн евра. У јануару је одржана једна аукција за продају ХоВ у еврима рочности две године у номиналном износу од 37,5 млн евра, на којој је извршена стопа била изједначена с купонском стопом и износила је 2,5%.

У јануару је **на међународном финансијском тржишту Република Србија** емитовала две еврообвезнице, једну рочности пет година у вредности од 750 млн долара, по купонској стопи од 6,25%, и другу рочности од десет година у вредности од 1 млрд долара, по купонској стопи од 6,5%. Када се узму у обзир околности на међународном финансијском тржишту, које и даље карактеришу високе каматне стопе, овакви услови финансирања могу се сматрати повољним, нарочито ако се упореде са земљама које већ имају инвестициони рејтинг, а истиче се и висока тражња за овим обвезницама, која је током аукције премашила 11,0 млрд долара. Како би се минимизирао девизни ризик који се односи на кретања долара према евр у међународном тржишту, Република Србија је закључила своп (хеџинг) трансакције којима је обавезе по основу емисије динарских еврообвезница конвертовала у евре.

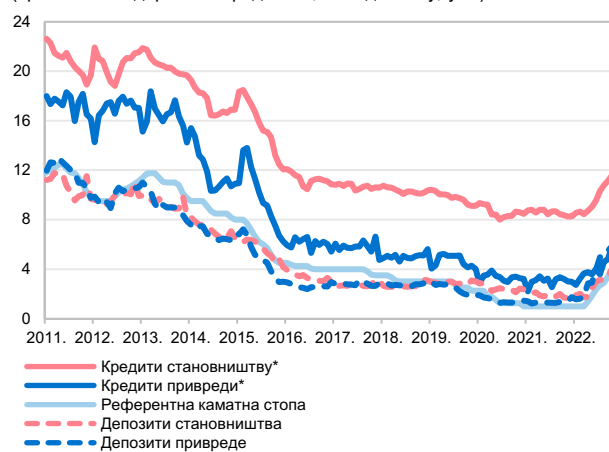
Под утицајем раста каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, и каматне стопе на **нове динарске кредите** током Т4 бележиле су раст. У односу на септембар 2022, каматне стопе на динарске кредите становништву више су за 1,2 п.п. (у децембру су износиле 12,3%), а на кредите привреди за 1,1 п.п.

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

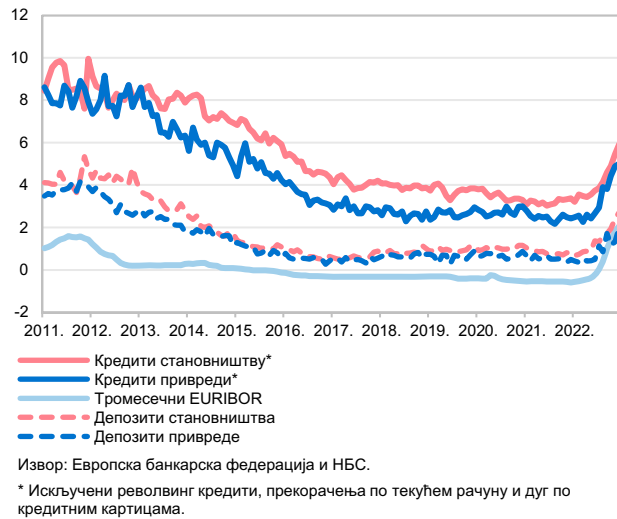
Графикон IV.1.5. **Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите**
(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

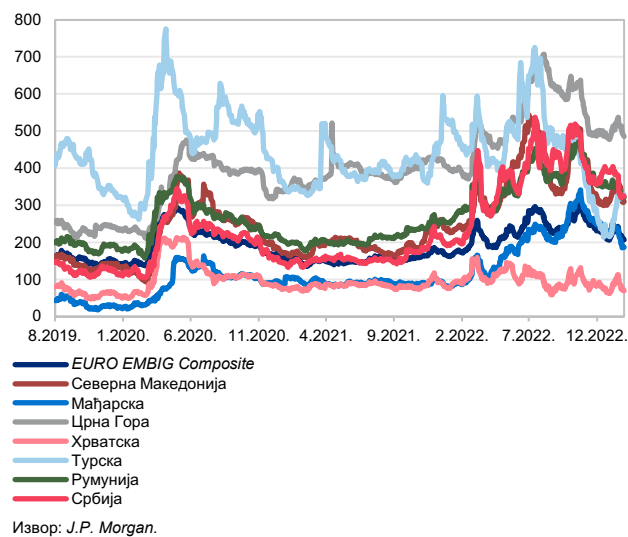
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексирани кредити и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



(5,9% у децембру), а у односу на септембар 2021, тј. период пре циклуса заоштравања монетарних услова, више су за 3,9 п.п. и 2,5 п.п., респективно.

Раст каматне стопе на нове динарске кредите привреди током Т4 одређен је растом каматне стопе на кредите за обртна средства (за 1,5 п.п., на 7,5%), који имају доминантно учешће у структури новоодобрених кредита сектору привреде (56%), али и растом каматне стопе на инвестиционе кредите за 1,6 п.п., на 7,6%. Каматна стопа на остале некатегорисане кредите, који имају учешће од 38%, повећана је у мањој мери у односу на крај Т3 за 0,1 п.п. и износила је 3,2% у децембру. Када су у питању динарски кредити становништва, динамика кретања укупне каматне стопе готово у потпуности прати динамику кретања каматне стопе на готовинске кредите, која је у децембру повећана за 1,4 п.п., на 13,0%, јер готовински кредити имају доминантно учешће од 83%. Забележен је и раст каматних стопа на стамбене и остале некатегорисане кредите, за око 1,3 п.п., на 11,5% и 10,8%, респективно.

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



Повећања каматних стопа на тржишту новца у зони евра у односу на јул, тромесечног *EURIBOR*-а за 2,0 п.п., на 2,06%, колико је просечно износио у децембру, а шестомесечног *EURIBOR*-а за 2,1 п.п., на 2,56% у децембру, одразила су се на раст каматних стопа на евроиндексирани кредити на домаћем тржишту. Просечна пондерисана каматна стопа на кредите привреди у евро знаку повећана је за 1,2 п.п. у односу на септембар, на 5,0% у децембру. Раст је готово у потпуности одређен растом каматних стопа на кредите за обртна средства и на инвестиционе кредите, које су повећане за по 1,0 п.п., на 5,2%, а који заједно чине око 93% укупног кредитирања привреде у евро знаку. Просечна каматна стопа на евроиндексирани кредити становништву у Т4 је порасла за 1,3 п.п., на 5,9% у децембру, што је последица раста каматних стопа на кредите свих намена, али првенствено на најзаступљеније евроиндексирани стамбене кредите (за 1,3 п.п., на 5,1%), као и на остале некатегорисане кредите (за 1,1 п.п., на 8,1%).

У односу на септембар каматна стопа на штедњу становништва у динарима повећана је за 1,2 п.п., на 4,7% у децембру, док је каматна стопа на штедњу у еврима порасла за 1,0 п.п., на 2,7%. Каматна стопа на орочене депозите привреде у еврима повишена је за 0,3 п.п. у односу на септембар (на 2,0%), док је каматна стопа на орочене динарске депозите привреде повећана за 0,8 п.п., на 6,3% у децембру.

Премија ризика

Попуштање инфлаторних притисака на глобалном нивоу по основу нижих цена енергената, уз смањење проблема у глобалним ланцима снабдевања, одразило се на смањење премије ризика земаља у успону током Т4.

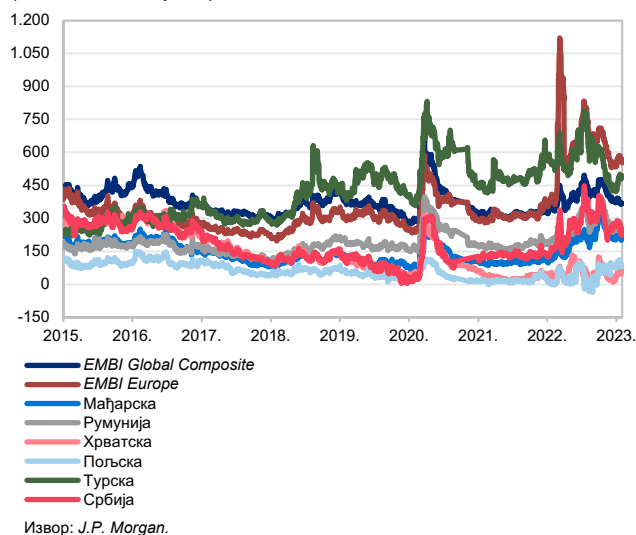
Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, смањена је током Т4 за 67 б.п., на 208 б.п., колико је износила крајем децембра. Истовремено, смањење премије ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, током Т4 износило је 113 б.п. и крајем децембра она је била на нивоу од 389 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је смањена током Т4 (за 117 б.п., на 270 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 крајем децембра износила 374 б.п. Еврообвезнице Републике Србије у доларима емитоване у јануару укључене су 31. јануара 2023. у *J.P. Morgan*-ов показатељ премије ризика *EMBI Global*.

Агенција *Standard & Poor's* задржала је у децембру кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ+, на корак до инвестиционог, упркос израженим неизвесностима из међународног окружења. Агенција је задржала и стабилне изгледе кредитног рејтинга у наредном периоду, што је потврда изграђене отпорности домаће привреде на бројне глобалне изазове. Агенција је у свом извештају посебно истакла кредибилан оквир макроекономских политика, док је адекватан ниво девизних резерви препознала као један од важних стубова одбране наше привреде од потреса из екстерног окружења. Као важне факторе очувања кредитног рејтинга агенција је нагласила и кредибилну монетарну политику Народне банке Србије, као и очување умереног нивоа јавног дуга. У извештају је наведено и да је банкарски сектор Србије добро капитализован, профитабилан и ликвидан, као и да је ниво *NPL* на историјском минимуму. Оцењено је да средњорочне перспективе раста наше привреде остају добре, подржане моделом раста који је заснован на извозно оријентисаним гранама.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала у Т4 односио се на СДИ, задужење државе и средства повучена у оквиру новог стендбај аранжмана с ММФ-ом. Поред тога, приливи су остварени и по основу раста кредитног

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



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

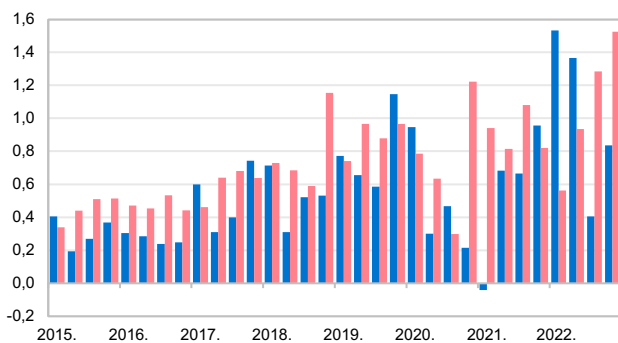
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
<i>S&P</i>	BB /позитивни ⁵⁾	BB+ /позитивни ⁵⁾	BB+ /стабилни ²⁾	BB+ /позитивни ⁵⁾	BB+ /стабилни ³⁾
<i>Fitch</i>		BB+ /стабилни ⁴⁾			
<i>Moody's</i>		Ba3 /позитивни ⁴⁾		Ba2 /стабилни ¹⁾	

Извор: НБС.

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

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

(у млрд EUR)



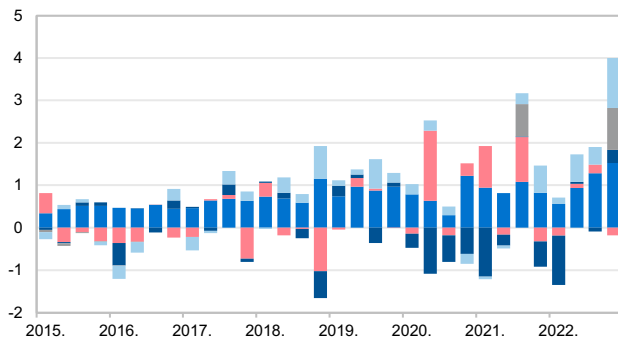
■ Дефицит текућег рачуна
■ Директне инвестиције – нето

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2022.

Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса

(у млрд EUR)



■ Финансијски кредити резидената
■ Кредит ММФ-а и алокација SDR
■ Остало
■ Портфолио инвестиције – нето
■ Директне инвестиције – нето

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2022.

задужења привреде и банака, као и смањења средстава на рачунима банака у иностранству, док је одлив забележен једино по основу портфолио инвестиција.

Нето прилив СДИ у Т4 износио је 1,5 млрд евра захваљујући приливу СДИ у Србију, који је наставио да расте (1,4 млрд евра), а делом и услед смањења улагања резидената у иностранство (110,7 млн евра). На нивоу године, СДИ у Србију су у 2022. достигле 4,4 млрд евра (4,3 млрд евра у нето изразу), што је највећи забележен годишњи прилив СДИ откад се прате подаци (од 1997. године). При томе, две трећине улагања било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, а највише улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију и грађевинарство.

По основу **портфолио инвестиција** у Т4 је регистрован нето одлив капитала у износу од 182,6 млн евра. С једне стране, на то је утицало повећање улагања резидената у иностране ХоВ, а с друге стране, смањење улагања нерезидената у ХоВ Републике Србије, у условима заоштравања монетарних политика водећих централних банака и присутног тренда преусмеравања токова капитала из земаља у успону у развијене земље. Посматрано на нивоу године, по основу портфолио инвестиција регистрован је благи нето одлив капитала (од 64,4 млн евра).

У Т4 је по основу **кредита** остварен прилив од 2.158,9 млн евра. Највећи део тог прилива односио се на повлачење дела средстава у оквиру новог стендбај аранжмана с ММФ-ом (прва транша у износу од 985,6 млн евра) и кредит од Уједињених Арапских Емирата (945,8 млн евра). Аранжман у износу од 290% квоте Србије код ММФ-а (око 2,4 млрд евра) одобрен је у децембру 2022. на период од две године, при чему ће део средстава бити повучен и током 2023, док ће се остатак третирати као средства из предострожности. И по основу **готовог новца и депозита** регистрован је нето прилив (50,7 млн евра), пошто је смањење средстава на рачунима домаћих банака у иностранству премашило смањење средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака. И по основу трговинских кредита и аванса регистрован је прилив у износу од 233,9 млн евра, захваљујући наплати извозних прихода и истовременом расту обавеза увозника према иностранству.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

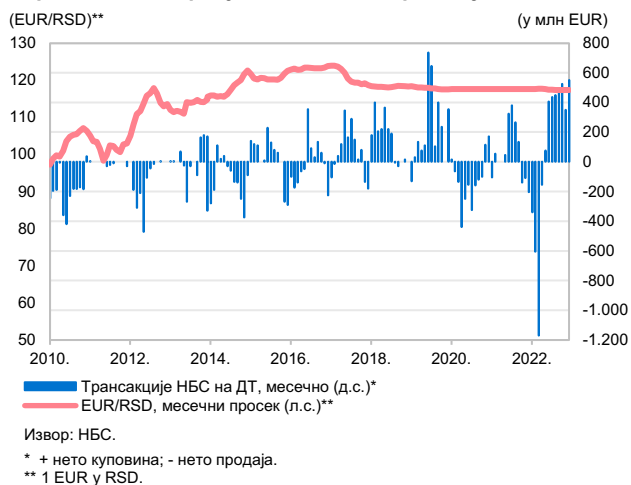
И у Т4 понуда девиза на МДТ-у вишеструко је премашивала тражњу, што је допринело јачању апрецијацијских притисака на домаћем тржишту, које је Народна банка Србије наставила да ублажава нето куповином девиза на МДТ-у. Посматрано крајем периода, у Т4 динар није променио вредност према евр, док је на нивоу године у 2022. номинално ојачао за 0,2%. Истовремено, под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је у Т4 ојачао према долару за 8,5%. Тиме је умањен утицај слабљења евра према долару на међународном тржишту у претходном периоду, па је на нивоу 2022. динар ослабио према долару за 5,7%.

Расту понуде девиза у Т4 највише је допринео висок откуп ефективног страног новца, чији је износ премашао укупан нето откуп по овом основу у целој 2021. Поред тога, расту понуде доприносило је и продужење позиције банака по основу послова с платним картицама, а током октобра и новембра и раст валутно индексираних активе банака.³ Поред тога, захваљујући нето продаји девиза у октобру и децембру, и предузећа су била нето продавци девиза у Т4. Наиме, и поред и даље високе тражње за девизама увозника енергената, понуда осталих предузећа превазилазила је њихову тражњу, у великој мери услед наставка раста извоза и прилива СДИ. На нивоу тромесечја нерезиденти су били нето купци девиза, и то у мањем износу него у Т3.

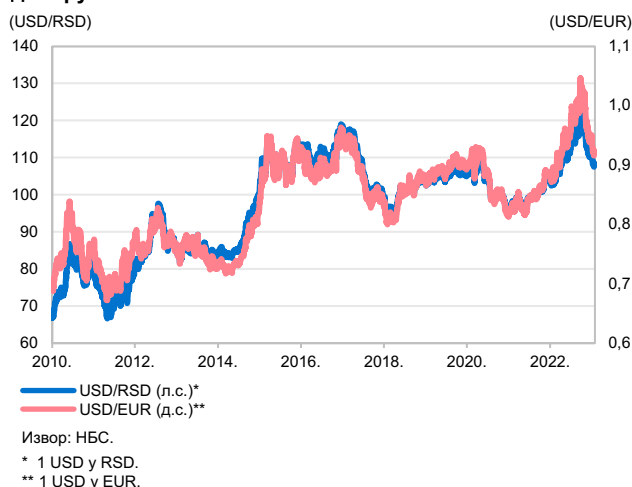
Ради одржавања релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије је током Т4 на МДТ-у интервенисала претежно на страни куповине девиза и на нивоу тромесечја нето је купила 1.425,0 млн евра. Народна банка Србије је била нето купац девиза на МДТ-у од маја и већ од октобра у потпуности је надокнадила нето продају девиза из прва четири месеца 2022. Посматрано на нивоу године, Народна банка Србије је у 2022. на МДТ-у нето купила 1,0 млрд евра.

Промет на МДТ-у⁴ у Т4 у просеку је износио 41,8 млн евра и био је незнатно нижи него у Т3 (42,6 млн евра). Народна банка Србије наставила је да купује и продаје девизе банкама у билатералним своп

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



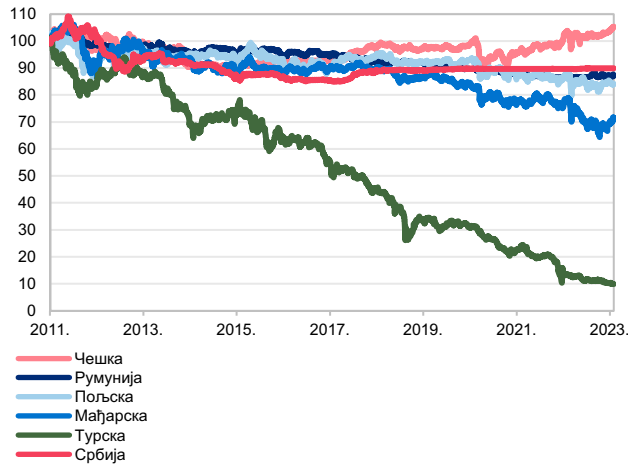
Графикон IV.1.12. Кретање курса динара и евра према долару



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

⁴ Без Народне банке Србије.

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



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

трансакцијама, које су уведене почетком 2022. године и које су се показале као ефикасно средство за пружање подршке банкама у управљању ликвидношћу и превазилажењу проблема недовољних лимита за закључивање међубанкарских трансакција.

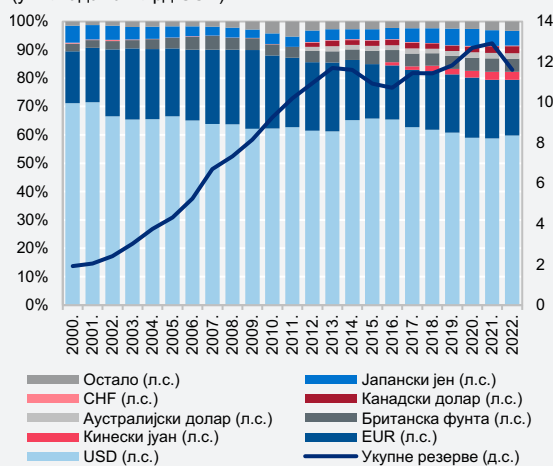
Већина валута земаља региона које су у режиму циљања инфлације ојачала је према евр^{*} током Т4 – мађарска форинта за 5,3%, пољски злот за 3,8%, а чешка круна за 1,8%. Вредност румунског леја није промењена, док је уз два смањења референтне каматне стопе у Т4, турска лира ослабила за 9,9%. Посматрано на нивоу године, у 2022. ојачала је једино чешка круна (3,1%), вредност румунског леја није промењена, док су ослабили пољски злот (1,9%), мађарска форинта (7,8%) и турска лира (26,2%).

Осврт 3: Скорашњи трендови у кретању девизних резерви, с посебним освртом на Србију

Девизне резерве земље представљају стуб одбране и отпорности сваке земље од екстерних ризика, што је посебно важно за земље у успону, нарочито у периодима великих турбуленција на међународном робном и финансијском тржишту. Важност држања адекватних девизних резерви посебно долази до изражаја у последње три године, када се суочавамо са економским последицама пандемије, енергетске кризе и геополитичких тензија. Улога и значај девизних резерви управо произлази из њихове дефиниције – према ММФ-у, оне се дефинишу као страна средства која су лако доступна централним банкама или монетарним властима ради испуњавања платнобилансних обавеза, за интервенције на девизном тржишту и утицај на девизни курс, као и у друге сличне сврхе.

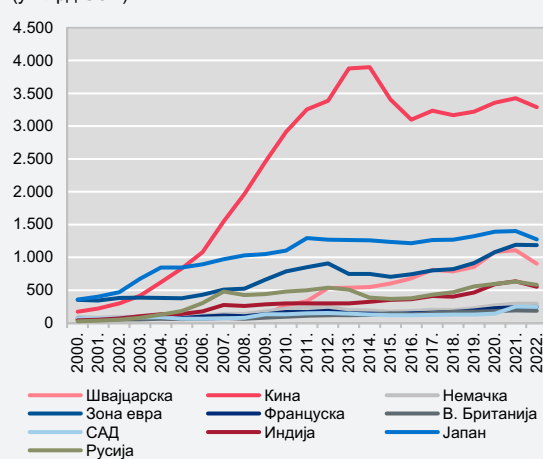
Укупне глобалне девизне резерве знатно су расле у претходним деценијама, достижући максимум крајем 2021. од близу 13 хиљада млрд долара, што је преко шест пута већи ниво него пре 20 година. Потреба држања вишег нивоа девизних резерви јавила се и након пропасти Бретон–Вудсовог споразума, упркос очекивањима да ће се оне смањити због преласка великог броја земаља с режима фиксног на режим пливајућег девизног курса. У том периоду расле су пре свега девизне резерве развијених земаља, док су после кризе у Азији земље у успону почеле у већој мери да акумулирају девизне резерве. Највеће повећање резерви бележила је Кина (с мање од 100 млрд долара почетком 2000-их на око 3.300 млрд долара, колико су износиле крајем 2022), а од 2005. године, услед знатног раста светских цена примарних производа и повећања спољнотрговинског суфицита по том основу, знатно повећање девизних резерви бележе и земље извознице примарних производа. Глобалне девизне резерве наставиле су да расту и након избијања светске финансијске кризе 2007–2008. године, јер су многе земље у условима смањеног прилива капитала из иностранства допустиле снажну депрецијацију својих валута. Раст девизних резерви трајао је до краја 2013. године, на шта су се пре свега одразили ефекти ублажавања монетарних политика водећих централних банака, што је резултирало растом ликвидности на међународном финансијском тржишту и повећаним приливима капитала у земље у успону. Након тога, с почетком затезања монетарне политике ФЕД-а (тзв. *taper-tantrum*) смањени су приливи у виду портфолио инвестиција у земље у успону, а тиме и девизне резерве. Додатан фактор смањења девизних резерви на глобалном нивоу био је раст протекционизма и започет тренд деглобализације, као и пад цена примарних производа, који је смањео приходе земаља извозница нафте и других примарних производа. Током прве фазе пандемије многе земље у успону суочиле су се и с прекидом прилива капитала и падом девизних резерви у условима повећане аверзије према ризику због глобалне неизвесности, али су обимни програми монетарних и фискалних стимуланса водећих централних банака, као и ММФ-ова одлука да пружи подршку земаљама чланицама кроз алокацију *SDR* пропорционално њиховим квотама у укупном износу од 650

Графикон О.3.1. Вредност укупних светских резерви и структура алоцираних резерви (у хиљадама млрд USD)



Извор: ММФ (COFER).
Напомена: закључно с Т3 2022.

Графикон О.3.2. Девизне резерве по земљама (у млрд USD)



Извор: Светска банка.
Напомена: подаци за Швајцарску, Кину и Индију закључно с новембром 2022.

млрд долара, утицали на раст девизних резерви на глобалном нивоу и достизање највишег нивоа до сада. Ипак, оне су током П1 2022. смањене за око 1 хиљаду млрд долара, од чега је, према наводима Блумберга, преко половине тог смањења последица јачања долара према осталим светским валутама, првенствено еврџу и јапанском јену на највиши ниво у последње две деценије, што је за последицу имало смањење доларског израза дела девизних резерви које се држе у другим валутама, док је остатак смањења резерви последица коришћења девизних резерви за одбрану националних валута од депрецијације услед енергетске кризе.

Према подацима ММФ-а о **валутној структури укупних девизних резерви на светском нивоу (COFER), амерички долар и даље има доминантно учешће**, али је приметна тенденција његовог смањења. Учешће долара смањено је крајем 2020. на најнижи ниво у последњих 20 година, на 59%, са 71%, колико је износило крајем 2000. С обзиром на то да је вредност долара у односу на остале резервне валуте у том периоду била готово непромењена, централне банке се у дугом року окрећу и другим валутама. То је у складу с постепеним смањењем улоге долара у светској економији, у условима конкуренције осталих валута које се користе у међународним трансакцијама. Иако се од краја 2020. учешће долара у глобалним резервама повећало (према последњим расположивим подацима на 59,8% у Т3 2022), то повећање се у знатној мери може приписати јачању долара (тада се доларска вредност остатка девизних резерви који је исказан у другим валутама смањује, и обрнуто – повећава у случају слабљења долара). Очекује се да у дугом року учешће долара у глобалним резервама настави да се смањује, пре свега због тежње централних банака земаља у успону да даље диверсификују валутну структуру својих резерви. Знатна померања у валутној структури девизних резерви централних банака могла би да утичу на глобално тржиште девиза и ХоВ. Ипак, долар је и даље доминантан у глобалним резервама, а друга по значају валута је евро, са учешћем од око 20,6% крајем 2021, односно незнатно испод 20% крајем Т3 2022. Са знатно мањим учешћем следе јапански јен и британска фунта (5,3% и 4,6% у Т3 2022, респективно). Претходних година расло је учешће осталих валута, пре свега кинеског јуана, канадског и аустралијског долара, али су та учешћа и даље нешто преко или испод 2%. Због растућег значаја Кине у светској економији, очекује се да главна промена у валутној структури глобалних девизних резерви буде даљи раст учешћа јуана. Такође, од избијања пандемије, **централне банке су повећале учешће злата у структури девизних резерви**. Према подацима ММФ-а, учешће злата на светском нивоу у периоду 2013–2016. било је снижено на око 9–10%, након чега је уследио постепени раст. Највеће учешће забележено је у 2020. години од близу 14%, да би у 2021. и 2022. било благо снижено, али задржано на релативно високом нивоу. Веће учешће злата у структури девизних резерви бележи се за развијене земље и оно је 2020. било изнад 19%, након чега је снижено на близу 18%, док је за земље у успону и развоју максимално учешће злата у 2020. у просеку износило 7,2%. Према подацима Светског одбора за злато (*World Gold Council*), тражња за златом централних банака била је посебно истакнута у последња два тромесечја 2022, захваљујући којој је куповина злата на нивоу године повећана на 1.136 тона, што је рекордни ниво од 1950. године, тј. откад се прате ови подаци.

Основни мотив држања високог нивоа девизних резерви у земљама у успону током раних 2000-их година била је **предострожност**, али последњих година све значајнији мотив постаје и спровођење монетарне политике и политике девизног курса. Кризе које су погодиле Латинску Америку током 80-их година прошлог века и Азију током 90-их, као и искуство стечено током тог периода у виду наглог заустављања прилива капитала из иностранства, урушавања њихових финансијских система и знатних трајних губитака доходака, утицали су на свест централних банака да кумулирају девизне резерве током претходних година како би се заштитиле од потенцијалних платнобилансних криза и биле у могућности да несметано сервисирају своје обавезе према иностранству. При томе, адекватан ниво девизних резерви земље у периодима великих турбуленција на међународном финансијском тржишту пружа гаранцију страним инвеститорима и кредиторима да земља располаже довољним ликвидним средствима у страниој валути и да је и у случају наглог прекида прилива капитала способна да сервисира своје обавезе и обезбеди банкама довољну количину ликвидности у страниој валути. Према оцени *BIS*-а,¹ **више од половине кумулираних девизних резерви у периоду 2000–2016. може се објаснити мотивом предострожности**. У земљама с режимом фиксног девизног курса резерве служе за покриће монетарне базе, због чега је у овим земљама неопходан виши ниво девизних резерви него у земљама с пливајућим или руковођеном пливајућим девизним курсом, где и сам девизни курс може да амортизује део екстерних шокова.

¹ J. Арслан и К. Канту (2019), *The size of foreign exchange reserves*, *BIS Papers No 104*.

Девизне резерве централним банкама омогућавају и спровођење интервенција на девизном тржишту и спречавање прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, чиме се доприноси очувању ценовне и финансијске стабилности. На тај начин девизне резерве постају **значајан инструмент монетарне и макроруденцијалне политике**.

Поред тога, интервенције на девизном тржишту посебно су важне у периодима повећане неизвесности на девизном тржишту, као и повећаних трошкова обављања трансакција са иностранством и заштите од девизног ризика. У таквим околностима девизне резерве имају **стабилизирајућу улогу, јер омогућавају несметано функционисање домаћег девизног тржишта и спречавају панику на тржишту и прекомеран раст тражње за девизама**. Такође, довољно висок ниво девизних резерви може да обезбеди релативну стабилност девизног курса, што доприноси извесности пословања и позитивно се одражава на поверење, као и на пословне и инвестиционе одлуке.

Један од мотива за акумулирање девизних резерви јесте и спречавање прекомерне апрецијације националне валуте у периодима високог прилива капитала (тзв. меркантилистички мотив), како се не би нарушила екстерна конкурентност земље и смањило извоз.

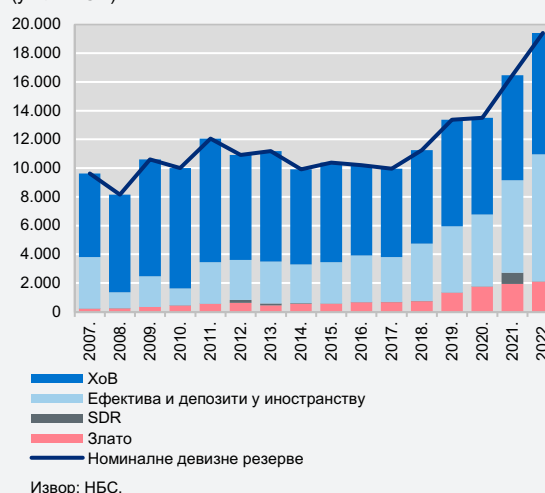
Приликом управљања девизним резервама и доношења одлука о интервенцијама на девизном тржишту, **последњих година Народна банка Србије управо има у виду све наведене мотиве**. Девизне резерве Народне банке Србије служе пре свега за измирење обавеза државе према иностранним повериоцима. Истовремено, обезбеђена и одржана релативна стабилност девизног курса доприноси очувању ценовне и финансијске стабилности и извесности пословања, што се повољно одражава на инвестициону активност и пословни амбијент, о чему сведочи и висок прилив СДИ. Истовремено, у периодима високих прилива капитала у условима експанзивних политика водећих централних банака у свету, Народна банка Србије је спречавала прекомерну апрецијацију динара, која би могла да смањи екстерну конкурентност, што је пре свега било изражено у периоду од 2017. године до избијања пандемије. Адекватан ниво девизних резерви Народне банке Србије гаранција је и да Србија може уредно да сервисира своје обавезе према иностранству, што се повољно одражава и на кредитни рејтинг земље, који је задржан на корак до инвестиционог упркос бројним ризицима из међународног окружења. Поред тога, захваљујући акумулираним резервама у периоду пре кризе, по избијању вишедимензионалне кризе, која траје готово три године, Народна банка Србије је својим интервенцијама на девизном тржишту успела да спречи панику на тржишту и омогући несметано функционисање домаћег девизног тржишта.

Девизне резерве Народне банке Србије константно расту од 2017. године и крајем 2022. износиле су 19,4 млрд евра, што је двоструко већи износ него у периоду светске економске и финансијске кризе 2008. године и за 9,2 млрд евра више него крајем 2016. Само током 2022. године оне су порасле за близу 3 млрд евра.

Графикон О.3.3. Токови креирања девизних резерви (у млн EUR)



Графикон О.3.4. Вредност и структура девизних резерви Народне банке Србије (у млн EUR)



Платнобилансно посматрано, **основни фактор раста девизних резерви претходних година представљају приливи на финансијском рачуну, пре свега по основу СДИ**, које од 2015. више него у целости покривају дефицит текућег рачуна. Поред тога, током 2020. и 2021. повећању девизних резерви у извесној мери су допринели и приливи по основу портфолио инвестиција, захваљујући успешним емисијама државних ХоВ, а у 2022, поред прилива по основу СДИ, који је достигао нови рекорд од преко 4,4 млрд евра, расту девизних резерви допринео је и кредит држави од Уједињених Арапских Емирата од 945,8 млн евра, као и прва транша кредита од ММФ-а по основу стендбај аранжмана од 985,6 млн евра. Иначе, ММФ је Србији одобрио стендбај аранжман у вредности од близу 1,9 млрд *SDR*, што је око 2,4 млрд евра, односно 290% квоте наше земље код ММФ-а. Део од укупног износа средстава биће повучен током 2023. године, док ће се преостали део за 2024. третирати као средства из предострожности. Овај аранжман треба да пружи подршку финансирању екстерних и фискалних потреба у условима енергетске кризе и очувању макроекономске и финансијске стабилности, као и наставку јачања домаће привреде и спровођењу структурних реформи, пре свега у енергетском сектору. У поменутих шест година (2017–2022) Народна банка Србије је била нето купац девиза на девизном тржишту у свим годинама, изузев у пандемијској 2020. години, и укупно је нето купила 5,1 млрд евра.

У структури девизних резерви Народне банке Србије крајем 2022, највеће учешће имају иностране ХоВ (високоликвидне, с највишим кредитним рејтингом) и оно износи 43,6%. Када је реч о учешћу злата, од 2019. оно износи око или преко 10%, чиме је готово удвостручено у односу на претходне године. Крајем 2022. учешће злата у структури девизних резерви износило је 10,8%, што је знатно више од просека за земље у успону и развоју, а његова количина је износила 38,5 тона, од чега је само у 2022. години купљена 1,1 тона злата из домаће производње. У валутној структури девизних резерви, на крају 2022. учешће евра износи 73,6%, а долара 22,8%, наспрам 66,4% и 23,8% на крају 2021. Структура девизних резерви усклађена је с валутном структуром спољног дуга јавног сектора, што потврђује и последњи расположиви податак за Т3 2022. о учешћу спољног дуга јавног сектора у еврима од 72% и учешћу дуга у доларима од око 20%.

Ниво девизних резерви Народне банке Србије задовољава све мере адекватности које се уобичајено користе за оцену величине девизних резерви. Колики се ниво девизних резерви може сматрати адекватним у некој земљи зависи од низа фактора: степена либерализације капиталних и финансијских токова са иностранством, дубине и ликвидности домаћег финансијског тржишта, режима девизног курса, трошкова држања девизних резерви и др. Зато су специфичне карактеристике сваке земље појединачно важан елемент у разматрању адекватности резерви. **Традиционалне мере** односе се на: 1) покриће увоза робе и услуга девизним резервама, 2) покриће краткорочног спољног дуга девизним резервама и 3) покриће новчане масе девизним резервама.

Покриће увоза робе и услуга јесте мера која у први план истиче колико дуго (у месецима) увоз може да се одржи у случају шока, тј. ако престану финансијски приливи у „чврстим” валутама који потичу на пример од наплате извоза или екстерног финансирања. Уобичајена референтна вредност је покриће од најмање три месеца увоза (просечног, на пример у последњих пет година). Сматра се да је ова мера релевантнија за девизне резерве земаља које нису у потпуности отвориле своје капиталне рачуне.

Однос девизних резерви и краткорочног спољног дуга (по преосталој рочности) има важну улогу у оцени адекватности резерви, јер мери потенцијалну тражњу за девизама по основу отплате дуга који доспева у наредној години дана, а која треба да се задовољи и у условима застоја у приливима капитала. Често се користи и као показатељ ризика избијања кризе у земљама које имају велике прекограничне финансијске трансакције. Гринспен и Гвидоти предлажу правило од 100% покрића краткорочног спољног дуга и то је најчешће коришћен стандард адекватности резерви.

Однос девизних резерви и новчане масе (средстава домаћих немонетарних сектора) мери потенцијалну тражњу за иностраним средствима из домаћих извора. Користи се да „ухвати” ризик бега капитала у земљама с великим банкарским сектором и веома отвореним финансијским рачуном платног биланса, с обзиром на то да су многе кризе биле праћене одливима депозита резидената. Уобичајена референтна вредност овог показатеља адекватних резерви јесте 20%.

Поред традиционалних, постоје и **комбиноване мере**, које се такође често користе за оцену адекватног нивоа девизних резерви. Једна од њих је **проширено Гринспен–Гвидотијево правило**, које, поред покрића девизним

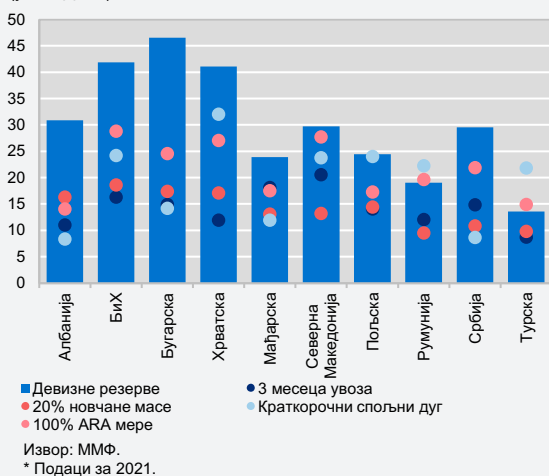
резервама спољног дуга који доспева током наредних 12 месеци, укључује и дефицит биланса текућег рачуна (уколико је он у дефициту), тј. укупне финансијске потребе земље. Ако постоји суфицит биланса текућег рачуна, постоје предлози да се то узме у обзир и да формулација проширеног Гринспен–Гвидотијевог правила буде: вредност краткорочног спољног дуга умањена за биланс текућег рачуна. Оцењује се да је Гринспен–Гвидотијево правило добра референтна вредност за девизне резерве, чије би поштовање од стране земаља ограничило преношење кризе на земље с добрим макроекономским фундаментима.

Модел оптималних девизних резерви развијени су ради интеграције разматрања трошкова и користи држања девизних резерви. Најчешће се користи модел **Жана и Рансијера**, где је оптимални ниво резерви одређен балансирањем опортунитетних трошкова држања резерви с добитима услед одржавања нивоа домаће апсорпције током изненадних застоја у приливима капитала. Из рада ових аутора може се закључити да би многе земље у успону оптимално држале резерве које покривају око 80–100% краткорочног спољног дуга и дефицит текућег биланса, као и између 70–150% *ARA* мере.

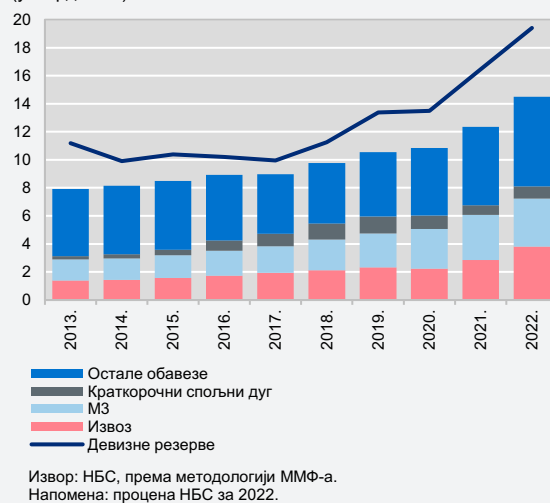
Као додатну меру у односу на традиционалне, ММФ је дефинисао ***ARA* меру**. Она укључује шири скуп ризика по платни биланс, с обзиром на то да је искуство показало да кризе карактеришу вишеструки канали тржишног притиска. *ARA* мера садржи четири компоненте: 1) прилив од извоза, да би се обухватио евентуални губитак који може настати услед пада екстерне тражње или шока у погледу услова спољнотрговинске размене; 2) новчану масу, да би се „ухватили” потенцијални одливи капитала резидената; 3) краткорочни спољни дуг, да би се обухватио ризик занављања дуга; 4) остале обавезе по основу дужничких инструмената.

Такође, *ARA* мера се прилагођава специфичним околностима земље, на пример у зависности од тога колики је степен доларизације економије, да ли има контролу кретања капитала и да ли је увозник односно извозник примарних производа. Референтна вредност за процену нивоа адекватности резерви јесте распон између 100% и 150% покрића.²

Графикон О.3.5. **Ниво девизних резерви у односу на ниво који је пожељан према традиционалним мерама адекватности*** (у % БДП-а)



Графикон О.3.6. **Ниво резерви и декомпозиција *ARA* мере за Србију** (у млрд EUR)



² Видимо да мера *ARA* не укључује дефицит текућег рачуна (или увоз). То је зато што финансирање дефицита текућег рачуна задужевањем по основу финансијских кредита или портфолио инвестиција – повећава обавезе по краткорочном спољном дугу или остале обавезе које су већ укључене у *ARA* меру, или пак обоје. Зато ова мера указује на веће потребе за девизним резервама у случају земље с дефицитом текућег рачуна и без директног укључивања дефицита, јер ће финансијске компоненте платног биланса бити веће због екстерног финансирања тог дефицита. С друге стране, финансирање текућег дефицита помоћу СДИ није укључено у *ARA* меру, јер су у случају шока СДИ знатно стабилније него кредити и портфолио инвестиције.

Позиција девизних резерви Србије у односу на *ARA* меру сугерише на то да девизне резерве пружају адекватну заштиту привреди Србије од шокова из међународног окружења – с готово 134% покривају *ARA* меру на крају 2022. године (новим стандардом Србије с ММФ-ом дефинисано је да покриће не би требало да падне испод 80%).

При томе, константан је раст покрића последњих година због бржег раста девизних резерви Народне банке Србије од раста *ARA* мере.

Можемо да закључимо да не постоји апсолутна референтна вредност или експлицитни циљ за ниво девизних резерви, јер ниједна од поменутих мера не може у потпуности да обухвати све факторе који утичу на отпорност земље на шокове. Потребно је посматрати више мера и пратити глобалне трендове у нивоу и структури девизних резерви. Однос девизних резерви према БДП-у, новчаној маси и краткорочном спољном дугу, као и покриће увоза и ММФ-ова *ARA* мера – све то указује на то да је **ниво девизних резерви Народне банке Србије адекватан да са сигурношћу покрива широк скуп ризика. Девизне резерве Народне банке Србије су више од референтних вредности на које указују све приказане мере адекватности**, а највише у односу на вредност на коју указује краткорочни спољни дуг. У већини земаља региона девизне резерве се налазе на нивоима који су у већој или мањој мери изнад референтних вредности на које указују мере адекватности, осим што Турска и Румунија међу посматраним земљама не задовољавају референтне вредности на које указују краткорочни спољни дуг и *ARA* мера.

2. Новац и кредити

Раст монетарних агрегата у Т4 био је вођен првенствено динарском компонентом, чему је допринела и већа атрактивност динарске штедње у условима заощтравања монетарне политике Народне банке Србије. Домаћа кредитна активност на м.г. нивоу успорила је раст под утицајем високе базе, доспећа кредита из гарантних шема и раста каматних стопа.

Новац

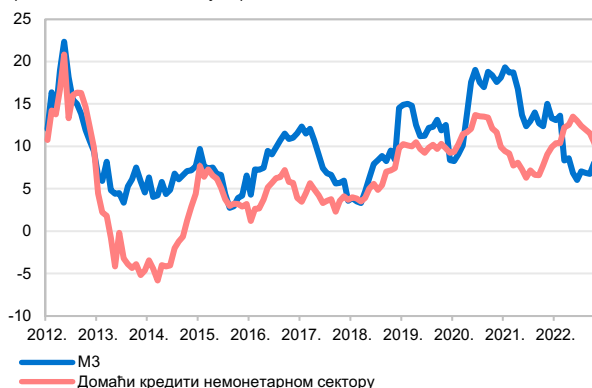
Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, повећан је током Т4 за 4,6%, док је, м.г. посматрано, био виши за близу 7%, уз позитиван допринос и динарске и девизне компоненте.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу повећани су у Т4 за 97,7 млрд динара (док је раст на нивоу године износио 19,0 млрд динара услед смањења депозита током П1), вођени растом трансакционих депозита привреде и становништва. Истовремено, **орочени динарски депозити** у Т4 повећани су за 43,5 млрд динара (73,9 млрд динара у 2022), чему је највише допринело повећање стања депозита привреде (37,4 млрд динара). Посматрано по делатностима, највише су повећани орочени депозити предузећа из области прерађивачке индустрије, трговине и грађевинарства. **Динарска штедња становништва** од јуна континуирано расте, чиме се вратила на узлазни тренд, који је био карактеристичан за период пре избијања кризе у Украјини. Као резултат очуване финансијске стабилности и релативне стабилности курса динара према еврџ чак и у периодима изражене неизвесности, динарска штедња је током Т4 забележила најдинамичнији тромесечни раст у протеклих девет година (за 8,1 млрд динара). Убрзању м.г. раста укупног динарског новца у поређењу с претходним тромесечјем на 6,1% допринела је и већа атрактивност динарске штедње као резултат заощтравања монетарне политике Народне банке Србије.

Девизни депозити немонетарних сектора у Т4 расли су умереније него у претходном тромесечју. Девизна штедња становништва⁵ повећана је током Т4 за 56,5 млн евра, док је на нивоу године порасла за 513,5 млн

Графикон IV.2.1. **Домаћи кредити немонетарном сектору и М3**

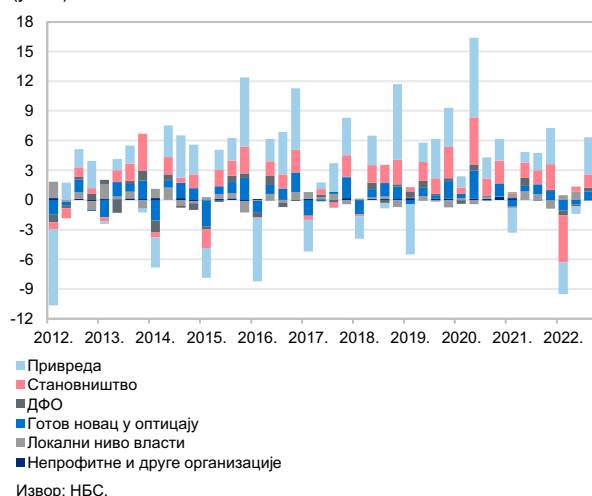
(номиналне м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон IV.2.2. **Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура**

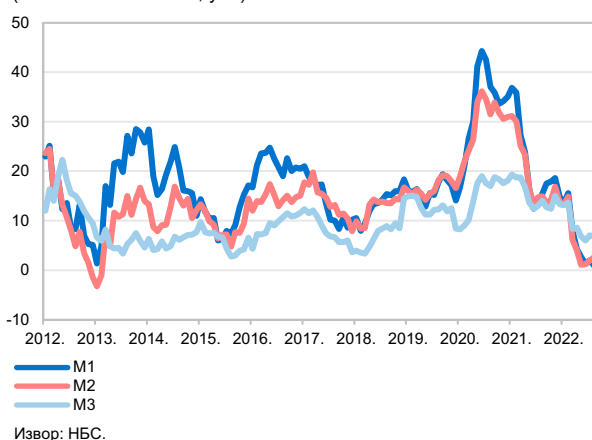
(у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон IV.2.3. **Кретање монетарних агрегата**

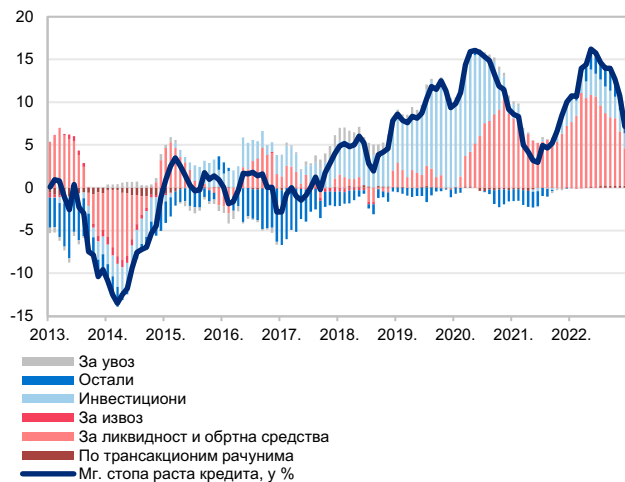
(номиналне м.г. стопе, у %)



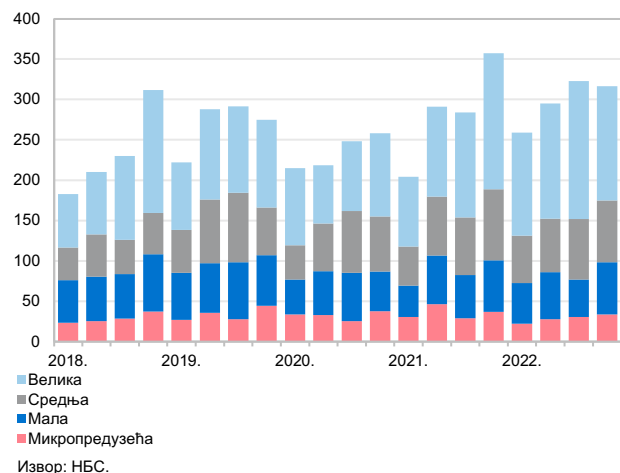
Извор: НБС.

⁵ Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају децембра износила 96,3 млрд динара, а девизна 13,7 млрд евра.

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



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



евра и крајем године износила је 12,8 млрд евра. Истовремено, девизни депозити привреде повећани су у Т4 за 19,1 млн евра, док су на нивоу године, захваљујући приливима девиза по основу извоза, СДИ и задуживања у иностранству, остварили раст од 722,0 млн евра.

Кредити

Домаћа кредитна активност, посматрано на мг. нивоу, успорила је раст током Т4 под утицајем високе базе из претходне године, доспећа кредита из гарантне шеме, као и заштравања монетарне политике ЕЦБ-а и Народне банке Србије. **Укупни домаћи кредити немонетарном сектору**, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁶ у децембру су били виши за 7,3% мг. Највећи допринос мг. расту укупних домаћих кредита наставили су да пружају **кредити привреди** (3,7 п.п. у децембру), који су већи за 7,1%, а следе их **кредити становништву**, с доприносом од 2,9 п.п., односно с мг. стопом раста од 6,3%.

Посматрано на нивоу Т4, **кредити привреди**, по искључењу ефекта промене девизног курса, смањени су за 35,1 млрд динара. Највећи пад забележили су некатегорисани кредити (за 20,6 млрд динара), а следе их кредити за ликвидност и обртна средства, са смањењем од 18,8 млрд динара, чему је допринело и доспеће кредита из гарантне шеме. С друге стране, инвестициони кредити повећани су током Т4 за 7,1 млрд динара, што је утицало на то да њихово учешће у укупним кредитима привреди у децембру порасте на 40,5%, док су кредити за ликвидност и обртна средства учествовали са 47,3%. Остале категорије кредита привреди забележиле су релативно мање промене стања у односу на Т3. Посматрано по делатностима, највеће смањење задужења забележено је код предузећа из области снабдевања електричном енергијом (14,5 млрд динара), а затим трговине и прерађивачке индустрије (10,3 млрд динара и 8,7 млрд динара). Код осталих делатности забележене су релативно мање промене стања. Посматрано по величини предузећа, кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 60,6% стања укупних кредита привреди у децембру. Већи пад динарских пласмана привреди у поређењу с девизно индексираним пласманима услед доспећа кредита из гарантне шеме, који су претежно одобрени у динарима, за последицу је имао

⁶ Рачунато по новом програмском курсу, на дан 31. октобра 2022.

смањење степена динаризације пласмана привреде током Т4 за 1,1 п.п., на 19,4%.

Износ новоодобрених кредита привреди у Т4 износио је 316,4 млрд динара, што је за 11,5% мање него у истом периоду претходне године, када је забележен рекордан обим одобрених кредита привреди у једном тромесечју. Предузећа су и током Т4 највише користила кредите за ликвидност и обртна средства (52,6%), при чему су више од половине ових кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа. На инвестиционе кредите односило се 28,3% нових кредита привреди у Т4, при чему се на микропредузећа, мала и средња предузећа односило 70,7% ових кредита.

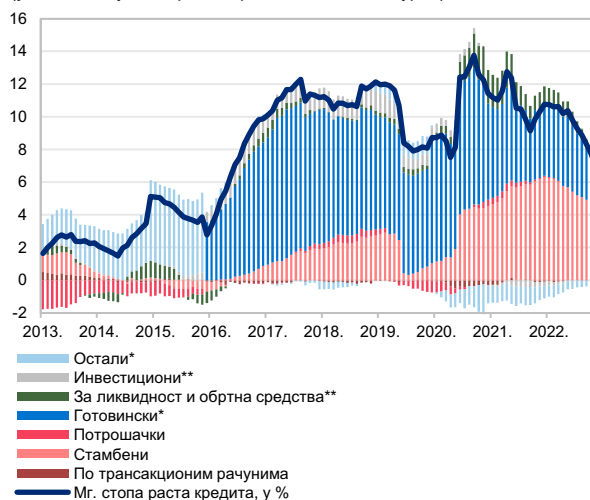
Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су у Т4 за 2,9 млрд динара, вођени растом стамбених кредита, који су повећани за 9,9 млрд динара. Остале врсте кредита становништву забележиле су смањење стања, а највећи пад су исказали готовински кредити (4,5 млрд динара) и задужења по трансакционим рачунима (1,6 млрд динара). Наведена кретања допринела су да учешће стамбених кредита у укупним кредитима становништву у децембру износи 40,3%, док су готовински кредити и даље најзаступљенија категорија, са учешћем од 43,7% у децембру. У оквиру кредита одобрених предузетницима, кредити за ликвидност и обртна средства смањени су у Т4 за 1,3 млрд динара, док су кредити за инвестиције повећани за 0,9 млрд динара. Степен динаризације пласмана становништву смањен је током Т4 за 0,7 п.п., на 53,1%, услед раста девизно индексираних пласмана, уз смањење динарских пласмана становништву.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т4 од 132,1 млрд динара мањи је за 5,9% него у истом периоду прошле године. Готовински кредити чинили су 53,5% нових кредита у Т4, док се на стамбене кредите односило 26,1% нових кредита становништву. Обим нових стамбених кредита у Т4 од 34,5 млрд динара незнатно је мањи него у истом периоду претходне године.

Резултати јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁷ показују да су банке у Т4 2022, у складу с нашим очекивањима, наставиле с поштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди и становништву. На поштравање кредитних стандарда првенствено су

Графикон IV.2.6. Доприноси м. расту кредита становништву

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



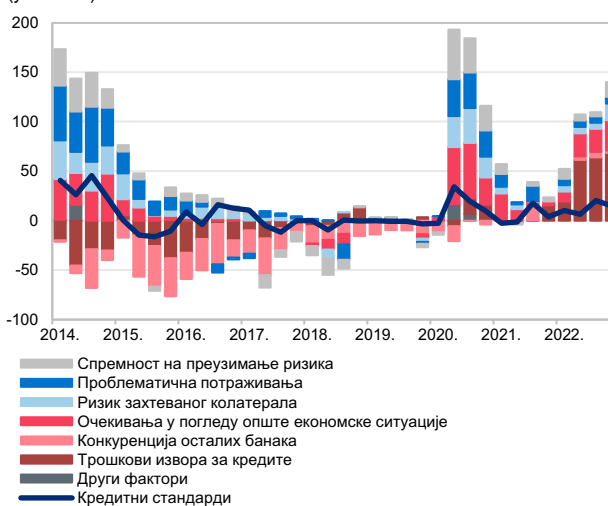
Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

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

(у нето %)

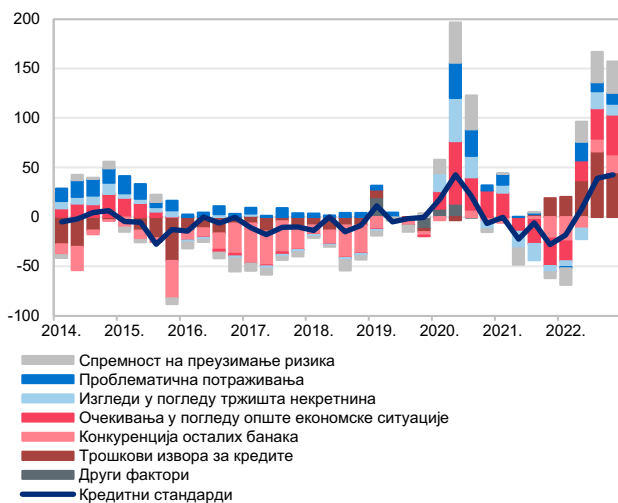


Извор: НБС.

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

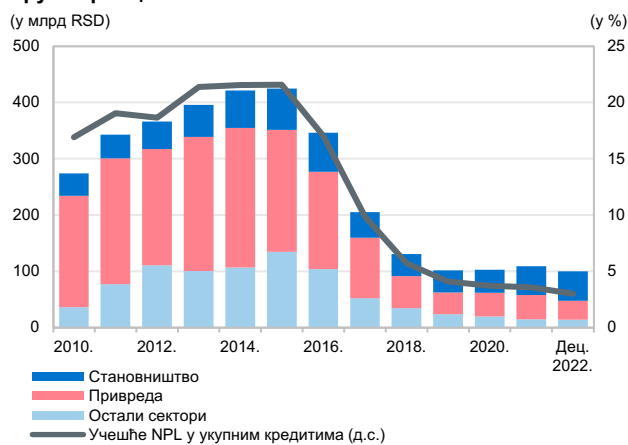
⁷ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

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



утицали повећани трошкови извора финансирања (што је у складу са ефектима заоштравања монетарних услова Народне банке Србије и ЕЦБ-а), а затим и неизвесност у погледу опште економске ситуације, што се одразило и на смањену спремност за преузимање ризика. Банке очекују наставак сличних тенденција и током Т1 2023. Резултати анкете показују да су банке перципирале раст тражње привреде за кредитима током Т4, али у мањој мери него што је то био случај у претходним тромесечјима, а даљи благи раст очекују и за Т1. Оцена банака је да раст тражње потиче од малих и средњих предузећа, при чему као кључне факторе раста препознају потребе за финансирањем обртних средстава и реструктурирањем постојећих обавеза. С друге стране, банке су оцениле да је становништво смањило тражњу за кредитима у Т4, а даљи пад очекују и за Т1 због раста цена некретнина и каматних стопа на кредите, који смањује могућност узимања кредита.

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



Бруто *NPL* показатељ снижен је током Т4 за 0,2 п.п., на ниво од 3,02% у децембру, што је до сада најнижа забележена вредност овог показатеља. У поређењу с крајем Т3, бруто *NPL* показатељ сектора привреде⁸ смањен је за 0,1 п.п. и у децембру је износио 2,1%, док је код становништва⁹ смањен за 0,2 п.п. и у децембру је износио 4,0%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 102,1% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 57,9% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају Т3 износио је 19,5%¹⁰, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Према процени РЗС-а, раст БДП-а успорио је на 0,4% м.г. у Т4 и, као и претходних тромесечја, био је вођен домаћом тражњом.

⁸ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру износило је 2,3%.

⁹ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* је на нивоу од 3,9% у децембру.

¹⁰ Реч је о последњем расположивом податку.

Домаћа тражња

Раст **приватне потрошње**, према нашој процени, успорен је са 3,1% м.г. у Т3 на 0,5% м.г. у Т4. На успоравање раста потрошње указује пре свега успоравање раста реалног промета у трговини на мало, који је у Т4 износио 2% (наспрам 4,8% м.г. у Т3, односно 8,8% м.г. у П1), док је раст увозних цена одржао релативно висок номинални раст увоза потрошне робе од преко 20% м.г. С друге стране, потрошња становништва у сектору туризма, мерена бројем долазака и ноћења домаћих туриста, повећана је током Т4 за 41,0% м.г. и 48,6% м.г., респективно, док је раст реалног промета у угоститељству у октобру задржан на нивоу из Т3 од око 25% м.г.

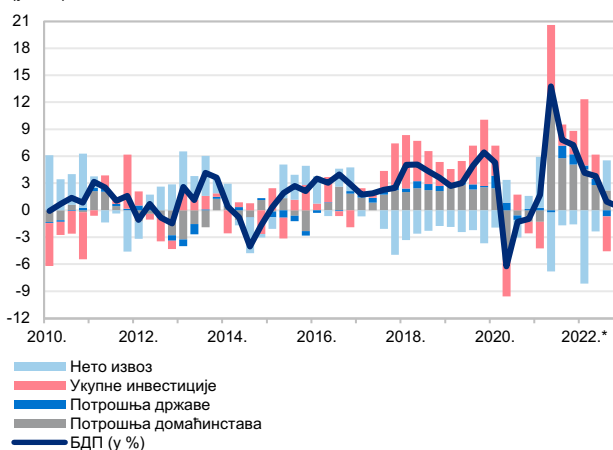
Уколико се посматрају извори потрошње становништва, приметно је даље успоравање раста масе зарада, која је реално виша за 0,7% м.г. у периоду октобар–новембар. Заоштравање кредитних стандарда и виша цена задуживања утицали су и на то да се смањи прираст кредита намењених потрошњи, са 5,6% м.г. у Т3 на 3,6% м.г. у Т4. И раст дознака из иностранстава је успорен, на 18,2% м.г.

Процењујемо да је **државна потрошња** смањена и током Т4, али у мањој мери него током Т3 (-1,0% м.г. наспрам -4,5% м.г.), тако да је **укупна потрошња** незнатно коригована навише, уз допринос расту БДП-а од 0,2 п.п. у Т4.

Због благог смањења капиталних расхода државе од 3% м.г., укупне инвестиције у фиксне фондове незнатно су смањене у Т4 (-0,5% м.г.), уз минималан негативан допринос расту БДП-а од -0,1 п.п. Упркос и даље израженим геополитичким тензијама и трошковним притисцима, процењујемо да су **приватне инвестиције** и током Т4 задржале позитивну динамику, што је засновано пре свега на расту производње машина и опреме од 18,9% м.г., а у мањој мери и на расту увоза опреме од скоро 10% м.г. у Т4. Процењујемо да је раст приватних инвестиција подржан првенствено нето приливом СДИ, који је у Т4 износио 1,5 млрд евра, што представља раст од 85,7% у односу на исти период претходне године, док је раст инвестиционих кредита успорио на 4,8% м.г. у Т4.

Расту домаће тражње и даље су у знатној мери доприносиле и залихе енергената, хране и индустријских производа. Раст залиха делом је последица смањења екстерне тражње.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т4 2022.

Табела IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства (реалне м.г. стопе раста, у %)

	2022.			
	T1	T2	T3	T4
Потрошња домаћинства	6,9	3,9	3,1	0,5 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	11,8	6,2	4,8	2,0
Промет у угоститељству	67,9	56,9	26,2	25,5 ***
Број домаћих туриста	29,6	40,2	20,6	41,0
Број ноћења домаћих туриста	18,5	28,0	22,0	48,4
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	22,5	22,0	21,2	23,7
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	16,4	15,9	15,1	15,8 **
Нето прилив дознака, номинално	16,9	53,5	69,6	18,2
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	6,8	7,1	5,6	3,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Октобар–новембар.

*** Октобар.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

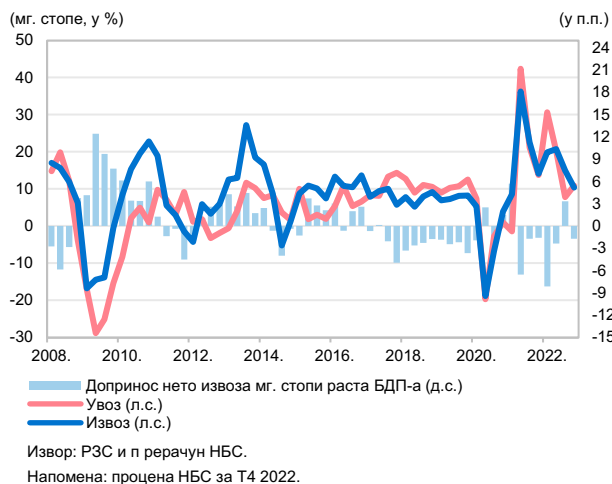
	2022.			
	T1	T2	T3	T4
Реалне м.г. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	1,2	1,8	-2,2	-0,5 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-5,6	-7,1	-12,4	-18,5 *
Инвестиције државе	-10,2	19,1	-50,8	-3,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	28,2	4,2	-8,9	-19,6 **
Производња грађевинског материјала	3,5	0,2	-5,1	2,3
Вредност изведених радова	-5,9	-8,8	-13,5	
Увоз опреме, номинално	12,3	31,4	16,6	9,7
Производња домаћих машина и опреме	7,2	12,3	6,5	18,9
Залихе готових производа у индустрији	-0,2	1,6	-0,1	-1,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Октобар–новембар.

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



Према нашој процени, на тромесечном нивоу, раст БДП-а од 0,6% дсз. првенствено је био вођен растом инвестиција, чији је укупан допринос износио 1,9 п.п., док је приватна потрошња смањена за 0,3%, уз негативан допринос БДП-у од 0,2 п.п.

Нето екстерна тражња

Према нашој процени, у Т4 2022. раст реалног увоза (10,9% мг.) био је израженији од раста реалног извоза (10,4% мг.), што је резултирало негативним доприносом нето извоза БДП-у од 1,7 п.п.

Вођен извозом прерађивачке индустрије, **робни извоз** наставио је да расте и у околностима ниже екстерне тражње и настављених геополитичких тензија. Према платнобилансним подацима, робни извоз изражен у еврима повећан је у Т4 за 21,5% мг., тј. нешто мање него у Т3 (25,9% мг.). Извоз прерађивачке индустрије повећан је за 17,5% мг., при чему је раст остварен у скоро свим гранама, уз највећи допринос извоза електричне опреме, осталих машина и опреме, моторних возила, металних производа и рачунара, електронских и оптичких производа. Једино су смањени извоз основних метала због смањене производње у железари у Смедереву након гашења једне високе пећи у јулу, као и извоз деривата нафте. Расту укупног извоза доприносили су и извоз електричне енергије, као и рударство, које је вођено извозом бакра, док је извоз пољопривредних производа био сличан као у истом периоду претходне године.

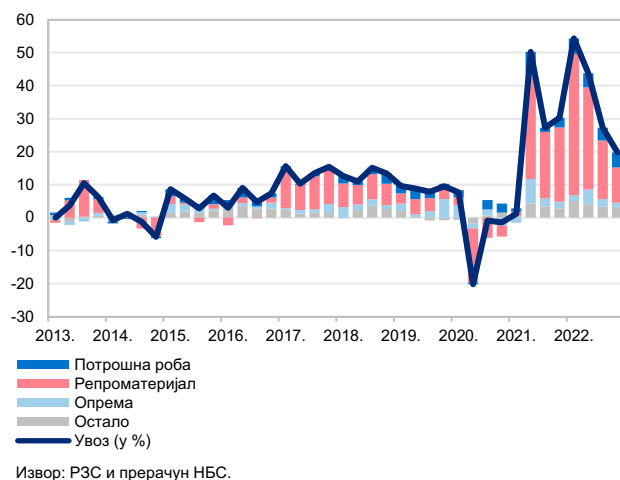
Истовремено, **робни увоз** изражен у еврима додатно је успорио раст у Т4, на 18,2% мг. (са 26,2% у Т3 и 48,7% мг. у П1). Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), расту увоза највише је допринео увоз средстава за репродукцију, који је повећан за 18,8% мг., за којим следе увоз потрошне робе и средстава за рад, који су повећани за 23,7% мг. и 9,7% мг., респективно. Таква кретања потврђује и класификација увоза по наменама, где су расту увоза највише доприносили енергенти, производи за широку потрошњу, а затим интермедијарни и капитални производи.

Висок обим **размене услуга** са иностранством задржан је и у Т4, уз израженији мг. раст извоза него увоза и рекордну вредност суфицита у овој размени (888,4 млн евра). Извоз свих врста услуга је повећан, а као и раније, расту извоза (44,7% мг.) највише су доприносиле туристичке, ИКТ и пословне услуге. Раст увоза (29,8% мг.) био је вођен транспортним и

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



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



туристичким услугама, а у знатно мањој мери и пословним и ИКТ услугама, док је увоз осталих услуга био у паду.

Покривеност робног увоза извозом у 2022. износила је 74,3%, а по укључењу услуга 84,4%, што је нешто више него у септембру,¹¹ док су у односу на крај 2021. ови показатељи нижи, пре свега због раста увоза енергената.

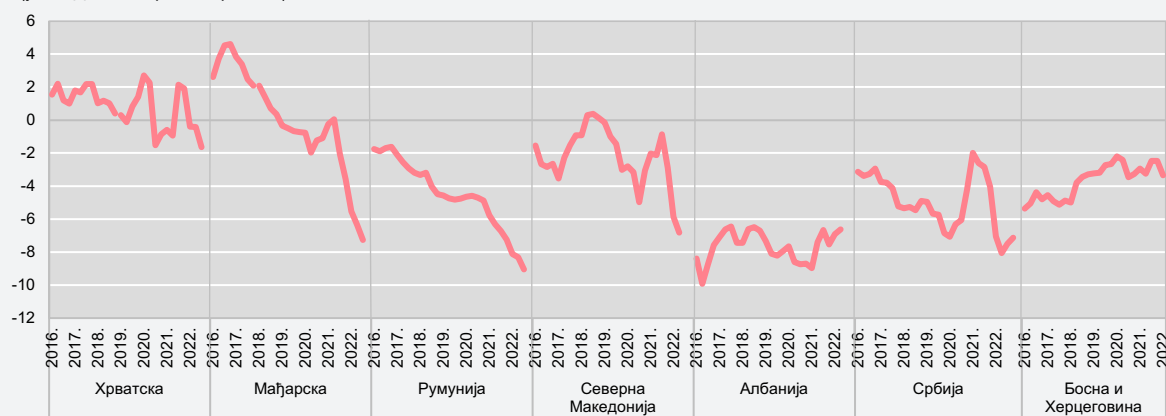
¹¹ Мерено 12-месечним покретним просеком.

Осврт 4: Оцена платнобилансних кретања у 2022. години у Србији и фактора који су довели до бољих кретања од очекиваних у претходној пројекцији

Избијање сукоба у Украјини и енергетска криза за последицу су имали и снажно погоршање односа размене за већину европских земаља које су нето увозници енергената. Међу њима су и земље нашег региона, којима су повећани трошкови увоза енергената одредили погоршање текућег рачуна платног биланса, при чему с дефицитом текућег рачуна, који је у 2022. повећан на 4,1 млрд евра, тј. на 6,9% БДП-а (са 4,2% БДП-а у 2021), Србија није била изузетак.

Када је реч о категоријама текућег рачуна платног биланса Србије, повећање дефицита било је претежно одређено растом робног дефицита, који је био под великим утицајем раста увозних цена енергената, а повећан је и дефицит примарног дохотка, док су у супротном смеру деловали раст суфицита у размени услуга са иностранством и раст суфицита секундарног дохотка.

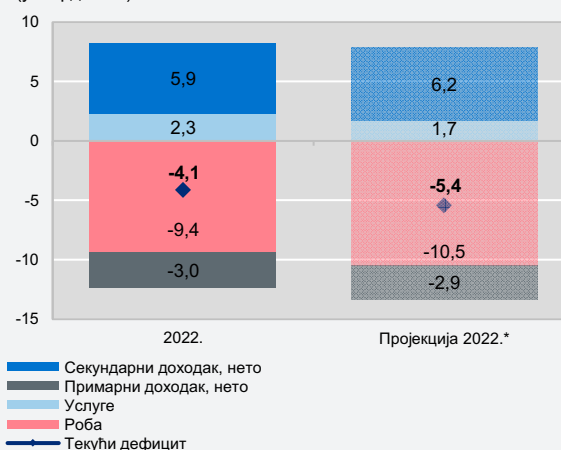
Графикон О.4.1. Дефицит текућег рачуна
(у % БДП-а, покретни просеци)



Извор: Eurostat, прерачун НБС.

Међутим, дефицит текућег рачуна у 2022. (4,1 млрд евра или 6,9% БДП-а) био је мањи него што смо очекивали у новембарској пројекцији (5,4 млрд евра или око 9% БДП-а). Дефицит текућег рачуна пројектован је у тренутку када су били расположиви подаци закључно са септембром, уз претпоставке високог увоза енергената у Т4 2022. услед снажног раста цена енергената у претходном периоду и глобалне неизвесности, што је требало да, уз опадајућу екстерну тражњу, доведе до раста дефицита у робној размени. Истовремено, очекивано је да ће дефицит примарног дохотка порастати као резултат континуираног раста СДИ, као и да ће повећање суфицита услуга и секундарног дохотка делимично надокнадити раст робног дефицита и дефицита примарног рачуна. Очекивали смо да ће робни увоз изражен у еврима на нивоу године бити повећан за скоро 40% и извоз за 29%, уз негативне односе размене (-5,3 п.п.), услед израженијег раста увозних цена од

Графикон О.4.2. Структура текућег рачуна платног биланса
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

* Пројекција НБС из новембра 2022.

Напомена: прелиминарни подаци за 2022.

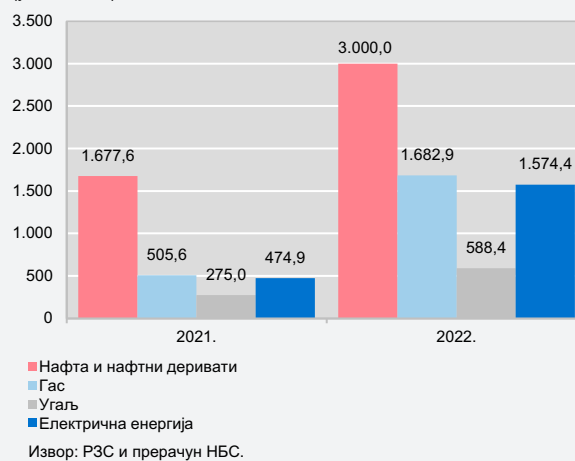
извозних цена, имајући у виду вишеструки раст глобалних цена енергената. Ипак, раст увоза изражен у еврима (34,1%) био је знатно нижи од пројектованог, док је раст извоза (28,0%) био близу очекиваног. Таквом кретању увоза и извоза израженог у еврима допринели су и односи размене, који су били мање неповољни него што смо очекивали, што је резултирало мањим трговинским дефицитом од првобитно очекиваног. Поред тога, и суфицит у размени услуга са иностранством, који је у 2022. достигао нову највишу вредност (2,3 млрд евра), био је знатно виши од очекиваног (1,7 млрд евра), што је такође допринело да дефицит текућег рачуна буде мањи од пројектованог.

Дефицит у робној размени у 2022. износио је 9,4 млрд евра, при чему је, у условима израженијег раста увоза (36,3 млрд евра) од извоза робе (26,9 млрд евра), повећан за 3,3 млрд евра у односу на 2021. Као што је и очекивано, на раст дефицита највише је утицао увоз енергената (6,8 млрд евра), који је повећан за 3,9 млрд евра у односу на 2021. Од тога, 2,5 млрд евра повећања односи се на увоз нафте, деривата и гаса, при чему је око 84% тог повећања последица раста цена. Осим енергената, расту увоза доприносили су, мада у мањој мери, и увоз интермедијарних и капиталних производа, као и увоз потрошних добара, захваљујући даљем расту инвестиција и опоравку потрошње становништва. С друге стране, и у условима ниже екстерне тражње, извоз је наставио да расте, пре свега захваљујући прерађивачкој индустрији, а у мањој мери рударству и извозу електричне енергије, чиме је компензован део раста увоза. Извоз прерађивачке индустрије повећан је за 22,8%, при чему је захваљујући високим инвестицијама у извозне секторе раст извоза био широко распрострањен (у 22 од 23 гране), а највише су му допринели извоз електричне опреме, прехранбене и хемијске индустрије.

Размена услуга са иностранством наставила је да расте и деловала је у смеру смањивања дефицита текућег рачуна. При томе, раст извоза (42,1%, на 11,1 млрд евра) био је израженији од раста увоза (37,0%, на 8,8 млрд евра), што је, уз већи удео извоза у размени услуга са иностранством, утицало на то да **суфицит у размени услуга** достигне 2,3 млрд евра, што је 65,6% више него у 2021. и уједно његова нова највиша вредност. Размена свих врста услуга повећана је током 2022, при чему је раст извоза био пре свега вођен туристичким, ИКТ и пословним услугама, а раст увоза транспортним и туристичким услугама.

Дефицит примарног дохотка у 2022. повећан је за 46,4%, на 3,0 млрд евра. То повећање било је претежно одређено већим расходима по основу дохотка од СДИ, што је и очекивано ако се има у виду континуиран прилив и раст стања СДИ у Србији, што подразумева и више расходе за исплату дивиденди. Виши је био и износ реинвестиране добити, што потврђује одређеност инвеститора да наставе да повећавају улагања у Србију. Истовремено, повећани су и расходи по основу плаћених камата на међукомпанијске и финансијске кредите, на шта се одразило заостравање глобалних финансијских услова услед заостравања монетарних политика централних банака. С друге стране, расходи по основу портфолио инвестиција били су нижи него 2021, делом захваљујући задуживању под повољнијим условима у претходном периоду и доспећу раније емитованих еврообвезница по вишим каматним стопама. **Суфицит секундарног дохотка** повећан је за 33,9%, на 5,9 млрд евра, што је ублажило раст дефицита текућег рачуна. Највећим делом, тај раст се дугује приливу дознака из иностранства, који је повећан за 38,3% и достигао је 5,0 млрд евра. Поред константног раста, географска структура дознака остала је стабилна, при чему је највише дознака (око 60%) дошло из Немачке, Швајцарске, Аустрије, Француске и САД.

Графикон О.4.3. Увоз енергената
(у млн EUR)



Када је реч о приливима капитала, финансијски рачун платног биланса наставља да бележи позитивна кретања попут оних из претходних година. Током 2022. остварен је нето прилив капитала од 6,7 млрд евра, пре свега по основу СДИ и задужевања државе, док је одлив забележен по основу трговинских кредита и аванса.

Упркос заоштравању геополитичких тензија и вишеструкој кризи, који су допринели успоравању глобалних токова СДИ, **прилив СДИ** у Србију је у 2022. достигао 4,4 млрд евра (4,3 млрд евра у нето изразу), што је највиши годишњи прилив откад се СДИ прате и за 13,6% више у односу на претходни рекордни ниво из 2021. Тиме је настављен тренд континуираног раста прилива СДИ, који је само привремено био успорен током 2020. услед избијања пандемије вируса корона. Осму годину заредом, нето прилив СДИ у потпуности је покрио дефицит текућег рачуна (104%), доприносећи дугорочној одрживости екстерне позиције Републике Србије. 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, која је кључни извозни сектор српске привреде и због чега и у наредним годинама рачунамо на снажан раст извоза. Повољнија пословна клима, повећано учешће квалификоване радне снаге, успостављени споразуми о слободној трговини с многим земљама, као и наставак инвестирања у развој инфраструктуре, фактори су који су, уз постигнуту и очувану макроекономску стабилност, допринели континуираном приливу СДИ и омогућили раст извоза у условима успоравања екстерне тражње.

У условима заоштравања монетарних политика водећих централних банака и последичног раста приноса на државне ХоВ развијених земаља, инвеститори су смањили изложеност према земљама у успону током 2022. Нерезиденти су на секундарном тржишту више продавали него што су куповали ХоВ, а одлив је регистрован и по основу доспећа државних ХоВ у њиховом поседу. С друге стране, страни инвеститори су у јуну и августу куповали државне ХоВ путем директне погодбе, што је умањило одливе по основу продаје на секундарном тржишту и доспећа, тако да је у 2022. забележен благи нето прилив по основу **портфолио инвестиција** нерезидената у Србију од 5,4 млн евра. С обзиром на то да су резиденти повећали своја улагања у иностране ХоВ, укупан нето одлив по основу портфолио инвестиција износио је 64,4 млн евра.

Резиденти су повећали задужење према иностраним кредиторима, тако да је по основу **кредита** у 2022. остварен нето прилив од 3,4 млрд евра. Од тога, највећи део се односи на задужење Владе (кредит од Уједињених Арапских Емирата) и повлачење дела средстава одобрених у оквиру стендбај аранжмана с ММФ-ом, а повећано је и задужење банака и предузећа. С друге стране, раст средстава домаћих банака на рачунима у иностранству премашило је раст средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, што је утицало да по основу **готовог новца и депозита** буде регистрован нето одлив (284,8 млн евра). Поред тога, нерезидентима су одобрени **трговински кредити и аванси** у нето износу од 723,8 млн евра.

Сумирајући све претходно, можемо закључити да су платнобилансна кретања у 2022. била доста повољнија од очекиваних и да је захваљујући паду цена енергената на светском тржишту, и поред тога што је прилив по основу СДИ био већи од очекиваног, дефицит текућег рачуна био знатно нижи од пројектованог и наставио је да се креће око нивоа који обезбеђује одрживост екстерне позиције Србије.

Графикон О.4.4. Кретања на финансијском рачуну (у млрд EUR)



4. Економска активност

Услед смањења екстерне тражње и високих глобалних трошковних притисака, раст економске активности у Т4 успорен је на 0,4% мг. Успоравању раста у П2 допринела је и слабија пољопривредна сезона, проузрокована неповољним временским условима током летњих месеци, тако да је, према прелиминарној процени РЗС-а, раст БДП-а у 2022. години износио 2,3%, што је у великој мери у складу с нашом претходном пројекцијом. Процењујемо да је пад активности остварен и у сектору грађевинарства, док је у супротном смеру деловао наставак раста активности у сектору услуга, али је и он успорен у односу на почетак године.

Посматрано на тромесечном нивоу, након пада економске активности у Т3 од 0,8% дсз., у Т4 је остварен раст од 0,6% дсз., захваљујући расту активности у услужним секторима и индустрији.

Према нашој процени, највећи допринос расту економске активности у Т4 потекао је од **услужних сектора**, при чему је, збирно посматрано, раст активности износио око 3% мг. у Т4 (уз допринос расту БДП-а од 1,5 п.п.). То потврђује и кретање кључних показатеља, при чему је мг. раст реалног промета у трговини на мало додатно успорен у Т4 на 2% (наспрам 4,8% у Т3 односно 8,8% у П1). С друге стране, раст промета у туризму, мерен бројем долазака и ноћења туриста, убрзан је у Т4 на 55,5% мг. и 47,7% мг., респективно.

Према нашој процени, позитиван допринос економској активности потекао је и од **индустријске производње** (0,1 п.п.), која је, према нашој процени, остварила раст од 0,7% мг. у Т4, пре свега услед започетог опоравка електроенергетског сектора. Наиме, након хаварија у електроенергетском сектору у претходној години и суше током летњих месеци, која је утицала на смањење производње струје, током Т4 обим производње у електроенергетском сектору порастао је за 6,2% мг., док је раст обима производње у сектору рударства убрзан на 16,6% мг. То је надјачало негативне ефекте проистекле из раста глобалних трошковних притисака и смањене екстерне тражње, тако да је индустријска производња порасла упркос смањењу обима производње прерађивачке индустрије од 2,2% мг. у Т4. Притом, активност је смањена у 13 од 24 делатности прерађивачке индустрије, а највећи допринос паду потекао је од извозно оријентисаних делатности – производње основних метала и производа од гуме и пластике.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

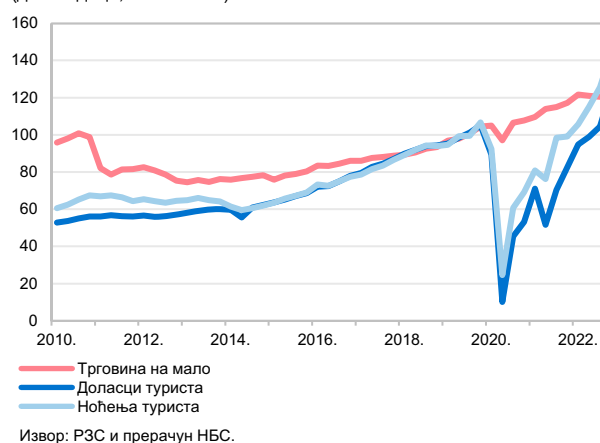
Табела IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а (у п.п.)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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



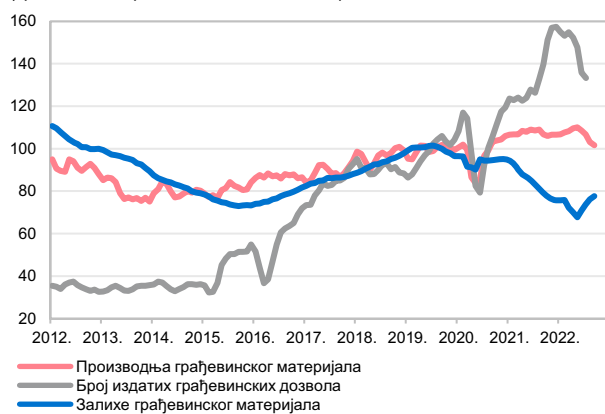
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Поред тога, прехранбена индустрија, друго тримесечје заредом, забележила је пад од 2,2% м.г., док је међу делатностима које су оствариле раст највећи допринос потекао од производње машина и опреме, као и нафте.

Као и претходних тримесечја, настављен је пад **активности у грађевинарству**, што се може довести у везу с високом базом из претходне године, када је остварена рекордна активност у грађевинарству, али и високим ценама грађевинског материјала. У складу с тим, процењујемо да је у Т4 пад у грађевинарству износио око 18% м.г. (уз допринос БДП-у од -1,3 п.п.). На то указује и смањење броја издатих грађевинских дозвола од 19,6% м.г. у периоду октобар–новембар, као и смањење капиталних расхода државе од око 3% у Т4. С друге стране, благо је повећана производња грађевинског материјала (2,3% м.г.), док је увоз грађевинског материјала номинално повећан, такође за 2,3% м.г., на шта се вероватно одразио раст увозних цена.

У Т4 и нето порези су имали благи позитиван допринос расту БДП-а (0,2 п.п.), што се делимично дугује и бољој наплати пореза.

У складу с нашим очекивањима изнетим у претходном извештају, изузетно неповољне метеоролошке прилике током летњих месеци смањиле су приносе пре свега јесењих култура, тако да је, према процени РЗС-а, пад **пољопривредне активности** у 2022. износио 8,0%.

На тримесечном нивоу, након пада у Т3 од 0,8% дсз., економска активност је, према нашој процени, повећана за 0,6% дсз., захваљујући расту активности у услужним секторима и индустрији (0,7% дсз. и 1,0% дсз., респективно), док је пад активности у секторима грађевинарства и пољопривреде, према нашој процени, успорен (на -0,8% дсз.).

5. Кретања на тржишту рада

На тржишту рада и у Т4 2022. настављена су повољна кретања, о чему сведочи повећање формалне запослености, као и смањење броја незапослених на нови најнижи ниво у децембру. Иако успорен, раст зарада и даље је двоцифрен на м.г. нивоу, вођен растом зарада у приватном сектору.

Зараде и продуктивност рада

У периоду октобар–новембар просечна номинална нето зарада износила је 76.840 динара (655 евра), успоривши м. раст на 13,7% (са 14,8% у Т3). Остварени раст и даље је вођен знатно бржим растом зарада у **приватном сектору** (17,2%) него у **јавном сектору** (6,2%), чиме је додатно смањен јаз у зарадама између ова два сектора на 1,07 за 11 месеци 2022. (са 1,17 у истом периоду претходне године). У октобру и новембру медијална нето зарада повећана је за 15,3% м. (и износила је 58.695 динара), чиме је први пут откад постоје методолошки упоредиви подаци премашила 500 евра.

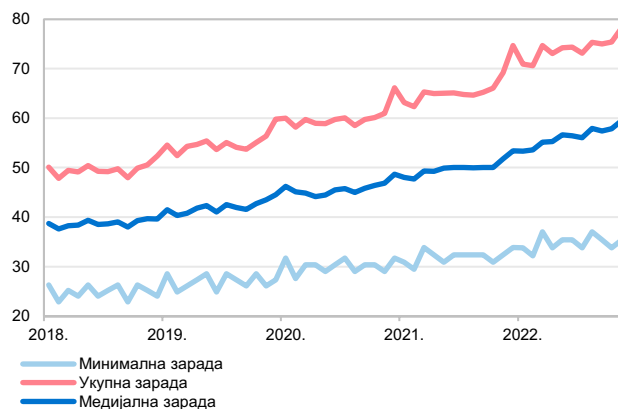
У свим **привредним делатностима** у октобру и новембру настављен је м. раст просечних зарада. Иако спорим темпом, зараде у областима информисања и комуникација¹² и даље бележе највећи м. раст (20,6% у октобру и новембру), а за њима следе стручне, научне, иновационе и техничке услуге (18,4%) и услуге смештаја и исхране (15,4%). У истом периоду, двоцифрени м. раст просечних зарада регистрован је и у осталим услугама у којима преовладава приватни сектор (изузев финансијских услуга), као и у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и пољопривреди. Просечне зараде наставиле су м. раст и у делатностима које претежно припадају јавном сектору – државној управи, образовању и здравственој и социјалној заштити.

Просечне зараде су успориле м. раст у свим **регионима Србије** – у октобру и новембру просечна зарада је порасла за 14,9% у београдском региону, 14,4% у Војводини, 11,9% у западној Србији и Шумадији и 11,8% у јужној и источној Србији.

Као резултат даљег повећања зарада и формалне запослености, укупна номинална **нето маса зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 15,8% м. у октобру и новембру.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т4 смањена је за 1,9% м. по основу успоравања економске активности, док је на нивоу целе 2022. порасла за 0,6%.

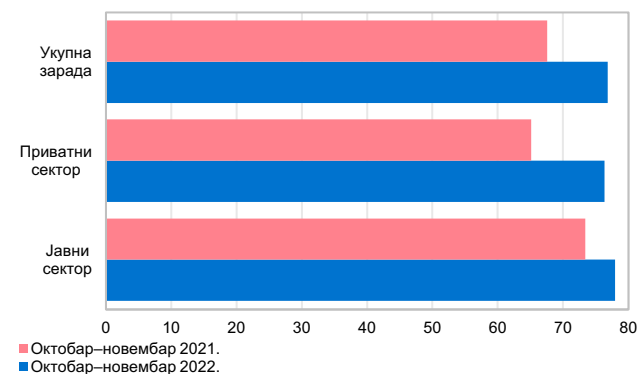
Графикон IV.5.1. Месечна динамика зарада у Србији (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

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

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



Извор: РЗС.

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

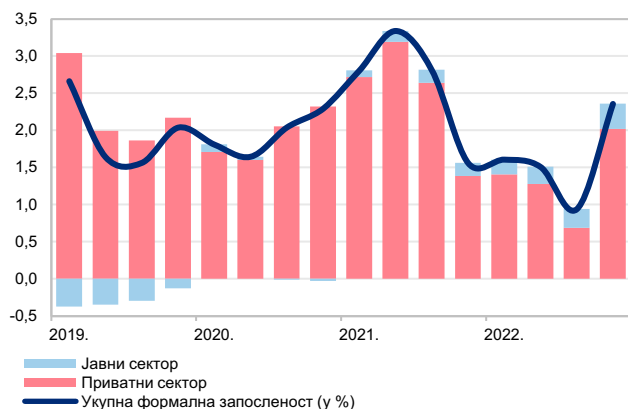


Извор: РЗС.

¹² По искључењу зараде у ИКТ сектору из статистичког обухвата, м. стопа раста укупне номиналне нето зараде у периоду октобар–новембар износила би 11,9% (према прерачуноу Народне банке Србије).

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

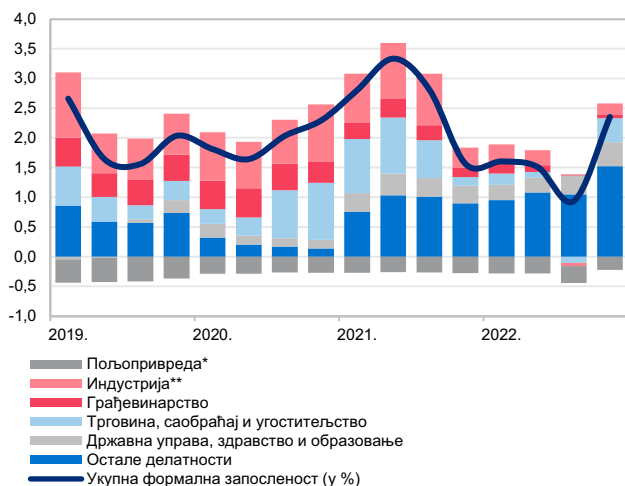
(у п.п., просек тромесечја)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

(у п.п., просек тромесечја)



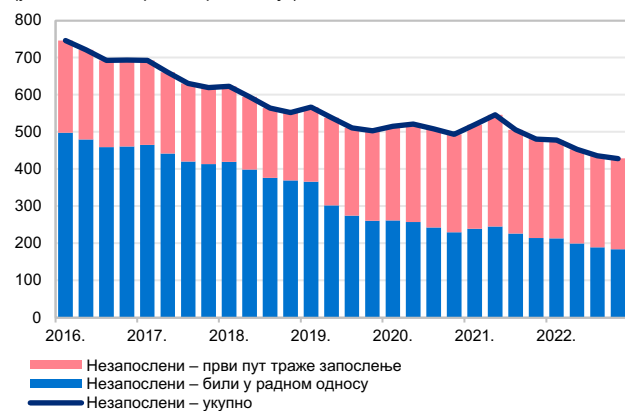
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Укључује индивидуалне пољопривреднике.

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

Графикон IV.5.6. Кретање регистроване незапослености

(у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

Запосленост

Укупна формална запосленост је током Т4 забележила нови највиши ниво од око 2,34 млн лица и у децембру је била већа за око 79 хиљада лица него пре годину дана, при чему је њен мг. раст убрзан на 2,4% у Т4 (са 0,9% у Т3). Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, остварени мг. раст формалне запослености у децембру резултат је наставка запошљавања код правних лица (за око 67 хиљада лица) и повећања броја предузетника и запослених код њих (за око 14 хиљада лица), док је број индивидуалних пољопривредника смањен (за око 3 хиљаде лица).

Као и у претходном периоду, највећи број нових радних места током Т4 отворен је у приватном сектору, тако да је број формално запослених у приватном сектору достигао нови рекордни ниво од око 1,73 млн лица. У децембру је запослено за око 68 хиљада лица више него годину дана раније, од чега је највећи број новозапослених регистрован у ИКТ сектору (око 17 хиљада лица), стручним, научним, иновационим и техничким услугама (око 11 хиљада лица) и трговини на велико и мало (око 8 хиљада лица). У истом периоду број запослених је порастао и у осталим услугама, прерађивачкој индустрији и грађевинарству, док је смањен једино у пољопривреди (за око хиљаду лица). Услед флексибилније контроле запошљавања код корисника јавних средстава, број формално запослених у јавном сектору на мг. нивоу повећан је у децембру за око 11 хиљада лица.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, регистрована незапосленост у децембру износила је 427.152 лица, што је за око 50 хиљада лица мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци. При томе, број незапослених је у децембру смањен на мг. нивоу у свим групама занимања унутар производног и услужног сектора, иако нешто споријим темпом него у претходним месецима. Уколико се посматра податак за Т3, који је последњи расположиви, стопа незапослености износила је 8,9%.

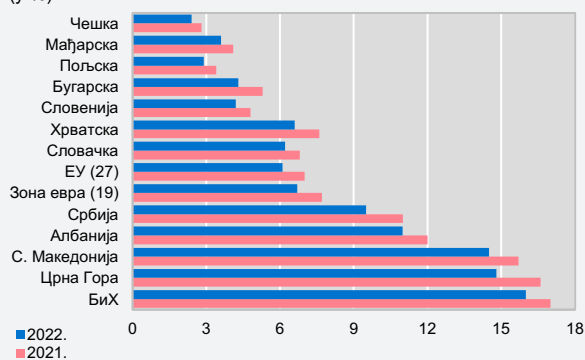
Осврт 5: Оцена услова на тржишту рада Србије

У условима и даље високе инфлације на глобалном нивоу, која је у највећој мери проузрокована факторима на страни понуде, поставља се питање утицаја фактора на страни тражње и показатеља тржишта рада, који све више заокупљају пажњу носилаца економске политике. У случају САД и Велике Британије показатељи тржишта рада већ дуже време указују на затегнуте услове, који су одређени факторима и на страни понуде и на страни тражње. Затегнути услови на тржишту рада преовлађују и у већини земаља зоне евра и земаља региона средње и југоисточне Европе, пре свега у Чешкој, Словачкој и Мађарској, иако су се крајем 2022. појавили сигнали постепеног попуштања услед успоравања тражње послодавца за радном снагом. **Када је реч о Србији, услови на тржишту рада су, након кратког застоја у месецима по проглашењу пандемије вируса корона, врло брзо нормализовани, и током 2021. и 2022. године настављен је раст броја запослених.** Тако је формална запосленост у приватном сектору током Т3 2022. достигла рекордних 1,7 мли лица, што чини око 74% укупног броја запослених. При томе, током П2 2022. економска активност је успорила, што се за сада није негативно одразило на укупну запосленост, која је у Т4 убрзала раст на мг. нивоу (2,4%).

Упоредо с повећањем запослености смањивала се регистрована незапосленост, која се од септембра 2022, први пут откад постоје статистички упоредиви подаци, креће испод 430 хиљада лица. На податке из формалних извора надовезују се и резултати из ревидиране Анкете о радној снази, према којима је у Т3 2022. стопа запослености износила 50,8%, стопа активности 58,8%, а стопа партиципације становништва радног узраста (15–64 године) 71,7%, што је блиско рекордним нивоима ових показатеља из Т2. **Стопа незапослености је задржана на једноцифреном нивоу од 8,9% у Т3, што је за 1,6 п.п. испод преткризног нивоа у Т1 2020. и за 12,5 п.п. ниже од нивоа из Т1 2010, тј. откад се анкетни подаци прате по упоредивој методологији.¹ Међутим, стопа незапослености у Србији још увек је виша него у већини земаља ЕУ (Графикон О.5.1), што оставља простор за њено даље смањење.**

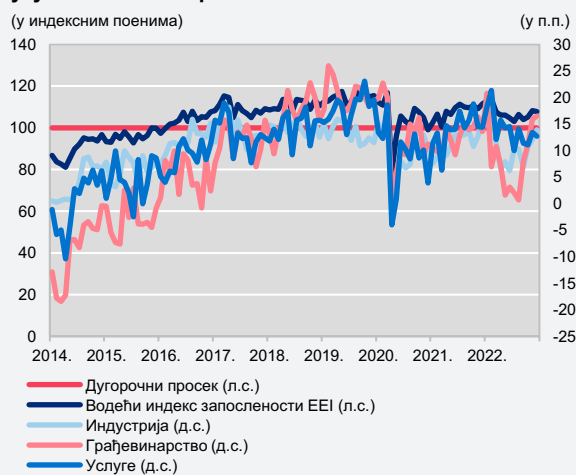
Према подацима Националне службе за запошљавање, у структури тражње за радном снагом током 2022. преовладавали су профили из области администрације и ИКТ-а (посебно информатичари и статистичари) и области индустрије (нарочито машински и текстилни радници), затим грађевински радници и радници у областима транспорта и трговине. Нека од наведених занимања већ извесно време су дефицитарна, због чега Србија, попут већине европских земаља и земаља у окружењу, мора да увози

Графикон О.5.1. Стопа незапослености у изабраним земљама и регионима (у %)



Напомена: Стопа незапослености у земљама Западног Балкана дата је као просек података за три тромесечја 2022. Извор: Eurostat и државни статистички завод.

Графикон О.5.2. Очекивана запосленост у Србији – укупно и по секторима (у индексним поенима)



Извор: Европска комисија. Напомена: Очекивана запосленост по секторима добијена је као нето проценат у одговорима послодавца, исказана у п.п.

¹ По узору на Eurostat, РЗС од јануара 2021. примењују нову методологију Анкете о радној снази (подаци пре 2021. су ревидирани).

радну снагу за обављање ових послова. Већој понуди радне снаге доприноси и интензивнија сарадња у оквиру регионалне иницијативе „Отворени Балкан”,² која је покренута ради обезбеђења слободног кретања робе, услуга, људи и капитала по моделу ЕУ.

И према анкети Европске комисије, послодавци у Србији износе очекивања о даљем расту запослености, о чему говори кретање **водећег индекса запослености (ЕЕИ) за Србију, који се и даље креће изнад дугорочног просека (који узима вредност 100)**, сугеришући повољне тенденције на тржишту рада (Графикон О.5.2). У Т4 2022. приметан је повећан оптимизам послодаваца у Србији у погледу додатног запошљавања у предстојећем периоду, пре свега у областима индустрије и грађевинарства.

У претходном периоду **регистрован је и тренд раста просечне номиналне нето зараде**, која је, посматрано на нивоу целе привреде, повећана са 49.650 динара (420 евра) у 2018. на 65.864 динара (560 евра) у 2021. и додатно на 74.078 динара (631 евро) у периоду јануар–новембар 2022. године (последњи расположиви податак). У исто време, покривеност просечне потрошачке корпе просечном зарадом повећана је на 86,0% (са 84,7% у 11 месеци 2021. и 76,3% у периоду 2018–2020), што указује на раст куповне моћи становништва. При томе, **током 2021. и 2022. брже су расле просечне зараде у приватном него у јавном сектору** (Графикон О.5.3).

Графикон О.5.3. **Месечна динамика номиналних зарада у Србији**
(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Остварени раст просечне зараде пратио је динамичан раст економске активности у Србији, који је стварао простор за одрживо повећање плата у свим привредним делатностима. Треба напоменути да је **релативно висок мг. раст номиналне нето зараде у скоријем периоду (13,9% у просеку од јануара до новембра 2022) доминантно вођен снажним растом номиналне зараде у ИКТ сектору**, који је већ неко време знатно виши него у другим привредним делатностима. То је у великој мери резултат изразите тражње за радном снагом овог профила, а делом се дугује и базном ефекту, који је последица законског обухвата прилива из иностранства кроз пореску пријаву за порез по одбитку (с циљем сузбијања сиве економије у нашој земљи), а која је извор података о просечним зарадама. По искључењу просечне зараде у ИКТ сектору из статистичког обухвата (Графикон О.5.3), мг. раст номиналне нето зараде у остатку привреде је умеренији и у периоду јануар–новембар износио је 11,6% у просеку (према прерачуна Народне банке Србије), што је блиско оствареној просечној инфлацији у 2022. (11,9%, према процени РЗС-а) и показатељ да са стране тражње не потичу већи инфлаторни притисци, већ да су они првенствено одређени факторима на страни понуде.

Поред тога, повећање плата у Србији пратио је и раст продуктивности укупне економије (Графикон О.5.4) услед доминантно бржег темпа раста економске активности од запослености, што сведочи о томе да **услови на**

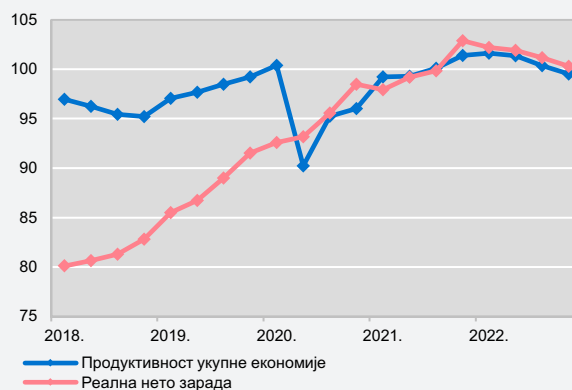
² На самиту представника Србије, Северне Македоније и Албаније, одржаном 21. децембра 2021. у Тирани, потписан је *Споразум о условима за слободан приступ тржишту рада на Западном Балкану*.

домаћем тржишту рада још увек не генеришу веће инфлаторне притиске и да по том основу нема отварања спирале између зарада и инфлације.

Ради интегралног приказа и поређења, претходно анализирани перформансе тржишта рада графички су представљене на тзв. радарском дијаграму (дијаграму наукове мреже). Након одговарајуће статистичке обраде података, одабрани показатељи тржишта рада (укупно 12) поређани су према вредностима њихове кумулативне дистрибуције и потом нормализовани тако да максимум сваког показатеља узима вредност 100, минимум вредност нула, а медијана вредност 50, тј. између првог и трећег квантила. Сведене на заједничку мерну скалу исказану у квантилима, добијене вредности показатеља посматране су у три изабрана временска периода – Т4 2014, Т1 2020. и Т3 2022. године, на јединственом скупу података од Т1 2014. до Т3 2022.³ На основу радарског дијаграма уочава се да су основни показатељи формалног тржишта рада, ангажованости радне снаге и плата знатно унапређени између посматраних периода, са изузетком планова запошљавања, који су, у амбијенту вишеструке кризе на глобалном плану, нешто неповољнији крајем 2022. и почетком 2023. него почетком 2020. године.

Графикон О.5.4. Зараде и продуктивност укупне економије

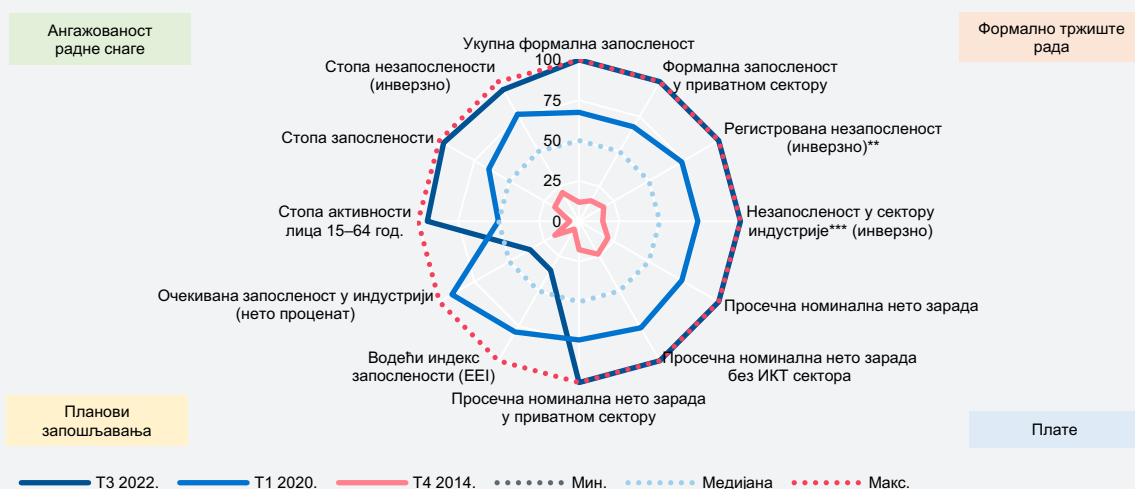
(тримесечно, дсз., 2021 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: За Т4 2022. дата је процена продуктивности укупне економије док се податак за зараде односи на октобар и новембар.

Графикон О.5.5. Радарски приказ тржишта рада у Србији* у изабраним периодима



Извор: РЗС, НБС, Национална служба за запошљавање и Европска комисија.

* Изабрани показатељи тржишта рада представљени су као тримесечни просеци.

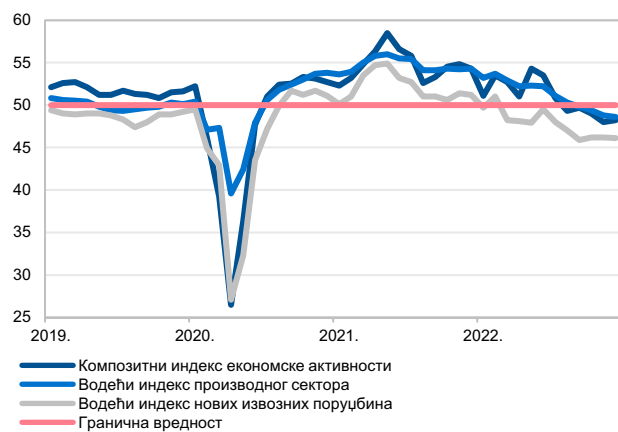
** Сви показатељи незапослености су циљано приказани у инверзно облику, с обзиром на то да веће вредности на скали указују на побољшање, а мање вредности на погоршање перформанси.

*** Незапосленост у сектору индустрије обухвата следећа занимања: геологија, рударство и металургија; машинство и обрада метала; електротехника; хемија, неметали и графичарство; текстилство и кожарство.

На основу претходног изнетог, може се закључити да се показатељи тржишта рада побољшавају, да се на њихово кретање за сада није у већој мери одразило успоравање економске активности током П2 2022, али и да се још увек не може говорити о затегнутости услова на тржишту рада које би са стране тражње генерисало изразитије инфлаторне притиске.

³ Последње тримесечје 2022. није обухваћено због каснијег објављивања резултата Анкете о радној снази у односу на друге податке с тржишта рада.

Графикон IV.6.1. Динамика водећих индекса глобалне економске активности – PMI индекси (у индексним поенима)



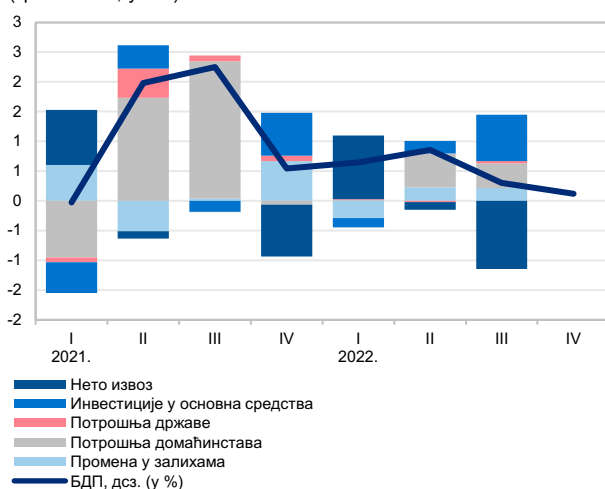
Извор: J.P.Morgan и S&P Global.

6. Међународно окружење

Растућа глобална инфлација током протекле године захтевала је брзо и синхронизовано поопштравање монетарних политика централних банака, што се одразило на погоршање глобалних финансијских услова и слабљење привредног раста на глобалном нивоу.

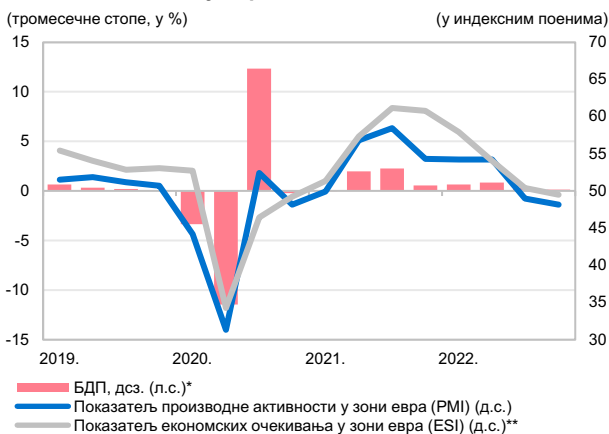
Ипак, економска остварења у већем броју развијених земаља и земаља у успону и развоју током П2 2022. била су боља од очекиваних, пре свега у САД и зони евра, које су за сада избегле рецесију, док је отварање кинеске економије повећало изгледе за бржи глобални привредни опоравак од прогнозираног.

Графикон IV.6.2. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра (тримесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

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



Извор: Eurostat, S&P Global и Европска комисија.

* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т4 2022.

** ESI је стандардизован у односу на PMI. Горњина вредност је 50 поена (изнад је експанзија, испод је контракција).

Економска активност

Пораст глобалне инфлације и убрзано поопштравање монетарних и финансијских услова (посебно током П2), смањење фискалних подстицаја и учестали поремећаји у снабдевању енергентима у Европи, као и неизвесност због последица конфликта у Украјини и нарасталих геополитичких тензија, утицали су на то да светска економија знатно успори раст, са 5,9% у 2021. на 2,9% у 2022. години (према оцени Светске банке из јануара). У јануарском извештају WEO, ММФ је изнео процену глобалног привредног раста од 3,4% у 2022, оценивши да је, упркос неповољним околностима, у већини развијених земаља и земаља у успону и развоју током Т3 очувана солидна економска активност, али да је већ током Т4 њен темпо поново ослабио (изузев у САД), судећи према динамици водећих показатеља.

Услед повишене инфлације и поопштравених финансијских услова, који умањују реалне дохотке домаћинства и подижу трошкове предузећа, привредни раст у зони евра¹³ знатно је успорио раст дсз. посматрано – са 0,9% у Т2 на 0,3% у Т3 (тј. 2,4% на мг. нивоу). Остварени дсз. раст БДП-а у Т3 вођен је повећањем домаће тражње (уз допринос од 1,4 п.п.), пре свега инвестиција у основна средства и потрошње домаћинства, насупротив чега је деловао пад нето извоза (уз допринос од -1,1 п.п.). БДП у Италији и Немачкој, које су наши важни спољнотрговински партнери, у Т3 остварио је раст од по 0,5% дсз., првенствено одређен потрошњом домаћинства.

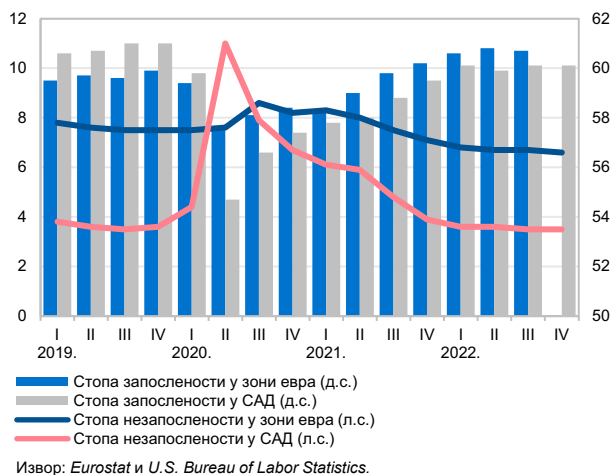
¹³ Од 1. јануара 2023. зона евра укључује и Хрватску, тако да се подаци односе на укупно 20 земаља.

Под утицајем повећане неизвесности због последица конфликта у Украјини, енергетске кризе, строжих услова финансирања и слабења глобалне економске активности, ЕЦБ је у децембру оценила да је могућ узлазак зоне евра у област привредне контракције у Т4 2022. и Т1 2023. Ипак, према процени ЕЦБ-а и према динамици водећих показатеља (*Composite PMI* и *ESI*) током Т4, рецесија би требало да буде краткотрајна и блажег интензитета. Томе би требало да допринесу повољни услови на тржишту рада, висок ниво акумулиране штедне домаћинства током пандемије и додатне фискалне мере за ублажавање негативног утицаја виших цена енергије на потрошаче и компаније. ЕЦБ је у децембру проценила раст БДП-а зоне евра од 3,4% на нивоу целе 2022. (за 0,3 п.п. изнад пројекције у септембру због бољих остварења од очекиваних у П1). Супротно преовлађујућим очекивањима, према прелиминарној процени Eurostat-а, БДП зоне евра је, дсз. посматрано, у Т4 порастао за 0,1%, док је у Немачкој и Италији смањен за 0,2% и 0,1%, респективно.

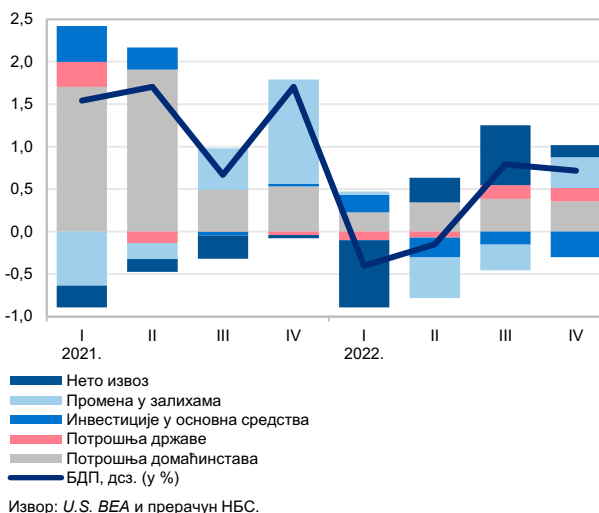
Тржиште рада у зони евра и даље карактеришу позитивне тенденције, о чему сведочи смањење стопе незапослености на 6,6% у децембру (нови најнижи ниво), као и повећање броја запослених за око 3 млн лица у Т3 у односу на претпандемијски ниво. С обзиром на још увек изражен јаз између понуде и тражње за радном снагом, ЕЦБ оцењује да би повећање зарада требало да допринесе очувању потрошње и спречи већи пад куповне моћи у зони евра. Међутим, очекивано слабење економске активности вероватно ће успорити темпо отварања нових радних места и запошљавања.

Након пада у два узастопна тромесечја, чиме се практично нашла у техничкој рецесији, **привреда САД** је у Т3 остварила раст од 0,8% дсз. (тј. 3,2% на годишњем нивоу), који се дугује повећању нето извоза и потрошње (уз збирни допринос БДП-у од 1,3 п.п.), док су укупне инвестиције биле у паду (уз допринос БДП-у од -0,5 п.п.). Иако се водећи индекс производне активности за САД (*ISM Manufacturing PMI*) на крају Т4 спустио у област контракције, највише под утицајем смањења нових поруџбина и обима производње, ФЕД је у децембру ипак изнео оцену скромног раста БДП-а у Т4. Према прелиминарној процени Бироа за економске анализе, привредни раст САД у Т4 износио је 0,7% дсз., док је на нивоу целе 2022. процењен на 2,1%.

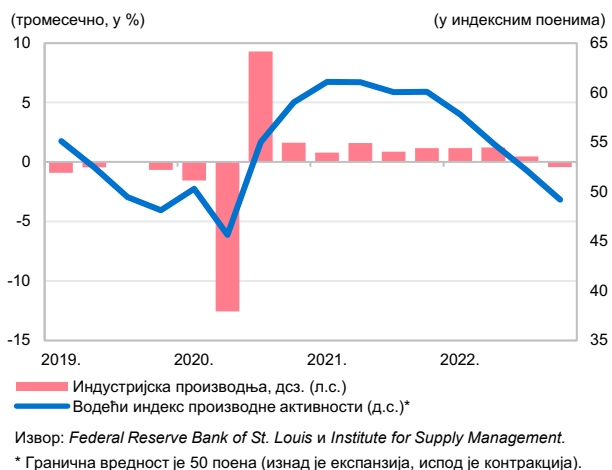
Графикон IV.6.4. Кретање стопа запослености и незапослености у зони евра и САД (дсз., крај тромесечја, у %)



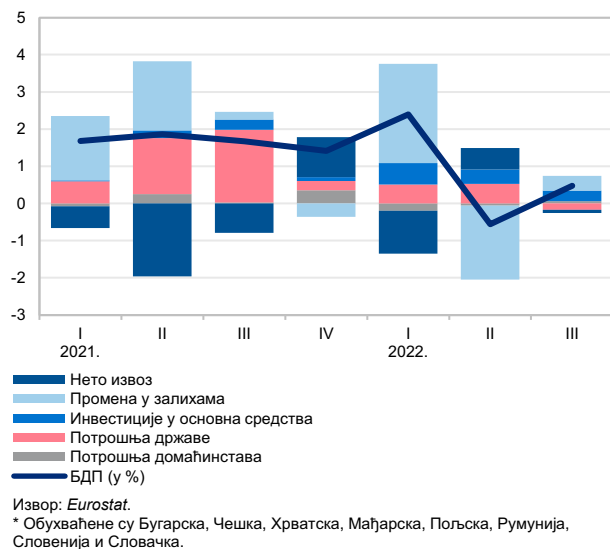
Графикон IV.6.5. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у САД (трмесечно, у п.п.)



Графикон IV.6.6. Кретање изабраних економских показатеља за САД (трмесечно, у %)



Графикон IV.6.7. Доприноси м.г. стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе* (тримесечно, у п.п.)



Затегнути услови на тржишту рада у САД благо су попустили у октобру и новембру, али су се већ у децембру вратили на ниво из Т3, о чему сведоче исте стопе незапослености, запослености и партиципације као у септембру (3,5%, 60,1% и 62,3%, респективно). Поред тога, број слободних радних места (ван пољопривреде) у Т4, иако нешто нижи него у Т3, био је за око 3,5 млн изнад нивоа пре пандемије (фебруар 2020), при чему је и просечна номинална зарада у приватном сектору наставила да расте.

На нивоу региона **средње и југоисточне Европе** у Т3 забележен је раст БДП-а од 0,5% дсз. (тј. 3,6% м.г.), доминантно захваљујући повећању укупних инвестиција и незнатном порасту потрошње државе (уз збирни допринос од 0,75 п.п.), док су потрошња домаћинства и нето извоз били у паду (уз збирни допринос од -0,25 п.п.). Упркос интензивираним геополитичким тензијама, успоравању привредног раста зоне евра и двоцифреној инфлацији, *Consensus Economics* је у децембру оценио да су остварења у земљама региона у Т3 била солидна, што се у знатној мери дугује израженој отпорности тржишта рада, које доприноси очувању домаће тражње. Међутим, рани показатељи указују на слабење економске активности у Т4, које ће се вероватно наставити и у П1 2023, у условима присутних глобалних рецесионих притисака и заоштравања финансијских услова у међународном окружењу.

Према прелиминарној процени националног статистичког бироа Кине, **привредни раст Кине** је, дсз. посматрано, у Т3 стагнирао, док је на м.г. нивоу успорио на 2,9%. На нивоу целе 2022, раст БДП-а је процењен на 3,0%. Светска банка је у јануарском извештају изашла и с нижом проценом (2,7%), наводећи да је економска активност у Кини знатно ослабила током 2022. услед спровођења политике нулте толеранције према вирусу корона, последица летње суше без преседана, као и константних проблема у сектору некретнина који ограничавају производњу, потрошњу и инвестиције.

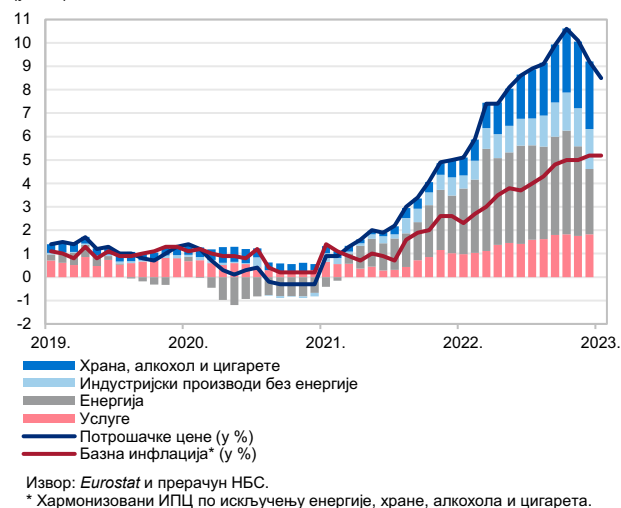
Кретање инфлације

Ценовни притисци на глобалном нивоу, који су током 2022. били широко распрострањени по производима и услугама, почели су да попуштају крајем прошле године у условима снижених цена енергената, постепеног решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и рестриктивних монетарних политика централних банака.

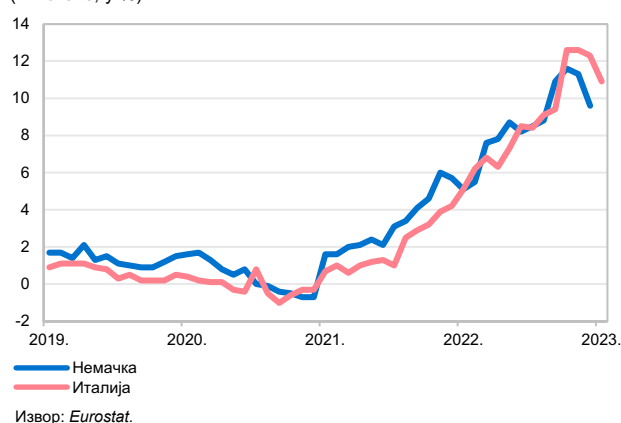
По достизању историјског максимума у октобру, **инфлација у зони евра** успорила је мг. раст најпре на 10,1% у новембру и додатно на 9,2% у децембру 2022. године, првенствено захваљујући знатно споријем расту цена енергије (25,5% мг. у децембру), под утицајем ефекта високе прошлогодишње базе и нижих цена нафте и природног гаса на европском тржишту, као и низа уведених административних ограничења на цене енергената. У супротном смеру деловао је бржи мг. раст цена хране током Т4, пре свега прерађене, док су више цене услуга и индустријских производа (без енергије) определиле даљи раст **базне инфлације у зони евра** (5,2% мг. у децембру). Мерна променом хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** успорена је на 9,6% мг. у децембру, доминантно због споријег раста цена енергије, на шта су утицале и субвенције владе за рачуне за грејање, које се примењују од септембра. **Инфлација у Италији** у децембру износила је 12,3% мг., што је нешто ниже него у претходна два месеца, али је и даље изнад нивоа у Т3. Према оцени **ЕЦБ-а** из децембра, инфлаторни притисци у зони евра ублажени су крајем 2022. у условима постепеног отклањања застоја у снабдевању и слабије потрошачке тражње. Међутим, оцењено је да наведени фактори још увек делују инфлаторно, заједно с високим трошковима у производњи хране и енергије и ефектима слабљења евра према долару у претходном периоду. Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, мг. инфлација у зони евра у јануару износила је 8,5%, а у Италији 10,9%.

Укупна инфлација у САД (мерена променом ИПЦ-а) током Т4 наставила је да успорава и у децембру је износила 6,5% мг., што је њен најнижи ниво од октобра 2021 године. Готово све компоненте ИПЦ-а (изузев услуга) допринеле су успоравању инфлације, пре свега знатно нижи мг. раст цена енергије (7,3% у децембру), код којих се испољио ефекат високе базе из истог периода претходне године. Цене производа, нарочито половних и нових аутомобила, такође су успориле мг. раст током Т4, који је допринео и успоравању **базне инфлације** (по искључењу цена хране и енергије) на 5,7% мг. у децембру. У супротном смеру деловало је додатно поскупљење услуга током Т4, пре свега услуга становања. **ФЕД** је у децембру оценио да је инфлација у САД, иако успорена, и даље повишена као последица постојане неравнотеже између понуде и тражње од почетка пандемије и још увек високих цена хране и енергије, које се одражавају на остале цене и чине инфлаторне притиске широко распрострањеним.

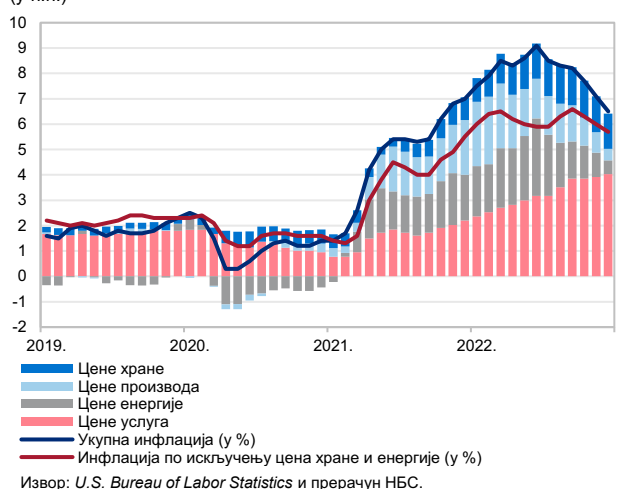
Графикон IV.6.8. Допринос компонента хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра (у п.п.)



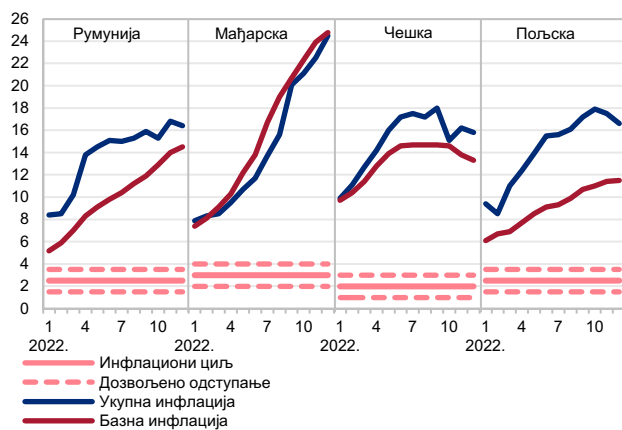
Графикон IV.6.9. Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију (мг. стопе, у %)



Графикон IV.6.10. Допринос компонента ИПЦ-а мг. инфлацији у САД (у п.п.)



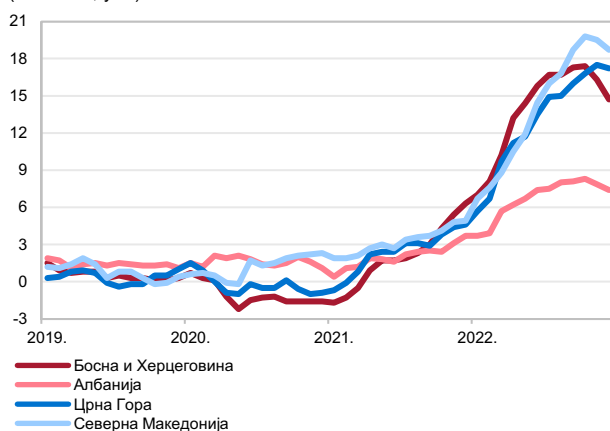
Графикон IV.6.11. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с децембром 2022) (мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Графикон IV.6.12. Кретање ИПЦ-а у земљама Западног Балкана

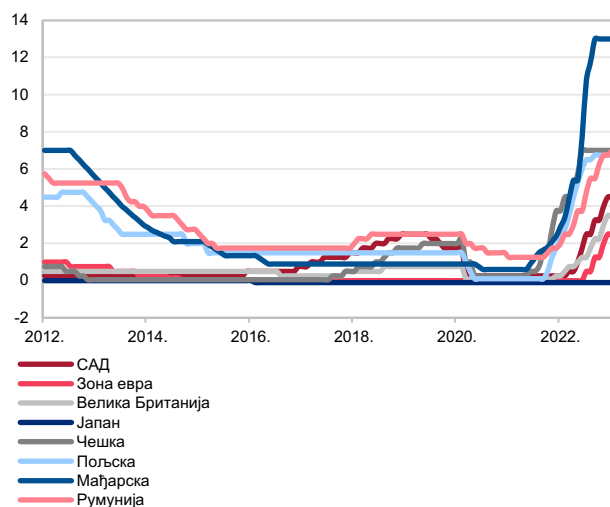
(мг. стопе, у %)



Извор: државни статистички завод.

Графикон IV.6.13. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

У посматраним земљама региона средње и југоисточне Европе укупна инфлација је током Т4 бележила дивергентна кретања. Мг. инфлација у **Мађарској** наставила је током Т4 да се креће узлазном путањом, достигавши 24,5% у децембру по основу пораста цена нафтних деривата, на које је почетком децембра укинута административно ограничење. У исто време, у **Румунији** је забележен спорији мг. раст цена нафтних деривата, захваљујући којем је мг. инфлација успорена на 16,4% у децембру. Ипак, у обе земље мг. инфлација у Т4 остала је на вишем нивоу него у Т3, услед наставка раста цена хране и цена у оквиру базе инфлације. Мг. инфлација у **Чешкој** у октобру и децембру нашла се на силазној путањи, успоривши раст на 15,8% у децембру, по основу нижих цена нафтних деривата. При томе, од октобра до краја 2022. примењиване су административне мере које се односе на цене електричне енергије и природног гаса, без којих би, према процени статистичког завода, инфлација у Чешкој у новембру и децембру била знатно виша (за око 3,5 п.п.). Мг. инфлација у **Пољској** од новембра је успорила раст (на 16,6% у децембру), по основу ублажавања раста цена електричне енергије, гаса и других горива. Према оцени аналитичара *Consensus Economics*-а из јануара, инфлација ће у већини земаља региона средње и југоисточне Европе, иако успорена, остати повишена још неко време.

У земљама региона Западног Балкана инфлација је током Т4 такође бележила дивергентна кретања. У Албанији и Босни и Херцеговини мг. инфлација је од октобра успоравала раст и у децембру је износила 7,4% и 14,7%, респективно. У децембру је мг. инфлација у Северној Македонији порасла на 17,2%, док је у Црној Гори задржана на септембарском нивоу од 18,7%.

Монетарна политика

ЕЦБ је наставила да заоштрава монетарну политику током Т4 и надаље у 2023. и на састанку крајем октобра повећала је основне каматне стопе за 75 б.п., док су у децембру 2022. и фебруару 2023. та повећања била умеренија (за по 50 б.п.). Од јула 2022, када је започет циклус заоштравања, референтна каматна стопа повећана је пет пута, укупно за 300 б.п., и у фебруару је достигла 3,00%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице 3,25% и 2,50%, респективно.

ЕЦБ је најавила почетак нормализације програма куповине активе од марта 2023. смањењем биланса стања у месечном износу од 15 млрд евра. Смањење

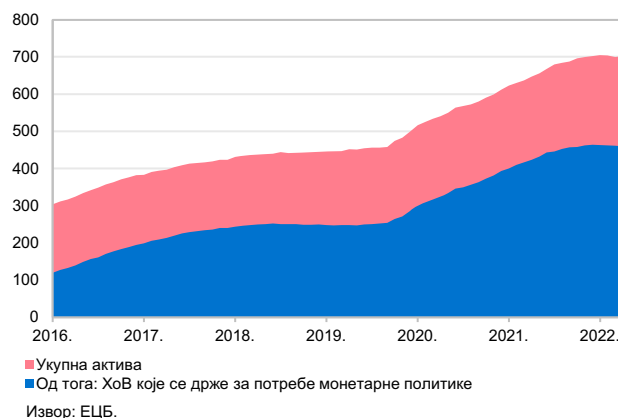
активе односи се на **програм APP** тако што се главница доспелих ХоВ купљених у оквиру овог програма више неће реинвестирати. Исти темпо смањења aktive предвиђен је и за Т2 2023, а уколико се покаже да тржишта добро подносе квантитативно затезање, тај износ се може повећати. Код **програма REPP** засад неће бити промене, тј. главница доспелих ХоВ купљених у оквиру програма реинвестираће се најмање до краја 2024. године, уз пажљиво руковођење портфолиом и обезбеђење његове конзистентности адекватним монетарним условима.

Услед наглог раста профитабилности банака у околностима повећања каматних стопа, на састанку ЕЦБ-а у октобру одлучено је да се од децембра ремунација издвојене обавезне резерве врши по стопи на депозитне олакшице, уместо као до тада по референтној каматној стопи. Из истог разлога од новембра се на **операције рефинансирања дугорочних кредита банкама** (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III*) примењује важећа основна каматна стопа ЕЦБ-а (уместо просека основне каматне стопе у целом периоду отплате кредита), што је довело до повећања каматних стопа на ове кредите од преко 2 п.п. Поред тога, понуђена је могућност додатних превремених откупа ХоВ у оквиру овог програма.

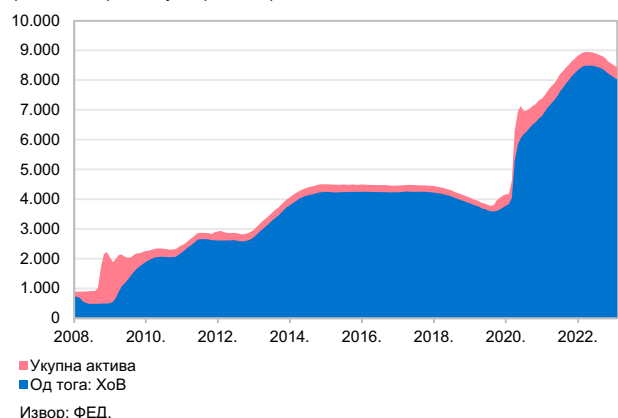
ФЕД је додатно повећао распон каматне стопе за 75 б.п. у новембру, док су наредна повећања била све умеренија – за 50 б.п. у децембру и за 25 б.п. у фебруару 2023. Тиме је референтна стопа од марта 2022. узастопно повећана осам пута, за укупно 450 б.п., на распон 4,50–4,75% у фебруару. Наставак заостравања монетарне политике ФЕД је образложио даљим јачањем показатеља тржишта рада, док инфлација остаје повишена. Оцењено је да дешавања у Украјини утичу на раст инфлације и оптерећују глобалну економску активност.

Банка Енглеске је повећала референтну каматну стопу за 75 б.п. у новембру и за по 50 б.п. у децембру 2022. и фебруару 2023. Тако је, након десет узастопних повећања од децембра 2021, референтна каматна стопа достигла 4,0% у фебруару, што је њен највиши ниво од 2008. године. Поред тога, у новембру је започела и с директном продајом државних обвезница из свог портфолија, чиме је постала прва од водећих централних банака која се при смањењу биланса стања неће ослањати само на доспеће ХоВ. И централна банка **Швајцарске** додатно је повећала референтну каматну стопу у децембру (за 50 б.п., на 1,00%), а могућа су и даља повећања на наредним састанцима.

Графикон IV.6.14. Укупна актива ЕЦБ-а (стање крајем месеца, у млрд EUR)



Графикон IV.6.15. Укупна актива ФЕД-а (месечни просек, у млрд USD)



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

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Пољска	16,6	2,5 ± 1,0	6,75
Чешка	15,8	2,0 ± 1,0	7,00
Мађарска	24,5	3,0 ± 1,0	13,00
Румунија	16,4	2,5 ± 1,0	7,00
Турска	64,3	5,0 ± 2,0	9,00

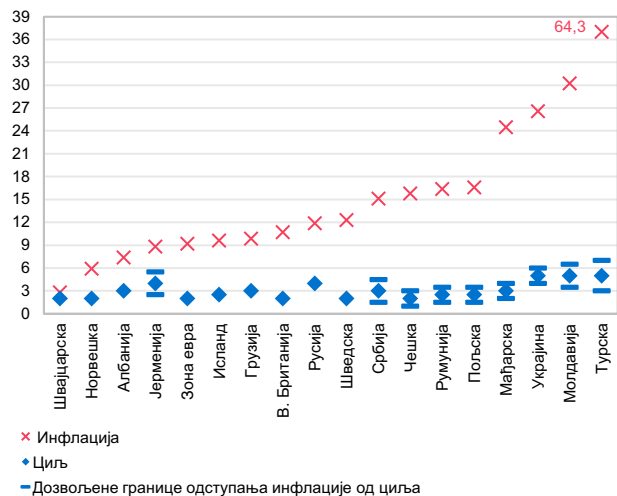
Извор: централне банке изабраних земаља.

* ИПЦ, мг. стопе у децембру 2022.

** Последњи расположив податак.

Графикон IV.6.16. Инфлација и циљ по земљама у децембру 2022.

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Eurostat и централне банке изабраних земаља.

Након знатних повећања у претходном периоду, многе централне банке региона средње и југоисточне Европе које су у режиму циљања инфлације нису мењале референтне каматне стопе током Т4 2022. и почетком 2023. Централна банка Чешке задржала је референтну каматну стопу на нивоу из јуна (7,0%), а централна банка Пољске на нивоу из септембра (6,75%). И централна банка Мађарске задржала је референтну каматну стопу на септембарском нивоу (13,0%), али је заострила монетарну политику користећи друге инструменте. Од октобра примењују се више стопе обавезне резерве од најмање 5% (наспрам ранијег 1%), а које могу ићи и до 10%. Поред тога, проширен је коридор каматних стопа повећањем стопе на кредитне олакшице за 950 б.п., на 25,0%, а донета је и одлука да ће једнодневни девизни свопови и једнодневни тендери повлачења ликвидности бити реализовани по вишим каматним стопама него раније. Поред тога, ради смањења притисака на форинту, централна банка је објавила да ће у наредним месецима покривати тражњу за девизама која се односи на увоз енергената. Једино је централна банка Румуније наставила да повећава референтну каматну стопу – за 75 б.п. у октобру, 50 б.п. у новембру и 25 б.п. у јануару 2023, на 7,0%. Тиме је референтна стопа повећана 11 пута од октобра 2021, на највиши ниво од 2010. године.

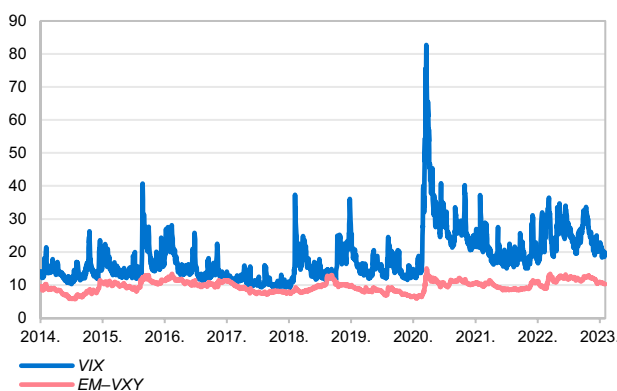
Упркос снажним инфлаторним и депрецијацијским притисцима, централна банка Турске додатно је смањила референтну каматну стопу у октобру и новембру, за по 150 б.п., на 9,0%, након чега је објавила да је циклус смањења референтне каматне стопе окончан. Током 2022. референтна каматна стопа смањена је четири пута, укупно за 500 б.п.

Финансијска и робна тржишта

Слабљење инфлаторних притисака на глобалном нивоу по основу смањења цена енергената, постепено решавање проблема у глобалним ланцима снабдевања, уз попуштање рестриктивних здравствених мера у Кини раније него што се очекивало, допринели су одређеном смиривању неизвесности на међународном финансијском тржишту. С тим у вези, имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (VIX) смањена је током Т4 за 10,0 п.п., на 21,7%. Истовремено, индекс EM-VXY, који указује на волатилност валута земаља у успону, смањен је за 1,5 п.п. и крајем децембра 2022. године износио је 10,9%.

Приноси на десетогодишње државне ХоВ већине развијених земаља света повећани су током Т4 у

Графикон IV.6.17. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта*



Извор: Блумберг.

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

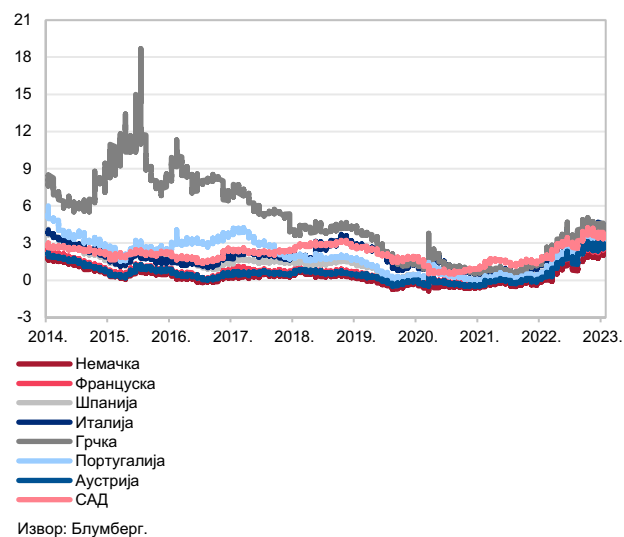
просеку за око 0,4 п.п., што је знатно мање него у прва три тромесечја 2022, када су приноси на ову врсту ХоВ у просеку расли за око 0,9 п.п. С друге стране, приноси на десетогодишње обвезнице земаља у региону благо су смањени током Т4, чему је допринео изостанак или мањи степен поштравања монетарних политика њихових централних банака у поређењу с претходним тромесечјима.

Услед очекиваног успоравања економске активности у САД и попуштања инфлаторних притисака, преовлађују очекивања тржишта у погледу будућег споријег заштравања монетарне политике ФЕД-а, док изјаве званичника ЕЦБ-а говоре у прилог даљег заштравања монетарних услова у сличном обиму још у наредних неколико месеци. Заједно с већом спремношћу инвеститора за прихватање ризика, очекивано веће поштравање монетарне политике ЕЦБ-а од ФЕД-а допринело је депрецијацији долара према еврџу, као и према осталим водећим валута на међународном финансијском тржишту у Т4.

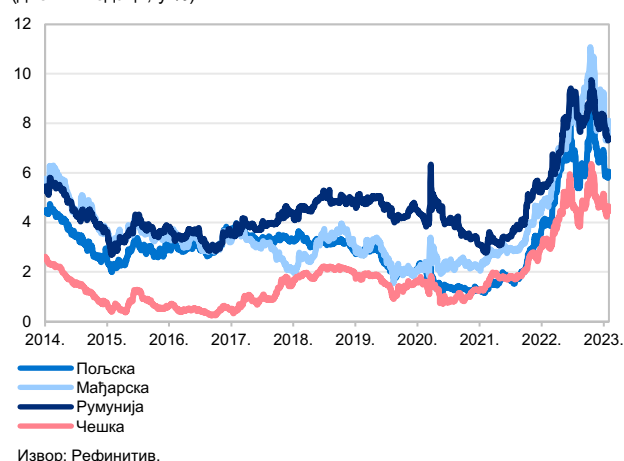
Светска цена нафте кретала се узлазном путањом у октобру, достигавши ниво од око 93 долара по барелу, услед најава ЕУ о ограничењу цене руске нафте од децембра и одговора Русије да неће продавати нафту земљама које прихвате план за ограничење цене нафте, затим одлуке *OPEC+* да смањи производњу за више од 2 млн барела дневно, као и могућности да Кина, која је највећи светски увозник сирове нафте, ублажи противпандемијске мере. Исти фактори деловали су на раст цене нафте и почетком новембра, након чега је под утицајем неповољнијих глобалних економских изгледа, преоријентације Русије на азијска тржишта и повећања нивоа залиха нафте у САД, као и поново покренутог снабдевања нафтоводом Дружба за испоруке руске нафте ЕУ, дошло до пада цене нафте до краја Т4, када се нашла на нивоу од око 85 долара по барелу. На нивоу тромесечја, светска цена нафте је у Т4 у просеку била нижа за око 10,9% у односу на Т3, али је, м.г. посматрано, виша за 11,2%. Иако је цена нафте бележила раст од друге декаде јануара, подстакнут укидањем политике нулте толеранције према вирусу корона у Кини, она је на крају јануара била на готово истом нивоу као на крају 2022. (85 долара по барелу).

Услед повољних метеоролошких услова, као и високе попуњености складишних капацитета, **реперна цена природног гаса за Европу** (на холандском чворишту *TTF*) наставила је силазну путању током октобра, достигавши ниво од око 21 евро по мегават-сату почетком новембра (еквивалентно цени од око 224

Графикон IV.6.18. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Графикон IV.6.19. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (у локалној валути) (дневни подаци, у %)



Графикон IV.6.20. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



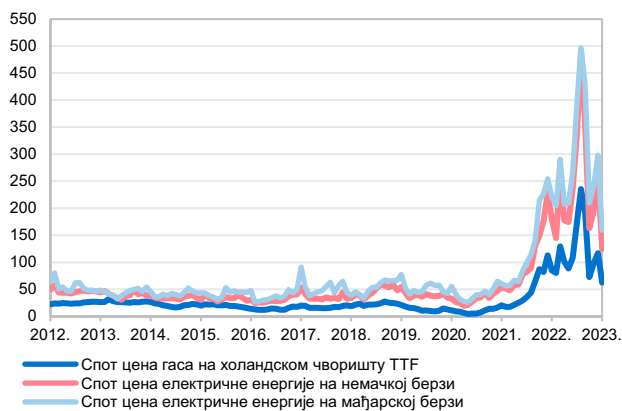
Графикон IV.6.21. Кретање светске цене нафте (просек месеца, у USD)



Извор: Блумберг.

долара за хиљаду кубних метара гаса).¹⁴ Након тога, сезонски уобичајено, забележила је раст на око 148 евра по мегават-сату почетком децембра, да би до краја месеца била смањена на ниво од око 76 евра по мегават-сату (тј. на око 790 долара за хиљаду кубних метара гаса). Тиме је цена гаса у Т4 у просеку нижа за око 52,5% него у Т3, али је ипак знатно виша него у преткризном периоду (последњих година цена гаса била је изразито стабилна и до средине 2021. у просеку је износила око 20 евра по мегават-сату). Пад цене природног гаса настављен је и у јануару, услед и даље високе попуњености складишта због неуобичајено топлијег времена, тако да је на крају месеца износила око 58 евра по мегават-сату.

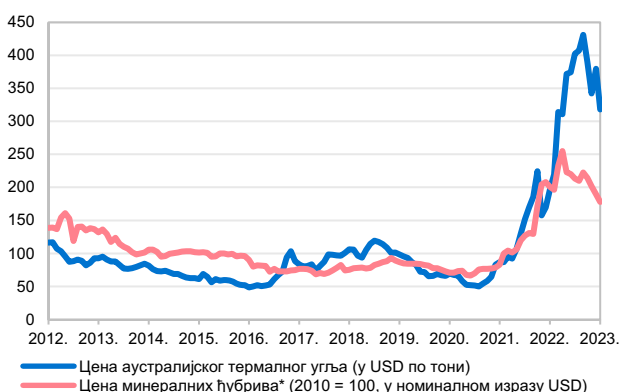
Графикон IV.6.22. Кретање реперних цена природног гаса и електричне енергије за Европу (просек месеца, у EUR/MWh)



Извор: Рефинитив.

Под утицајем повољнијих метеоролошких кретања, пораста производње електричне енергије из обновљивих извора, као и смањене тражње током октобра због топлог времена за то доба године, смањена је реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) на ниво од око 78 евра по мегават-сату. У наставку Т4 цена електричне енергије пратила је динамику реперне цене природног гаса, достигавши око 436 евра по мегават-сату средином децембра, након чега је до краја месеца имала силазну путању. Сличну динамику имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, релевантна и за домаће тржиште, која је после пада на око 136 евра по мегават-сату крајем октобра, повећана средином децембра на око 422 евра по мегават-сату, да би се на крају Т4 спустила на ниво од око 81 евро по мегават-сату. Цена електричне енергије на немачкој и мађарској берзи током Т4 била је у просеку виша за око 10,7% и 6,2%, респективно, у односу на Т4 2021. Почетком 2023. цена електричне енергије је бележила волатилно кретање, при чему је у јануару на немачкој берзи забележен први м.г. пад од почетка енергетске кризе, од 30,8% у просеку.

Графикон IV.6.23. Кретање цена термалног угља и минералних ђубрива (просек месеца)



Извор: Светска банка.

* Природна фосфатна стена, фосфат, калијум и нитроген.

Цена термалног угља, као алтернативног извора енергије, кретала се силазном путањом до средине новембра, када је била на нивоу око 324 долара по тони, услед повећане производње у Аустралији и Јужноафричкој Републици и најаве повећања производње у Кини, као и одложене грејне сезоне због топлијег времена у Европи и САД. До краја Т4 цена је ипак порасла, на ниво од око 404 долара по тони, под утицајем повећане тражње у Европи и Индији, као и смањене производње у Аустралији услед временских

¹⁴ 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).

непогода, али је она у просеку била за 10,4% нижа него у Т3. Услед опоравка производње у Аустралији, као и нижег европског увоза у односу на исти период претходне године, цена термалног угља у јануару поново се нашла на силазној путањи и крајем месеца била је на нивоу од око 252 долара по тони (38% ниже у односу на децембар).

Према подацима Светске банке, цене **минералних ђубрива** током Т4 смањене су (6,2% у односу на Т3) услед ниже тражње пољопривредника, као и ниже цене природног гаса, који је важан инпут у производњи азотних ђубрива. Иако су у новембру и децембру први пут у 2022. забележиле мг. пад (1,3% и 8,9%, респективно), цене минералних ђубрива и даље су на високом нивоу услед наставка сукоба у Украјини, као и забране извоза минералних ђубрива у Кини. У јануару су цене минералних ђубрива наставиле силазну путању и биле су ниже за око 6,2% него у децембру.

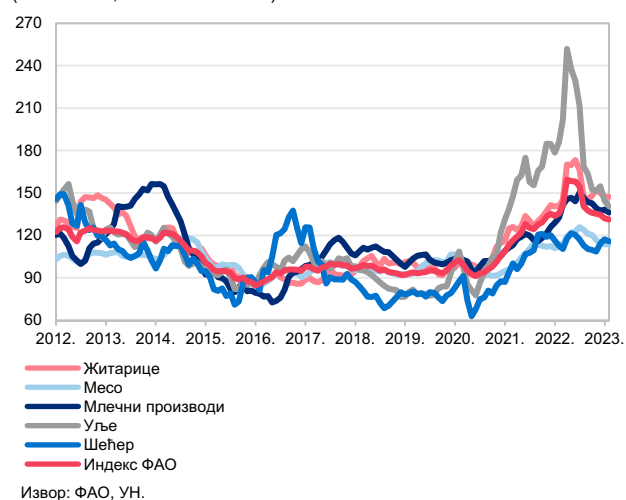
Током октобра цене већине **метала и минерала** смањене су услед појачаних рецесионих притисака. Изузетак је цена алуминијума, која је у октобру забележила благи месечни раст од 1,3%. Међутим, до краја Т4 порасле су цене свих посматраних метала и минерала под утицајем веће од очекиване отпорности тражње, којој ће допринети и очекивано успоравање степена рестриктивности монетарне политике ФЕД-а, као и најава о попуштању пандемијских мера и стимулсању тржишта некретнина у Кини. На нивоу тромесечја, цене метала и минерала у Т4 биле су у просеку више него у Т3 за 1,0%, највише услед раста цене никла, олова и бакра, док су у супротном смеру деловале цене калаја, цинка и руде гвожђа. Цене метала и минерала наставиле су путању раста и у јануару, захваљујући расту цена кључних метала – алуминијума, руде гвожђа, бакра, калаја и цинка, док су у супротном смеру деловале цене никла и олова.

Светске цене хране (мерене индексом ФАО) у Т4 наставиле су кретање силазном путањом (пад од 2,9% у односу на Т3) и у новембру и децембру забележиле су први мг. пад (0,4% и 1,1%, респективно). Таква тромесечна кретања определиле су ниже цене биљних уља (7,0%) и меса (5,6%). Цене млека и млечних производа смањене су током октобра и новембра услед ниже тражње у Кини, док су се у децембру кретале узлазном путањом услед мањег извоза европских земаља и на нивоу Т4 биле су ниже за 4,1% него у Т3. Насупрот томе, **цене житарица**, чији је Србија нето извозник, повећане су у Т4 (2,0%). У

Графикон IV.6.24. Индекс светских цена примарних производа (2010 = 100)



Графикон IV.6.25. Индекс светских цена хране (номинално, 2014–2016 = 100)



октобру су цене пшенице расле услед неизвесности у вези са снабдевањем преко Црног мора, као и ревидирањем наниже залиха САД. Цене кукуруза пратиле су овакво кретање услед лошије сезоне на северној хемисфери, као и слабијих очекивања у погледу сезоне на јужној хемисфери, пре свега у Аргентини. Ипак, током новембра и децембра цене пшенице и кукуруза смањене су под утицајем наставка транспорта Црним морем, као и веће понуде на јужној хемисфери. У Т4 порасла је и цена шећера за 2,2% услед неповољних временских услова у Индији, другом највећем светском произвођачу шећера, као и кашњења у дробљењу шећерне трске на Тајланду и у Аустралији. Цене хране на светском тржишту у јануару наставиле су силазну путању (0,8% ниже у односу на децембар) услед пада цена биљних уља, млечних производа и шећера, док су цене меса и житарица остале готово непромењене.

V. Пројекција

И према нашој новој пројекцији, стопа раста БДП-а Србије ове године биће у распону 2,0–3,0%, што је непромењено у односу на наша очекивања из новембра. Притом, процењујемо да су ризици пројекције мање изражени него пре три месеца, јер је мања неизвесност у погледу снабдевености Европе гасом, а и показатељи економске активности у зони евра за Т4 2022. и на почетку ове године бољи су од очекиваних. Под претпоставком опоравка светске економије, а тиме и екстерне тражње од П2 ове године, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста БДП-а на распон 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Фебруарска пројекција инфлације је први пут за последње две године на nižем нивоу него што се очекивало у претходној пројекцији, при чему су ефекти ниже пројекције пре свега видљиви за 2024. годину, на шта се у највећој мери одражава слабљење трошковних притисака по основу светских цена енергената. Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација остати повишена у Т1, пре свега као последица наставка преношења високих трошковних притисака из претходног периода, као и корекције цена електричне енергије и гаса, али да ће се након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у П2 2023. и повратак у границе циља средином 2024. године, што је раније него што се очекивало у претходној пројекцији. У смеру ниже инфлације требало би да делују досадашње заоштравања монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а мања је него у претходној пројекцији, при чему се и даље у највећој мери односи на факторе из међународног окружења. Кључни ризици пројекције из међународног окружења и даље су изгледи глобалног привредног раста, цене енергената и примарних производа на светском тржишту, као и степен заоштравања монетарних политика водећих централних банака. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се у највећој мери односе на исход овогодишње пољопривредне сезоне, прилив по основу СДИ, опоравак сектора енергетике, темпо извођења грађевинских радова у условима високих цена грађевинског материјала, као и на евентуалне додатне мере које би Влада могла предузети како би се обезбедио раст домаће тражње у наредном периоду. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне.

Почетни услови и претпоставке пројекције

Глобални привредни раст успорава, али мање него што се очекивало пре неколико месеци. У јануарском извештају ММФ је побољшао пројекцију раста светске економије за ову годину у односу на пројекцију из октобра 2022, за 0,2 п.п., на 2,9%, што је резултат веће отпорности од очекиване великог броја земаља, укључујући и САД и зону евра, док за 2024. пројектује убрзање на 3,1%. И Светска банка очекује успоравање глобалног привредног раста ове године, на 1,7% (што је за 1,3 п.п. ниже у односу на очекивања из јула 2022), а затим убрзање на 2,7% у 2024. Као главни фактори успоравања глобалног привредног

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

	2022.	2023.		2024.	
	Оцена	Претх. пројекција	Нова пројекција	Претх. пројекција	Нова пројекција
Свет	3,4	2,7	2,9	3,2	3,1
Зона евра	3,5	0,5	0,7	1,8	1,6
Немачка	1,9	-0,3	0,1	1,5	1,4
Италија	3,9	-0,2	0,6	1,3	0,9
САД	2,0	1,0	1,4	1,2	1,0
Русија	-2,2	-2,3	0,3	1,5	2,1
Кина	3,0	4,4	5,2	4,5	4,5

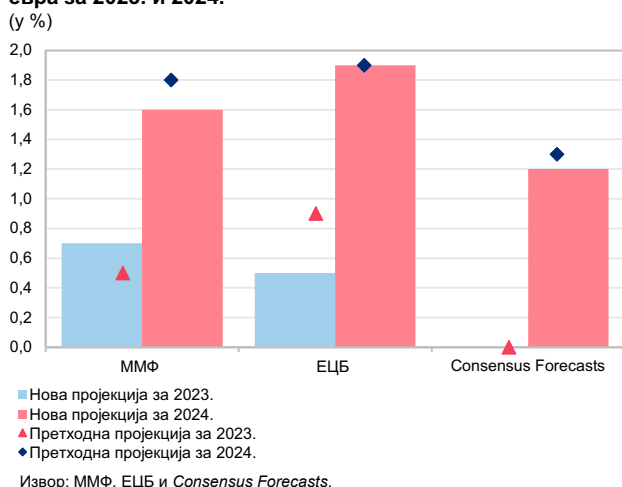
Извор: ММФ WEO (јануар 2023) и ММФ WEO (октобар 2022).

Табела V.0.2. Најважније претпоставке пројекције

	2023.		2024.	
	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.
Екстерне претпоставке				
Извештаја о инфлацији				
Раст БДП-а у зони евра	-0,3%	0,0%	1,9%	1,2%
Инфлација у зони евра (просек)	6,0%	5,7%	2,9%	2,4%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	3,0%	3,4%	2,9%	2,8%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-5,3%	-8,5%	-7,6%	0,3%
Цена нафте типа брент по барелу (дец., у USD)	82	83	77	81
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	13,3%	13,7%	8,0%	8,3%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.
Извор: ЕЦБ, *Consensus Forecasts*, *Euronext*, *CBOT*, Блумберг и НБС.

Графикон V.0.1. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024.



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

	Октобар 2022.	Јануар 2023.	
	2023.	2023.	2024.
Пољска	1,1	0,8	3,0
Чешка	0,4	0,0	2,8
Мађарска	0,1	-0,1	2,9
Румунија	2,4	2,5	3,6
Словачка	1,1	0,7	2,7
Словенија	1,6	1,3	2,4
Хрватска	1,9	1,1	2,7
Бугарска	1,6	1,1	2,6
Албанија	3,2	2,4	3,9
Босна и Херцеговина	2,4	1,6	2,9
Северна Македонија	1,9	1,3	3,0
Црна Гора	3,4	3,2	3,4

Извор: *Consensus Forecasts*.

раста у овој години, са 3,4% у 2022, наводе се затезање монетарних политика централних банака као одговор на високу и перзистентну инфлацију и погоршани услови на финансијским тржиштима, као и наставак конфликта у Украјини. Кључни ризици пројекције глобалног привредног раста, иако мањи него пре три месеца, и даље се оцењују као асиметрични наниже због могућег споријег раста Кине од очекиваног услед евентуалне веће стопе заражавања вирусом корона након попуштања здравствених мера, додатног затезања монетарних политика, даљег заоштравања геополитичких тензија, као и могуће постојаније инфлације од очекиване.

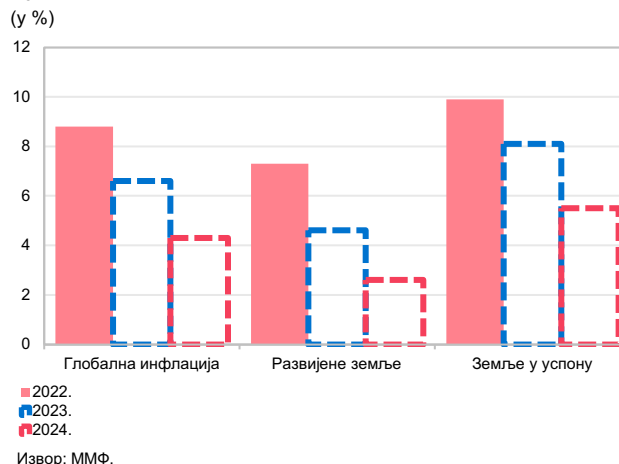
Зона евра, наш најзначајнији трговински партнер, остварила је боље резултате од очекиваних и у П2 2022, упркос високим трошковним притисцима, затезању монетарне политике ЕЦБ-а, паду потрошачког и инвестиционог поверења и смањењу производње у појединим енергетски интензивним секторима. Према је раст у П2 био знатно нижи него у П1, јер су постепено ишчезавали ефекти раста тражње за услугама након отварања економија и попуштања застоја у глобалним ланцима снабдевања, чини се да се привреда зоне евра ипак показала отпорнијом на негативне ефекте енергетске кризе и смањења глобалне тражње него што се очекивало. Водећи показатељи економске активности у зони евра показују да је и у јануару избегнута контракција економске активности, пре свега захваљујући већој активности у сектору услуга. Према децембарској пројекцији ЕЦБ-а, раст БДП-а у зони евра ове године успориће на 0,5%, а затим се у 2024. очекује убрзање на 1,9% и сличан ниво раста (1,8%) у 2025. ЕЦБ процењује да ће од П2 ове године уследити опоравак, на који ће се одразити постепено уравнотежење тржишта енергената, смањење глобалне неизвесности, јачање екстерне тражње и решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања. *Consensus Economics* има нижа очекивања у погледу економске активности у зони евра од ЕЦБ-а и, према јануарској пројекцији, у овој години очекује стагнацију, а потом раст од 1,2% у 2024. У нашој новој пројекцији користили смо претпоставке *Consensus Economics*-а, што је у поређењу с претходном пројекцијом нешто повољнији резултат за ову годину. Када је реч о привредном расту наших најважнијих партнера унутар зоне евра, *Consensus Economics* ове године очекује пад економске активности у Немачкој од 0,5%, јер је Немачка због високог учешћа прерађивачке индустрије у БДП-у у већој мери погођена високим трошковима производње и нижом екстерном тражњом за робом. Ипак, услед попуштања застоја у

глобалним ланцима снабдевања и слабљења трошковних притисака по основу нижих цена енергената, тај пад ће бити мањи него што се претпоставило у претходној пројекцији (-0,9%). У Италији се ове године очекује стагнација (наспрам незнатног пада у претходној пројекцији), при чему се очекује наставак фискалне подршке приватном сектору, и поред чињенице да буџет за 2023. повећава бојазан у погледу нивоа јавног дуга.

За земље региона средње и југоисточне Европе такође се пројектује знатно успоравање привредног раста у 2023. години. Пројекције *Consensus Economics*-а за 2023. за већину земаља овог региона додатно су кориговане наниже у односу на очекивања из октобра. Раст БДП-а за средњу Европу пројектује се на 0,5%, а за југоисточну Европу на 2,0%, који ће потом у 2024. убрзати на 2,9% и 3,3%, респективно (према овој процени, привредни раст Србије у 2023. износиће 2,4%, а у 2024. 3,3%). Као кључни фактори успоравања привредног раста у 2023. за регион средње и југоисточне Европе наводе се поштравање финансијских услова и високи трошковни притисци. Иако се очекује успоравање инфлације у овој групи земаља, она ће остати повишена, док ће инвеститори бити и даље опрезни у условима присутне неизвесности у погледу могућности снабдевања гасом током наредне зиме. Истовремено, поред виших трошкова отплате јавног дуга, јавне финансије ће бити додатно оптерећене успоравањем економске активности, која ће се одразити на пореске приходе, што ће умањити могућност да се повећају инвестиције државе у алтернативне изворе енергије.

У готово свим земљама света инфлација је и даље изузетно висока, али је добра вест да почиње да успорава захваљујући пре свега ценама енергената. Ове године се очекује даље успоравање инфлације на глобалном нивоу. Поред нижих цена енергената, чији се ефекти већ осећају, на смањење инфлације утицаће и побољшано функционисање глобалних ланаца снабдевања и слабија тражња услед рестриктивних монетарних политика централних банака. Према пројекцијама из децембра, ЕЦБ очекује успоравање инфлације у зони евра са 10% на 3,6% у периоду од Т4 2022. до Т4 2023. године. Након тога, очекује просечну инфлацију од 3,4% у 2024. и 2,3% у 2025. години. Циљ за инфлацију од 2% предвиђа се да ће бити достигнут током П2 2025. године. Опадању инфлације током хоризонта пројекције требало би да допринесу снажан базни ефекат код цена енергената током 2023. године, затим утицај рестриктивне монетарне политике ЕЦБ-а, слабљење тражње услед

Графикон V.0.2. Пројекција глобалне инфлације за 2023. и 2024.



Графикон V.0.3. Претпоставка о инфлацији у зони евра (мг. раст, у %)

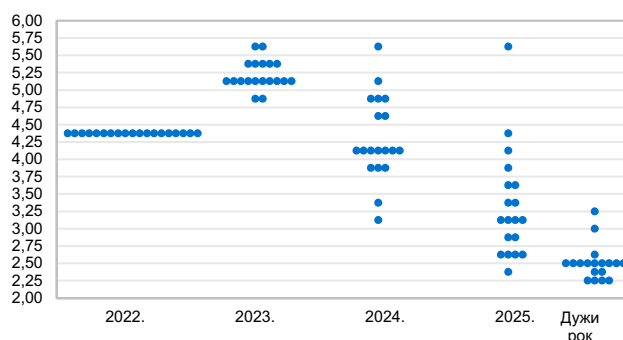


Графикон V.0.4. Очекивани тромесечни EURIBOR (на годишњем нивоу, у %)



нижег привредног раста, претпостављени пад цена енергената и примарних пољопривредних производа (у складу с фјучерсима), као и претпоставке да ће дугорочна инфлациона очекивања остати усидрена. Треба имати у виду да ЕЦБ предвиђа да ће инфлација искључујући цене енергената и хране остати изнад 2% током целог периода пројекције. Перзистентност ове инфлације очекује се с обзиром на одложене ефекте високих цена енергената и знатне депрецијације евра у претходном периоду, затим заоштрене услове на тржишту рада и очекивани номинални раст зарада изнад историјског просека због ефекта компензације за инфлацију. У нашој пројекцији смо претпоставили да ће инфлација у зони евра ове године у просеку износити 5,7%, а да ће у наредној години успорити на 2,4%.

Графикон V.0.5. Очекивања чланова *FOMC*-а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе (у %)



Извор: ФЕД, *Summary of Economic Projections*, децембар 2022.

С обзиром на то да базна инфлација још увек нема силазну тенденцију и да ће враћање укупне инфлације на циљ бити постепено, очекује се и даље **прилично рестриктивна монетарна политика ЕЦБ-а**. У нашој пројекцији, у складу с кретањем фјучерса, претпоставили смо да ће тромесечни *EURIBOR* крајем ове године износити 3,4%, а крајем наредне 2,8%.

ФЕД је у децембру и јануару наставио да заоштрава монетарну политику, мада у мањем обиму него претходних месеци. Тржишни учесници очекују да ће ФЕД наставити с повећањем референтне стопе, али да ће бити знатно опрезнији како би избегао евентуално оштро успоравање економске активности. С друге стране, ФЕД најављује да ће референтну каматну стопу задржати на високом нивоу још неко време и да је неће смањивати ове године. Иако укупна и базна инфлација постепено опадају, још увек најважнији показатељи не указују на „хлађење” економије. Прогнозе о будућем кретању референтне стопе ФЕД је у децембру поново кориговао навише у односу на претходно објављене. Медијана је за крај ове године повећана на 5,1% (са септембарских 4,6%), а за крај наредне на 4,1% (са септембарских 3,9%). Поред тога, ФЕД ће наставити да смањује биланс стања за по 95 млрд долара месечно, у складу са смерницама објављеним у мају 2022. године.

Графикон V.0.6. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Извор: Блумберг.

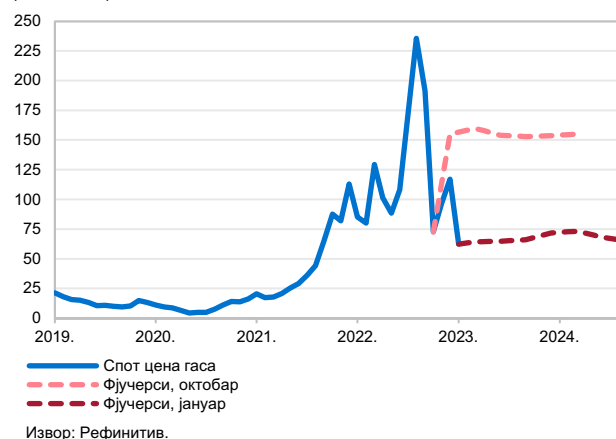
Светска цена нафте се почетком децембра спустила на најнижи ниво у 2022. години, а затим је благо повећана с растом оптимизма тржишних учесника у погледу кретања светске економије и растом тражње због отварања Кине. Ипак, процењује се да ће опоравак кинеске економије бити одложен због очекиваног скока оболелих након попуштања здравствених мера, што ће, уз рестриктивније

финансијске услове, успорити раст глобалне тражње за нафтом у П1 ове године. Ако постепено убрзавање раста глобалног БДП-а буде започето у П2 и потом настављено у 2024. години, убрзавање се и раст тражње за нафтом, с обзиром на то да тренд у потрошњи сирове нафте углавном одражава тренд економске активности. На страни понуде, неизвесност се односи на извоз нафте из Русије. Очекује се повећање извоза сирове нафте из Русије у ваневропске земље, али и да ће санкције ЕУ на увоз нафтних деривата морским путем од 5. фебруара имати већи ефекат на Русију, јер је теже наћи алтернативне купце и извршити транспорт и друге услуге у случају нафтних деривата него у случају сирове нафте. Према нафтним фјучерсима с краја јануара, које смо користили приликом израде наше пројекције, путања очекиваног кретања цене сирове нафте слична је као у претходној пројекцији: претпостављамо да ће светска цена нафте крајем ове године износити 83 долара по барелу, а да ће се потом до краја наредне године спустити на 81 долар по барелу.

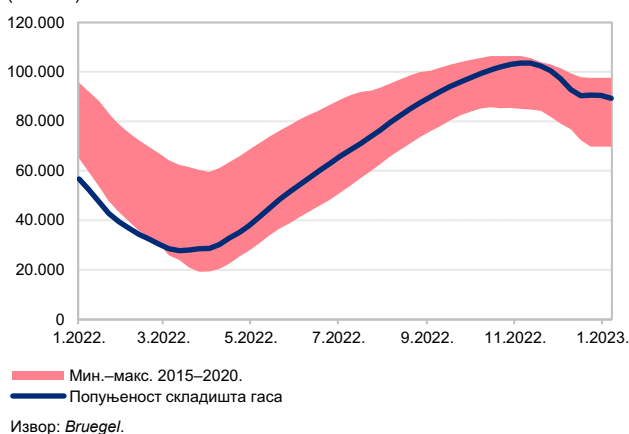
Почетком ове године, због смањене забринутости око снабдевања и високе попуњености складишта, **цена природног гаса за европско тржиште** бележила је пад и у јануару је у просеку износила 62 евра по мегават-сату. Због неопходности обнављања залиха, које ће се током ове зиме потрошити, *Consensus Economics* очекује повећање цене гаса за европско тржиште током Т1 на око 100 евра по мегават-сату, а потом релативно стабилно кретање до средине 2024, када се очекује њен пад. Према тржишним фјучерсима, очекује се да ће просечна цена гаса за 2023. и 2024. бити релативно стабилна, али на нижем нивоу него што то пројектује *Consensus Economics*, од око 66 евра по мегават-сату у 2023, што је за 58% ниже у односу на наше претпоставке из новембра, које су такође биле засноване на фјучерсима. Ипак, немогућност потпуног преласка на друго тржиште у кратком року или други вид енергије оставља Европу зависну од руског гаса, што ће водити даљој неизвесности у погледу цена овог енергента и израженим ризицима пројекције БДП-а и инфлације по овом основу.

Реперна цена електричне енергије за Европу, услед сезонски уобичајене веће потрошње, порасла је током новембра, да би се до краја године вратила на силазну путању, али је током јануара поново расла. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије крајем 2023. требало би да остане испод нивоа од 200 евра по мегават-сату, а даљи пад очекује се у 2024, при чему овај ниво остаје изнад претпандемијског, али је знатно нижи него у 2022.

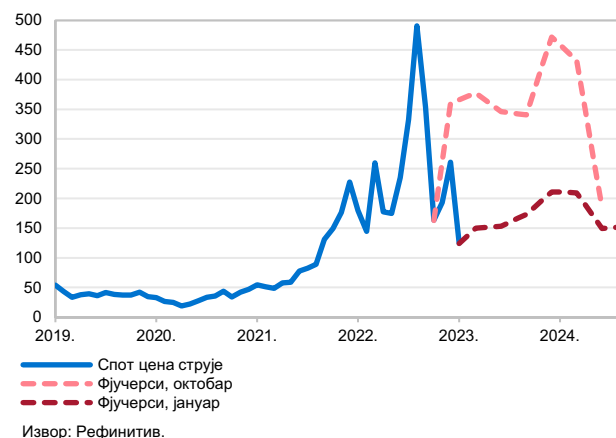
Графикон V.0.7. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



Графикон V.0.8. Попуњеност складишта гаса у ЕУ (млн m³)

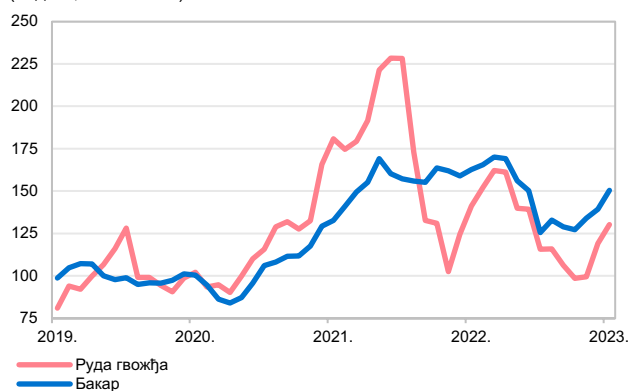


Графикон V.0.9. Европска цена струје (EUR/MWh)



Графикон V.0.10. **Цене основних метала на светском тржишту**

(индекс, 2019 = 100)

Извор: *Commodity Prices*, Светска банка.

години. Цена термалног угља, као алтернативног извора енергије, након пада у октобру, вратила се на путању раста, при чему је у просеку за 10,4% била нижа него у Т3. Међународна агенција за енергетику (*IEA*) очекује да цена термалног угља и током 2023. остане на високом нивоу услед очекиваног раста тражње у азијским земљама.

Када је реч о директним ефектима раста светских цена енергената, а пре свега природног гаса на домаћу привреду, они нису велики, јер Србија има ускладиштене количине гаса за ову грејну сезону и већи део потребног гаса (око две трећине укупних потреба) набавља по повољној цени. Ипак, цене енергената имају и индиректне ефекте на расположиви доходак, а тиме и на инфлацију и привредни раст, који се разликују у зависности од тога у којој мери трошкови енергената учествују у укупним трошковима предузећа и домаћинства, а које је теже проценити. Пораст цена енергената на светском нивоу и њихова смањена расположивост у претходном периоду захтевали су наставак усклађивања цена струје и природног гаса на домаћем тржишту од 7,3% и 11%, респективно, у јануару ове године како би се избегли већи губици компанија из енергетског сектора. Планиран наставак њиховог усклађивања, уз редовно усклађивање акциза на цигарете и очекивани раст цена комуналних услуга, за последицу би требало да има раст **регулисаних цена** у овој години од 13,7%, док смо за 2024. претпоставили раст од око 8%. Ипак, како би умањила ефекте на домаћу привреду и заштитила стандард грађана, Влада је наставила да обрачунава нижи ниво акциза за 10% за гориво, што смо претпоставили да ће се наставити и у овој години.

Услед најаве о попуштању здравствених мера у Кини, која је највећи светски купац метала, **светске цене метала** нашле су се крајем 2022. на узлазној путањи. Ипак, *Consensus Economics* очекује да ће индекс светских цена основних метала¹⁵ бити у благом паду у Т1 ове године због присутних рецесионих притисака, али да ће у остатку године уследити његов благи опоравак и релативно стабилан ниво у наредној години. У просеку ове цене ће бити знатно ниже него претходне године, а благо ниже и него што је претпостављено у новембарској пројекцији, што ће допринети ублажавању трошковних притисака на цене произвођача у индустрији и грађевинарству.

¹⁵ Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на бази њиховог учешћа у светској трговини металима: алуминијум (37%), бакар (32%), никл (8%), цинк (7%), олово и калај (по 3%).

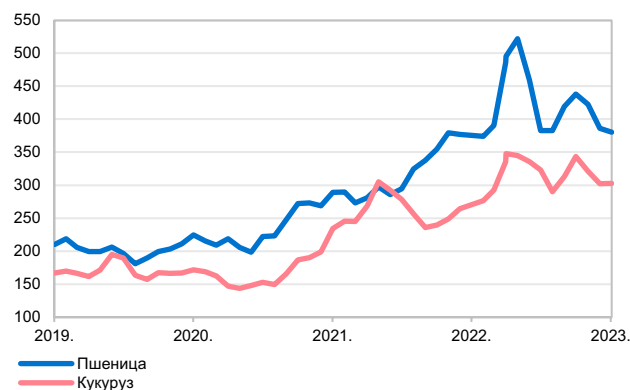
Цене већине **примарних пољопривредних производа** на светском тржишту смањене су последњих месеци, након достизања рекордног нивоа у 2022. години. Светска цена пшенице је смањена у децембру под утицајем добре снабдевености тржишта и јаке конкуренције међу извозницима. Светска цена кукуруза такође је смањена, пре свега због снажне конкуренције из Бразила. Ипак, ове цене су и даље више него у истом периоду претходне године. У наредном периоду очекује се смањење трошкова енергената, а потом и осталих инпута у пољопривредној производњи, што би требало и да резултира смањењем цена примарних пољопривредних производа, премда ће њихова понуда из Украјине и даље бити ограничена. У нашој пројекцији, претпоставке о кретању ових цена у наредном периоду базирани смо на фјучерсима са светских берзи, према којима би крајем године ове цене биле ниже него крајем прошле године за 8,5%, а наредне године би оствариле благи раст од 0,3%. У складу с тим, очекујемо да ће се и **цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту**, које прате кретање светских цена, слично кретати.

Када је реч о факторима који утичу на домаћу тражњу, у овој години очекује се наставак раста зарада, чему ће допринети и раст минималне цене рада за 14,3%, као и **запослености у приватном сектору**. Додатан извор потрошње биће повећање пензија, које заједно с повећањем с краја 2022. прелази 20%, као и плата у јавном сектору од 12,5% и очекивани наставак раста прилива од дознака.

Према проценама Министарства финансија, датим у *Ревидираној фискалној стратегији за 2023. годину са пројекцијама за 2024. и 2025. годину, издвајања државе за капиталне инвестиције* пројектују се на око 6–7% БДП-а годишње, док **учешће плата и пензија у БДП-у**, и с планираним повећањима у овој години, не би требало да пређе 10%. То све заједно треба да допринесе одржавању животног стандарда становништва и расту средстава за нове инвестиције, али и да истовремено осигура да се јавни дуг нађе на опадајућој путањи. Дефицит опште државе пројектује се на 3,3% БДП-а ове године, у условима и даље очекиваних високих издатака за енергенте, а затим се очекује његово смањење на око 1,4% БДП-а у 2025, што ће обезбедити да јавни дуг на крају 2025. износи око 54% БДП-а.

Изменом Закона о буџетском систему дефинисан је нови сет фискалних правила. Опште фискално правило којим је прописан ниво дефицита опште

Графикон V.0.11. **Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту** (USD/mt)



Извор: Commodity Price Data, Светска банка.

Графикон V.0.12. **Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа** (Т4 2013 = 100)



Извор: CBOT, Euronext и прерачун НБС.

Графикон V.0.13. **Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа*** (Т4 2013 = 100)



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

Табела V.0.4. Нови сет фискалних правила

Општа фискална правила

Дуг сектора државе, укључујући обавезе по основу реституције, неће бити већи од 60% БДП-а

Циљани средњорочни дефицит је 0,5% БДП-а

У зависности од висине дуга сектора државе дефицит се коригује на следеће нивое (у % БДП-а):

60% или изнад	0,0%
55–60%	0,5%
45–55%	1,5%
45% или испод	3,0%

Посебна фискална правила

Учешће плата сектора државе у БДП-у до 10%

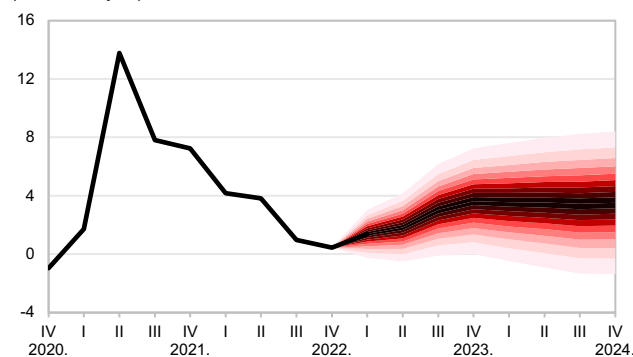
Индексирање пензија зависно од њиховог учешћа у БДП-у, и то:

10,5% или изнад	Индексирање према промени ИПЦ-а
10–10,5%	Пондерисано индексирање према промени нето просечне зараде и промени ИПЦ-а
10% или испод	Индексирање према промени нето просечне зараде

Извор: Министарство финансија.

државе у зависности од нивоа јавног дуга опште државе биће у примени од 2025. године, с обзиром на то да су нивои дефицита планирани за 2023. и 2024. годину на вишем нивоу од 0,5% БДП-а услед енергетске кризе и екстерних фактора, а да је путања фискалног опоравка одређена у складу с новим аранжманом с ММФ-ом. Посебна фискална правила којима се регулише ниво расхода за плате и пензије у односу на БДП-у у примени су од ове године. Одступање од ових правила могуће је само изузетно и привремено, и то у случајевима природних катастрофа и екстерних шокова који утичу на угрожавање здравља људи, националне безбедности и знатан пад економске активности. Према нашој оцени, доследна примена фискалних правила требало би да обезбеди одрживост јавних финансија на дуги рок и спречи веће инфлаторне притиске са стране тражње, што би се позитивно одразило и на кредитни рејтинг и премију ризика земље.

Графикон V.0.14. Пројекција раста БДП-а (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.15. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Пројекција БДП-а

Према прелиминарној процени РЗС-а, реални **раст БДП-а Србије** у 2022. износио је 2,3%, што је у великој мери у складу с пројекцијом Народне банке Србије из новембра. Због ниже екстерне тражње и повећаних глобалних трошковних притисака, као и суше на домаћем тржишту, која је смањила приносе пре свега јесењих култура, било је и очекивало да домаћа економска активност успори раст у П2 2022. У односу на исти период претходне године, стопа раста БДП-а је у Т4 успорила на 0,4%, док је, према нашој процени, дсз. посматрано, за 0,6% била виша него у Т3.

Према нашој новој пројекцији, **стопа раста БДП-а Србије ове године биће у распону 2,0–3,0%**, што је непромењено у односу на очекивања из новембра, при чему процењујемо да су ризици пројекције мање изражени него пре три месеца. Пре свега, мања је неизвесност у погледу снабдевености Европе гасом, чему су допринели и ефекти благе зиме, а водећи показатељи економске активности указују и на то да је могуће да ће зона евра ипак избећи рецесију, која се очекивала у Т4 и Т1 ове године, захваљујући и чињеници да се европска економија боље прилагодила енергетској кризи него што се очекивало. Ипак, глобално нижа екстерна тражња и још увек високи глобални трошковни притисци највероватније ће имати одређен негативан ефекат на производњу наше прерађивачке индустрије, а тиме и извоз, пре свега у П1 ове године. Поред тога, укупан расположиви доходак за инвестиције, али и потрошњу

вероватно ће бити нижи у кратком року по основу више цене задуживања у динарима и еврима. У супротном смеру требало би да делује очекивано попуштање трошковних притисака из међународног окружења, као и раст потрошачког и инвестиционог поверења у условима очекиваног смањења глобалне неизвесности од П2 ове године. Имајући то у виду, као и планирану реализацију инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста БДП-а на распон 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Раст БДП-а у 2023. биће вођен домаћом тражњом, а највећи позитиван допринос очекује се од **приватне потрошње**, од око 2 п.п., као резултат раста зарада у приватном и јавном сектору, пензија и веће запослености. При томе, у поређењу с пројекцијом из новембра, пројектовани раст потрошње за ову годину нешто је виши јер су трендови на тржишту рада крајем 2022. били повољнији од очекиваних. Ипак, важно је нагласити да се од ове године примењују фискална правила за плате у јавном сектору и пензије и да очекујемо да ће се учешће расхода за запослене у јавном сектору, као и пензија, задржати испод 10% БДП-а, што је посебно важно са становишта обезбеђења одрживости привредног раста. С друге стране, на расположив доходак за потрошњу негативно ће се одразити раст цене задуживања на домаћем тржишту по основу заостравања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а и по том основу мања тражња за кредитима намењеним потрошњи, као и даље релативно високи издаци за храну и енергенте. Са очекиваним исцрпљивањем ефеката трошковних притисака, приватна потрошња ће у 2024. благо убрзати раст и повећати допринос БДП-у на преко 2 п.п.

Услед смањеног фискалног простора, реално посматрано, ове године смањиће се издаци за куповину робе и услуга, по ком основу очекујемо благо негативан допринос **државне потрошње** (од 0,3 п.п.). За наредне године, са очекиваним смањењем дефицита опште државе, очекује се благ позитиван допринос потрошње државе.

Повећана неизвесност услед актуелних геополитичких тензија, високи оперативни трошкови предузећа у условима и даље релативно снажне инфлације, нижа екстерна тражња, као и заострени финансијски услови, одражавају се на нижу стопу инвестирања глобално посматрано. У таквим околностима пројектујемо да ће **фиксне инвестиције**

Графикон V.0.16. Стопа раста приватне потрошње и њених извора

(номиналне мг. стопе, у %)



Графикон V.0.17. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



у Србији и у овој години стагнирати, уз благ негативан допринос **приватних инвестиција** услед и даље присутне аверзије према ризику у условима несмањених геополитичких тензија и неповољних изгледа глобалног привредног раста. Основни извор финансирања приватних инвестиција остају сопствени извори, укључујући и прилив по основу СДИ, мада се на профитабилност предузећа негативно одражавају повећани трошкови производње. Поред тога, скупљи су кредитни извори финансирања, пре свега услед наставка заштравања монетарне политике ЕЦБ-а. С друге стране, због наставка реализације инфраструктурних пројеката, на које указује и висок ниво капиталних издатака државе крајем 2022, благ позитиван допринос ове године очекује се од **инвестиција државе**. По основу очекиваног смањења трошкова производње и глобалне неизвесности, наставка решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања и убрзања реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре, требало би да укупне фиксне инвестиције од 2024. позитивно допринесе расту БДП-а са око 1 п.п. годишње, као и да задрже учешће у БДП-у на близу 23%.

Релативно висок позитиван допринос расту БДП-а и ове године очекујемо од **залиха**, на чији раст се одражава формирање стратешких робних резерви, пре свега хране и енергената, али и нижа екстерна тражња, као и, иако мањи, и даље присутни застоји у глобалним ланцима снабдевања у појединим областима производње. С постепеном нормализацијом прилика у погледу цена и расположивости енергената и хране, као и решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања, од 2024. очекује се и пражњење залиха и њихов неутралан допринос БДП-у.

Очекујемо да ће **нето извоз** и ове године дати негативан допринос БДП-у и он се процењује на око 1 п.п. На негативан допринос нето извоза, према нашој процени, одразиће се висок количински увоз најважнијих енергената – гаса и нафте, али и нижа екстерна тражња услед очекиваног успоравања привредног раста наших кључних трговинских партнера, а пре свега зоне евра, услед чега ће успорити раст нашег извоза. Ипак, успоравање екстерне тражње, а тиме и нашег извоза у П2 2022. било је мање него што се очекивало у условима негативних ефеката енергетске кризе и јачања рецесионих притисака на глобалном нивоу, а у П2 био је нижи и увоз енергената од очекиваног. Важно је нагласити и да је мања екстерна тражња делимично била компензована растом извозне понуде прерађивачке индустрије по основу инвестиција из

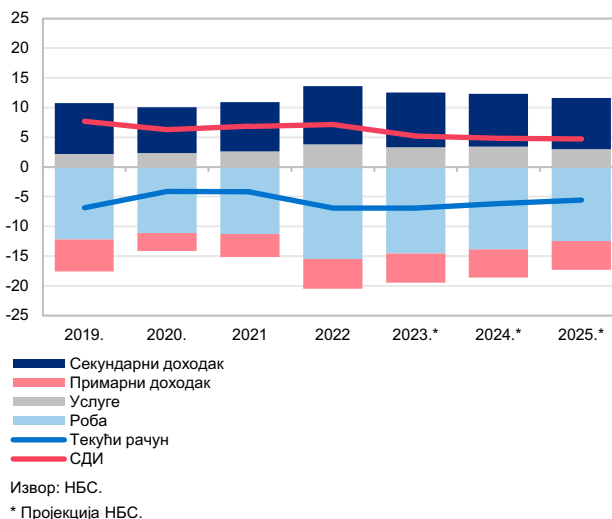


претходног периода, што се очекује да ће се наставити и у овој години с обзиром на то да је прилив по основу СДИ у 2022. достигао нови рекордни ниво, од 4,4 млрд евра. Захваљујући пре свега расту извоза ИКТ сектора, очекује се наставак суфицита у размени услугама. С друге стране, нижи приноси јесењих култура из претходне пољопривредне сезоне утицаће највероватније на мањи извоз пољопривреде у већем делу ове године (највероватније до септембра). У наредним годинама очекује се благо позитиван допринос нето извоза, чему треба да допринесе очекивани опоравак екстерне тражње. Такође, важан фактор раста извоза биће и ефекти нових инвестиција у извозно оријентисане секторе, што би требало да резултира убрзањем раста реалног извоза робе и услуга. Позитиван допринос нето извоза очекује се и поред чињенице да ће и увоз бележити раст, вођен растом увоза опреме и репроматеријала за потребе реализације инвестиционих пројеката, а у мањој мери и увозом потрошне робе и туристичких услуга.

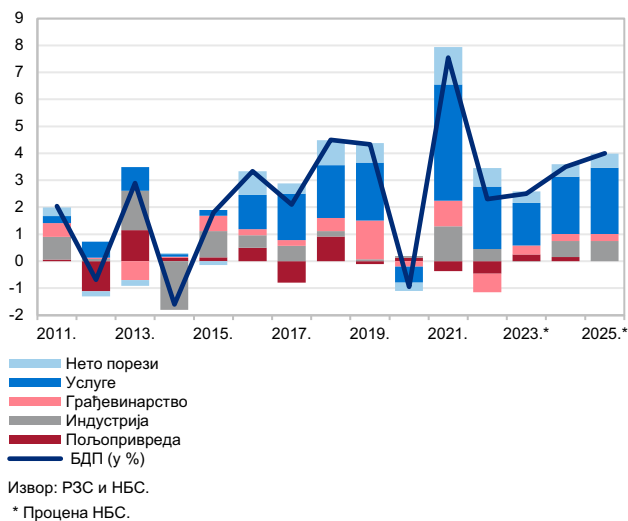
Имајући у виду пројектовано кретање нето извоза, као и да се, према тренутним фјучерсима, за ову годину пројектује нижа просечна светска цена нафте и гаса него што је то очекивано пре три месеца, тј. да су повољнији односи размене, снизили смо пројекцију **учешћа дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП-у** за ову годину и сада очекујемо да ће оно, као и у 2022. години, износити 6,9%, што је боље од наших очекивања из претходног извештаја. **Прилив СДИ** је и у 2022, у условима повећане глобалне неизвесности, поново био виши од наших очекивања из новембра и износио је 7,1% БДП-а. Иако за наредне године пројектујемо нешто нижи ниво прилива, који ће износити око 5% БДП-а, СДИ ће наставити да у великој мери покривају дефицит текућег рачуна, што треба да очува екстерну одрживост. Поред тога, очекујемо задржавање високе географске и пројектне распрострањености прилива по основу СДИ, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозне секторе. У средњем року очекује се и постепено смањење дефицита текућег рачуна на ниво од око 5% БДП-а 2026. године, чему треба да допринесе очекивано смањење учешћа спољнотрговинског дефицита у БДП-у, као резултат раста извозне понуде.

Посматрано с **производне стране**, због високог учешћа у структури БДП-а и у складу с наставком раста личне потрошње, према нашој процени, највећи позитиван допринос расту БДП-а очекује се од **услужних сектора**, од 1,6 п.п. ове године и око 2 п.п. у 2024. Висок позитиван допринос, према нашим проценама, ове и наредне године даће и **нето порези** (од око 0,5 п.п.). Имајући у виду и даље релативно

Графикон V.0.19. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



Графикон V.0.20. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)



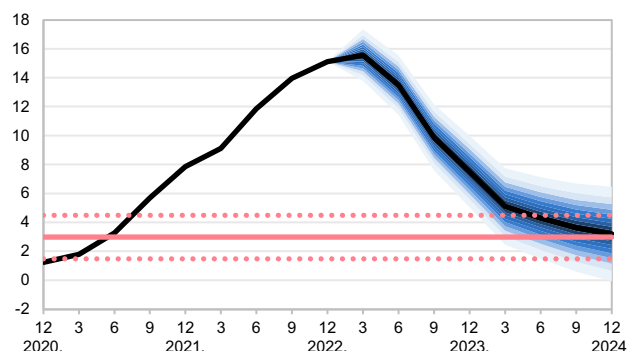
високе трошкове **пољопривредне производње**, а пре свега високе цене минералних ђубрива, због чега ће највероватније и ове године бити коришћена мања количина ђубрива од оптималне, претпоставили смо да ће овогодишња пољопривредна сезона такође бити исподпросечна, мада боља од претходне, када смо се суочили и с негативним ефектима суше и када је, према проценама РЗС-а, забележен пад пољопривредне производње од око 8%. Претпоставили смо да ће овогодишња пољопривредна производња бити већа за око 5% од прошлогодишње, што би требало да резултира њеним благим позитивним доприносом БДП-у од око 0,3 п.п., док смо за наредну годину претпоставили просечну сезону, уз позитиван допринос пољопривреде БДП-у од око 0,2 п.п. Благ позитиван допринос ове и наредних година очекује се и од **грађевинарства** (од по 0,3 п.п. годишње), пре свега као резултат планиране реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре.

Неутралан допринос ове године очекујемо од **индустрије**, уз благ негативан допринос прерађивачке индустрије и позитиван допринос рударства и енергетике. На нижу производњу прерађивачке индустрије одразиће се нижа екстерна тражња, као и повећани трошкови производње, док ће у супротном смеру деловати повећани производни капацитети, као резултат претходних инвестиција у разменљиве секторе. Расту активности у сектору рударства допринеће већа експлоатација угља и руде метала, нарочито бакра, док ће услед ниске базе из претходне године и постепеног опоравка производње, и енергетика дати позитиван допринос. У наредним годинама очекујемо убрзање раста индустрије (уз позитиван допринос БДП-у од око 0,6 п.п.), чему ће допринети активирање нових и проширење постојећих капацитета у прерађивачкој индустрији и опоравак екстерне тражње, као и планиране структурне реформе у области енергетике договорене новим аранжманом с ММФ-ом.

Пројекција инфлације

Период од наше претходне пројекције из новембра обележили су нешто бољи изгледи за кретања у светској економији у наредном периоду, пре свега захваљујући знацима да се **инфлација на глобалном нивоу постепено повлачи са свог вишедеценијског максимума**. У условима енергетске кризе и пооштрених монетарних и финансијских услова, оптимизам је пробуђен падом цене гаса у ЕУ и

Графикон V.0.21. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

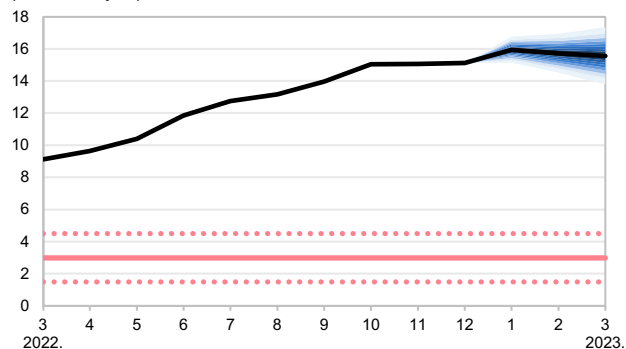
Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90%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

других енергената, као и одустајањем Кине од стратегије нулте толеранције према вирусу корона, с тим да је потребна опрезност с обзиром на то да би снажнији привредни раст Кине врло извесно погурао цене енергената и других примарних производа навише и тиме отежао борбу против инфлације. Такође, индиректни ефекти повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду још увек утичу на раст базне инфлације и, заједно са затегнутом ситуацијом на тржишту рада, у многим земљама успоравају обарање инфлације. С друге стране, показатељи који указују на застоје у глобалним ланцима снабдевања и контејнерске транспортне трошкове готово да су се вратили на своје нивое пре пандемије, тако да генерисање трошковних притисака с те стране полако ишчезава.

У складу са слабљењем глобалних трошковних притисака, пре свега по основу нижих светских цена енергената, наша фебруарска пројекција инфлације, први пут у последње две године, налази се **на нижој путањи него у претходној пројекцији**, при чему су ефекти ниже пројекције пре свега видљиви за 2024. годину. Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће **мг. инфлација остати повишена у Т1**, првенствено као последица наставка преношења високих трошковних притисака из претходног периода, као и корекције цена електричне енергије и гаса, али да ће се **након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у П2 2023. и повратак у границе циља средином 2024**, што је раније него што се очекивало у претходној пројекцији. У смеру ниже инфлације требало би да делују досадашње заостравање монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

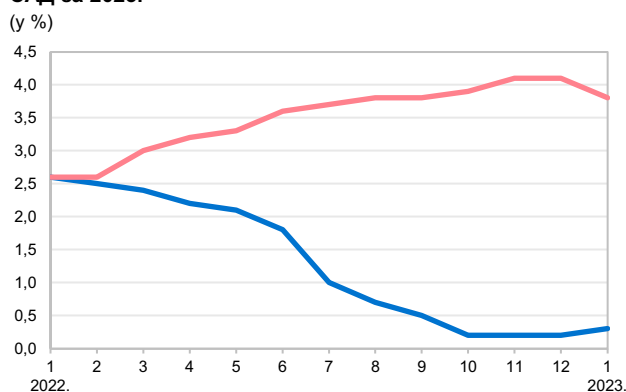
Иако пренос на наше потрошачке цене још увек није завршен, нарочито у случају енергената, требало би у наредном периоду да готово сви трошковни фактори из међународног окружења утичу на постепено успоравање инфлације. **Кључне претпоставке опадајуће путање инфлације, коју очекујемо, јесу наставак рестриктивне монетарне политике водећих централних банака, опадајуће кретање цена примарних производа у складу с фјучерсима и даље смиривање инфлације у свету, пре свега у зони евра.** Високе стопе инфлације условиле су реакцију централних банака широм света, тако да је уследило синхронизовано подизање референтних каматних стопа. Очекује се да ће се даље

Графикон V.0.22. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

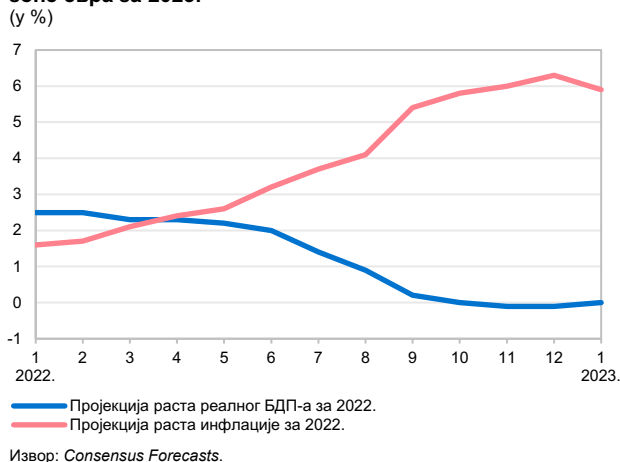
Графикон V.0.23. Развој пројекција БДП-а и инфлације САД за 2023.



— Пројекција раста реалног БДП-а за 2022.
— Пројекција раста инфлације за 2022.

Извор: Consensus Forecasts.

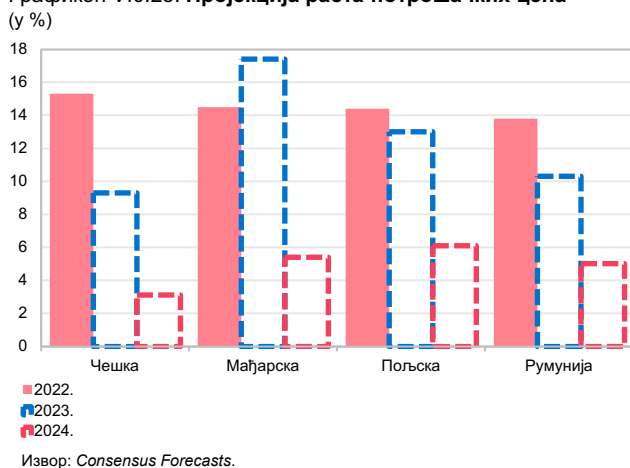
Графикон V.0.24. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2023.



заоштравање монетарних политика наставити, мада умеренијим темпом него у претходном периоду, што би требало да допринесе даљем смањењу притисака по основу увозне инфлације на цене у Србији током хоризонта пројекције, што је један од важних фактора пројектованог враћања инфлације ка циљу.

Иако су и даље високе и изнад нивоа од пре годину дана, глобалне цене хране су смањене последњих месеци, а очекивано смањење цена примарних пољопривредних производа ове године указује на то да се може очекивати даљи пад светских цена хране. То је у складу са очекиваним смањењем трошкова енергената, као и осталих инпута у пољопривредној производњи, пре свега минералних ђубрива. Очекивања су слична и за светску цену нафте, која је, након снажног раста све до средине јуна прошле године, стабилизована под утицајем појачаних рецесионих притисака на глобалном нивоу. У наредном периоду очекује се смањивање цене нафте на међународном тржишту, што би знатно допринело паду м.г. инфлације у Србији. Ипак, у кратком року, може се очекивати да се настави преносни ефекат претходног поскупљења нафте на светском тржишту, као и других енергената, на наше потрошачке цене.

Графикон V.0.25. Пројекција раста потрошачких цена



Изгледи за глобални привредни раст нешто су повољнији него пре три месеца, што је условило да процењени производни јаз, као показатељ агрегатне тражње, делује мање дезинфлаторно него у претходној пројекцији. Када је у питању домаћа тражња, нешто нижи расположиви доходак за потрошњу услед заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије делом ће бити компензован растом плата у јавном сектору и пензија, као и наставком позитивних трендова на тржишту рада. Зато, након продубљивања производног јаза у Т2 2023, требало би да наведени фактори резултирају постепеним смањењем негативног производног јаза у П2 2023, али се он неће затворити до краја периода пројекције.

Графикон V.0.26. Пројектовано кретање производног јаза* (у % потенцијалног производа)



Посматрано по категоријама инфлације, очекујемо да цене нафтних деривата буду један од главних дезинфлаторних фактора, уколико се светска цена нафте буде кретала у складу с фјучерсима. Након Т1 2023. допринос нафтних деривата требало би да пређе у негативну зону и да се тамо задржи до краја године због снажног ефекта базе, а након тога, па до краја периода пројекције да буде готово неутралан.

Цене воћа и поврћа више нису главни дезинфлаторни фактор пројекције, али очекујемо да

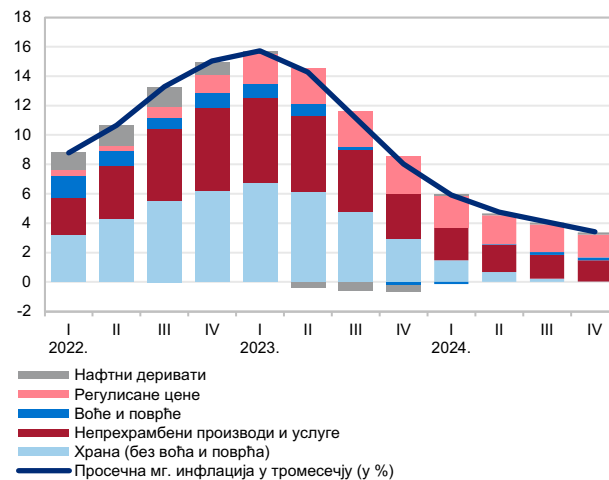
ће се и њихов допринос м.г. инфлацији наћи у негативној зони с доласком нове пољопривредне сезоне. При томе, имали смо у виду остварено кретање у претходном периоду, у условима релативно високих трошковних притисака по основу цена енергената, пре свега природног гаса, а тиме и минералних ђубрива. С доласком нове пољопривредне сезоне од маја процењујемо да ће се њихов допринос м.г. инфлацији смањити за 1 п.п. и након тога постати занемарљив, што је у складу с претпоставком о постепеном враћању цена воћа и поврћа дугорочном тренду.

Раст трошковних притисака у производњи хране, који је последица пре свега раста светских цена енергената и примарних пољопривредних производа, одразио се и на раст **прехранбене инфлације** (цена хране без воћа и поврћа) на домаћем тржишту. Раст трошкова пренео се на цене финалних прехранбених производа, које ће и почетком ове године доприносити расту м.г. инфлације. Након тога очекујемо слабљење највећег дела трошковних притисака и постепено опадање увозне инфлације, тако да ће се допринос цена хране м.г. инфлацији константно смањивати до краја периода пројекције, за готово 7 п.п. На опадање трошковних притисака у производњи хране указује даље затварање јаза реалних маргиналних трошкова (мереног одступањем односа цена инпута и цена финалних прехранбених производа од тренда). Овај јаз је почео да се затвара у Т3 прошле године. Силазна путања прехранбене инфлације, коју очекујемо до краја периода пројекције, евентуално би могла бити ублажена, али не и нарушена, несавршеном тржишном структуром на страни понуде, тј. мањком снажније конкуренције у овом сегменту.

Сличну тенденцију требало би да има **непрехранбена инфлација**, с тим да ће њен овогодишњи максимум бити нижи од прехранбене инфлације, а њено опадање нешто спорије. Цене ове категорије производа зависе у великој мери од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер. Раст непрехранбене инфлације од 2021. готово се у потпуности подудара с растом увозних цена, које апроксимирамо потрошачким ценама у зони евра. С постепеним смањењем увозне инфлације и инфлационих очекивања, смањењем цена међународног транспорта и индустријских сировина, ублажавањем застоја у глобалним ланцима снабдевања, уз нижу агрегатну тражњу, очекујемо смањење притиска на домаће цене непрехранбених производа, па би требало да се допринос ове групе

Графикон V.0.27. Доприноси м.г. инфлацији по компонентама

(просечне м.г. стопе, у п.п.)

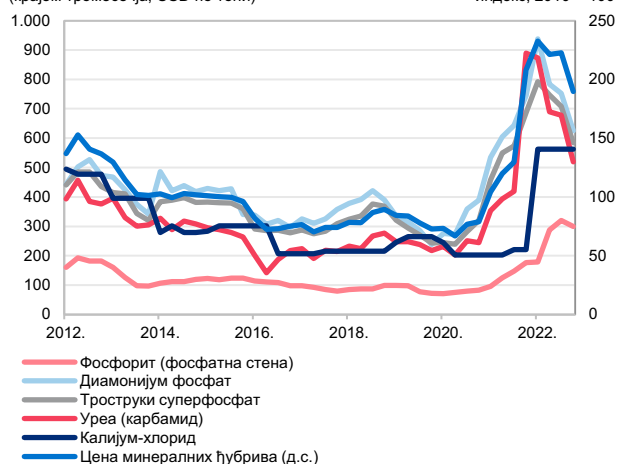


Извор: НБС.

Графикон V.0.28. Кретање светских цена минералних ђубрива

(крајем тромесечја, USD по тони)

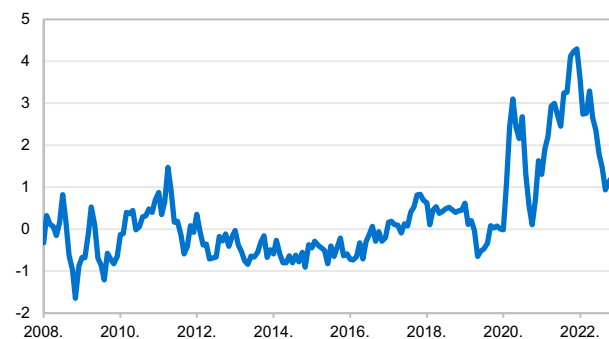
индекс, 2010 = 100



Извор: Светска банка.

Графикон V.0.29. Притисци у глобалним ланцима снабдевања

(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

Графикон V.0.30. Цена контејнерског транспорта (у USD)



укупној инфлацији постепено смањује до краја периода пројекције.

Релативно високе цене енергената на светском тржишту главни су разлог очекиваног раста **регулисаних цена** у периоду пројекције. У складу с нашем претпоставком о повећању регулисаних цена у овој години за 13,7%, а у наредној за 8,3%, допринос регулисаних цена мг. инфлацији постепено ће се смањивати. Очекујемо да ће допринос регулисаних цена мг. инфлацији бити 2,5 п.п. крајем ове године, а 1,5 п.п. крајем следеће године.

Ризици пројекције БДП-а и инфлације

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а мање су изражени него у новембарској пројекцији, при чему се и даље у највећој мери односе на факторе из међународног окружења. Кључни ризици пројекције из међународног окружења и даље су изгледи за глобални привредни раст, цене енергената и примарних производа на светском тржишту, као и степен заостравања монетарних политика водећих централних банака. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се у највећој мери односе на исход овогодишње пољопривредне сезоне, прилив по основу СДИ, наставак опоравка сектора енергетике, темпо извођења грађевинских радова у условима и даље високих цена грађевинског материјала, као и на евентуалне додатне мере које би Влада могла предузети како би се обезбедио раст домаће тражње у наредном периоду. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне.

Утицај геополитичких тензија и сукоба у Украјини најизраженији је на европском тржишту **енергената, пре свега гаса**. Иако су несташице гаса у ЕУ, по свему судећи, избегнуте ове зиме, а цена гаса нижа од претходно очекиване, проблеми се могу јавити у попуњавању залиха гаса за следећу зиму. Проблеми посебно могу бити изражени ако се повећа тражња из Кине, јер би то подстакло раст цене гаса у ЕУ. Чак и кад би изостали директни ефекти на цену гаса у Србији, то би се одразило на раст увозне инфлације, а тиме и домаће инфлације. Такође, ако се не би продужила иницијатива о извозу жита и друге хране, као и извозу минералних ђубрива из неколико црноморских лука, могле би се повећати светске цене хране. Имајући поменуто у виду, ценимо да су **ризични пројекције БДП-а по основу евентуалне ескалације сукоба у Украјини и даље асиметрични наниже, а инфлације навише**.

Табела V.0.5. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације

Ризик	Могући канали утицаја	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Геополитичке тензије и дешавања у Украјини	– Заоштравање геополитичких тензија довело би до даљег раста цена енергената и других примарних производа, што би резултирало вишим трошковима производње и вишим инфлаторним притисцима. – Ако се не би продужила иницијатива о извозу хране и минералних ђубрива из неколико црноморских лука, могле би се повећати светске цене хране, што би резултирало вишим инфлаторним притисцима.	↓	↑
Изгледи за глобални привредни раст	– Спорији раст светске привреде, а пре свега привреде зоне евра, имао би за последицу нижу екстерну тражњу за нашим извозом и мање притиске на инфлацију са стране тражње.	↓	↓
Цена нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената)	Раст светских цена енергената за последицу има раст трошкова производње, што смањује средства за инвестиције, а на инфлацију може имати и секундарне ефекте, што делом може бити компензовано нижом тражњом за овим производима.	↓	↑
Светске цене примарних пољопривредних производа и метала (Србија нето извозник)	Раст цена примарних пољопривредних производа и метала има инфлаторне ефекте. Иако то повећава трошкове производње и смањује расположиви доходак за инвестиције, ефекти на БДП највероватније би били неутралисани растом извоза, јер је Србија нето извозник примарних пољопривредних производа и метала.	↑	↑
Раст глобалне инфлације, пре свега инфлације у зони евра, и монетарне политике водећих централних банака	– Виша/нижа глобална инфлација, а пре свега инфлација у зони евра, од очекиване делује у правцу више/ниже увозне инфлације, што повећава/смањује трошкове производње; – Веће и/или брже од очекиваног заоштравање монетарних политика водећих централних банака води већој аверзији инвеститора према ризику и мањим токовима капитала према земљама у успону, и обрнуто.	↓	↓
Пољопривредна сезона	Боља од претпостављене пољопривредне сезоне води већој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне притиске.	↑	↓
Брзина раста домаће тражње	Виши/нижи расположиви доходак по основу бржег/споријег раста зарада и запослености од очекиваног, услед више/ниже увозне тражње, вишег/нижег прилива СДИ и/или убрзане/успорене реализације инфраструктурних пројеката од стране државе, за последицу би имао бржи/спорији раст домаће тражње и веће/мање инфлаторне притиске. Већи/мањи раст цена грађевинског материјала убрзао/успорио би активност у грађевинарству и приватних инвестиција.	↓	↓
Опоравак сектора енергетике и регулисане цене	Реформа сектора енергетике може да има мање и веће ефекте на обим производње од очекиваног. Због пада цена енергената на светском тржишту претходних месеци, могућ је нижи раст регулисаних цена од очекиваног.	↓	↓

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

Неизвесност у погледу **глобалног привредног раста** и даље је знатна, али мање изражена него пре три месеца. У великој мери односи се на кретање економске активности у Кини након одустајања од политике нулте толеранције према вирусу корона. Постоји могућност да привредни раст Кине ипак буде спорији од претпостављеног уколико се погорша епидемијска ситуација у условима још увек ниске имунизације становништва. Ефекти на остатак света, па и Србију, испољили би се пре свега кроз нижу екстерну тражњу и мање инфлаторне притиске, али и цене енергената и примарних производа. Нижа екстерна тражња, уз продужење застоја у глобалним ланцима снабдевања у појединим областима производње, одразила би се на успоравање раста домаће прерађивачке индустрије и извоза. Такође,

постоји могућност да опоравак Кине буде бржи од очекиваног, као и да се у многим земљама искористи кумулирана штедња током пандемије за потрошњу, што би могло да погура раст светске економије, а тиме и нашег извоза. Бржи опоравак Кине од очекиваног вероватно би повећао и цене енергената и других примарних производа и отежао борбу против инфлације, истовремено захтевајући строжу монетарну политику. Ипак, водеће међународне институције процењују да су ризици глобалног привредног раста и даље асиметрични наниже. Имајући то у виду, ценимо и да су **ризични пројекције инфлације и БДП-а по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње израженији наниже.**

Када се, с једне стране, узму у обзир ризици по глобални привредни раст и, с друге стране, ризици од геополитичких тензија, оцењујемо да су **ризични одступања светских цена примарних производа (пољопривредних производа и метала) асиметрични навише, што би довело и до више од пројектоване инфлације и БДП-а,** јер је Србија нето извозник ових производа.

Снажан раст цена нафте, гаса и хране могао би поново да погура глобалне инфлаторне притиске навише. Такође, затегнутост на тржишту рада, пре свега у развијеним земљама, могла би резултирати већим растом зарада од очекиваног. То би могло да утиче на раст инфлационих очекивања и доведе до **рестриктивније монетарне политике водећих централних банака него што се очекује.** Веће затезање монетарне политике водећих централних банака од очекиваног водило би даљем поштравању глобалних услова финансирања, као и смањењу прилива капитала у земље у успону и појави депрецијацијских притисака по том основу. Ценимо да би у том случају и на домаћем тржишту била виша цена задуживања у инострану валути, што би се преко нижег расположивог дохода за потрошњу и инвестиције могло одразити на нижу домаћу тражњу, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу евентуално мањих прилива портфолио инвестиција. Ако се пак инфлација у развијеним земљама врати на ниже нивое раније него што се очекује и/или ако се привредни раст знатније успори, водеће централне банке могу успорити темпо заштравања монетарних услова или га у потпуности прекинути, што би резултирало повољнијим условима финансирања на глобалном нивоу од очекиваних, **тако да по овом основу ценимо да су ризици симетрични.**

Када су у питању домаћи фактори, ризик пројекције инфлације и БДП-а представља **пољопривредна сезона**, за коју смо претпоставили да ће ове године бити за око 5% већа од прошлогодишње, али и даље испод дугорочног просека. С обзиром на то оцењујемо да су по овом основу **ризички пројекције инфлације асиметрични наниже, а БДП-а навише.**

Ризички остварења пројекције односе се и на **брзину раста домаће тражње**. С једне стране, мањи доходак од ниже извозне тражње могао би се негативно одразити на тржиште рада, тј. спорији раст запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. С друге стране, **прилив СДИ** могао би бити виши од очекиваног ако се има у виду да су наше пројекције прилива СДИ прилично конзервативне и да је и претходних година њихова реализација била изнад наших пројекција. То би допринело даљем расту зарада и запослености, а треба имати у виду да расту понуде радне снаге доприноси и пројекат „Отворени Балкан”, који би могао да има додатне позитивне ефекте на наш извоз. Поред тога, могуће је да се убрза реализација инфраструктурних пројеката које финансира држава како би се подстакле домаћа потрошња и инвестиције. Супротно томе, постоји могућност да се успори темпо извођења грађевинских радова у условима високих цена елемената и материјала у грађевинарству. Имајући све наведено у виду, ценимо да су **ризички пројекције инфлације и БДП-а по основу домаће тражње симетрични.**

Ризик пројекције представљају и **дешавања у домаћем сектору енергетике**. Због проблема у електроенергетском систему поставља се питање могућности знатнијег повећања обима производње угља и електричне енергије на домаћем тржишту у кратком року и враћања производње на ниво из претходних година. Таква ситуација ствара неизвесност у погледу увоза угља и електричне енергије, нарочито ако се има у виду волатилност њихових цена. С друге стране, реформа и инвестиције у сектору енергетике у фокусу су новог стандарда аранжмана с ММФ-ом, па би улагања у модернизацију енергетског сектора могла бити већа од претпостављених. Имајући све наведено у виду, ценимо да су ризички по овом основу за **пројекцију привредног раста симетрични**. У случају нижих цена енергената на светском тржишту од претпостављених могуће је **одустајање од неких повећања регулисаних цена на домаћем тржишту.**

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

Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције

Период од нашег претходног извештаја обележило је попуштање глобалних трошковних притисака, пре свега по основу нижих цена енергената, наставак заштравања монетарних политика водећих централних банака, уз најаве да ће бити додатног затезања у овој години, као и благо повољнији изгледи привредног раста зоне евра и САД и попуштање рестриктивних здравствених мера у Кини. Поред тога, највећи ризик из новембарске пројекције, који се тичао могућег знатног раста цена енергената на европском тржишту и прекида у снабдевању, пре свега гасом, није се остварио услед високог степена попуњености складишних капацитета, релативно благе зиме и замене руског гаса течним нафтним гасом, а додатни ефекат је потицао и од ниже тражње из Кине због политике нулте толеранције према вирусу корона током највећег дела посматраног периода. Ако се све то има у виду, према нашој оцени, ризици пројекције инфлације, БДП-а и дефицита текућег рачуна платног биланса у текућој пројекцији мање су изражени и нису више асиметрични навише у случају инфлације и дефицита текућег рачуна, као што је то био случај у претходним пројекцијама.

С обзиром на то, поред основног сценарија, овог пута смо издвојили два додатна сценарија пројекције која ћемо представити у овом извештају – један неповољнији, али после дужег времена, и други повољнији у односу на основни сценарио. У **неповољнијем сценарију**, имајући у виду несмањене геополитичке тензије између ЕУ и Русије, забрану увоза сирове нафте поморским путем у ЕУ из Русије од децембра, која је почетком фебруара проширена и на нафтне деривате, као и немогућности да се у кратком року у потпуности обезбеде алтернативни извори енергије на другим тржиштима, нарочито ако се повећа тражња из Кине, претпоставили смо потпуни прекид снабдевања Европе гасом из Русије. То би за последицу имало виши ниво цена природног гаса и нафте крајем 2023. него што се претпоставља у основном сценарију, мада и доста нижи него што смо претпоставили у алтернативном сценарију из претходне пројекције. Овај сценарио претпоставља и немогућност извоза житарица црноморским коридором, што би, уз повећане цене минералних ђубрива и горива, за последицу имало то да се цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту нађу на вишем нивоу него у основном сценарију. По том основу би и увозна инфлација била виша, што би се, уз повећану глобалну неизвесност и пад инвестиционог и потрошачког поверења, одразило на неповољније изгледе привредног раста зоне евра и заштреније финансијске

Табела О.6.1. Екстерне претпоставке пројекције у основном и алтернативном сценарију

		Основни сценарио	Сценарио с вишим светским ценама енергената, вишом инфлацијом и нижим привредним растом у зони евра	Сценарио с нижим светским ценама енергената, нижом инфлацијом и вишим привредним растом у зони евра
Стопа раста БДП-а зоне евра (у %)	2022.	3,3		
	2023.	0,0	-1,0	0,5
	2024.	1,2	0,0	1,8
Просечна инфлација у зони евра (у %)	2022.	8,4		
	2023.	5,7	6,7	5,2
	2024.	2,4	2,6	2,3
Светска цена нафте (просек, у USD по барелу)	2022.	99,8		
	2023.	84,8	118,8	67,6
	2024.	80,8	92,5	74,9
Светска цена гаса (просек, у USD за 1.000 m ³)	2022.	1.224		
	2023.	689	1.368	356
	2024.	720	1.466	346
Светске цене примарних пољопривредних производа (мг. раст у Т4, у %)	2022.	11,9		
	2023.	-8,5	8,8	-17,1
	2024.	0,3	-14,1	9,7
Тромесечни EURIBOR (крај године)	2022.	2,1		
	2023.	3,4	4,4	2,9
	2024.	2,8	3,8	2,3

Извор: Consensus Forecasts, ЕЦБ и Блумберг.

услове. Претпоставке оваквог сценарија, као и сценарија с нижим трошковним притисцима и одступања у односу на основни сценарио, приказане су у Табели О.6.1. Сличне претпоставке изнела је и ЕЦБ приликом представљања неповољнијег сценарија у својој децембарској пројекцији.¹

Материјализација претходно наведених ризика за последицу би имала неповољнија макроекономска кретања у Србији, уз вишу инфлацију и дефицит текућег рачуна платног биланса него у основном сценарију, као и нижи раст БДП-а.

Даљи раст светских цена нафте имао би директне ефекте на **домаћу инфлацију** кроз више цене нафтних деривата на домаћем тржишту. Поред тога, раст светских цена енергената и примарних пољопривредних производа додатно би притискао домаћу инфлацију. У том случају дошло би и до веће инфлације у зони евра, што би се одразило на више цене производа који се увозе у Србију. Док раст трошковних притисака повећава инфлацију, у супротном смеру деловали би заштравање монетарне политике ЕЦБ-а и нижа тражња с међународног тржишта. Даље, нижа екстерна тражња и раст каматних стопа на евроиндексиране кредите на домаћем тржишту по основу рестриктивније монетарне политике ЕЦБ-а за последицу би имали и нижу тражњу на домаћем тржишту. Истовремено, треба имати у виду да би раст цена енергената, заштравање глобалних финансијских услова и повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту за последицу могли имати раст премије ризика земље и нижи прилив капитала у Србију, пре свега у виду портфолио инвестиција, што би могло да доведе до депресијацијских притисака. Узевши у обзир све наведено, процењујемо да би у том случају просечна инфлација била виша за 1,1 п.п. у овој години него у основном сценарију и да би се у границе циља вратила крајем 2024. године.

Због повећаних трошкова набавке енергената и по том основу смањеног расположивог дохотка за инвестиције и потрошњу, ниже екстерне тражње, пре свега из зоне евра, као и због генерално смањеног потрошачког и инвестиционог поверења, мањег прилива капитала и неповољнијих услова финансирања, **привредни раст Србије** би у овом сценарију био нижи за 0,5 п.п. у овој години него у основном сценарију, уз негативни допринос нето извоза и приватних инвестиција и мањи позитиван допринос приватне потрошње. Због потребе набавке енергената, вероватно би се сузио простор за државну потрошњу и инвестиције.

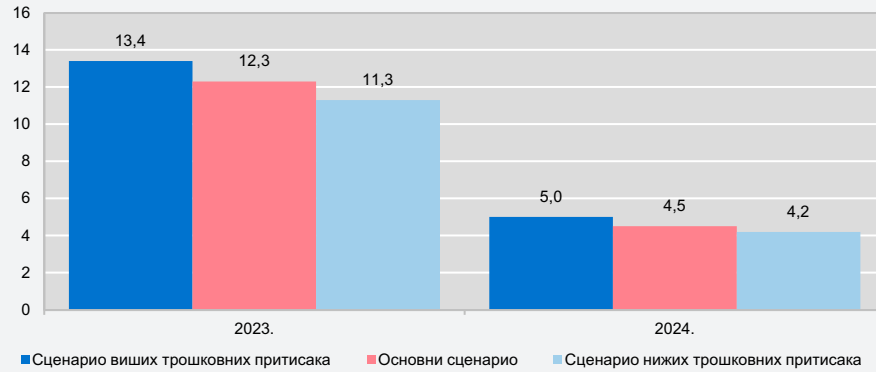
Дефицит текућег рачуна био би на вишем нивоу него у основном сценарију за око 1 п.п. у 2023, на шта би се одразило и неповољнији односи размене због знатног раста цена енергената, као и смањена екстерна тражња, али би то било делом компензовано мањим увозом потрошних добара и опреме услед ниже домаће тражње. Поред тога, на веће расходе по основу доходака одразило би се већи одливи по основу дивиденди, неповољнији услови финансирања на међународном финансијском тржишту, као и већи степен заштравања монетарне политике ЕЦБ-а.

Имајући у виду пад светских цена енергената и примарних производа претходних месеци, у **повољнијем сценарију** претпоставили смо могућност да трошковни притисци и у наредном периоду наставе да се смањују већом брзином него што смо претпоставили у основном сценарију и да по том основу и увозна инфлација брже успори него што се очекује у основном сценарију. До већег пада цена енергената и примарних производа, изражено у доларима, довели би већа понуда енергената на светском тржишту, блажи опоравак Кине од очекиваног (на пример услед веће стопе заражавања вирусом корона након попуштања здравствених мера), попуштање геополитичких тензија, боља пољопривредна сезона на глобалном нивоу од очекиване или даље јачање евра према долару. Попуштање трошковних притисака умањило би и потребу водећих централних банака за додатним заштравањем монетарних услова, пре свега ЕЦБ-а, што би, уз ниже трошковне притиске, допринело и бољим изгледима привредног раста зоне евра.

Као резултат попуштања трошковних притисака и ниже увозне инфлације, и домаћа инфлација би била нижа у овој години за 1,0 п.п. него у основном сценарију, док би мањи увоз енергената, вредносно посматрано, услед нижих цена, као и већи раст извоза услед опоравка зоне евра, допринео и бољим изгледима раста нашег БДП-а за око 0,5 п.п. у овој години него у основном сценарију и нижем дефициту текућег рачуна за око 0,8 п.п.

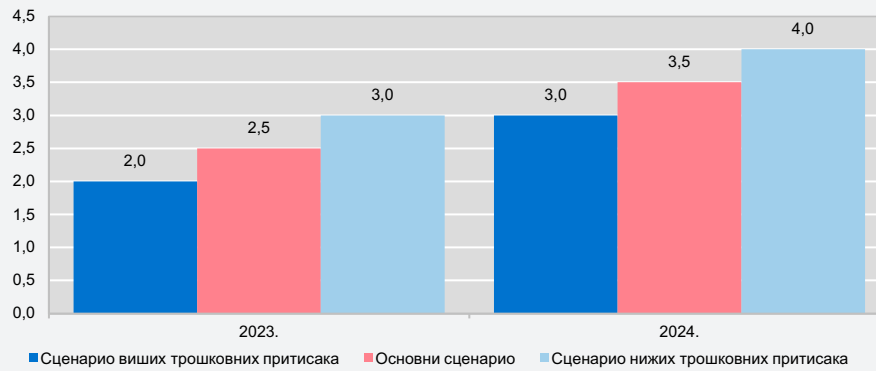
¹ Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, December 2022 (europa.eu).

Графикон О.6.1. Поређење пројекција просечне инфлације у основном и алтернативним сценаријима
(у %)



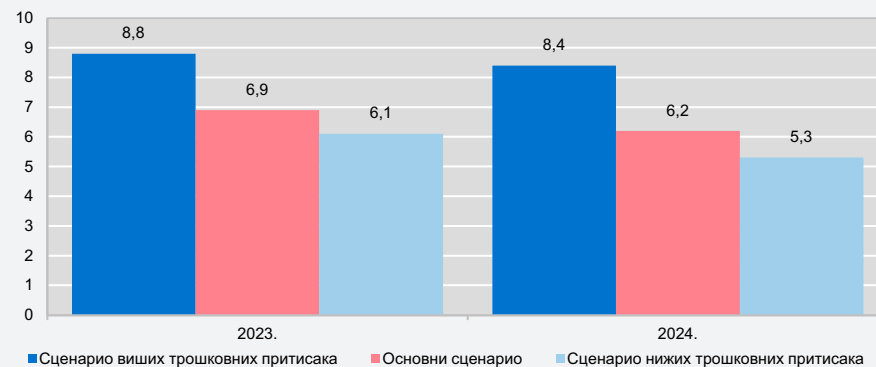
Извор: НБС.

Графикон О.6.2. Поређење пројекција БДП-а у основном и алтернативним сценаријима
(у %)



Извор: НБС.

Графикон О.6.3. Поређење пројекција дефицита текућег рачуна у основном и алтернативним сценаријима
(у %)



Извор: НБС.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																		
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2
Девизне резерве / краткорочни дуг ¹⁾	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	245,7	265,9
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	30,9	32,2
Отплата дуга / БДП ²⁾	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	5,8	9,2	9,0
Отплата дуга / извоз робе и услуга ³⁾	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	14,2
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																		
Спољни дуг / БДП ³⁾	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,4	68,5
Краткорочни дуг / БДП ³⁾	12,5	13,1	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,6	12,6	12,6	10,6
Спољни дуг / извоз робе и услуга ³⁾	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	126,6	111,9
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																		
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7
Девизне резерве / примари новца	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																		
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	116,7	137,6
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																		
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.329	60.365
Спољни дуг ²⁾	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.488	39.976
Сервисирање спољног дуга ³⁾	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	1.409
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.366
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.139
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																		
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB	BB	BB-	BB-	B+	B+	BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+
	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/негативан	/негативан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан
Fitch	BB-			BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	B+	B+	BB-	BB	BB	BB	BB+			
	/стабилан			/негативан	/стабилан	/стабилан	/негативан	/негативан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан
Moody's									B1	B1	B1	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba2	Ba2	Ba2
									/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви и на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци

Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода

Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви и на крају посматраног периода у односу на БДП

Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода

Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода

Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а

Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а

Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга

Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода

(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾ Према методологији ESA 2010. Податак за 2022. процена је НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

³⁾ Податак за 2022. је за Т3 2022.

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

3. Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга у скупљени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

4. Од 2007. извоз и увоз робе регистрован је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сва робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. дати су према специјалном систему трговине.

5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Реални раст БДП-а (у %)¹	5,5	5,1	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	7,5	2,3
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416
Извоз робе и услуга (у млн евра)³	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.000
– стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9
Увоз робе и услуга (у млн евра)³	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.037
– стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7
Текући рачун платног биланса⁴ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.139
у % БДП-а	-8,0	-9,1	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,1	-4,2	-6,9
Незапосленост по Анкети (у %)⁵						20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,0	8,9
Зараде (просечне за период, у еврима)⁶	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	630,6
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-3,3
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-3,1
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁸	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,5	55,2
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32
МЕМОРАНДУМ:																		
БДП (у млн евра)⁹	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.329	60.365

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

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6)*. Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010. Податак за 2022. процена је НБС.

⁶) Подаци су ревидирани према новој методологији *Анкете о радној снази* из 2021. године. Податак за 2022. је за Т3 2022.

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

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	7
III.0.1.	Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	13
III.0.2.	Инфлација у 2021. и 2022.	13
III.0.3.	Тромесечна инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији	14
III.0.4.	Укупна и базна инфлација	14
III.0.5.	Доприноси компонената мг. стопи раста произвођачких цена	15
III.0.6.	Допринос појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	15
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	16
III.0.8.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	16
III.0.9.	Очекивана инфлација за две године унапред	17
IV.1.1.	Динарска ликвидност	21
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	21
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	22
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	23
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	23
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексирани кредите и депозите	24
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	24
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	25
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	26
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	26
IV.1.11.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
IV.1.12.	Кретање курса динара и евра према долару	27
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према еврима	28
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	35
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	35
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	35
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	36
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	36
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	37
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	37
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	38
IV.2.9.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	38
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	39
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	40
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	40
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	40
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	45
IV.4.2.	Показатељи активности сектора услуга	45
IV.4.3.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	46
IV.4.4.	Показатељи грађевинске активности	46
IV.5.1.	Месечна динамика зарада у Србији	47
IV.5.2.	Просечна номинална нето зарада	47
IV.5.3.	Номиналне нето зараде по делатностима	47
IV.5.4.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	48
IV.5.5.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	48
IV.5.6.	Кретање регистроване незапослености	48

IV.6.1.	Динамика водећих индекса глобалне економске активности – <i>PMI</i> индекси	52
IV.6.2.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	52
IV.6.3.	Кретање реалног БДП-а и водећих показатеља за зону евра	52
IV.6.4.	Кретање стопа запослености и незапослености у зони евра и САД	53
IV.6.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	53
IV.6.6.	Кретање изабраних економских показатеља за САД	53
IV.6.7.	Доприноси мг. стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	54
IV.6.8.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	55
IV.6.9.	Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију	55
IV.6.10.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	55
IV.6.11.	Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с децембром 2022)	56
IV.6.12.	Кретање ИПЦ-а у земљама Западног Балкана	56
IV.6.13.	Кретање референтних стопа по земљама	56
IV.6.14.	Укупна актива ЕЦБ-а	57
IV.6.15.	Укупна актива ФЕД-а	57
IV.6.16.	Инфлација и циљ по земљама у децембру 2022.	58
IV.6.17.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	58
IV.6.18.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	59
IV.6.19.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (у локалној валути)	59
IV.6.20.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	59
IV.6.21.	Кретање светске цене нафте	60
IV.6.22.	Кретање реперних цена природног гаса и електричне енергије за Европу	60
IV.6.23.	Кретање цена термалног угља и минералних ђубрива	60
IV.6.24.	Индекс светских цена примарних производа	61
IV.6.25.	Индекс светских цена хране	61
V.0.1.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024.	64
V.0.2.	Пројекција глобалне инфлације за 2023. и 2024.	65
V.0.3.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	65
V.0.4.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	65
V.0.5.	Очекивања чланова <i>FOMC</i> -а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе	66
V.0.6.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	66
V.0.7.	Европска цена природног гаса	67
V.0.8.	Попуњеност складишта гаса у ЕУ	67
V.0.9.	Европска цена струје	67
V.0.10.	Цене основних метала на светском тржишту	68
V.0.11.	Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту	69
V.0.12.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	69
V.0.13.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	69
V.0.14.	Пројекција раста БДП-а	70
V.0.15.	Доприноси реалном расту БДП-а	70
V.0.16.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	71
V.0.17.	Кретање инвестиција у основне фондове	71
V.0.18.	Реални раст извоза и увоза	72
V.0.19.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	73
V.0.20.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	73
V.0.21.	Пројекција инфлације	74
V.0.22.	Краткорочна пројекција инфлације	75
V.0.23.	Развој пројекција БДП-а и инфлације САД за 2023.	75
V.0.24.	Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2023.	76
V.0.25.	Пројекција раста потрошачких цена	76
V.0.26.	Пројектовано кретање производног јаза	76
V.0.27.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	77
V.0.28.	Кретање светских цена минералних ђубрива	77
V.0.29.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	77
V.0.30.	Цена контејнерског транспорта	78

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонента ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т4 2022.	14
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	25
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	39
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	39
IV.4.1.	Доприноси м.г. расту БДП-а	45
IV.6.1.	Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	57
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а	63
V.0.2.	Најважније претпоставке пројекције	64
V.0.3.	Процена привредног раста по земљама	64
V.0.4.	Нови сет фискалних правила	70
V.0.5.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	79
	Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	86
	Табела Б. Основни макроекономски показатељи	87

Графикони у освртима

O.1.1.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања и цене прекоморског контејнерског транспорта	10
O.1.2.	Месечни индекси цена примарних производа	10
O.1.3.	Месечни индекси цена енергената	11
O.1.4.	Процент земаља чија инфлација расте у датом месецу 2022.	11
O.2.1.	Очекивана и пројектована инфлација за годину дана унапред	18
O.2.2.	Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред	18
O.2.3.	Очекивања испитаника у погледу кретања цена инпута у наредна три месеца и кретања цена инпута и готових производа у наредних 12 месеци	19
O.2.4.	Инфлациона очекивања малих, средњих и великих предузећа за годину дана унапред и стандардна девијација у одговорима малих предузећа	19
O.3.1.	Вредност укупних светских резерви и структура алоцираних резерви	29
O.3.2.	Девизне резерве по земљама	29
O.3.3.	Токови креирања девизних резерви	31
O.3.4.	Вредност и структура девизних резерви Народне банке Србије	31
O.3.5.	Ниво девизних резерви у односу на ниво који је пожељан према традиционалним мерама адекватности	33
O.3.6.	Ниво резерви и декомпозиција <i>ARA</i> мере за Србију	33
O.4.1.	Дефицит текућег рачуна	42
O.4.2.	Структура текућег рачуна платног биланса	42
O.4.3.	Увоз енергената	43
O.4.4.	Кретања на финансијском рачуну	44
O.5.1.	Стопа незапослености у изабраним земљама и регионима	49
O.5.2.	Очекивана запосленост у Србији – укупно и по секторима	49
O.5.3.	Месечна динамика номиналних зарада у Србији	50
O.5.4.	Зараде и продуктивност укупне економије	51
O.5.5.	Радарски приказ тржишта рада у Србији у изабраним периодима	51
O.6.1.	Поређење пројекција просечне инфлације у основном и алтернативним сценаријима	85
O.6.2.	Поређење пројекција БДП-а у основном и алтернативним сценаријима	85
O.6.3.	Поређење пројекција дефицита текућег рачуна у основном и алтернативним сценаријима	85

Табела у осврту

O.6.1.	Екстерне претпоставке пројекције у основном и алтернативном сценарију	83
--------	-----------------------------------------------------------------------	----

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2022. година

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

2023. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 12. 2022.

На данашњој седници Извршни одбор је одлучио да повећа референтну каматну стопу за 50 базних поена, на 5%. У истој мери повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 4%, као и стопа на кредитне олакшице – на 6%.

Доношењем овакве одлуке Народна банка Србије наставља да поштрава монетарне услове и утиче на ограничавање секундарних ефеката раста цена путем инфлационих очекивања и тиме доприноси да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и врати у границе дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције. Данашње повећање референтне каматне стопе представља њено девето узастопно повећање, с којим је од априла ове године она повећана за укупно 400 базних поена. Преношење ефеката досадашњег заштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма путем канала каматне стопе. Истовремено, Народна банка Србије ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности, у знатној мери доприноси и одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџу.

Извршни одбор је истакао да се економија Србије и даље суочава са знатним трошковним притисцима из међународног окружења, иако има назнака њиховог попуштања. Притом, и даље изражене геополитичке тензије и волатилно кретање светских цена енергената и хране претходних месеци под утицајем бројних фактора на страни понуде и тражње упућују на опрезност монетарне политике Народне банке Србије. Према првим проценама за новембар, инфлација у зони евра, нашем најважнијем економском партнеру, смањена је први пут у последњих 17 месеци на ниво од 10,0%, што је бољи исход од очекиваног, захваљујући успоравању раста цена енергената, док цене хране и базна инфлација још увек нису успориле раст. Бољи од очекивања су и показатељи економске активности зоне евра, упркос оштром повећању каматних стопа и израженој геополитичкој неизвесности, с тим да се у 2023. години и даље очекује рецесија. Наставак поштравања монетарних политика Европске централне банке и Система федералних резерви очекује се и у наредном периоду, али се процењује да ће се темпо повећања каматних стопа успорити, тј. да ће висина њиховог повећања бити мања од досадашњих. Раст трошкова живота становништва и издатака предузећа, заједно са заштравањем монетарних политика водећих централних банака, одразиће се на глобалну економску активност и постепено смањење глобалних инфлаторних притисака наредне године. Извршни одбор је истакао да су све мање изражени застоји у глобалним ланцима снабдевања, а смањене су и светске цене примарних производа, пре свега енергената, што би такође требало да допринесе смиривању инфлаторних притисака у наредном периоду. Тако је цена природног гаса на европском тржишту, која је изазивала највише забринутости, знатно смањена од почетка септембра, а довољне количине гаса ће ограничити њен драматичан раст ове зиме, који се првобитно очекивао.

Наставак заштравања монетарних услова неопходан је чак и у амбијенту преовлађујућег утицаја фактора на страни понуде на инфлацију, како би се одлучно утицало да она не буде постојанија у дужем периоду и како се не би додатно проширила. Одлучујући да постепено и одмерено поштрава монетарне услове на домаћем тржишту, Извршни одбор је имао у виду да кретање инфлације у Србији, која је у октобру износила 15% међугодишње, и даље у највећој мери одређују глобални трошковни притисци. Укупна инфлација остаће повишена до краја ове и почетком наредне године, али ће се након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у другој половини 2023. и повратак у границе циља до краја периода пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заштравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста.

Бруто домаћи производ забележио је реални међугодишњи раст у трећем тромесечју од 1,0%, што је незнатно ниже од прелиминарне процене Републичког завода за статистику (1,1%). На успоравање привредне активности нарочито су се одразили овогодишња суша и знатно лошија пољопривредна сезона од претпостављене, смањење екстерне тражње, као и настављен раст трошкова у производњи, који пре свега утиче на нижу производњу у грађевинарству и прерађивачкој индустрији. Због ниског водостаја река настављен је и пад активности у сектору енергетике. С друге стране, висок раст производње бележи се у сектору рударства. Извршни одбор очекује да ће бруто домаћи производ остварити реалан раст у распону 2–3% у овој и наредној

години, а да ће убрзати на 3,5% у 2024, како буду слабили ефекти фактора који су утицали на нижу екстерну тражњу, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у инфраструктуру.

У зависности од глобалне геополитичке ситуације и кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за наставком заштравања монетарних услова и у ком обиму. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем привредном расту.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. јануара 2023. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 1. 2023.

На данашњој седници Извршни одбор је одлучио да повећа референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 5,25%. У истој мери повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 4,25%, као и стопа на кредитне олакшице – на 6,25%.

Доношењем овакве одлуке Народна банка Србије наставља да поштрава монетарне услове и утиче на ограничавање секундарних ефеката трошковних притисака на раст цена путем инфлационих очекивања. Тиме доприноси да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и врати у границе дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције. Данашње повећање референтне каматне стопе представља њено десето узастопно повећање (почев од априла 2022), закључно с којим је она повећана за укупно 425 базних поена. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе. Истовремено, одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџу, Народна банка Србије у знатној мери доприноси ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности.

И поред чињенице да је инфлација и даље у највећој мери вођена глобалним трошковним притисцима у производњи хране и енергената, на које централне банке немају утицаја или је он веома ограничен, Народна банка Србије читавим сетом мера настоји да успори инфлацију и допринесе њеном смањењу ка циљу у наредном периоду. Поред поштравања монетарних услова подизањем основних каматних стопа и одржавања релативне стабилности девизног курса, Народна банка Србије је у претходном периоду донела и низ мера којима је ограничено поскупљење финансијских производа.

На глобалном нивоу позитивно се могу оценити знаци попуштања инфлације, чему доприноси смањење цена енергената у последњих неколико месеци, трошкова транспорта, као и све мање изражени застоји у глобалним ланцима снабдевања. Важан податак представља и успоравање раста цена у зони евра, али су потребни и додатни докази стабилног попуштања инфлаторних притисака на глобалном нивоу. Геополитичке тензије су и даље изражене, а кретање светских цена енергената и хране волатилно, под утицајем бројних фактора на страни понуде и тражње, што упућује на опрезност монетарне политике Народне банке Србије. Према првим проценама за децембар, инфлација у земљама зоне евра наставила је да се смањује други месец заредом, захваљујући успоравању раста цена енергената, док цене хране и базна инфлација још увек нису успориле раст. Поред тога, прелиминарни показатељи економске активности указују на то да је, упркос оштром повећању трошковних притисака и каматних стопа, као и израженој геополитичкој неизвесности, привредна активност зоне евра прошле године била повољнија него што се предвиђало, а, према проценама тржишних учесника, рецесија у 2023. неће бити тако дубока као што се првобитно очекивало. Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду и да ће се наставити заштравање глобалних финансијских услова, услед очекиваног даљег поштравања монетарних политика Европске централне банке и Система федералних резерви. Ипак, очекује се да ће наставак заштравања глобалних финансијских услова допринети даљем попуштању инфлаторних притисака, на које ће утицати и наставак смањења цена примарних производа, као и да ће даље затезање монетарне политике Европске централне банке утицати и на нижу екстерну тражњу, али и на раст цена евроиндексираних кредита на домаћем тржишту.

Одлучујући да постепено и одмерено поштрава монетарне услове на домаћем тржишту, Извршни одбор је имао у виду да је кретање инфлације у Србији и даље у највећој мери под утицајем светске енергетске кризе, још увек присутних последица пандемије, као и суше која је погодила наш регион. Просечна годишња инфлација у 2022. износила је 11,9%, а према прелиминарним проценама Републичког завода за статистику, међугодишња инфлација у децембру, као и у претходном месецу, била је на нивоу од 15,1%. Највећи допринос инфлацији потекао је од раста цена хране и енергената, док се базна инфлација током године кретала на знатно нижем нивоу

од укупне, захваљујући пре свега очуваној дугогодишњој релативној стабилности курса динара према евр. Укупна инфлација остаће повишена и почетком ове године, пре свега због најављеног поскупљења струје и гаса, али ће се након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у другој половини 2023. године и повратак у границе циља до краја периода пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заштравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа Србије у 2022. години износио је 2,3%, а остварен је као резултат раста индустрије и услужних сектора. Снажан допринос расту индустрије потекао је од раста физичког обима производње у рударству, а затим од прерађивачке индустрије, упркос снажном расту цена енергената на глобалном нивоу, као и присутним застојима у ланцима снабдевања. С друге стране, пољопривредна производња била је мања због суше, као и активност у грађевинарству у условима снажног раста трошкова грађевинског материјала и других инпута. Извршни одбор је навео да су, упркос мањој активности у грађевинарству, укупне фиксне инвестиције остале стабилне захваљујући снажном приливу страних директних инвестиција. Тржиште рада и даље бележи позитивна кретања, уз даљи раст запослености и зарада, као и смањење незапослености.

У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за наставком заштравања монетарних услова и у ком обиму. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем привредном расту.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 2. 2023

На данашњој седници, Извршни одбор одлучио је да повећа референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 5,5%. У истој мери повећана је стопа на депозитне олакшице – на 4,5%, као и стопа на кредитне олакшице – на 6,5%.

При доношењу овакве одлуке, Извршни одбор је имао у виду да су, и поред знакова попуштања, глобални трошковни притисци и даље високи и да је потребно ограничити њихове индиректне ефекте на раст цена на домаћем тржишту, који могу настати путем инфлационих очекивања, као и утицати на део притисака који долазе са стране тражње. Тиме Народна банка Србије доприноси да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и врати у границе дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције. Данашње повећање референтне каматне стопе представља њено једанаесто узастопно повећање (почев од априла 2022), закључно с којим је она повећана за укупно 450 базних поена. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе. Истовремено, одржавањем релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије знатно доприноси ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности.

Извршни одбор је навео да су изгледи за раст светске економије у овој години нешто бољи него што се донедавно очекивало, пре свега захваљујући знацима попуштања глобалних трошковних притисака, као и напуштању стратегије нулте толеранције према вирусу корона у Кини. На слабљење глобалних трошковних притисака утиче пре свега пад цена у сектору енергетике – смањење цене гаса у Европи и пад светске цене сирове нафте, као и решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања и смањење трошкова контејнерског транспорта. Међутим, Извршни одбор је истакао да је потребна опрезност у вођењу монетарне политике, с обзиром на то да би снажнији раст Кине вероватно погурао цене енергената и других примарних производа навише и тиме отежао борбу против инфлације, која на глобалном нивоу показује знаке смиривања после вишедеценијског максимума. Поред тога, индиректни ефекти повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду још увек утичу на раст базне инфлације и, заједно с тржиштем рада које карактерише ниска незапосленост и даљи раст зарада, у многим земљама успоравају обарање инфлације.

Крајем 2022. међугодишња инфлација у Србији износила је 15,1%, а око две трећине доприноса и даље је потицало од цена хране и енергената, при чему се, као и у другим земљама, последњих месеци допринос цена

енергената смањивао, док је допринос цена хране наставио да расте. И поред успоравања, произвођачке и увозне цене још увек бележе релативно високе међугодишње стопе раста, што утиче на домаћу базну инфлацију, која се ипак, захваљујући одржаној релативној стабилности девизног курса у изузетно неизвесним глобалним условима, и даље креће испод укупне инфлације – у децембру је износила 10,1% међугодишње. Извршни одбор очекује да ће инфлација остати повишена и у првом тромесечју ове године, као последица наставка преношења високих трошковних притисака из претходног периода и повећања цена електричне енергије и гаса за домаћинства. Након тога, у наставку године очекује се смиривање инфлаторних притисака, пре свега у другој половини године, чему ће допринети ефекти досадашњег заштравања монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња.

Према прелиминарним подацима Републичког завода за статистику, реални међугодишњи раст бруто домаћег производа Србије у четвртном тромесечју износио је 0,4%, а на нивоу године остварена је стопа раста од 2,3%. Највећи допринос расту у четвртном тромесечју дали су услужни сектори, захваљујући наставку позитивних кретања на тржишту рада. И поред негативних ефеката екстерне тражње, позитиван допринос потекао је и од индустријске производње, пре свега услед опоравка електроенергетског сектора. С друге стране, пољопривредна производња била је мања него претходне године због суше, као и активност у грађевинарству у условима снажног раста трошкова грађевинског материјала и других инпута. Извршни одбор процењује да ће нижа екстерна тражња у првој половини ове године, пре свега из зоне евра, успорити активност у прерађивачкој индустрији и извоз, али да ће се они убрзати од друге половине године, како буду слабили ефекти фактора који су утицали на нижу екстерну тражњу.

У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за наставком заштравања монетарних услова и у ком обиму, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем привредном расту.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 14. фебруара.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. марта 2023. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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