



Народна банка Србије

2022
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2022
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

Споразум о циљању (таргетирању) инфлације, који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије, означава формални прелазак Народне банке Србије на 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.

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

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. августа 2022. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

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

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

РЗС – Републички завод за статистику

СДИ – стране директне инвестиције

Т – тромесечје

ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту

ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

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

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
<i>Осврт 1: Глобална инфлација и реакције монетарних политика централних банака</i>	10
III. Кретање инфлације	15
IV. Детерминанте инфлације	19
1. Кретања на финансијском тржишту	19
2. Новац и кредити	25
3. Агрегатна тражња	28
<i>Осврт 2: Фактори који су утицали на погоршање дефицита текућег рачуна платног биланса у 2022.</i>	32
4. Економска активност	34
5. Кретања на тржишту рада	36
6. Међународно окружење	38
<i>Осврт 3: Фактори раста цена хране на глобалном нивоу и у Србији и очекивања за наредни период</i>	53
V. Пројекција	57
<i>Осврт 4: Утицај метеоролошких услова на цене поврћа и воћа у Србији</i>	74
<i>Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције инфлације, БДП-а и дефицита текућег рачуна платног биланса</i>	81
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	85
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	86
Списак графикана и табела	87
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	90
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	91

I. Резиме

Неки од кључних ризика пројекције који су потицали од фактора из међународног окружења, а који су истицани у нашем претходном извештају, материјализовали су се. Пре свега, конфликт у Украјини је настављен, а геополитичке тензије додатно су заоштрене. По том основу настављен је раст већ високих цена енергената, што је за последицу имало убрзање инфлације на глобалном нивоу и брже од очекиваног заоштравање финансијских услова. Узимајући то у обзир, као и чињеницу да је успоравање привредног раста у Кини због нулте толеранције према вирусу корона и увођења рестриктивних здравствених мера било веће од очекиваног, али и то да расту ризици од уласка Сједињених Америчких Држава и зоне евра у рецесију, **релевантне међународне институције додатно су кориговале наниже пројекцију глобалног привредног раста за ову и наредну годину, уз оцену да су ризици пројекције и даље израженији наниже**. Тако је Међународни монетарни фонд у јулу снизио пројекцију глобалног привредног раста за 2022. на 3,2%, при чему пројектује његово даље успоравање у 2023. на 2,9%. Такође, Међународни монетарни фонд оцењује да су ризици пројекције глобалног раста у већој мери израженији наниже по основу могуће обуставе снабдевања Европе гасом из Русије, тежег обуздавања глобалне инфлације од претходно очекиваног, затим поштравања финансијских услова и проблема у отплати дугова у појединим земљама у успону по том основу, могућег додатног успоравања кинеске привреде, као и глобално смањене трговине и међународне сарадње.

Неизвесност око брзине глобалног привредног раста и наставак убрзања инфлације на глобалном нивоу одразили су се на повећану волатилност на међународном финансијском тржишту и последично мању спремност за инвестирање. У условима јачих и постојанијих инфлаторних притисака од очекиваних и достизања вишедеценијских највиших стопа инфлације, водеће централне банке – **Систем федералних резерви и Европска централна банка – претходних месеци заоштриле су монетарну**

У периоду од претходног извештаја светску привреду карактеришу појачавање геополитичких тензија због настанка кризе у Украјини, додатно убрзање инфлације и заоштравање финансијских услова. Такође, рецесија у Сједињеним Америчким Државама, успоравање економске активности у појединим европским земљама и веће успоравање привредног раста у Кини од очекиваног одражава се на неповољније изгледе глобалног привредног раста.

Инфлаторни притисци јачи и постојанији од претходно очекиваних, уз притиске и с тржишта рада, утичу на брже од очекиваног заоштравање монетарних политика водећих централних банака.

политику брже од тржишних очекивања. Такође, најављен је наставак повећања референтних каматних стопа ових централних банака, при чему ће темпо тог повећања зависити од очекиваног кретања инфлације у средњем року, али и од изгледа привредног раста и ситуације на тржишту рада у наредним месецима. Раст трошковних притисака, уз ефекте домаће тражње и фактора с тржишта рада, утицао је и на одлуке централних банака у региону у режиму циљања инфлације да наставе са заостравањем својих монетарних политика, које је такође било веће од очекиваног.

Узимајући у обзир то да инфлацију у Србији у највећој мери опредељују трошковни притисци из међународног окружења и водећи рачуна о важности континуитета привредног раста у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста и јачања ризика од рецесије, Народна банка Србије наставила је да умерено заострава монетарне услове.

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије проценио је да је у условима настављених трошковних притисака по основу раста светских цена хране и енергената, као и увозне инфлације изнад очекивања, **потребно додатно пооштрити монетарне услове на домаћем тржишту како би се ограничили секундарни ефекти на инфлациона очекивања и обезбедило да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи** и до краја периода пројекције врати у границе дозвољеног одступања од циља. Референтна каматна стопа је у периоду од априла до августа повећана за 2,0 процентних поена, на 3,0%. Ограничавању ефекта преливања раста увозних цена на домаће цене, као и претходних година, и у условима повећане глобалне неизвесности изазване првобитно пандемијом, а потом и геополитичким тензијама и конфликтом у Украјини, **Народна банка Србије доприносила је и одржавањем релативне стабилности курса динара према евр**у. Посматрано од почетка године закључно с крајем јула, динар је према евр бео јачи за око 0,2%, при чему су од маја преовладали апрецијацијски притисци. Томе је допринео и **прилив страних директних инвестиција, који се од средине априла вратио на нивое које је бележио пре избијања конфликта у Украјини и који је за шест месеци достигао 1,6 милијарди евра**. Од априла до краја јула Народна банка Србије је на међубанкарском девизном тржишту интервенисала нето куповином девиза у износу од 760 милиона евра, чиме је износ нето продаје, посматрано од почетка године, смањен на 1,35 милијарди евра.

Интензивирање геополитичких тензија и неповољнији агрометеоролошки услови од очекиваних утицали су на то да цене хране и енергената током другог тромесечја остваре већи раст од очекиваног у мају, док се базна инфлација кретала у складу са очекивањима Народне банке Србије.

Услед додатног интензивирања геополитичких тензија између западних земаља и Русије и по основу настављеног раста светских цена енергената и још увек високих светских цена хране, **међугодишња инфлација у Србији, као и у другим земљама, наставила је да се креће узлазном путањом и у јуну је износила 11,9%, од чега је преко две трећине**

доприноса и даље потицало од цена хране и енергије. Под утицајем увозне инфлације расла је и базна инфлација, али је она и током другог тромесечја била знатно нижа од укупне инфлације и у јуну је износила 6,7% међугодишње. Томе су наставили да доприносе обезбеђена релативна стабилност девизног курса и задржавање средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора у границама циља.

Економске мере Владе усмерене на ограничење цена основних животних намирница и енергената на домаћем тржишту настављају да делују у смеру ублажавања инфлаторних притисака и спречавања већих негативних ефеката на животни стандард грађана и пословну активност предузећа. Притом, ефекти смањених акциза на нафтне деривате за 15–20% неутралисани су растом прихода по другим основама, што доприноси нижем дефициту опште државе, који је у првој половини године износио 15,6 милијарди динара и био нижи за око 60% него у истом периоду претходне године. То отвара простор за реакцију фискалне политике у случају даљег заоштравања енергетске кризе на глобалном нивоу. Новим средњорочним фискалним планом, који је рађен на бази макроекономских пројекција из прве половине ове године, пројектовано је смањење учешћа дефицита опште државе у бруто домаћем производу на 3% ове године, а затим до краја 2025. његово спуштање на 0,5%, што ће обезбедити да јавни дуг има опадајућу путању и снизи се на ниво од око 51% крајем 2025. Фискална политика ће, у складу с расположивим фискалним простором, у наредном периоду бити фокусирана на даље смањење укупног пореског оптерећења рада, чиме се додатно растеређује привреда и повећава њена конкурентност. На расходној страни, приоритет ће имати инфраструктурни и капитални пројекти (издвајања државе за капиталне инвестиције пројектују се на око 6–7% бруто домаћег производа годишње), као и политика пензија и плата, при чему ће се водити рачуна да се повећањем ових највећих категорија расхода њихова учешћа у бруто домаћем производу не повећавају изнад нивоа достигнутих пре пандемије и не изазову већи инфлаторни притисци са стране тражње.

И поред тога што су каматне стопе на кредите расле током другог тромесечја, **услови задуживања на домаћем тржишту могу се и даље оценити као повољни са становишта подршке кредитној активности, а тиме и привредном расту.** Међугодишња стопа раста кредита немонетарном сектору у јуну додатно је убрзана у односу на март и износила је 13,1%, уз и даље већи допринос кредита

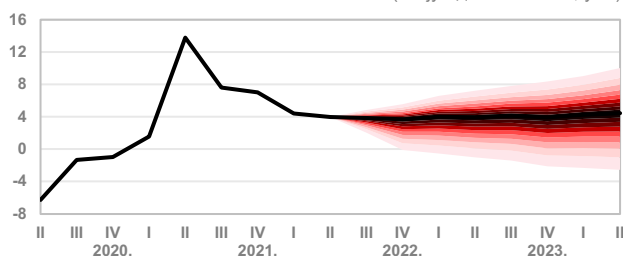
Фискална кретања и даље карактерише бржи раст прихода од очекиваног, што отвара простор за додатну реакцију фискалне политике у случају даљег заоштравања енергетске кризе на глобалном нивоу.

И у условима умереног заоштравања монетарних услова, кредитна активност остала је важан фактор финансирања производње, инвестиција и потрошње, захваљујући наставку раста тражње за кредитима, као и очуваном квалитету активе банака.

Ескалација кризе у Украјини и смањење екстерне тражње за сада нису имали веће негативне последице на производњу и извоз прерађивачке индустрије у Србији, захваљујући константном повећању капацитета у прерађивачкој индустрији и расту извозне понуде по том основу.

У нашој новој пројекцији, и ове и наредне године пројектујемо раст бруто домаћег производа у распону 3,5–4,5%, а затим његово убрзање у средњем року на 4–5% годишње.

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



Целокупно повећање дефицита текућег рачуна у првој половини године у поређењу са истим периодом претходне последица је повећаног увоза енергената.

привреди у поређењу с кредитима становништву. **Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у јуну спуштено је на нови најнижи ниво до сада од 3,26%**, указујући на то да квалитет активе банака није погоршан ни након престанка примене мера економске помоћи државе и да не представља препреку за наставак раста кредитне активности.

Након релативно високог раста у првом тромесечју, који је, према оцени Републичког завода за статистику, износио 4,4% међугодишње, процењује се да је **сличан темпо раста бруто домаћег производа настављен и у другом тромесечју (4% међугодишње)**, што је изнад наших очекивања изнетих у претходном извештају. Производња и извоз прерађивачке индустрије у Србији настављају да расту, указујући на то да за сада смањење екстерне тражње није имало већих негативних ефеката на Србију. Томе су највероватније допринеле инвестиције у разменљиве секторе из претходних година, које су знатно повећале извозну понуду, а од маја је повећан и извоз пољопривредних производа након попуштања мера привременог ограничавања њиховог извоза. Према нашој процени, позитиван допринос с производне стране у Т2 дали су и услужни сектори и рударство, док је производња у грађевинарству у паду због високе базе из претходне године, као и активност у енергетици, што се одражава на наставак високог увоза енергената.

Пројекцију раста бруто домаћег производа Србије за ову годину задржали смо у распону 3,5–4,5%, колико смо очекивали у мају, јер је упркос лошијим изгледима за глобални привредни раст и наставак повећања трошковних притисака по основу виших цена енергената, домаћа економска активност у другом тромесечју била изнад наших очекивања. Ипак, због очекиваног успоравања економске активности у остатку ове и почетком наредне године у условима јачања рецесионих притисака у зони евра, кориговали смо наниже привредни раст за 2023. за 0,5 процентних поена, на распон 3,5–4,5%. Након тога, очекујемо повратак на претходно очекивану путању раста од око 4–5% годишње, чему би требало да допринесе слабљење ефеката конфликта у Украјини на екстерну тражњу, као и планирана реализација инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре.

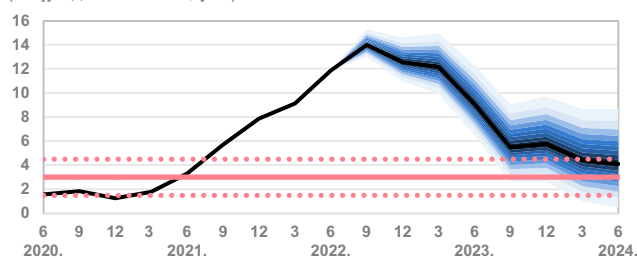
Увоз енергената, првенствено због раста њихових цена на светском тржишту, определио је раст дефицита текућег рачуна платног биланса, који је у првој половини ове године износио 2,7 милијарди

евра. Увоз енергената износио је 3,1 милијарду евра и већи је за 2,1 милијарду евра у односу на прву половину 2021. године. У супротном смеру деловали су наставак раста робног извоза по релативно високим стопама (32,6% међугодишње), при чему је, упркос успоравању екстерне тражње, у поређењу са истим периодом претходне године извоз био виши у 22 од 23 области прерађивачке индустрије. Такође, повећани су приливи по основу дознака, као и суфицит у размени услугама, захваљујући опоравку туризма и наставку интензивног раста извоза ИКТ сектора. Настављен висок увоз енергената у периоду од претходног извештаја, првенствено због даљег раста цена, кључан је разлог наше ревизије навише учешћа **дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу у овој години на 9,4%**. У средњем року, раст извозних капацитета, уз очекивано смањење негативних ефеката екстерне тражње и неповољних односа размене, треба да допринесе постепеном смањењу дефицита текућег рачуна и очувању екстерне одрживости. Екстерној одрживости допринеће и наставак релативно високог прилива страних директних инвестиција у Србију, који се у овој години пројектује на око 3,4 милијарде евра (3,3 милијарде евра у нето изразу), што је блиско очекивањима и за наредне године.

Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће **међугодишња инфлација током трећег тромесечја ове године достићи врхунац, а да ће затим имати опадајућу путању**, уз очекивани снажнији пад у другој половини 2023. и повратак у границе циља у првој половини 2024, тј. крајем хоризонта пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заостравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња. У кратком року, на смиривање инфлације деловаће и донете економске мере Владе којима је ограничен раст цене хране и енергената на домаћем тржишту. У поређењу са претходном пројекцијом из маја, инфлација ће се у целом хоризонту пројекције кретати на вишем нивоу, јер су се материјализовала два кључна ризика пројекције која смо тада истицали — даље заостравање геополитичких тензија и раст цена енергената по том основу, као и домаћа пољопривредна сезона, која, супротно очекивањима, највероватније неће бити просечна, већ сличнија прошлогодишњој услед чињенице да се током летњих месеци поново суочавамо са сушом.

Иако више цене хране и енергената него што смо претпоставили у мају, као и увозна инфлација, утичу на то да се инфлација у новој пројекцији креће на вишем нивоу, и даље очекујемо да ће она започети опадајућу путању у овој години.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



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

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље је велика и у највећој мери се односи на факторе из међународног окружења, а пре свега на ефекте конфликта у Украјини на расположивост енергената и њихове цене на светском тржишту, као и на изгледе глобалног привредног раста, који ће у великој мери определити и светске цене примарних производа. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се у највећој мери односе на исход овогодишње пољопривредне сезоне, тј. на то колико ће она бити лошија од просечне. Ризик пројекције представљају и дешавања у сектору енергетике – у погледу обима производње угља и електричне енергије на домаћем тржишту, али и по којим ценама ће се увозити део гаса изнад нивоа који је дефинисан уговором с Русијом, као и које ће евентуалне мере Влада предузети како би се обезбедила енергетска сигурност на домаћем тржишту. 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 заостравањем монетарних услова како би се обезбедио повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције.** Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор је проценио да је у условима настављених трошковних притисака по основу раста светских цена хране и енергената, као и раста увозне инфлације изнад очекивања, потребно додатно пооштрили монетарне услове на домаћем тржишту како би се ограничили секундарни ефекти на инфлациону очекивања и обезбедило да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и до краја периода пројекције врати у границе дозвољеног одступања од циља.

Након што је у априлу, мају и јуну повећана за по 50 б.п., **референтна каматна стопа Народне банке Србије** повећана је у јулу и августу за по 25 б.п., тако да тренутно износи 3,0%. Истовремено, у априлу је проширен коридор каматних стопа Народне банке Србије са $\pm 0,90$ п.п. на $\pm 1,0$ п.п. у односу на референтну каматну стопу, тако да је стопа на кредитне олакшице повећана на 4,0%, а стопа на депозитне олакшице на 2,0%. Умеренијим повећањем референтне каматне стопе него претходних месеци Народна банка Србије наставила је да реагује на инфлаторне притиске, али истовремено водећи рачуна и о важности континуитета привредног раста.

Ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и претходних година, и у условима повећане глобалне неизвесности изазване првобитно пандемијом, а потом и геополитичким тензијама и конфликтом у Украјини, Народна банка Србије доприносила је у знатној мери и **одржавањем релативне стабилности курса динара према евра**. Посматрано од почетка године закључно с крајем јула, динар је према евра био јачи за око 0,2%, док је према долару ослабио за 9,6% услед јачања долара према евра на међународном тржишту.

Доносећи одлуку о даљем пооштравању монетарних услова, Извршни одбор је пре свега имао у виду да су **трошковни притисци на глобалном нивоу и даље високи и са избијањем конфликта у Украјини додатно појачани** по основу знатног раста светских цена енергената, примарних пољопривредних производа и индустријских сировина, као и продужавања отежаног функционисања међународних ланаца снабдевања. Иако су слабији изгледи глобалног

привредног раста и повећање ризика од рецесије у САД и зони евра утицали на то да се светске цене житарица и метала смање током маја и јуна, оне се и даље налазе на знатно вишем нивоу него почетком године. При томе, под утицајем увођења додатног пакета санкција Русији, којим је обухваћен и увоз нафте у ЕУ, светске цене нафте наставиле су да расту у мају и јуну. Према оцени релевантних међународних институција по том основу, **глобална инфлација ће се још неко време кретати узлазном путањом**, а ризици пројекције инфлације оцењују се као асиметрични навише. У зони евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, инфлација је у јуну износила 8,6% м.г., а, према прелиминарним проценама, у јулу је убрзана на 8,9% м.г., при чему је раст произвођачких цена због знатно виших цена енергената, хране и индустријских сировина достигао 35,8% у јуну. Према јунској пројекцији ЕЦБ-а, инфлација у зони евра ће у овој години у просеку износити 6,8%, што је за 1,7 п.п. више него што се очекивало три месеца раније, док је према јулској пројекцији *Consensus Forecasts*-а додатно повећана на 7,5%. У земљама региона у режиму циљања инфлације, с којима такође остварујемо значајне трговинске везе, поред виших цена енергената и других трошкова у производњи, раст инфлације на двоцифрен ниво води и домаћа тражња, као и услови на тржишту рада, о чему сведочи и базна инфлација у овим земљама, која је виша него у Србији. Због тога су централне банке ових земаља претходних месеци у већој мери заоштравале монетарне услове него што је то чинила Народна банка Србије.

Заоштравање геополитичких тензија **повећало је и неизвесност на међународном финансијском**

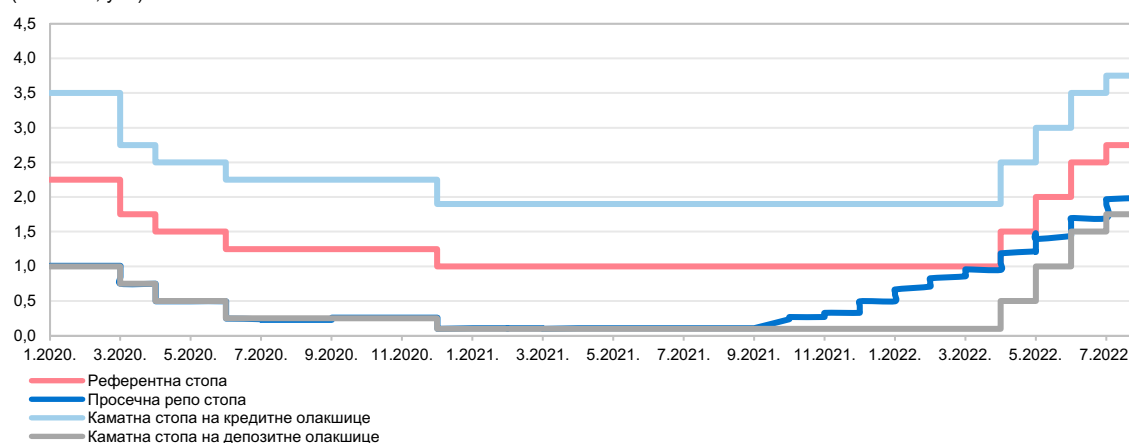
тржишту услед лошијих изгледа глобалног привредног раста. Уз ефекте **оствареног и очекиваног заостравања монетарних политика водећих централних банака**, ФЕД-а и ЕЦБ-а, то се одразило на мању спремност инвеститора за портфолио улагањима и на раст премије ризика Србије и других европских земаља у успону, одражавајући се и на више неутралне каматне стопе у тим земљама.

У јуну и јулу ФЕД је наставио да поострава монетарне услове повећањем референтне каматне стопе за по 75 б.п., на распон 2,25–2,5%, и смањењем свог биланса стања, а извесно је да ће се поостравање монетарне политике наставити и у наредном периоду. ЕЦБ је одлучила да до почетка јула заврши програм куповине активе банака (програм *APP*), као и да у јулу, први пут након 2011. године, започне с повећањем референтне каматне стопе. Иако је било најављено да ће референтна каматна стопа бити повећана за 25 б.п., повећање је било веће од очекиваног и износило је 50 б.п. Такође, на ванредном састанку у јуну донета је одлука да се повећа флексибилност реинвестирања у оквиру програма куповине активе *PEPP*, као и да се креира нови инструмент, како би се спречили фрагментација тржишта и неоправдан прекомеран раст приноса на ХоВ појединих чланица зоне евра. Одлуке о будућој монетарној политици водећих централних банака зависеће првенствено од јачине и постојаности инфлаторних притисака, који су се до сада показали јачим од очекиваних, али и од изгледа раста њихових привреда, који су неповољнији него што су биле пројекције ових централних банака пре три месеца. С обзиром на то да би се бржа од очекиване **нормализација монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а у наредном периоду могла одразити на**

нижи прилив капитала и депрецијацијске притиске у земљама у успону, Извршни одбор је констатовао да је неопходна опрезност монетарне политике Народне банке Србије.

Основу за доношење одлука у периоду од претходног извештаја представљала је мајска средњорочна пројекција инфлације, према којој се очекивало да ће се инфлација у Србији у П2 ове године наћи на опадајућој путањи, а у границе циља вратити у П2 наредне године. Према оцени Извршног одбора, томе је требало да допринесу ефекти досадашњег заостравања монетарних услова, а у кратком року и ефекти економских мера Владе усмерених на ограничење цена основних животних намирница и енергената на домаћем тржишту. У периоду пројекције (тј. у наредне две године) очекивало се и постепено слабљење ефеката раста светских цена примарних производа, енергената, као и више увозне инфлације, што је било у складу с пројекцијама релевантних међународних институција и тржишним очекивањима. Под претпоставком просечне пољопривредне сезоне на домаћем тржишту, као и нижих светских цена примарних пољопривредних производа у остатку године и након тога, очекивало се слабљење трошковних притисака у производњи и остале хране на домаћем тржишту у наредном периоду. Током Т2, под утицајем виших цена хране и енергената инфлација се ипак кретала на нешто вишем нивоу од очекиваног у мајској пројекцији и у јуну је износила 11,9% м.г., од чега је преко две трећине доприноса и даље било последица раста цена хране и енергената. При томе, високе температуре и суша током јула указују на то да ће овогодишња пољопривредна сезона вероватно бити лошија од очекиване и да ће највероватније током Т3 изостати

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



Извор: НБС.

уобичајени пад цена воћа и поврћа, као и да ће слабљење трошковних притисака по основу цена хране бити мање од очекиваног у мајској пројекцији.

Када је реч о **базној инфлацији** (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, она је током Т2 била у складу са очекивањима из маја. Под утицајем више увозне инфлације, базна инфлација на домаћем тржишту такође је расла, али је и даље знатно нижа од укупне инфлације и у јуну је износила 6,7%. Очувању базне инфлације на nižем нивоу допринела је **релативна стабилност девизног курса**, која представља снажно сидро ценовне стабилности у претходних осам година, као и изостанак снажнијих инфлаторних притисака са стране тражње.

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред претходних месеци умерено су расла и тренутно се налазе изнад горње границе циља. Ипак, **средњорочна очекивања су нижа и у случају финансијског сектора налазе се у границама циља**, што указује на то да финансијски сектор и привреда сматрају да ће фактори који утичу на раст инфлације у наредном периоду почети да слабе.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду и да **актуелно заостравање монетарних услова неће знатније успорити домаћу тражњу**. Према процени РЗС-а, раст БДП-а је у Т1 износио 4,4% м.г. и, посматрано с производне стране, водили су га услужни сектори и индустрија, а посматрано с расходне стране, залихе, приватна потрошња и фиксне инвестиције. С друге стране, допринос нето извоза био је негативан, и то првенствено због раста увоза енергената. И поред смањених изгледа глобалног привредног раста за ову годину под утицајем конфликта у Украјини, наставља се раст производње и извоза прерађивачке индустрије у Србији, указујући на то да за сада смањење екстерне

тражње није имало већих негативних ефеката на Србију. Томе су највероватније допринеле инвестиције у разменљиве секторе из претходних година, које су знатно повећале извозну понуду, а на раст извоза у мају одразио се и већи извоз пољопривредних производа након попуштања мера привременог ограничавања извоза ових производа. Према оцени РЗС-а, раст БДП-а у Т2 износио је 4% м.г. Ипак, у остатку године очекује се успоравање привредне активности услед извесног успоравања глобалног привредног раста, раста трошкова производње по основу виших цена енергената, као и повећане глобалне неизвесности на међународном финансијском тржишту због изражених геополитичких тензија.

Иако ће инфлација у хоризонту пројекције вероватно бити виша од мајске пројекције, у највећој мери због настављеног раста светских цена енергије и укупне увозне инфлације, Извршни одбор процењује да ће инфлација достићи врхунац током Т3, а да ће потом имати опадајућу путању и у границе циља се вратити у П1 2024, мада ће се до краја периода пројекције кретати на вишем нивоу него што се очекивало у мају. Успоравању инфлације ће допринети ефекти досадашњег заостравања монетарних услова, као и очекивано слабљење ефеката глобалних трошковних притисака. С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује да ли има потребе за додатним заостравањем монетарних услова или ефекти претходних мера обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

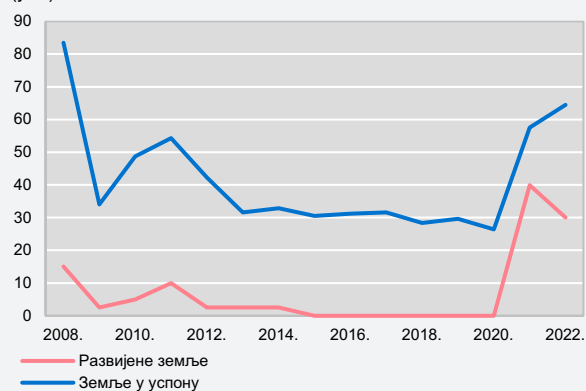
Осврт 1: Глобална инфлација и реакције монетарних политика централних банака

Након готово деценије кретања на изузетно ниском нивоу, цене енергената и хране на светском тржишту од почетка 2021. карактерише снажан раст, који је првобитно био проузрокован наглим растом тражње услед попуштања рестриктивних здравствених мера и отварања многих земаља након проналаска и широке употребе вакцине за вирус корона. Уз застоје у производним ланцима снабдевања на глобалном нивоу, који су у највећој мери били последица немогућности да се понуда у кратком року прилагоди растућој тражњи, као и знатно више цене међународног контејнерског транспорта, раст светских цена примарних производа (нафте, пољопривредних производа и метала) вршио је трошковне притиске на произвођачке цене. Додатни фактори раста инфлације били су и знатни стимуланси монетарне и фискалне политике у многим земљама и преусмеравање тражње са услуга на робу током пандемије. Имајући у виду наведене факторе раста инфлације на глобалном нивоу, већина централних банака током прошле године је процењивала да је реч о привременом расту инфлаторних притисака, који ће ослабити с постепеним уравнотежењем понуде и тражње. Међутим, снажан раст цена енергената на светском тржишту, пре свега природног гаса, али и нафте, угља и струје као алтернативних извора енергије, од октобра прошле године узроковао је додатни раст произвођачких и увозних цена, што је почело да се прелива и на малопродајне (потрошачке) цене све ширег спектра производа и услуга. Крајем 2021. дошло је до извесне стабилизације светских цена примарних производа, а појавили су се и први сигнали попуштања застоја у глобалним ланцима снабдевања. Ипак, заоштравање геополитичких тензија од почетка 2022. и избијање кризе и сукоба у Украјини одразили су се на додатан знатан раст светских цена енергената, примарних пољопривредних производа и индустријских сировина (с обзиром на то да су Русија и Украјина значајне светске извознице житарица, а Русија и нафте и природног гаса, као и појединих племенитих метала), тако да су оне достигле или престигле историјски највише нивое. У таквим околностима, текућа и пројектована инфлација на глобалном нивоу за ову годину налазе се на знатно вишем нивоу него што се очекивало током прошле и почетком ове године, а повратак инфлације на циљ без оштрог ограничавања економске активности сматра се највећим изазовом већине централних банака од светске економске кризе 2008. године.

Иако су поменути раст светских цена енергената и хране, као и застоји у глобалним ланцима снабдевања кључни заједнички фактори раста инфлације на глобалном нивоу, јачина инфлаторних притисака по основу осталих фактора ипак се разликује по земљама. У неким земљама додатни генератори инфлаторних притисака су и домаћа тражња, која је олакшала да се трошковни притисци у већој мери прелију с произвођачких на потрошачке цене, а у појединим земљама и заоштрени услови на тржишту рада који су омогућили да се у условима раста инфлације и зараде коригују у већој мери и да се на тај начин отвори инфлаторна спирала. Слабљење домаће валуте, у условима глобално повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту, као и ослабљених домаћих макроекономских фундамената, у појединим земљама (пример Турске) додатно је појачавало ефекте виших увозних цена на домаћу инфлацију. Отуда се разликовао и степен реакције монетарних политика централних банака, при чему је свакако био већи у случају оних земаља где су и фактори са стране тражње и заоштрени услови с тржишта рада додатно подгревали инфлациона очекивања.

Инфлација је у порасту током прошле и ове године и у развијеним земљама и у земљама у успону, при чему је због већег учешћа цена хране и енергената у ИПЦ-у, инфлација у просеку виша за земље у успону. Тако је према ММФ-овој класификацији земаља према степену развоја, крајем 2021. око 40% развијених (од укупно 40 земаља) и око 57% земаља у успону (од укупно 153 земље) забележило инфлацију

Графикон О.1.1. Учешће земаља са инфлацијом вишом од 5% (у %)



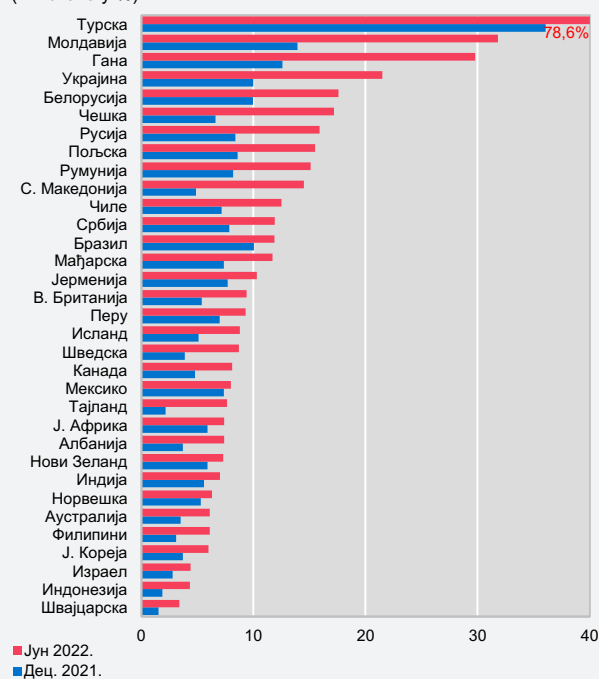
Извор: ММФ WEO (април 2022).

изнад 5%. С обзиром на то да је раст инфлације интензивира у свим земљама у 2022, тај проценат је тренутно и већи и вероватно крајем 2022. неће бити нижи у поређењу са 2021. за развијене земље, као што је то прогнозирано у априлским пројекцијама ММФ-а, када су биле расположиве пројекције за све земље. На то указује и податак о инфлацији за групу развијених земаља, заједно посматрано, из јулске пројекције, који за крај 2022. износи 6,3%, наспрам 4,8% из априла. Притом, у случају развијених земаља ово је ниво инфлације какав није забележен деценијама уназад. Тако је у јуну 2022. инфлација достигла 9,1% м.г. у САД, а 8,6% м.г. у зони евра, и на највишем је нивоу за последњих 40 година, тачније од новембра 1981. године у случају САД, односно од оснивања у случају зоне евра (1999. године). Ипак, према оценама економиста (нпр. Оливијеа Бланшара¹), инфлацију у САД претежно воде фактори на страни тражње, док је инфлација у зони евра и даље у већој мери вођена факторима на страни понуде. То објашњава и чињеница да је ФЕД започео са заоштравањем монетарне политике и пре избијања пандемије вируса корона, као и да тренутно у већој мери заоштрава монетарне услове него што то чини ЕЦБ.

Од 33 анализираних земље које званично примењују циљање инфлације као монетарну стратегију, у свим земљама инфлација се, према подацима за јун ове године, налази изнад циља. Крајем 2021. инфлацију изнад 5% имала је 21 земља, а у јуну ове године 30 земаља, од чега је у готово половини посматраних земаља инфлација била двоцифрена. Референтну каматну стопу током прошле и ове године нису повећале само две централне банке ових земаља – Индонезије и Тајланда. Централна банка Турске је референтну каматну стопу иницијално повећала у марту 2021. на 19% са 17%, да би је потом смањивала до нивоа од 14%, колико тренутно износи, али је донела мере којима је подстицала смањење степена доларизације. Такође, централна банка Русије је у условима јачања рубље према долару, на састанку одржаном 10. јуна, донела одлуку да смањи референтну стопу за 150 б.п., на ниво од 9,5%, чиме је стопа враћена на ниво на ком се налазила пред ескалацију тензија између Русије и Украјине. У јулу је затим снижена на 8%. Ипак, ова стопа се и даље налази на вишем нивоу него на почетку заоштравања монетарних услова у марту прошле године.

Међу посматраним земљама у режиму циљања инфлације, највише је повећана референтна каматна стопа у случају Украјине и Молдавије, а затим Бразила и Чилеа, при чему су и земље средње Европе (Мађарска, Чешка, Пољска) забележиле релативно висок обим повећања референтне каматне стопе. Тако је, на пример, Мађарска од јуна прошле године до краја јула ове године повећала ниво референтне каматне стопе за 10,15 п.п., на 10,75%, док је Чешка повећала стопу за 6,75 п.п., на 7%. Од Т4 2021. референтну каматну стопу повећава и централна банка Пољске, и то за 6,4 п.п., на 6,5%, колико је износила у јулу. На изражен степен реакције ових централних банака утицала је и висока базна инфлација, која је у овим земљама такође двоцифрена, указујући на то да је раст светских цена хране и енергената имао и изражене секундарне ефекте на цене осталих производа и услуга, као и да су инфлаторно деловали и домаћа тражња и повећани трошкови рада.

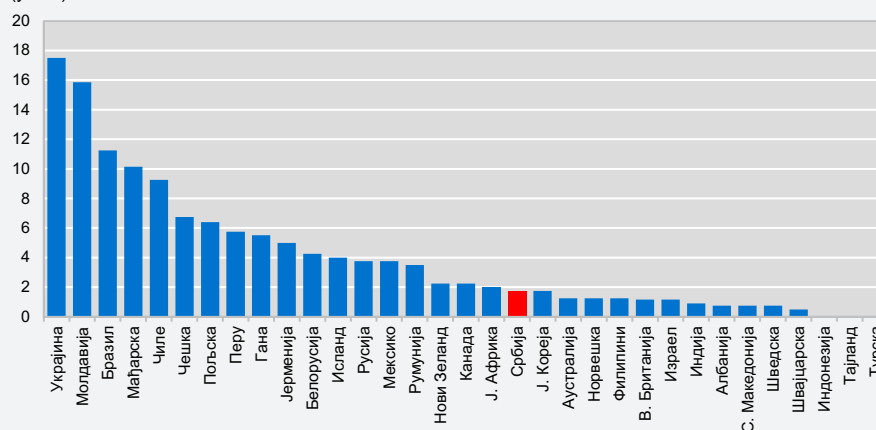
Графикон О.1.2. Инфлација у изабраним земљама (м.г. стопе у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

¹ <https://noahpinion.substack.com/p/video-interview-olivier-blanchard>

Графикон О.1.3. Промена референтне каматне стопе закључно с јулом у односу на почетак циклуса заоштравања монетарне политике од 2021. (у п.п.)

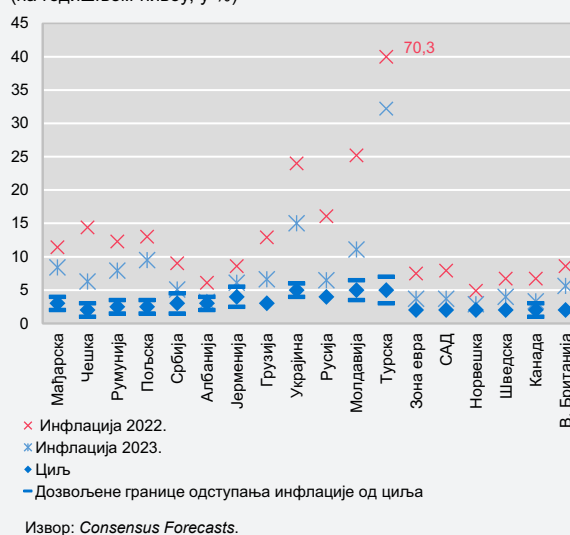


Извор: централне банке изабраних земаља.

Према пројекцијама централних банака, очекује се да би инфлација у већини земаља требало да достигне врхунац у наредним месецима и да се крајем године нађе на nižем нивоу од тренутног. Томе би требало да допринесу ефекти претходног заоштравања монетарних политика, као и очекивано слабење ефекта раста светских цена енергената и примарних производа. Ипак, према последњим расположивим проценама релевантних међународних институција и централних банака, у поређењу са очекивањима пре избијања конфликта у Украјини, просечна инфлација у овој години биће на вишем нивоу и у развијеним земаљама и у земаљама у успону, укључујући и земље региона у режиму циљања инфлације. Конкретно, у земаљама средње Европе које су у режиму циљања инфлације (Чешкој, Пољској, Румунији и Мађарској), према последњим расположивим пројекцијама централних банака, просечна инфлација ће у овој години бити између 12% и 14%, што је знатно више од очекивања почетком године, а слична очекивања за ову групу земаља има и *Consensus Forecasts*. Са изузетком Мађарске, повратак инфлације у границе циља у овој групи земаља не очекује се ни до краја наредне године, и поред досадашњег и очекиваног даљег пооштравања монетарних политика њихових централних банака.

Ипак, треба имати у виду да су сада све више изражена очекивања да ће се у наредном периоду појачати рецесиони притисци на глобалном нивоу. То би могло да доведе и до бржег од очекиваног пада светских цена нафте и других примарних производа, који се и дешава у последњих месец и по дана, а тиме и да постоји могућност бржег успоравања инфлације од очекиваног, и поред тога што ће се светске цене енергената највероватније задржати на високом нивоу. Иако се у наредном периоду очекује успоравање глобалне инфлације у односу на тренутни висок ниво, преовлађују оцене да се ипак тешко може очекивати у средњем року повратак инфлације на онако ниске нивое, перзистентно испод циља централних банака, какви су бележени годинама уназад, тј. од светске економске кризе 2008. године до прошле године.

Графикон О.1.4. Пројектована просечна инфлација и циљ по земаљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: *Consensus Forecasts*.

Економисти наводе више разлога за такве тврдње, имајући пре свега у виду то што би виша глобална инфлација могла да доведе до промена у понашању економских учесника, које би могле да јој омогуће опстанак на вишем нивоу.² Те промене су вероватније ако је инфлација висока и перзистентна у довољној мери да утиче на привреду и становништво и ако је моћ привреде и становништва у одређивању цена односно преговарању о висини зарада довољно велика да се покрене инфлаторна спирала. Показатељи указују на то да су **инфлациона очекивања** свих сектора на глобалном нивоу сада слабије усидрена. Зато се у наредном периоду, како постојећи колективни уговори о раду буду истицали, може очекивати да запослени захтевају више зараде, поготово имајући у виду да су реалне зараде неубицајено споро расле током претходне године дана, а у појединим земљама чак су и смањиване, иако су услови на тржишту рада били затегнути, с ниским стопама незапослености. У неким земљама су већ на снази клаузуле о индексацији зарада које

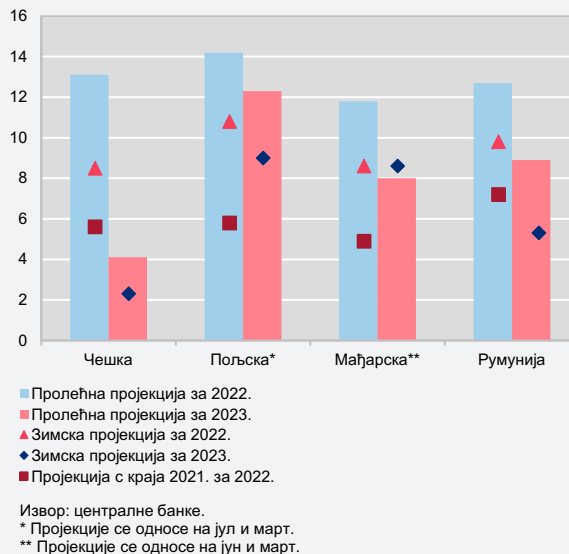
запослене треба да заштите од изненадног раста инфлације у наредном периоду. Када је у питању моћ предузећа да одређују цене на тржишту, процењује се да су недавни широко распрострањени инфлаторни притисци сигнал да многа предузећа имају већу моћ у одређивању цена него што су имала пре пандемије.

Поред виших инфлационих очекивања, забринутост изазива и **већи степен корелације између промена релативних цена и инфлације**. У окружењу ниске инфлације та корелација је слаба, тј. преносни ефекат промене цена по секторима је низак. Сада је тај преносни ефекат повећан и процењује се близу нивоа који је карактерисао периоде високе инфлације.

Фундаменталним променама у динамици инфлације доприноси и ишчезавање дезинфлаторног дејства појединих фактора који су преовладавали последњих неколико деценија. Пре свега, постоје знаци да је уместо глобализације присутан **тренд деглобализације**. Рестриктивне трговинске мере, застоји у глобалним ланцима снабдевања услед пандемије и изненадни трошковни притисци због конфликта у Украјини ојачали су оријентацију ка реформама на страни понуде и довели до раста расхода и инвестиција, што би требало да обезбеди већу сигурност процеса снабдевања и производње у будућности. Процењује се да су нека од прилагођавања у глобалним производним ланцима пожељна, али да прекомерна фрагментација производње утиче не само на инфлацију већ и да негативно утиче на глобални раст и продуктивност. Такође, оријентација на **зелену транзицију** захтева знатна улагања и утиче на раст инфлације, али обезбеђује дугорочне користи у виду одрживе комбинације енергетских извора.

Према томе, главни изазов за централне банке у наредном периоду јесте кретање инфлације. Иако пројекције инфлације прате бројни ризици, готово је извесно да ће се инфлација још неко време кретати изнад циља у већини земаља, јер фактори који су је повећали још увек делују, иако се у хоризонту пројекције очекује њихово слабење. У обезбеђењу ниске инфлације и спречавању преласка ниске у високу инфлацију кључну улогу ће имати монетарна политика и кредибилитет централних банака.

Графикон О.1.5. **Корекције пројекција инфлације за 2022. и 2023.**
(у %)



² BIS, Annual Economic Report, јун 2022.

III. Кретање инфлације

У периоду од претходног извештаја мг. инфлација у Србији, као и у другим земљама региона, наставила је да се креће узлазном путањом и у јуну је износила 11,9%, од чега је преко две трећине доприноса и даље потицало од цена хране и енергије, које су и на светском тржишту остале на високом нивоу услед наставка геополитичких тензија и конфликта у Украјини.

Под утицајем и даље високе увозне инфлације расла је и базна инфлација, али је она и током Т2 била знатно нижа од укупне инфлације и у јуну је износила 6,7% мг. Томе су наставили да доприносе обезбеђена релативна стабилност девизног курса и задржавање средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора у границама циља.

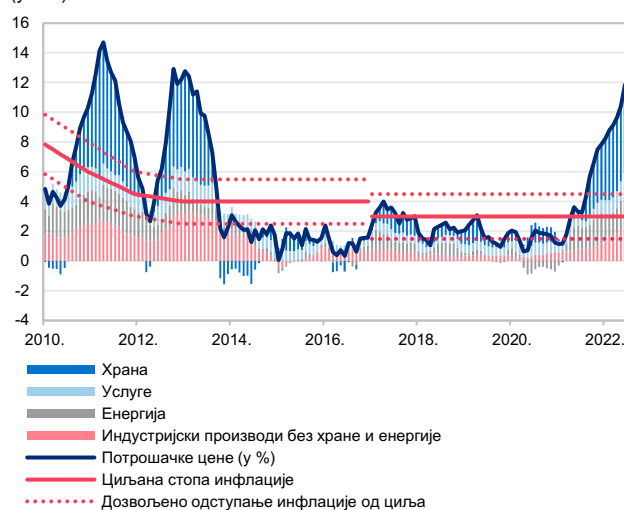
Кретање инфлације у Т2

Услед продужетка геополитичких тензија и украјинске кризе и по том основу интензивираних раста светских цена енергената и још увек високих светских цена хране, мг. инфлација у Србији, као и у другим земљама, наставила је да се креће узлазном путањом и у јуну је износила 11,9%. У поређењу с март, када је мг. инфлација износила 9,1%, допринос цена хране повећан је за 1,0 п.п. због увећаних трошкова производње и транспорта, као и изостанка очекиваног снижења цена воћа и поврћа у јуну с доласком нове пољопривредне сезоне, при чему је и допринос цена енергије у исто време повећан за 0,8 п.п. У односу на март, у јуну је порастао и допринос цена индустријских производа (без хране и енергије) мг. инфлацији (за 0,5 п.п.), под утицајем продужених застоја у глобалним ланцима снабдевања и несташнице појединих производних сировина, као и допринос цена услуга (за 0,4 п.п.), на које се такође преносе више цене енергената.

Под утицајем повишених произвођачких и увозних цена, и мг. базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) расла је током Т2 (са 4,8% у марту на 6,7% у јуну). Ипак, базна инфлација је и даље знатно нижа од укупне инфлације, чему настављају да доприносе очувана релативна стабилност динара према евр и усиђена средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора у границама циља, упркос неповољним глобалним околностима.

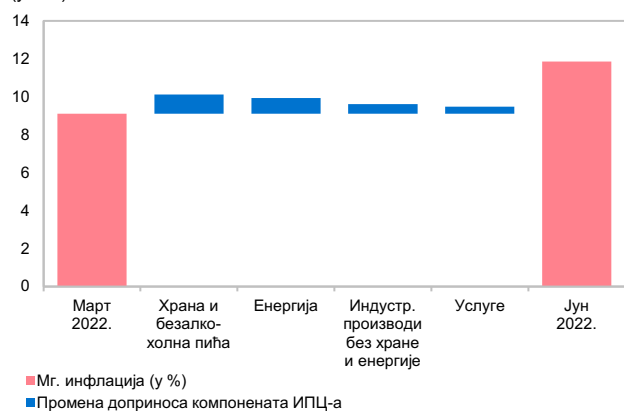
Тромесечни раст потрошачких цена од 4,4% у Т2 био је виши од наших очекивања из мајског Извештаја о инфлацији и у целисти је потекао од већег раста

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

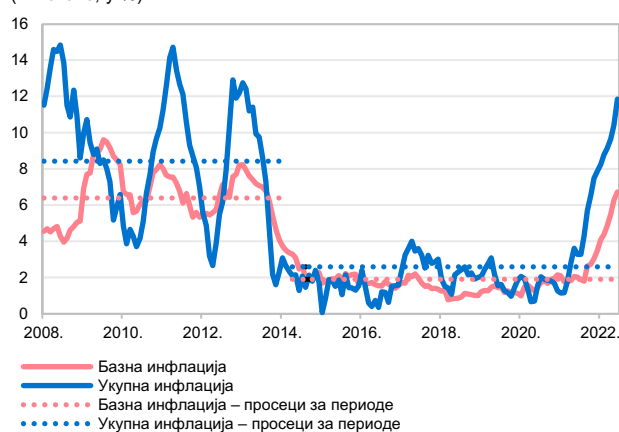
Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т2 2022.**
(тримесечно)

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	4,4	4,4
Непрерађена храна	8,1	0,9
Прерађена храна	5,4	1,1
Индустријски производи без хране и енергије	2,7	0,8
Енергија	6,5	1,0
Услуге	2,5	0,6
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	2,9	1,3
Регулисане цене	0,2	0,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

цена хране и енергије од очекиваног, док се базна инфлација кретала у складу с нашим очекивањима. Раст **цена хране и безалкохолних пића** на нивоу целе групе износио је 6,3% (уз допринос инфлацији од 2,1 п.п.). Од тога, **цене непрерађене хране** повећане су за 8,1%, првенствено као последица поскупљења свежег меса (11,5%, уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.), под утицајем даљег раста светских цена меса. Цене свежег воћа и сезонски нетипично поскупљење свежег поврћа у јуну, тримесечно посматрано, допринели су укупној инфлацији са 0,4 п.п. Повећање **цена прерађене хране** од 5,4% у Т2 највише се дугује вишим ценама млека и млечних прерађевина, месних прерађевина и хлеба и житарица (уз збирни допринос инфлацији од 0,9 п.п.), услед повишених трошковних притисака у производњи хране и транспорту. У Т2 су повећане и цене осталих категорија прерађене хране (уз збирни допринос инфлацији од 0,2 п.п.).

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Цене енергије су у Т2 повећане за 6,5% по основу знатног поскупљења нафтних деривата на домаћем тржишту (11,8%, уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.), као и сезонски неубичајеног раста цена чврстих горива — дрва и угља (10,5%, уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), у условима снажног раста цена енергената на светском тржишту и присутног ризика у погледу њихове расположивости у зимским месецима.

Цене на нивоу групе индустријских производа (без хране и енергије) у Т2 оствариле су раст од 2,7%, који је одређен сезонским поскупљењем одеће и обуће (4,5%) и вишим ценама намештаја, опреме и одржавања домаћинства (3,8%), уз допринос инфлацији од по 0,2 п.п. И цене осталих индустријских производа су порасле у Т2, на шта се одражава и раст цена деривата нафте који се користе у њиховој производњи.

Раст **цена услуга** од 2,5% у Т2 вођен је сезонски вишим ценама туристичких пакет-аранжмана (27,2%) и порастом цена услуга ресторана и хотела, транспортних и медицинских услуга, а у мањој мери и вишим ценама станарина, занатских и личних услуга.

Регулисане цене су благо порасле у Т2 (0,2%), уз незнатан допринос инфлацији. Мг. посматрано, у јуну су регулисане цене благо успориле раст на 1,8% (са 1,9% у марту).

Цене у оквиру базне инфлације су у Т2 забележиле раст од 2,9%, на који је утицало већ поменуто поскупљење одеће и обуће, кућне хемије, угоститељских услуга и туристичких пакет-аранжмана.

Произвођачке и увозне цене

У периоду од претходног извештаја додатно су интензивирани трошковни притисци на међународном тржишту по основу продужених застоја у снабдевању и несташице појединих сировина, што је определило наставак м.г. раста **цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште** на 19,7% у јуну (са 17,0% у марту). У односу на претходно тромесечје, у Т2 је м.г. повећан допринос свих компонената произвођачких цена у индустрији, пре свега **цена у производњи хране и пића и цена у производњи енергената** (сирове нафте и њених деривата). Већи допринос је потекао и од **цена у производњи интермедијарних производа** (хемикалија, производа од гуме и пластике, основних метала), док су **цене капиталних производа и трајних производа за широку потрошњу** у јуну имале сличан допринос м.г. расту цена произвођача индустријских производа као у марту. Иако је м.г. раст **цена елемената и материјала у грађевинарству** почетком Т2 благо успорио, он је у јуну износио 21,0%, што је нешто више него у марту (19,9%) и показатељ да су трошковни притисци у грађевинарству још увек изражени.

Увозне цене исказане у динарима¹ током Т2 благо су успориле м.г. раст, који је у јуну износио 19,6% (након 21,1% у марту). На то је утицао нижи допринос увозних цена гаса, као и нешто нижи допринос светских цена хране и извозних цена Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала), док је допринос потрошачких цена у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга) и светских цена нафте м.г. расту увозних цена благо повећан у јуну у односу на март. У смеру раста цена робе и услуга из увоза (изражених у динарима) у Т2 деловало је и слабљење динара према долару, као последица јачања долара према еврџу на међународном тржишту.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред наставила су да прате кретање текуће инфлације, али су била на нижем нивоу. При томе, средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и даље су задржана у границама циља.

¹ Прелиминаран податак. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент, цена гаса из увоза, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Базна година је 2010.

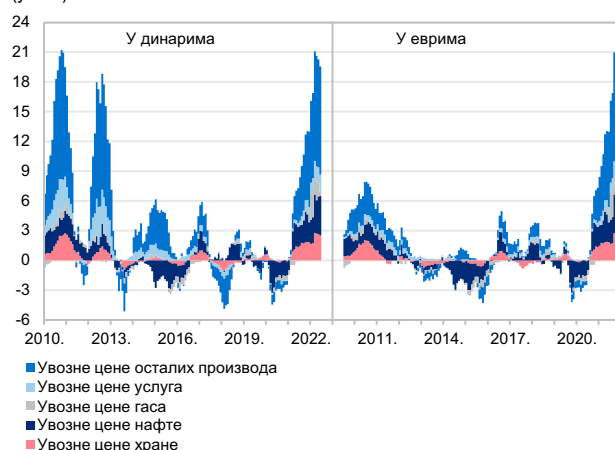
Графикон III.0.4. Доприноси компонената м.г. стопи раста произвођачких цена* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

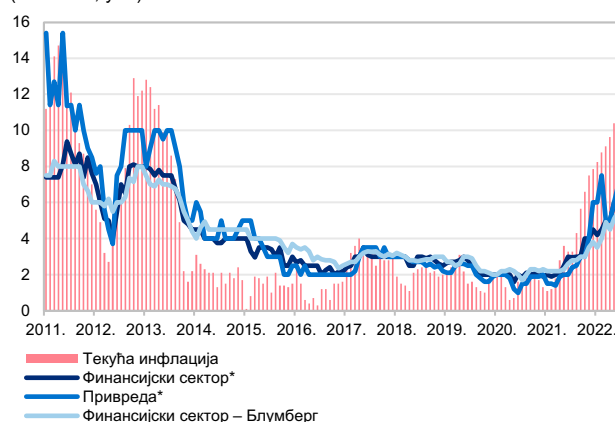
* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

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



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

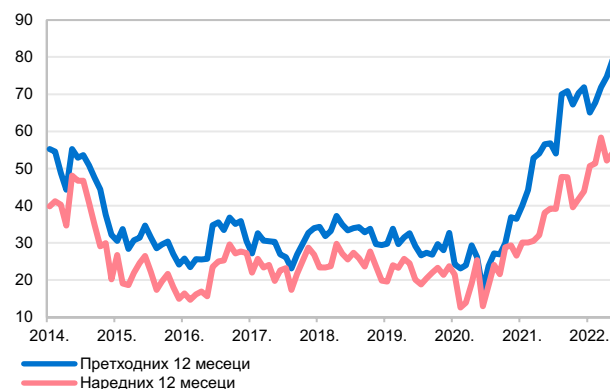
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (м.г. стопе, у %)



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

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

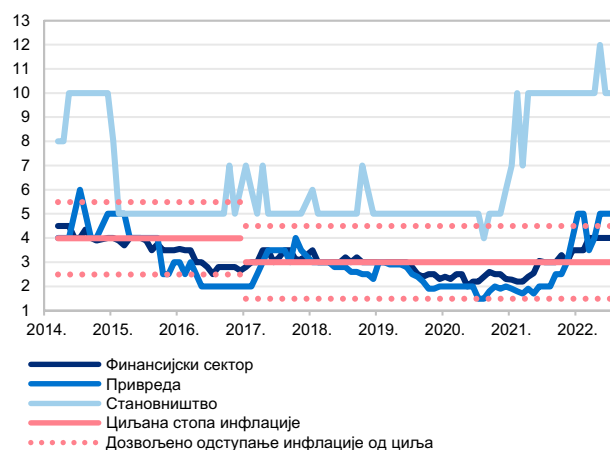
Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва*
(у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Према анкети агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора у мају су повећана на 5,1%, а раст су наставила и у јуну и јулу (5,5% и 6,0%, респективно). Према резултатима јулске анкете агенције Ипсос, инфлациона очекивања представника **финансијског сектора за годину дана унапред**, након што су благо смањена у јуну на 5,9%, у јулу су се вратила на ниво из маја (6,0%).

Након стабилизације у априлу, инфлациона очекивања **сектора привреде** такође су порасла, прво на 6,0% у мају, а затим на 7,0% у јуну, где су се задржала и у јулу. Нето проценат предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута износи 65,0%, док раст цена својих производа у овом периоду очекује 57,8% предузећа. С друге стране, нето проценат предузећа која очекују раст цена инпута након тога, у периоду од годину дана, нижи је и износи 62,2%, док у наредној години дана повећање цена својих производа и услуга очекује 74,4% испитаника.

Инфлациона очекивања сектора становништва за годину дана унапред остала су на нивоу из априла, 20,0%. Према резултатима квалитативне анкете,² вредност индекса перципиране инфлације виша је од очекиване, што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора за две и три године унапред непромењена су од априла, налазе се у границама циља Народне банке Србије и износе 4,0% и 3,5%, респективно. Средњорочна инфлациона очекивања **привреде** у мају су повећана на 5,0% за две године унапред и на том нивоу су задржана и у јуну и јулу, док су за три године унапред, након повећања у мају на 4,0% и стагнације у јуну, у јулу наставила раст на 5,0%. Инфлациона очекивања **становништва** за две године унапред, након повећања у мају (на 12,0%), у јуну су враћена на ниво из априла од 10,0% и остала на том нивоу у јулу, колико износе и за три године унапред.

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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

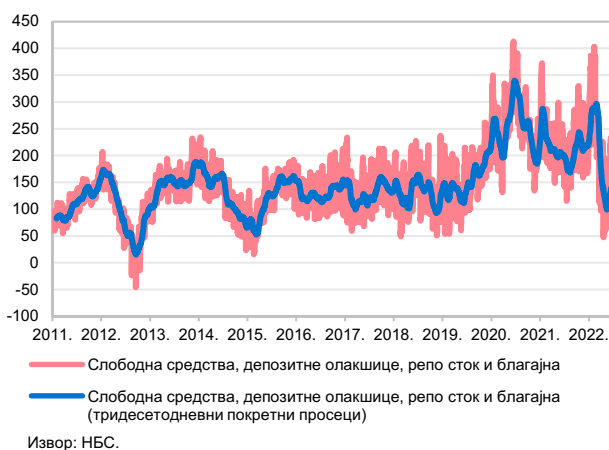
Пооштравање монетарних услова остварило је очекиван ефекат на каматне стопе на тржишту новца током Т2, што се, уз ефекте повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту и повећане премије ризика, као и у другим земљама у успону, одразило и на раст стопа приноса на државне динарске ХоВ. Током Т2 расту и каматне стопе на кредите и штедњу, и динарске и у евро знаку.

Каматне стопе

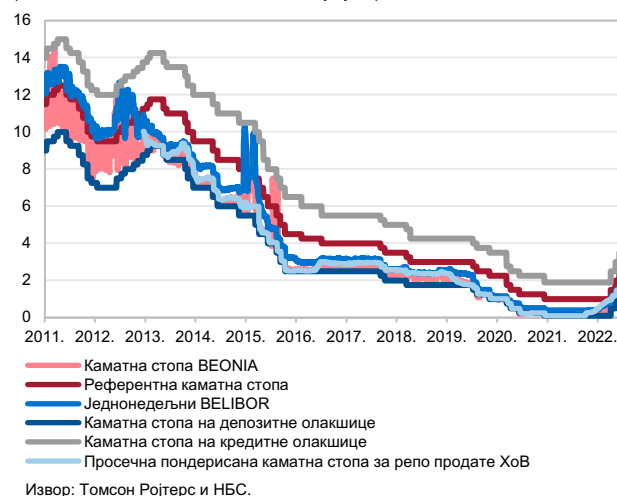
Народна банка Србије је током Т2 пооштрила монетарне услове повећањем **референтне каматне стопе** за 150 б.п., а затим за по 25 б.п. у јулу и августу. Коридор каматних стопа Народне банке Србије у априлу је проширен са $\pm 0,90$ п.п. на $\pm 1,0$ п.п. у односу на референтну каматну стопу, тако да је стопа на кредитне олакшице повећана на 4,0%, а стопа на депозитне олакшице на 2,0%. Укупни вишкови динарске ликвидности банака смањени су пре свега као резултат интервенција Народне банке Србије нето продајом девиза крајем прошле године и у Т1 ове године. Просечно стање репо продатих ХоВ у Т2 је смањено са 39,8 млрд динара у марту на 12,0 млрд динара у јуну, уз раст просечне репо стопе за 74 б.п., на ниво од 1,7% (репо стопа је у јулу додатно повећана и крајем месеца је износила 1,97%). Просечан дневни износ преконоћних депозита банака код Народне банке Србије повећан је са 42,0 млрд динара у марту на 51,5 млрд динара у јуну.

Пооштравање монетарних услова одразило се на раст каматних стопа на **преконоћном међубанкарском тржишту новца**, тако да је током Т2 каматна стопа *BEONIA* порасла за 86 б.п., на ниво од 1,62%, колико је износила крајем јуна. Просечан дневни промет у Т2 смањен је за 3,1 млрд динара у односу на Т1 и износио је 3,8 млрд динара. Израженији раст забележиле су каматне стопе *BELIBOR* свих рочности, које су током Т2 повећане за око 109 б.п., тако да су се крајем јуна кретале у распону од 1,63% за најкраћу рочност до 2,45% за рочност од шест месеци. Истовремено,

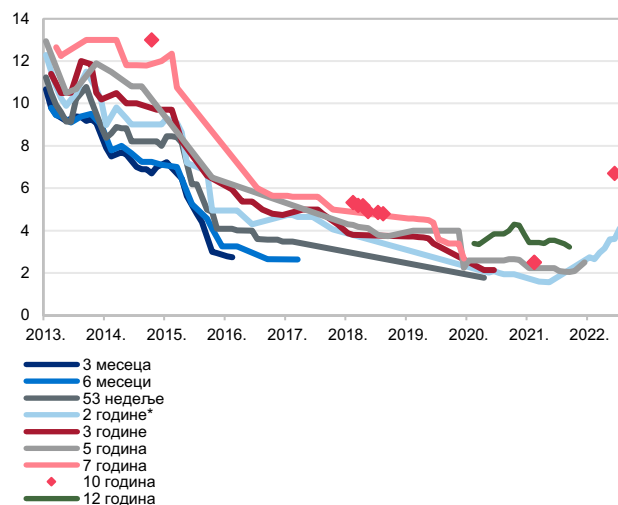
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност
(у млрд RSD)



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



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

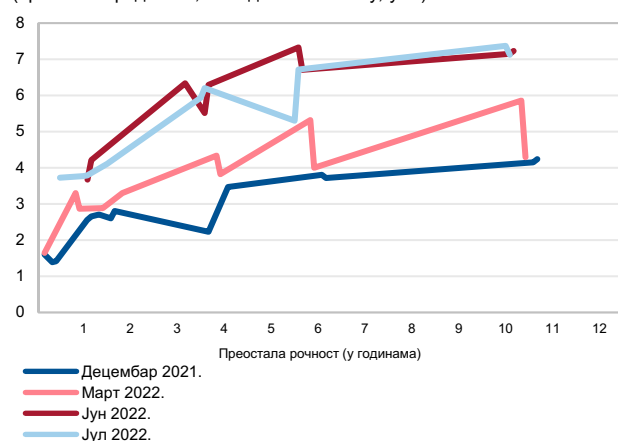


просечна каматна стопа на закључене једнонедељне трансакције на међубанкарском новчаном тржишту у јуну у односу на март повећана је за 88 б.п., чиме је достигла ниво од 1,83% у јуну. Раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца настављен је и у јулу.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ, током Т2 одржане су четири аукције за продају динарских ХоВ рочности од две године и једна аукција за рочност од десет година, што је девето реотварање емисије од 6. фебруара 2018. године. Присутна неизвесност на међународном финансијском тржишту наставила је да утиче на домаће тржиште ХоВ. То је потврђено даљим растом извршне стопе на аукцијама двогодишњих ХоВ, која је повећана у више наврата, чиме је достигла ниво од 3,6%, што представља повећање од 65 б.п. у односу на аукцију ове рочности крајем Т1. На аукцији динарских ХоВ рочности од десет година, у односу на претходну аукцију ове рочности од 9. фебруара 2021, извршна стопа је повећана за 420 б.п., на 6,7%.

У Т2 укупно су продате динарске ХоВ у номиналном износу од 23,3 млрд динара. С друге стране, доспеле су ХоВ у номиналном износу од 49,2 млрд динара, тако да је стање продатих динарских ХоВ смањено за близу 26 млрд динара, на 894,6 млрд динара крајем Т2. Током Т2 настављено је смањење стања динарских ХоВ у власништву нерезидената за 25,2 млрд динара, на 142,6 млрд динара крајем јуна, услед даљег заштравања монетарних политика водећих централних банака, као и повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту.

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



Неизвесност с међународног финансијског тржишта и мања склоност ка инвестирању наставили су да се одражавају на домаће секундарно тржиште динарских ХоВ. Као последица тога, током Т2 настављени су раст стопа приноса и пад промета на секундарном тржишту, за 19%, на 58,6 млрд динара. Просечни пондерисани приноси на динарске државне обвезнице преостале рочности од четири, шест и десет година повећани су током Т2 за око 1,35 п.п., 2,70 п.п. и 2,91 п.п., на нивое од 5,65%, 6,72% и 7,21%, респективно. Стопе приноса код динарских ХоВ краћих рочности кретале су се у распону од 3,7% за преосталу рочност од једне године до 6,3% за преосталу рочност од три године. У јуну је директном погодбом емитована обвезница у еврима рочности од 53 недеље, која је продата у номиналној вредности од 350 млн евра, по купонској стопи од 2,4%.

Током Т2 организована је само једна аукција за продају државних ХоВ у еврима за рочност од две и

по године, чија је извршна стопа непромењена у односу на претходну аукцију из фебруара и износи 0,81%, што је испод купонске стопе од 0,85%. ХоВ ове рочности продате су у номиналном износу од 11,0 млн евра, а како су током Т2 доспеле раније продате ХоВ у еврима у номиналном износу од 100,0 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима смањено је на 2.142,4 млн евра крајем јуна.

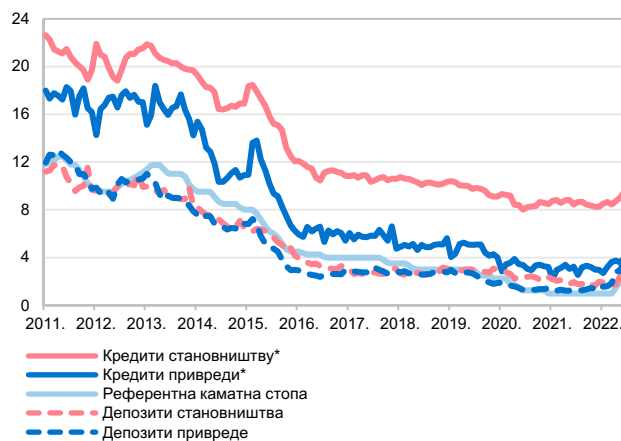
Раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца утицао је и на то да каматне стопе на **нове динарске кредите** порасту у Т2. У односу на март, каматне стопе на динарске кредите становништву више су за 1,1 п.п. (у јуну су износиле 9,5%), а на кредите привреди за 0,4 п.п. (4,0% у јуну).

Раст каматних стопа на динарске кредите привреди опредељен је растом каматне стопе на кредите за обртна средства за 0,9 п.п., на 4,8%, растом каматне стопе на инвестиционе кредите за 0,8 п.п., на 5,9%, који ипак имају знатно мање учешће у структури укупних динарских кредита привреди у поређењу с кредитима за обртна средства. С друге стране, смањене су стопе на остале некатегорисане кредите за 0,2 п.п., на 2,5%. Раст каматних стопа на динарске кредите становништву последица је раста каматних стопа код кредита свих намена, а пре свега на готовинске кредите (за 1,1 п.п., на 10,1%), с обзиром на то да ти кредити имају доминантно учешће у укупном кредитирању становништва. Раст каматних стопа забележен је и код стамбених кредита због раста стопа на кредите за енергетску ефикасност (за 1,3 п.п., на 8,8%) и осталих некатегорисаних кредита (за 1,0 п.п., на 7,1%).

Просечна пондерисана каматна стопа на кредите привреди у **евро знаку** повећана је за 0,4 п.п. у односу на март, на 2,7% у јуну. Раст каматне стопе претежно је вођен растом каматних стопа на кредите за обртна средства за 0,5 п.п., на 2,6%, и на инвестиционе кредите за 0,4 п.п., на 3,4%, који заједно чине преко 80% укупног кредитирања привреде. Просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву повећана је за 0,3 п.п., на 3,7%, услед раста каматних стопа на евроиндексиране стамбене кредите за 0,3 п.п., на 2,9%, а због ниског учешћа у укупном кредитирању, расту укупне стопе у мањој мери је допринео раст каматне стопе на готовинске кредите за 0,4 п.п., на 3,4%.

У односу на март, каматна стопа **на штедњу** становништва у динарима повишена је за 1,3 п.п. и износила је 3,0% у јуну, док је каматна стопа на штедњу у еврима порасла за 0,5 п.п. и износила је

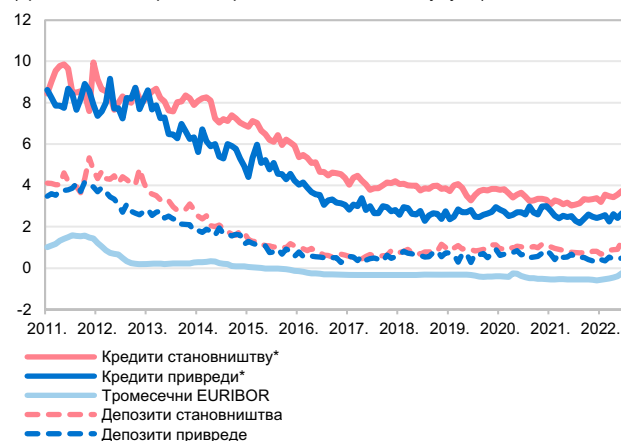
Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

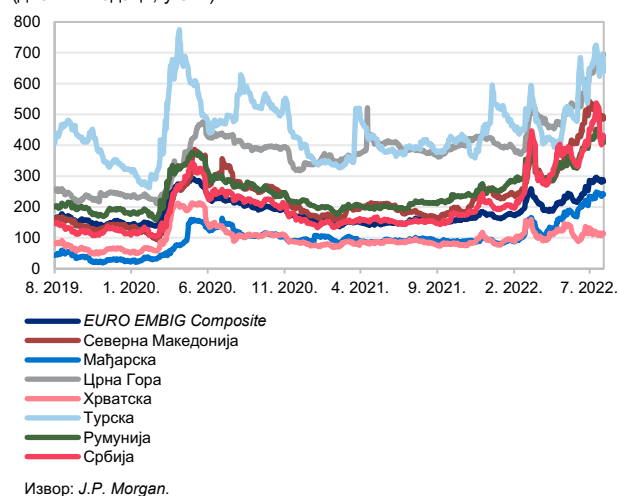
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



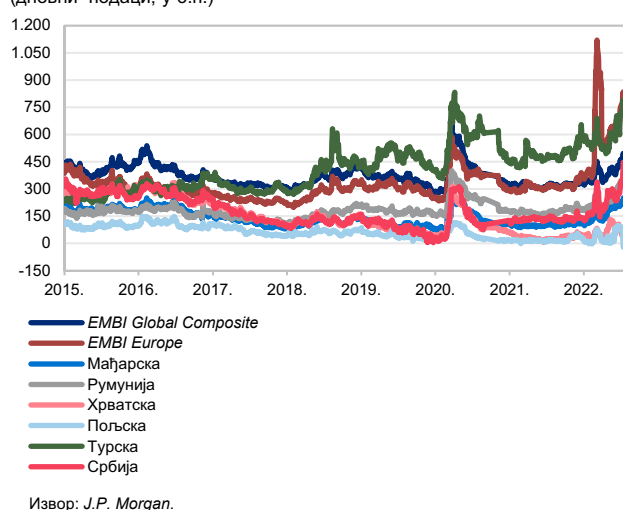
Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

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



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



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

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

Извор: НБС.

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

1,4%. Каматна стопа на орочене депозите привреде у еврима непромењена је у односу на март (0,5%), док је каматна стопа на орочене динарске депозите привреде повећана за 2,1 п.п., на 4,0% у јуну.

Премија ризика

Наставак геополитичких тензија, увођење додатних пакета санкција Русији од стране западних земаља и контрамере Русије према западним земљама утицали су на даљи раст глобалне премије ризика током Т2, што се одразило и на раст премије ризика Србије. Повећаној аверзији према ризику на међународним финансијским тржиштима допринео је и почетак заостравања монетарних политика водећих централних банака у условима убрзања инфлације на глобалном нивоу.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, повећана је током Т2 за 83 б.п. и крајем јуна је износила 272 б.п. Истовремено, *EURO EMBIG*, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, повећана је током Т2 за 165 б.п., на ниво од 440 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је порасла током Т2 (за 117 б.п., на 312 б.п.), при чему је и даље наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је током Т2 повећана за 113 б.п., на 460 б.п.

Агенција *Standard & Poor's* задржала је у јуну кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ+, уз стабилне изгледе. У односу на претходну оцену, када су изгледи за повећање рејтинга Србије били позитивни, агенција истиче да је промена изгледа одређена геополитичким околностима и, пре свега, потенцијалним индиректним ефектима које конфликт у Украјини може да има на Србију. Наглашени су кредибилитет и континуитет монетарне и укупне економске политике Србије, отпорност наше привреде, као и очувана стабилност банкарског сектора. Поред тога, агенција *Standard & Poor's* је истакла повољне перспективе привредног раста Србије у средњем року, које су подржане високим приливом инвестиција у извозно оријентисане секторе.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала у Т2 односио се на СДИ. Приливи су остварени и по основу раста кредитног задужења у иностранству, портфолио инвестиција, смањења средстава банака на рачунима

у иностранству и истовременог повећања депозита нерезидената. Поменути приливи су вишеструко премашили одливе по основу трговинских кредита.

Након привременог успоравања у Т1, у Т2 су се приливи СДИ вратили на високе нивое које су бележили пре избијања конфликта у Украјини. Према прелиминарним подацима, СДИ у Србију у Т2 износиле су 997 млн евра, чиме је прилив СДИ у П1 достигао 1,6 млрд евра. Посматрано по делатностима, улагања су била претежно усмерена у прерађивачку индустрију, грађевинарство и трговину. Истовремено, резиденти су повећали улагања у иностранство, тако да је у Т2 **нето прилив СДИ** износио 898 млн евра.

И по основу **портфолио инвестиција** остварен је нето прилив капитала у износу од 109 млн евра. Томе је допринела куповина на примарном тржишту 350 млн евра државних ХоВ у јуну директном погодбом, чиме је премашен износ продаје на секундарном тржишту, који је био посебно изражен у априлу. Одлив је регистрован по основу доспећа државних ХоВ у поседу нерезидената, док је истовремено остварен прилив по основу доспећа ХоВ у које су резиденти улагали на иностраним тржиштима.

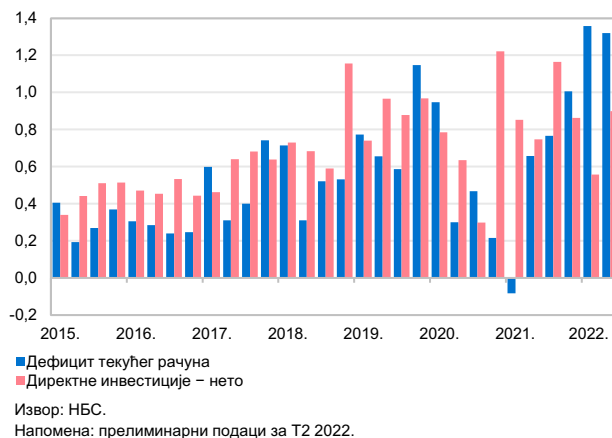
Нето обавезе резидената према иностранству по основу **финансијских кредита** током Т2 повећане су за 505 млн евра под утицајем раста задужења банака, Владе и предузећа. И по основу **готовог новца и депозита** регистрован је прилив (437 млн евра), под утицајем смањења средстава на рачунима домаћих банака у иностранству и раста средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака. С друге стране, одлив је забележен по основу трговинских кредита (474 млн евра) због ненаплаћеног извоза.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

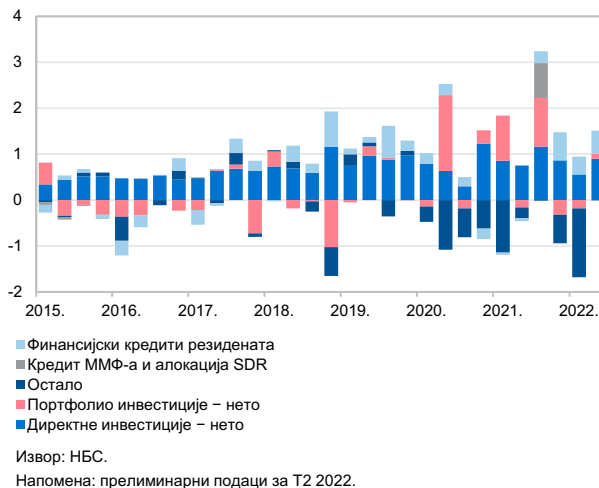
Депрецијацијски притисци с краја претходне године и Т1 ове године знатно су ослабили у априлу, док од маја преовлађују апрецијацијски притисци. Посматрано крајем периода, динар је према евр у Т2 ојачао за 0,3%, док је, због слабљења евра према долару на међународном тржишту, динар према долару ослабио за 6,0%.

Од почетка Т2 тражња за девизама на МДТ-у је смањена, а понуда повећана, при чему је у мају понуда надмашила тражњу, а у јуну и јулу та разлика била је знатно већа, што је резултирало јачањем

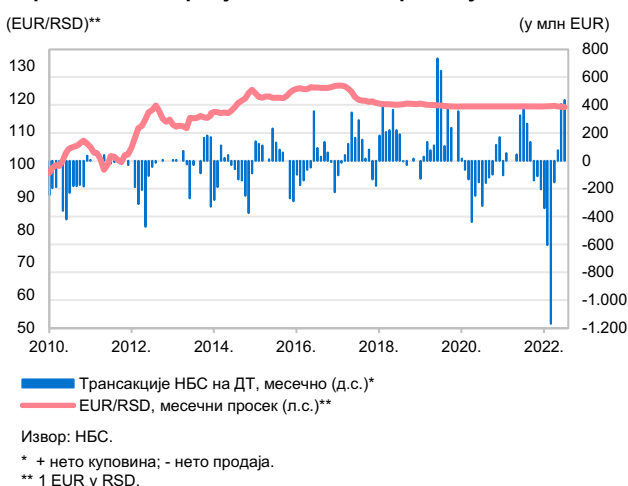
Графикон IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ (у млрд EUR)



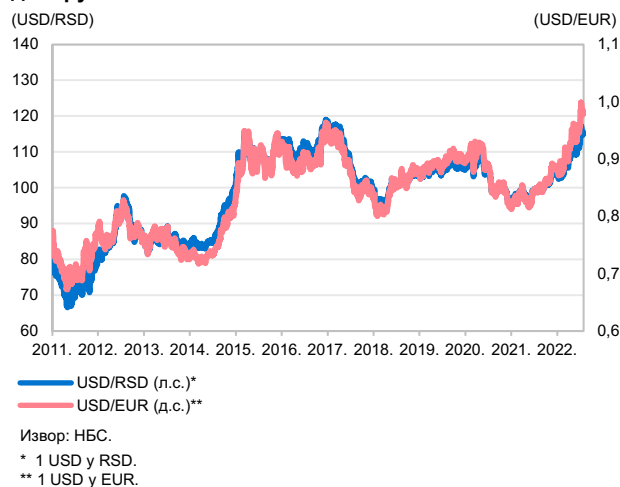
Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



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

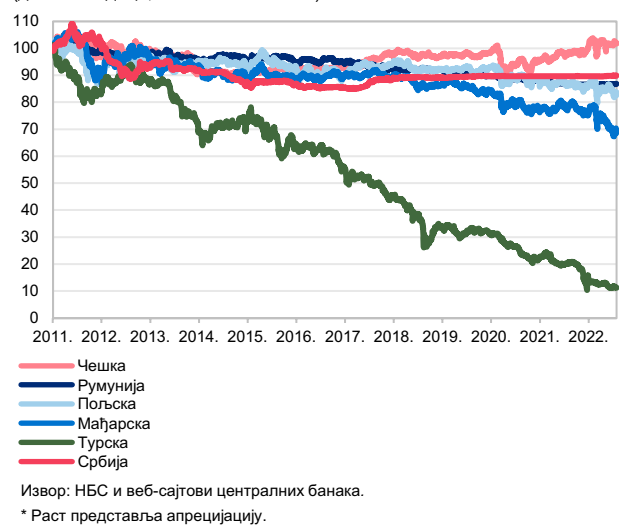


апрецијацијских притисака. Понуда девиза је расла захваљујући пре свега валутно индексираној активи банака³ и нето откупу ефективног страног новца. Након што је под утицајем раста неизвесности услед ескалације кризе у Украјини у марту продат рекордан износ ефективног страног новца, од априла се поново бележи нето куповина ефективног страног новца, уз посебно високе износе куповине у мају и јуну. Поред тога, расту понуде је доприносило продужење позиције банака по основу послова с платним картицама. С друге стране, тражња за девизама била је знатно нижа, пошто су банке продале мање износе девиза него у Т1 и резидентима и нерезидентима. Када је реч о резидентима, тражњу за девизама и даље су генерисали увозници енергената, док су високи приливи по основу извоза и СДИ утицали на то да поједина предузећа повећају понуду девиза банкама.

Од априла до краја јула, ради очувања релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у нето куповином 760 млн евра. Посматрано од почетка године закључно с јулом, Народна банка Србије је на МДТ-у нето продала 1.355 млн евра.

Промет на МДТ-у⁴ повећан је током Т2 и у просеку је износио 43,6 млн евра, што је за 16,5 млн евра више него у Т1, при чему је промет био посебно висок у мају (53,3 млн евра), а затим у јуну (41,6 млн евра), што су највиши нивои промета од децембра 2021. Истовремено, промет на редовним девизним своп аукцијама додатно је смањен. У Т2 је на двонедељним аукцијама купљено и продато банкама по 10,0 млн евра, док на тромесечним аукцијама није било реализације.

За разлику од динара, који је благо ојачао, већина валута земаља региона које су у режиму циљања инфлације, и поред наставка заостравања монетарних политика, ослабила је током Т2. Посматрано крајем периода, најизраженије слабљење према евр, забележиле су турска лира (6,9%) и мађарска форинта (6,8%), док је чешка круна ослабила за 1,4%, а пољски злот за 0,6%. Једино је вредност румунског леја била готово непромењена.

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

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.

2. Новац и кредити

Раст монетарних агрегата на мг. нивоу наставио је да успорава током Т2 у условима присутне глобалне неизвесности услед даље ескалације геополитичких тензија. С друге стране, домаћа кредитна активност и даље бележи двоцифрене мг. стопе раста, у већој мери подржана кредитирањем привреде, а затим и становништва.

Новац

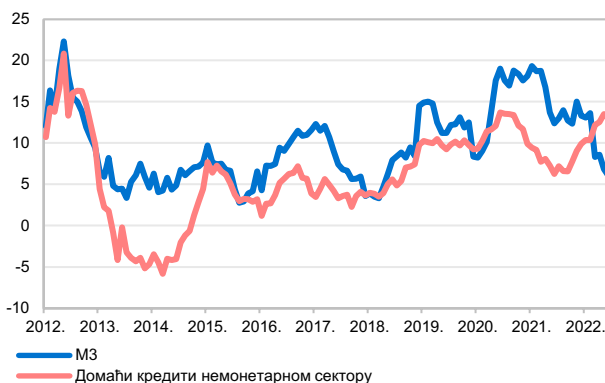
Посматрано у односу на крај Т1, динарска новчана маса, М2, забележила је пад за 0,1% по основу смањења најликвиднијих компонената. Орочени динарски депозити и девизна компонента забележили су раст, што је допринело да најшири монетарни агрегат, М3, буде повећан за 0,9% у Т2.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу у Т2 су смањени за 4,9 млрд динара, при чему се смањење бележи код свих сектора осим код становништва. Истовремено, **орочени динарски депозити** су у Т2 повећани за 11,0 млрд динара, чему је највише допринело повећање депозита привреде (12,7 млрд динара). Услед повећане аверзије према ризику у условима ескалације геополитичких тензија, динарска штедња становништва је током Т2 смањена за 2,6 млрд динара и крајем јуна је износила 85,3 млрд динара. Ипак, важно је истаћи да су финансијска стабилност и релативна стабилност девизног курса остали очувани и у кризним временима, а да је привремени тренд смањења динарске штедње прекинут током јуна, када је забележила месечни прираст од 1,0 млрд динара.

Девизни депозити резидената су у Т2 повећани за 343,3 млн евра. Највећи раст забележила је девизна штедња становништва, која је током тромесечја повећана за 312,8 млн евра, на 12,7 млрд евра, колико је износила крајем јуна. Истовремено, девизни депозити предузећа су повећани за 39,1 млн евра, захваљујући приливима девиза по основу извоза, СДИ и задуживања у иностранству.

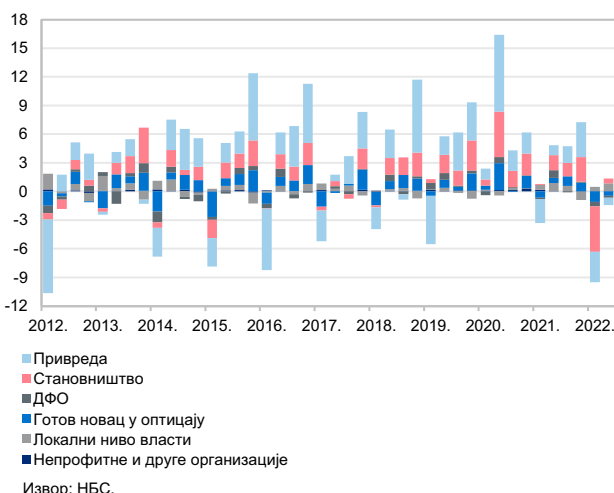
Посматрано на мг. нивоу, у Т2 раст монетарних агрегата наставио је да успорава. Стабилан раст кредитне активности наставио је позитивно да доприноси расту монетарних агрегата, док је висока база из претходне године, уз повећану глобалну неизвесност и аверзију према ризику, деловала у

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



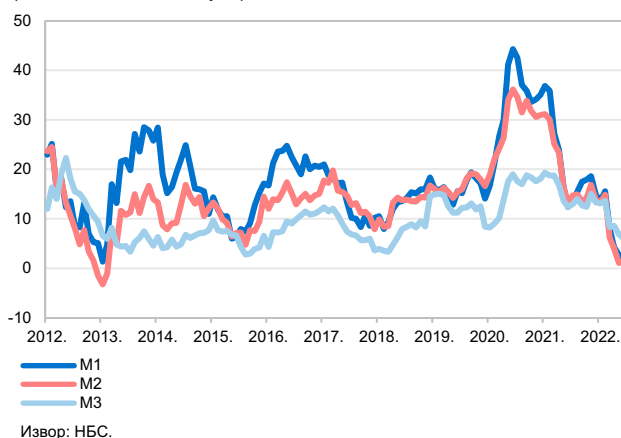
Извор: НБС.

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



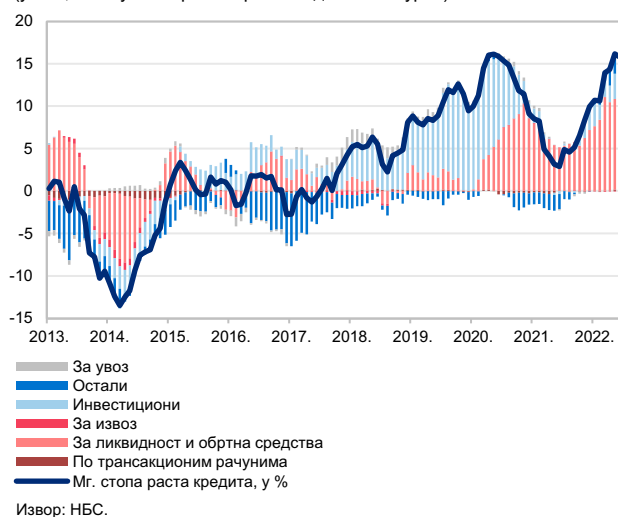
Извор: НБС.

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

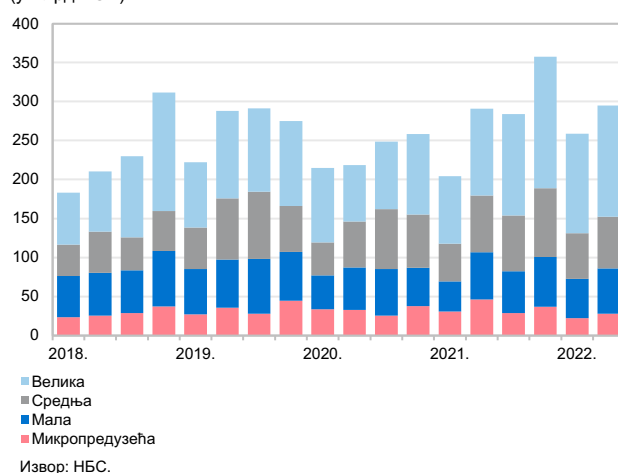


Извор: НБС.

Графикон IV.2.4. Доприноси м.г. 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)



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



супротном смеру. Динарске новчане масе, М1 и М2, у јуну су забележиле м.г. стопу раста од по 1,2%, док је раст М3 износио 6,0%.

Кредити

Посматрано на м.г. нивоу, домаћа кредитна активност наставила је да бележи двоцифрене стопе раста и у јуну је, по искључењу ефекта промене девизног курса, била већа за 13,1%, при чему је раст кредита привреди износио 15,8%, а раст кредита становништву 9,8%. Кредитирање привреде и даље највише доприноси м.г. расту укупних кредита (8,0 п.п. у јуну), а затим следе кредити становништву (с доприносом од 4,6 п.п. у јуну).

Посматрано на нивоу Т2, кредити привреди, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани су за 48,3 млрд динара. Највећи прираст забележен је код кредита за ликвидност и обртна средства (18,7 млрд динара), чије је учешће у укупним кредитима привреди крајем јуна износило 47,7%. Некатегорисани кредити повећани су за 15,1 млрд динара, а инвестициони кредити за 11,7 млрд динара (тако да је њихов удео у кредитима привреди у јуну износио 39,3%). Остале врсте кредита забележиле су релативно мање промене стања у односу на крај Т1. Посматрано по величини предузећа, кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 61,1% стања укупних кредита привреди у јуну. Раст девизно индексираних пласмана привреди и смањење динарских пласмана услед доспећа кредита одобрених из гарантне шеме утицали су на то да степен динаризације пласмана привреди у Т2 буде смањен за 1,0 п.п., на 22,5% јуну.

Обим новоодобрених кредита привреди у Т2 износио је 294,9 млрд динара, што је за 1,4% више него у истом периоду претходне године. Предузећа су и током Т2 највише користила кредите за ликвидност и обртна средства (55,4%), при чему су готово 60% ових кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа. На инвестиционе кредите односило се 25,9% нових кредита привреди у Т2, при чему се на сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа односило 56,6% ових кредита.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су у Т2 за 38,4 млрд динара. Готовински кредити су повећани за 16,8 млрд динара, а у сличној мери и стамбени кредити (16,6 млрд динара), чиме је настављен тренд њиховог стабилног раста. Учешће готовинских и стамбених кредита задржано је на сличном нивоу као у марту и износило

је 44,0% и 39,4%, респективно. Стање осталих врста кредита становништву готово је непромењено у односу на крај Т1. У оквиру кредита одобрених предузетницима, кредити за ликвидност и обртна средства повећани су за 3,2 млрд динара, а кредити за инвестиције за 1,0 млрд динара. Брзина раста девизно индексираних и динарских пласмана у Т2 била је једнака, чиме је степен динаризације пласмана становништву у јуну, четврти узастопни месец, износио 54,4%.

Износ новоодобрених кредита становништву у Т2 од 149,3 млрд динара мањи је за 1,6% у односу на исти период прошле године. Готовински кредити чинили су 60,5% нових кредита у Т2, док се на стамбене кредитне односила готово четвртина нових кредита становништву. Обим нових стамбених кредита у Т2 од 32,5 млрд динара сведочи о стабилном расту тражње становништва за непокретностима.

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁵ показују да су банке у Т2, у складу са очекивањима, наставиле са умереним поштравањем стандарда по којима су одобравале кредитне привреди. И кредитни стандарди становништву су, након годину дана ублажавања, у Т2 благо поштрени. Повећани трошкови извора финансирања и мања спремност за прихватање ризика кључни су фактори који делују у смеру поштравања стандарда, што банке очекују да се настави и у Т3. Оцена банака је да су и привреда и становништво повећали тражњу за кредитима током Т2, вођени потребама за ликвидношћу и реструктурирањем постојећих обавеза, као и куповином непокретности.

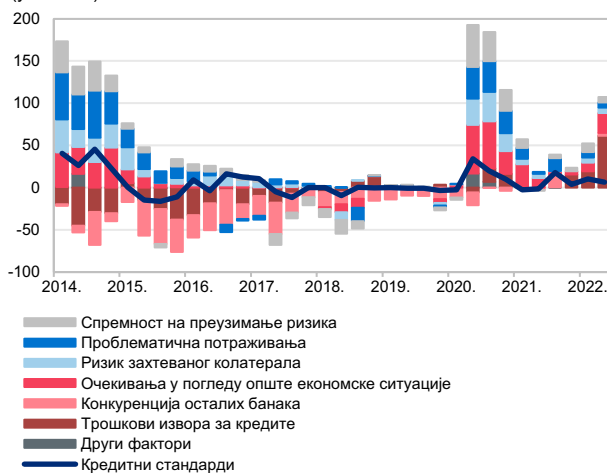
Бруто *NPL* показатељ је у јуну износио 3,26%, што је до сада најнижа забележена вредност овог показатеља и за 0,2 п.п. нижа него на крају Т1. У поређењу с крајем Т1, бруто *NPL* показатељ сектора привреде⁶ смањен је такође за 0,2 п.п., на 2,2% у јуну, док је код становништва⁷ непромењен и у јуну је износио 4,2%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу — исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 90,7% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 57,0% *NPL*.

⁵ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

⁶ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну износило је 2,4%.

⁷ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* је износило, такође, 4,2% у јуну.

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.

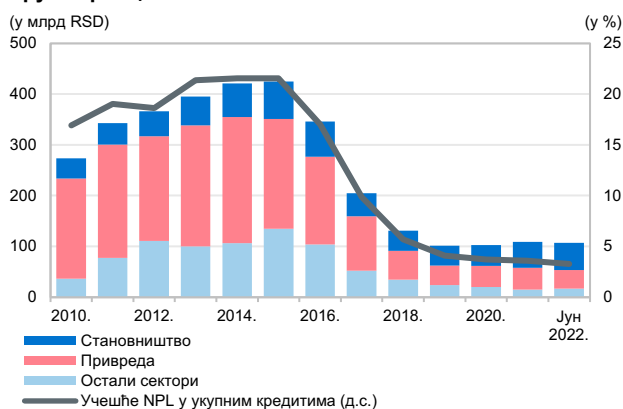
Графикон IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора (у нето %)



Извор: НБС.

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

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



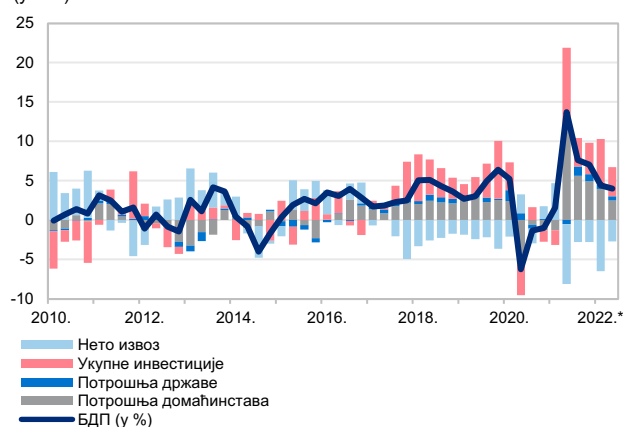
Извор: НБС.

Показатељ адекватности капитала⁸ на крају Т2 износио је 19,4%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Бржи од очекиваног раст БДП-а у Т2, који је, према проценама РЗС-а, износио 4,0% м.г., водиле су потрошња и инвестиције приватног сектора, као и раст залиха. С друге стране, допринос нето извоза и даље је био негативан због раста количинског увоза енергената, упркос томе што је извоз, и у условима успоравања екстерне тражње, наставио да бележи високе стопе раста.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т2 2022.

Домаћа тражња

Након ишчезавања базног ефекта проузрокованог пандемијом вируса корона, раст **приватне потрошње** успорен је и враћен на одрживу динамику какву је бележио у преткризном периоду и, према нашој процени, у Т2 је износио 3,5% м.г., уз допринос расту БДП-а од 2,5 п.п. На то указује успоравање раста реалног промета у трговини на мало, који је у Т2 износио 5,6% м.г. У истом периоду нешто спорији раст остварио је и увоз потрошне робе, који је номинално био већи за 20,4% м.г. И број ноћења домаћих туриста био је већи за 28,2% м.г. у Т2, чему је допринело даље поправљање епидемијске ситуације, док је, према прелиминарним подацима РЗС-а, промет у угоститељству у периоду април–мај повећан за близу 55% м.г.

Када је реч о изворима потрошње, маса зарада, која је кључни извор, повећана је за близу 16% м.г. у априлу и мају, чему су погодовали повољни услови на тржишту рада, који су резултирали растом зарада и запослености. Поред тога, забележен је и већи прилив дознака и у Т2 (43,5% м.г.), захваљујући даљем ублажавању рестриктивних мера у Европи и већој мобилности радне снаге. Заоштравање монетарне политике и постепени раст каматних стопа нису се одразили на динамику раста кредита намењених потрошњи, која је и током Т2 била готово непромењена у односу на претходно тромесечје, када је износила око 7% м.г.

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

	2021.		2022.	
	T3	T4	T1	T2
Потрошња домаћинства	8,1	7,2	7,1	3,5 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	7,8	8,4	11,0	5,6
Промет у угоститељству	100,0	118,5	72,3	54,9 **
Број домаћих туриста	5,2	39,6	27,7	38,7
Број ноћења домаћих туриста	3,6	23,5	18,8	28,2
Увоз потрошне робе (BEC класификација), номинално	5,8	13,0	21,6	20,4
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	12,5	14,8	16,4	15,9 **
Нето прилив дознака, номинално	4,9	14,8	16,9	43,5
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	6,9	6,7	6,8	7,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Април–мај.

⁸Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Према нашој процени, и **потрошња државе** је током Т2 повећана за 3% м.г., чиме је допринос укупне потрошње расту БДП-а у Т2 процењен на око 3 п.п.

Процењујемо да је у Т2 и раст инвестиција у фиксне фондове благо позитивно допринео расту БДП-а, и то по основу убрзања раста **инвестиција приватног сектора**, за које процењујемо да су повећане за 3,1% м.г., након Т1, када је услед избијања кризе у Украјини и последичног раста неизвесности њихов раст био успорен. На убрзање раста инвестиција указује пре свега производња машина и опреме, која је у Т2 повећана за 12,4% м.г., као и увоз опреме, који је, изражено у еврима, повећан за 28,6% м.г. И увоз грађевинског материјала бележи раст од 37,5% м.г., док је број издатих грађевинских дозвола у априлу и мају повећан за 12,4% м.г. Извори финансирања инвестиција такође указују на раст инвестиционе активности, пошто је, упркос расту глобалне неизвесности, у Т2 остварен већи нето прилив СДИ него у истом периоду претходне године за 14,0%, док је стање инвестиционих кредита повећано за 6,3% м.г.

Према нашој процени, **инвестиције државе у фиксне фондове** остале су на сличном (нешто нижем) нивоу у односу на исти период претходне године, тако да је њихов допринос економској активности у Т2 био готово неутралан. Треба имати у виду да су државне инвестиције претходне године достигле рекордан ниво и да су биле главна полуга за покретање економске активности након пандемије вируса корона, тако да у условима глобалне геополитичке кризе изазване конфликтом у Украјини непромењен ниво државних инвестиција указује на одређење државе да наставком интензивне реализације инфраструктурних пројеката допринесе одрживом економском развоју.

Позитиван допринос расту БДП-а очекујемо и по основу раста **залиха** услед формирања залиха нафте и нафтних деривата, као и наставка попуњавања осталих стратешких робних резерви.

На тромесечном нивоу, убрзан раст БДП-а на 1,1% дсз. (0,7% дсз. у Т1) такође је био вођен растом домаће тражње, првенствено по основу раста залиха, као и нешто бржег раста приватне потрошње.

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



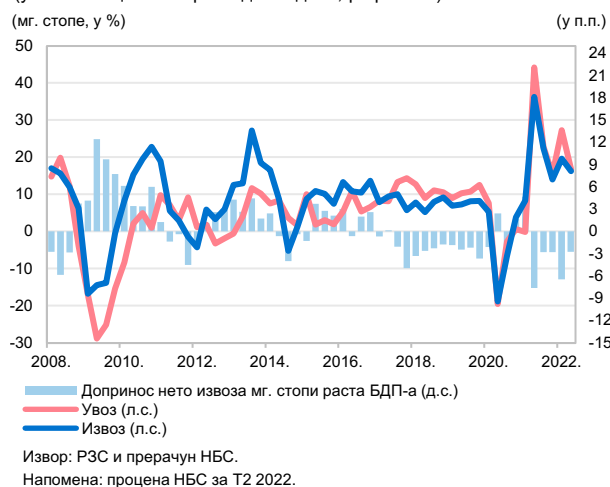
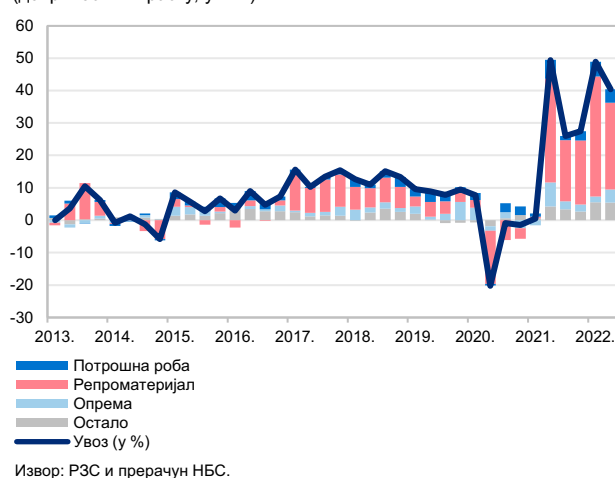
Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2021.		2022.	
	T3	T4	T1	T2
Реалне м.г. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	12,2	9,8	1,0	2,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	15,7	10,9	-5,0 *	-8,0 *
Инвестиције државе	93,1	26,4	-1,0	-2,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	31,5	34,4	28,2	12,4 **
Производња грађевинског материјала	0,4	-0,2	3,4	0,2
Вредност изведених радова	15,1	10,4	-5,9	-8,8
Увоз опреме, номинално	16,4	14,1	11,6	28,6
Производња домаћих машина и опреме	12,6	7,7	7,1	12,4
Залихе готових производа у индустрији	2,4	4,0	-0,2	1,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Април–мај.

Графикон IV.3.3. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)Графикон IV.3.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије
(тримесечни покретни просек дсз.)Графикон IV.3.5. Кретање главних компонената увоза
(доприноси мг. расту, у п.п.)

Нето екстерна тражња

Према нашој процени, и у Т2 је реални увоз нешто брже растао од извоза, посматрано на мг. нивоу, (16,8% наспрам 16,2%), што је резултирало негативним доприносом нето извоза мг. расту БДП-а од 2,7 п.п.

Вођен извозом прерађивачке индустрије, уз позитиван допринос рударства и пољопривреде, **робни извоз** је остварио снажан раст и у Т2, иако је екстерна тражња наставила да успорава, а функционисање глобалних ланаца било је додатно оптерећено геополитичким тензијама и противпандемијским мерама у Кини. Према платнобилансним подацима, робни извоз изражен у еврима повећан је у Т2 за 34,0% мг., пре свега захваљујући расту извоза прерађивачке индустрије, који је повећан за 26,2% мг. При томе, раст извоза забележен је у готово свим гранама (22 од 23), уз највећи допринос извоза прехранбених производа, хемијских производа, основних метала, деривата нафте, електричне опреме, производа од гуме и пластике, моторних возила и осталих машина и опреме. Висок номинални раст извоза већим делом је резултат раста извезених количина робе, док је део резултат раста извозних цена. Извоз рударства води повећан извоз бакра. Од маја је приметан опоравак извоза пољопривредних производа након попуштања мера којима је почетком године ограничаван извоз житарица.

Робни увоз, изражен у еврима, повећан је у Т2 за 39,0% мг., што се, као и у Т1, у великој мери дугује повећаном увозу енергената, пре свега нафте и гаса. Увоз енергената у Т2 износио је 1.525,8 млн евра и био је за 909,7 млн евра виши него у истом периоду претходне године, што је, према нашим проценама, допринело мг. расту увоза са 13,7 п.п. Највећи део раста увоза гаса и нафте (око 84%) последица је виших увозних цена ових енергената, док се преостали део раста односи на раст увезених количина. И према класификацији увоза према општим економским категоријама (*BEC*), расту увоза највише је допринео повећан увоз средстава за репродукцију (48,4% мг.), категорије у оквиру које су сврстани енергенти. Следе увоз средстава за рад и увоз потрошне робе, који су повећани за 28,6% мг. и 20,4% мг., респективно, што указује на даљи раст инвестиција и личне потрошње. Таква кретања потврђује и класификација увоза по наменама, где су расту увоза највише доприносили енергенти и интермедијарни производи, а затим капитални производи и производи за широку потрошњу.

Размена услуга са иностранством повећана је током Т2, уз готово подједнак мг. раст извоза (35,3%) и увоза (39,1%), при чему је услед већег удела извоза суфицит у размени услуга са иностранством повећан за 16,9% мг, на 367,1 млн евра. Повећана је размена свих врста услуга, при чему су расту извоза највише доприносиле туристичке и ИКТ услуге, а расту увоза – транспортне и туристичке услуге.

Покривеност робног увоза извозом⁹ у јуну је износила 75,1%, а по укључењу услуга 83,6%, што је ниже у односу на крај 2021, пре свега због раста увоза енергената.

⁹ Мерено 12-месечним покретним просеком.

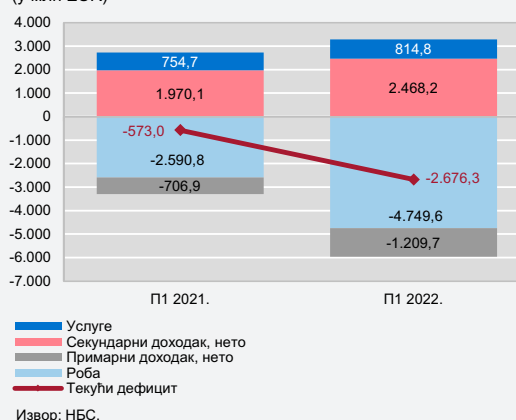
Осврт 2: Фактори који су утицали на погоршање дефицита текућег рачуна платног биланса у 2022.

Након смиревања пандемије вируса корона, српска привреда се, као и многе друге привреде, суочила с новим изазовима у виду енергетске кризе повезане са ескалацијом сукоба у Украјини. Ти утицаји су се врло брзо одразили на платнобилансна кретања, при чему је раст светских цена енергената био главни фактор који је утицао на овогодишње повећање дефицита текућег рачуна платног биланса. Дефицит текућег рачуна у П1 2022. износио је 2,7 млрд евра (9,6% БДП-а), што је изнад ранијих очекивања, због чега је, између осталог, и коригована пројекција за 2022. (на 9,4% БДП-а) и 2023. (око 8,5% БДП-а). Ако се геополитичке тензије додатно заоштре и то доведе до даљег смањења снабдевености Европе руским гасом или његовог прекида, Србија би се могла суочити и с додатним погоршањем текућег дефицита услед изузетно високих цена енергената и пада екстерне тражње.

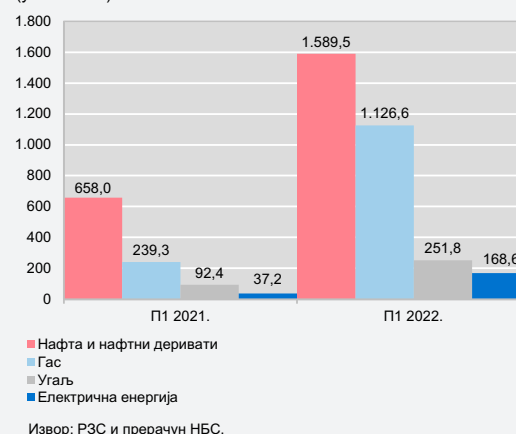
Посматрано по категоријама текућег рачуна, повећање дефицита у П1 2022. било је пре свега одређено растом робног дефицита, који је био под великим утицајем раста увозних цена енергената, а повећан је и дефицит примарног дохотка, док су у супротном смеру деловали раст суфицита у размени услуга са иностранством и раст суфицита секундарног дохотка.

Дефицит у робној размени је у П1 2022. износио 4,7 млрд евра, уз бржи раст увоза (43,4% мг.) од извоза робе (32,6% мг.). У односу на исти период претходне године, робни увоз је повећан за 5,3 млрд евра, а извоз за 3,1 млрд евра, што је утицало на то да робни дефицит буде **повећан за 2,2 млрд евра**. Близу 98% тог повећања односи се на раст вредности увоза енергената, која је у односу на П1 2021. повећана за 2,1 млрд евра – са 1,0 млрд евра у П1 2021. на 3,1 млрд евра у П1 2022. Око 80% тог повећања односи се на раст увозних цена, док је око 20% резултат раста увезених количина. Ефекат веће увозне цене био је најизраженији код гаса, где је чинио чак 96% веће вредности увоза, док је у случају нафтних деривата и нафте ефекат цене нешто нижи и износи 78% и 66%, респективно. Поред глобалног раста цена енергената започетог у 2021, већем увозу енергената, вредносно посматрано, допринела је већа количина увезених енергената у зимској сезони услед проблема у електроенергетском систему који су настали у децембру 2021. и настављени у 2022. Тај ефекат је посебно био изражен код гаса, пошто је дневна потрошња гаса знатно премашила уобичајене нивое и количине предвиђене уговором с Русијом (6 млн метара

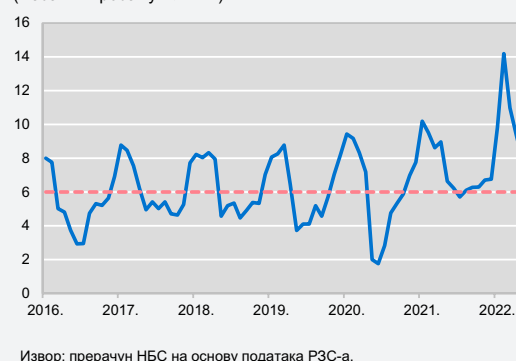
Графикон О.2.1. Структура текућег рачуна платног биланса (у млн EUR)



Графикон О.2.2. Увоз енергената (у млн EUR)



Графикон О.2.3. Дневни увоз гаса (месечни просек у млн m³)



кубних дневно), за које је важила повољна цена, која је најпре била фиксирана на ниском нивоу, а затим је наставила да се обрачунава по тзв. нафтној формули. Процењујемо да је око две трећине укупних потреба обезбеђивано по овим повољнијим ценама, док је остатак (око једне трећине) плаћан по вишеструко вишим ценама које су владале на тржишту, а које су биле између четири и пет пута веће од поменутих уговорених цена с Русијом. Проблеми у енергетском систему крајем прошле године умањили су производњу угља, а самим тим и производњу електричне енергије на бази угља. То је за последицу имало повећање увоза гаса ради производње електричне енергије, повећан увоз угља, али и саме електричне енергије. Поред тога, на већи увоз електричне енергије одразила се и неповољна хидролошка ситуација и последично смањен хидролошки потенцијал (нешто више од четвртине електричне енергије производи се у хидроелектранама). Иако је повећан увоз свих енергената у односу на исти период 2021, најизраженије је повећање увоза сирове нафте и нафтних деривата (1,6 млрд евра наспрам 658 млн евра у 2021), на шта се, поред више цене, одразила и потреба за формирањем стратешких залиха енергената, као и увоза гаса, који је, вредносно посматрано, повећан са 239 млн евра у П1 2021. на преко 1,1 млрд евра ове године.

Осим енергената, м.г. расту увоза доприносили су, мада у знатно мањој мери, и увоз интермедијарних и капиталних производа, као и увоз потрошних добара, захваљујући даљем расту инвестиција и опоравку потрошње становништва. С друге стране, у условима и даље присутних застоја у глобалним ланцима снабдевања и ниже екстерне тражње, извоз је наставио да расте, пре свега захваљујући прерађивачкој индустрији, а у мањој мери и рударству, чиме је компензован део раста увоза, при чему је део раста и у случају извоза био резултат виших цена. Извоз прерађивачке индустрије повећан је за 26,1% м.г., при чему је, захваљујући пројектно диверсификованим инвестицијама, раст извоза био широко распрострањен и забележен у 22 од 23 гране. Расту извоза највише је доприносио извоз основних метала, прехранбених производа, хемијске индустрије, деривата нафте, производа од гуме и пластике и електричне опреме.

У смеру погоршања дефицита текућег рачуна деловао је и **раст дефицита примарног дохотка** на 1,2 млрд евра у П1 2022, што је **за 502,8 млн евра** више него у П1 2021. и који је претежно био опредељен већим расходима по основу дохотка од СДИ. Таква кретања била су очекивана ако се има у виду континуиран раст стања СДИ у Србији, а последично и виши расходи за исплату дивиденди. Истовремено, износ реинвестиране добити виши је него у истом периоду претходне године, указујући на опредељеност инвеститора да даље повећавају улагања у Србију. С друге стране, расходи по основу портфолио инвестиција били су нижи, делом захваљујући задуживању под повољнијим условима у претходном периоду и доспећу раније емитованих еврообвезница по вишим каматним стопама.

Размена услуга са иностранством наставила је да се повећава и деловала је у смеру смањивања дефицита текућег рачуна. Иако је у П1 2022. увоз услуга растао брже него извоз (41,7% м.г. наспрам 34,3% м.г.), услед већег удела извоза у размени услуга са иностранством, **суфицит у размени услуга додатно је повећан**, на 814,8 млн евра, што је **за 60,2 млн евра** више него у П1 2021. Размена свих врста услуга повећана је у односу на исти период претходне године, при чему је раст извоза био пре свега вођен туристичким, ИКТ и пословним услугама, а раст увоза транспортним и туристичким услугама.

Значајнији утицај на смањење дефицита текућег рачуна потекао је од **суфицита секундарног дохотка**, који је у П1 2022. износио 2,5 млрд евра и **био је виши за 498,1 млн евра** него у П1 2021, пре свега захваљујући већем приливу дознака из иностранства, који је у П1 готово достигао 2 млрд евра.

Када је реч о очекивањима за наредни период, по основу истих фактора текући дефицит ће остати на сличном нивоу и у остатку године, док би, под претпоставком да се геополитичке тензије неће додатно заоштрити и прекинути снабдевање Европе гасом из Русије, у наредним годинама требало да уследи његово смањење, чему ће, уз очекивано смањење негативних ефеката екстерне тражње и неповољних односа размене, допринети и раст извозних капацитета, захваљујући константним инвестицијама у извозно оријентисане секторе. Томе у прилог говори и очекивани наставак релативно високог прилива СДИ у Србију, који се у овој години пројектује на око 3,4 млрд евра (3,3 млрд евра у нето изразу), што је блиско очекивањима и за наредне године.

4. Економска активност

Без обзира на даљу ескалацију геополитичких тензија, економска активност у Србији у Т2 брже расте (4,0% м.г.) од наших претходних процена, што показује да су негативни ефекти сукоба у Украјини на српску привреду за сада мањи од очекиваних. Релативно висок раст економске активности у Т2 био је, као и у претходном периоду, вођен растом активности у услужним секторима, док је нешто већи допринос у односу на претходне процене потекао и од индустрије. С друге стране, процена активности у пољопривреди благо је коригована наниже, услед неповољнијих временских прилика.

На тромесечном нивоу, раст економске активности је убрзан на 1,1% дсз. (са 0,7% дсз. из Т1), захваљујући расту активности у индустрији, а у нешто мањој мери и расту активности у услужним секторима.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

(дсз. подаци, 2019 = 100)



И током Т2, као и претходних тромесечја, највећи допринос расту економске активности потекао је од **услужних делатности** (2,4 п.п.), иако је раст активности у услужним секторима успорио са 6,3% м.г. у Т1 на 4,6% м.г. у Т2. На нешто спорији раст у овом сектору указује и кретање реалног промета у трговини на мало, који је у Т2 повећан за 5,6% м.г. (11,0% м.г. у Т1). С друге стране, попуштање рестриктивних здравствених мера и олакшана мобилност људи резултирали су даљим растом активности у сектору туризма, о чему сведочи повећање броја ноћења од 50,1% м.г. у Т2, што се у великој мери односи на стране туристе, који су у посматраном периоду на м.г. нивоу готово удвостручили број ноћења.

Раст неизвесности на глобалном нивоу, интензивирањем ескалацијом конфликта у Украјини, није се у већој мери одразио на активност у прерађивачкој индустрији. Поред тога, и знатан раст активности у рударству неутралисао је пад активности у електроенергетском сектору, тако да је, према нашој процени, током Т2 остварен раст **индустријске производње** од 4,5% м.г. То потврђује и раст обима индустријске производње у Т2 од 4,7% м.г., при чему је позитиван допринос потекао од прерађивачке индустрије и рударства (3,7 п.п. и 2,1 п.п., респективно), док је услед проблема у електроенергетском систему у претходном периоду смањено снабдевање електричном енергијом за 14,5% м.г., уз негативан допринос обиму индустријске

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

производње од 1,3 п.п. У оквиру прерађивачке индустрије, активност је повећана у 15 од 24 делатности, при чему се посебно истиче раст обима производње нафтних деривата од 27,2%, који је допринео расту прерађивачке индустрије са 2,2 п.п. Поред тога, висок допринос расту прерађивачке индустрије потекао је од производње фармацеутских, прехранбених и металних производа и производње машина, а у нешто мањој мери и по основу производње дуванских производа и производа од папира.

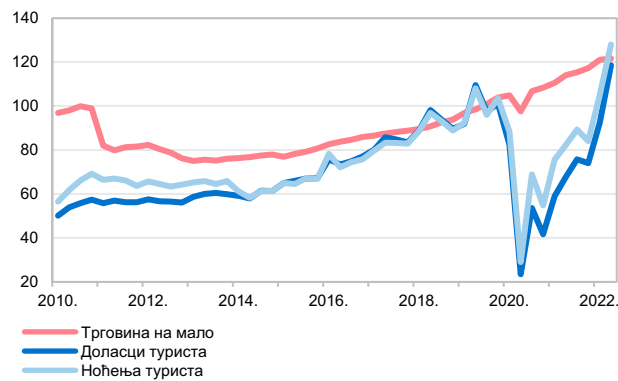
Према нашој процени, пад активности у **грађевинарству** настављен је и у Т2 (уз допринос БДП-у од -0,4 п.п.), на шта указује нижа вредност изведених радова за 8,8% м.г. С друге стране, кретање осталих показатеља у грађевинарству указује на повољнија кретања у овој области. Наиме, након раста броја издатих дозвола у Т1 од 28,2% м.г., и у периоду април–мај регистрован је раст броја издатих грађевинских дозвола од 12,4% м.г. И увоз грађевинског материјала је повећан у Т2, за 37,5% м.г., а у нешто мањој мери и производња (0,2% м.г.), док је број запослених био већи за 2,1% у односу на исти период претходне године. Такође, процењујемо да ће државне инвестиције и током Т2 бити готово непромењене на м.г. нивоу, што указује на то да је држава задржала висок ниво реализације капиталних инфраструктурних пројеката.

Позитиван допринос очекујемо и од **нето пореза** (1,2 п.п.), што се делом дугује и увођењу новог система фискализације.

У складу с мање повољним метеоролошким приликама — сушом током лета, кориговали смо наниже нашу пројекцију **пољопривредне активности** за ову годину у односу на очекивања из маја, тако да сада очекујемо да она буде као претходне године и да неутрално допринесе БДП-у. Прелиминарни подаци РЗС-а указују на нижу производњу пшенице за 7,5% у односу на прошлогодишњу, која је била рекордна. Површина засејана кукурузом мања је за 6,5%, док је површина засејана сунцокретом већа за 18,1% него 2021. године.

На тромесечном нивоу, економска активност је, према нашој процени, убрзала раст на 1,1% дсз., што се пре свега може довести у везу с растом активности у сектору индустрије и услуга.

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



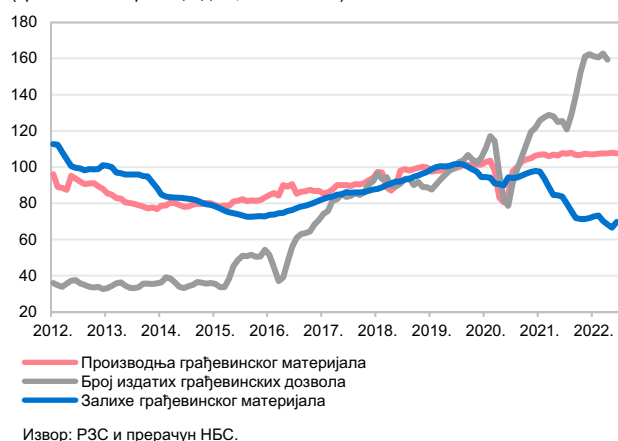
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



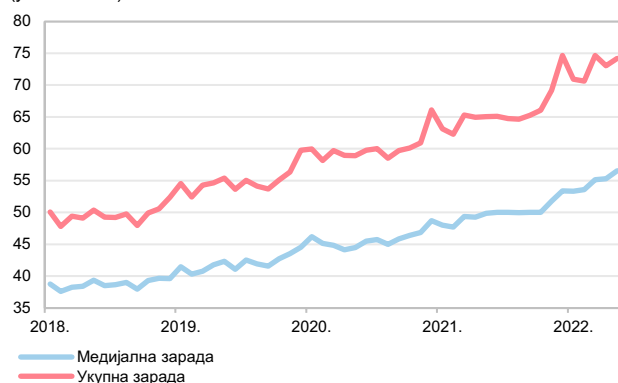
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

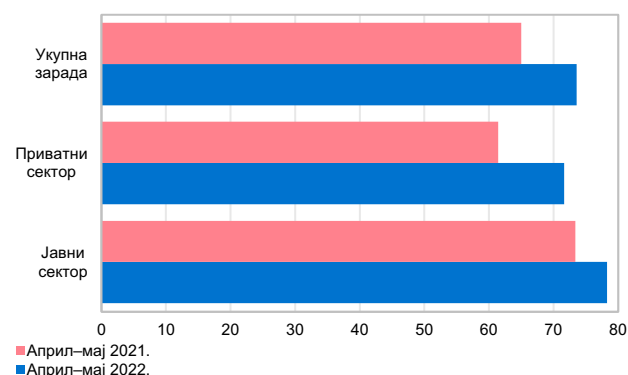
Графикон IV.5.1. Месечна динамика просечне номиналне нето зараде и медијалне нето зараде* (у хилј. RSD)



Извор: РЗС.

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

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



Извор: РЗС.

5. Кретања на тржишту рада

Сви показатељи с тржишта рада указују на наставак повољних кретања – формална запосленост у приватном сектору достигла је нови рекордан ниво, праћена растом плата и даљим смањењем регистроване незапослености у свим групама занимања.

Зараде и продуктивност рада

У периоду април–мај просечна номинална нето зарада износила је 73.590 динара (626 евра), чиме је остварила м.г. раст од 13,2%, који је вођен знатно бржим растом зарада у **приватном сектору** (16,6%) него у **јавном сектору** (6,7%), што је допринело даљем смањењу јаза између плата у јавном и приватном сектору. У исто време, медијална нето зарада м.г. је повећана за 12,9%, на 55.925 динара (475 евра). И у априлу и мају је, као и у ранијим периодима, забележен бржи м.г. раст номиналних зарада од раста укупне инфлације у овим месецима, што је показатељ очуваног раста реалних доходака и по том основу куповне моћи становништва. На то указује и раст покривености просечне и минималне потрошачке корпе просечном односно минималном зарадом, на 88% и 81%, респективно (подаци за период јануар–мај).

У априлу и мају настављен је м.г. раст просечних зарада у свим **привредним делатностима**, који је био најизраженији у областима информисања и комуникација¹⁰ (30,6%), а затим у стручним, научним, иновационим и техничким услугама (19,0%) и услугама смештаја и исхране (17,0%), захваљујући расту тражње за туристичким и угоститељским услугама услед знатног попуштања здравствених мера у Европи. При томе, двоцифрен м.г. раст просечних зарада регистрован је и у осталим услугама у којима преовладава приватни сектор, као и у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и пољопривреди. Више просечне зараде у априлу и мају забележене су и у делатностима које претежно припадају јавном сектору – државној управи, образовању¹¹ и здравственој и социјалној заштити. Остварени м.г. раст просечних зарада у посматраном периоду био је и широко распрострањен по

¹⁰ Снажан раст зарада у ИКТ сектору делом се дугује и законском обухвату прилива из иностранства кроз Пореску пријаву за порез по одбитку, која је извор података о просечним зарадама.

¹¹ Запосленима у образовању у априлу је исплаћена једнократна помоћ од 10.000 динара.

регионима Србије – у београдском региону 14,9%, у региону Војводине 13,3%, у региону јужне и источне Србије 11,9%, и у региону западне Србије и Шумадије 11,5%.

Повећање просечних зарада и формалне запослености определили су повећање **укупне номиналне нето масе зарада** од 15,9% мг. у априлу и мају, која је главни извор потрошачке тражње.

Просечна пензија, која је у 2022. први пут премашила 30.000 динара (у номиналном изразу), достигла је 30.981 динар у априлу и мају, што је за 5,4% више него у истом периоду прошле године.

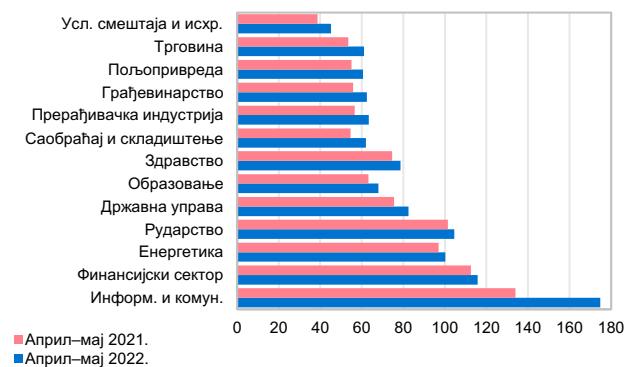
Према прелиминарној процени, **продуктивност укупне економије** у Т2 наставила је мг. раст (2,4%), али благо споријим темпом него у Т1 (2,8%) услед нешто мање стопе привредног раста у нашој земљи. **Продуктивност индустрије** у Т2 такође је мг. повећана (3,9%), вођена растом индустријске производње.

Запосленост

Укупна формална запосленост током Т2 премашила је ниво од 2,3 млн лица и у јуну је била већа за око 31 хиљаду запослених него пре годину дана, при чему је њен мг. раст благо успорио на 1,5% у Т2 (са 1,6% у Т1). Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, мг. повећање броја формално запослених у јуну вођено је даљим запошљавањем код правних лица (за близу 38 хиљада лица), док је број индивидуалних пољопривредника и предузетника смањен (збирно за око 7 хиљада лица).

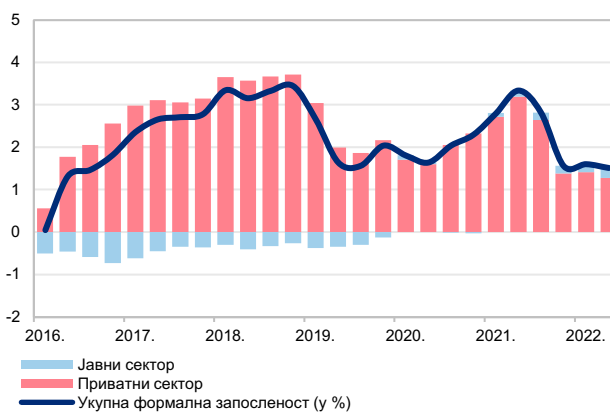
Формална запосленост у приватном сектору у Т2 достигла је нови рекордан ниво од 1,70 млн лица, при чему је у јуну запосленост била већа за око 26 хиљада лица него годину дана раније. Од тога, највећи број новозапослених регистрован је у областима информисања и комуникација (скоро 11 хиљада лица), за којима следе стручне, научне, иновационе и техничке услуге (за око 7 хиљада лица) и административне и помоћне услуге (за око 5 хиљада лица). У истом периоду, број запослених је приметно порастао и у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и рударству. По основу флексибилније

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



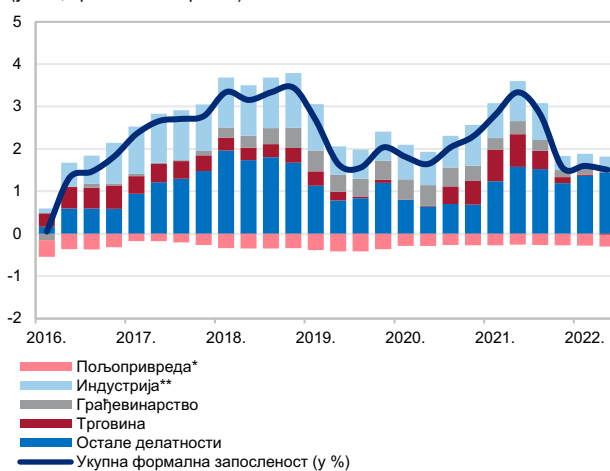
Извор: РЗС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

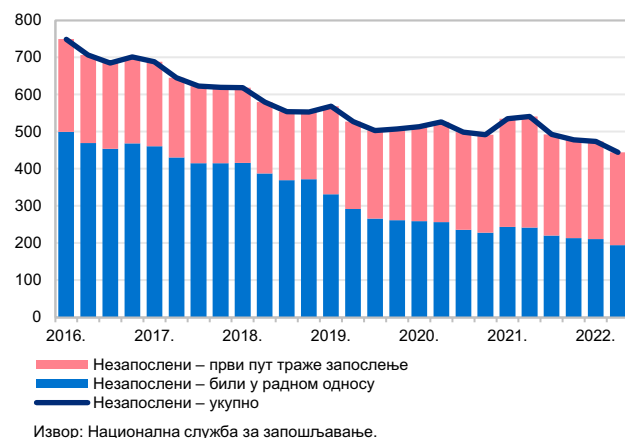


Извор: РЗС и прерачун НБС.

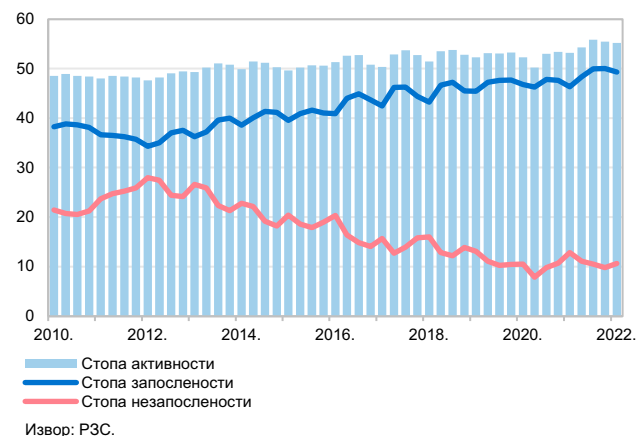
* Укључује индивидуалне пољопривреднике.

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

Графикон IV.5.6. Кретање регистроване незапослености (у хилџ. лица, крај тромесечја)



Графикон IV.5.7. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)



контроле запошљавања,¹² **формална запосленост у јавном сектору** такође је порасла у јуну (за око 5 хиљада лица на мг. нивоу), пре свега у областима здравствене и социјалне заштите. Насупрот томе, у јуну је забележен мг. пад броја запослених у енергетици и пољопривреди (збирно за око 3 хиљаде лица), а у мањем обиму и у услугама саобраћаја и складиштења и финансијском сектору.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** у јуну је пала на нови најнижи ниво од 444.213 лица, што је за око 96,5 хиљада незапослених мање него у истом периоду прошле године. При томе, остварени мг. пад броја незапослених у јуну је био широко распрострањен по групама занимања у оквиру производног и услужног сектора. Поред тога, у јуну је настављена тенденција смањења укупног броја новопријављених лица на евиденцију која траже запослење (за око 3 хиљаде лица на мг. нивоу). Упоредо с тим расту потребе послодаваца за запошљавањем, с обзиром на то да су у јуну пријавили близу 2 хиљаде слободних радних места више него у истом периоду прошле године.

Наставак повољних кретања на тржишту рада потврђују и доступни резултати из ревидиране **Анкете о радној снази**, према којима је стопа активности у Т1 износила 55,2%, а стопа партиципације (стопа активности лица старости 15– 64 године) 71,0%, чиме су оствариле мг. раст од 2,1 п.п. и 2,5 п.п., респективно. Стопа запослености је у Т1 мг. повећана за 3,0 п.п., на 49,3%, док је у исто време стопа незапослености смањена за 2,2 п.п., на 10,6%. Смањена је и стопа дугорочне незапослености (удео незапослених који посао траже годину дана или дуже у укупном броју активних становника) – на 4,5% у Т1 (мг. пад од 2,4 п.п.).

6. Међународно окружење

Негативни ефекти по основу појачаних геополитичких тензија након ескалације украјинске кризе додатно успоравају привредни раст, чија је пројекција на нивоу 2022. ревидирана наниже за већину земаља света, при чему су ризици пројекције и даље оцењени изразито асиметричним наниже.

¹² Од 1. јануара 2021. до 31. децембра 2023. корисницима јавних средстава биће дозвољено да, без посебних дозвола и сагласности Владе, запошљавају нове људе на одређено и неодређено време, али уз испуњење одређених услова у вези с бројем одлазака с посла, као и буџетским ограничењима.

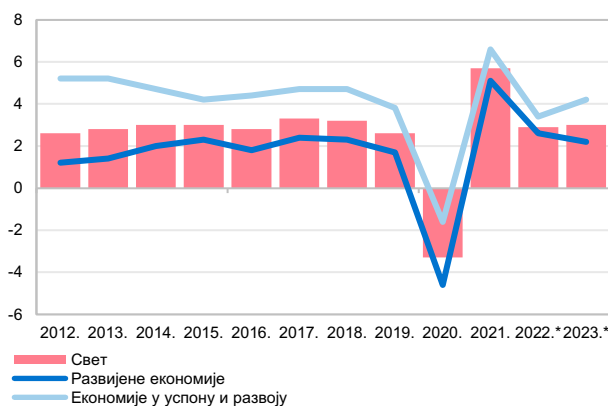
У периоду од претходног извештаја додатно су интензивирани трошковни притисци, што утиче на то да инфлаторни притисци буду широко распрострањени и да успоравају ионако слабу економску активност. Централне банке настављају да поопштравају монетарне политике у настојању да обуздају инфлацију, која достиже вишедеценијске рекордне нивое.

Економска активност

Према оцини Светске банке из јунског извештаја *Global Economic Prospects*, претходно пројектовано успоравање глобалне економске активности додатно је интензивирано по избијању украјинске кризе, с обзиром на нови талас раста цена сировина, продужене застоје у снабдевању, нарушавање прехрамбене и енергетске безбедности и погоршање финансијских услова. Имајући то у виду, Светска банка је у јуну знатно ревидирала наниже јануарску пројекцију глобалног привредног раста за 1,2 п.п., на 2,9% у 2022, за колико су снижене и пројекције раста на нивоу групе развијених земаља (на 2,6%) и земаља у успону и развоју (на 3,4%). Економске последице конфликта у Украјини нарочито погађају земље које су нето увознице примарних производа, а у исто време надмашују краткорочне добитке земаља које су њихове нето извознице. Између бројних ризика који су оцењени као **асиметрични наниже**, посебно се издвајају перзистентни инфлаторни притисци на тржишту енергената и хране, који условљавају брже и обимније заштравање монетарних политика, што се одражава на веће трошкове задуживања и финансијску рањивост појединих земаља у развоју. Ако се покажу трајнијим, појачане геополитичке тензије и глобална неизвесност могу водити ка већој фрагментацији светских трговинских, финансијских и инвестиционих токова.

У јулском извештају *World Economic Outlook*, ММФ је у основном сценарију прогнозирао раст светске привреде од 3,2% у 2022. (за 0,4 п.п. ниже од априлске пројекције). Ризици пројекције су и даље оцењени као **изразито асиметрични наниже** због могуће потпуне обуставе снабдевања Европе природним гасом из Русије, тежег обуздавања инфлације од претходно очекиваног, поопштравања финансијских услова и проблема у отплати дугова у појединим земљама у успону и развоју по том основу, додатног успоравања кинеске привреде, као и наставка геополитичке фрагментације. У алтернативном сценарију претпостављена је материјализација наведених ризика, што би за

Графикон IV.6.1. Глобална економска активност (у %)



Извор: *Global Economic Prospects*, јун 2022.

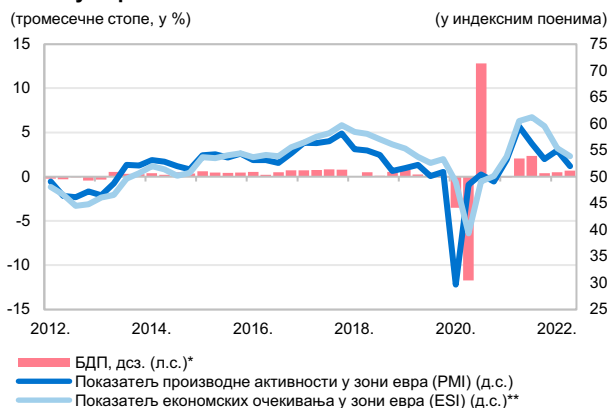
* Пројекција Светске банке за 2022. и 2023.

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



Извор: *Eurostat*.

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



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

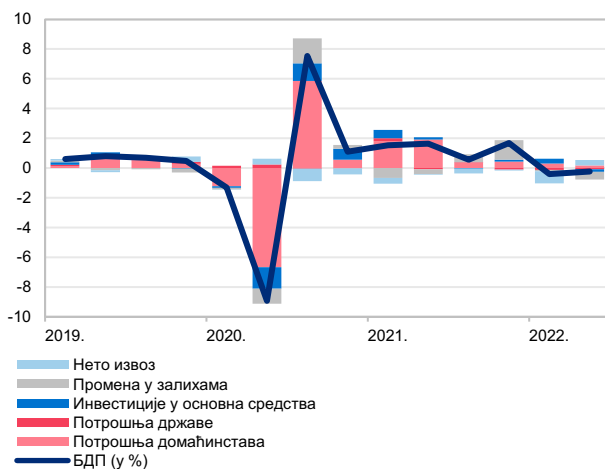
* Прелиминарна процена *Eurostat*-а за Т2 2022.

** ESI је стандардизован у односу на PMI.

Графикон IV.6.4. Кретање стопе незапослености и водећег показатеља запослености за зону евра



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



последницу имало виши ниво инфлације, а глобални привредни раст у 2022. у том случају се прогнозира на 2,6%.

Раст привреде зоне евра од 0,5% дсз. у Т1 опредељен је порастом нето извоза и залиха (уз збирни допринос БДП-у од 0,9 п.п.), на супрот чега је деловао пад потрошње домаћинства и државе и инвестиција у основна средства (уз збирни негативан допринос БДП-у од 0,4 п.п.). Већи дсз. раст у Т1 од првобитно процењеног (0,3% дсз.) највише се дугује снажној стопи раста БДП-а Ирске, док је у остатку зоне евра тај раст у просеку износио 0,3% дсз. У Немачкој и Италији, који су наши главни спољнотрговински партнери унутар зоне евра, у Т1 је остварен дсз. раст БДП-а од 0,8% и 0,1%, респективно, по основу повећања укупних инвестиција.

ЕЦБ је у јуну проценила да ће БДП зоне евра у Т2 забележити скроман раст, који је, према прелиминарној процени Eurostat-а, износио 0,7% дсз. Међутим, позитивне ефекте попуштања рестриктивних здравствених мера превазилазе негативни ефекти конфликта у Украјини, а нижа екстерна тражња се у највећој мери дугује поновном увођењу противпандемијских мера у Кини. И поред опоравка тражње за услугама које подразумевају физички контакт, више цене енергије и хране ограничавају потрошњу домаћинства, док поремећаји у производним ланцима, интензивирани украјинском кризом и карантином у Кини, ограничавају производну и трговинску активност. На то указује и динамика водећих показатеља економске активности за зону евра – Composite PMI¹³ у јуну је смањен на 52,0 поена (најнижи ниво од фебруара 2021), уз пад активности и у производном и услужном сектору, док је истовремено ESI¹⁴ спуштен на 103,5 поена (најнижи ниво од априла 2021), првенствено као последица нарушеног поверења међу потрошачима и послодавцима у грађевинарству. Имајући претходно у виду, као и очекивања да ће инвестициона активност у наредном периоду бити под утицајем повишене глобалне неизвесности, растућих трошкова и поштравања финансијских услова, ЕЦБ је у јуну знатно ревидирала наниже мартовску пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2022, за 0,9 п.п., на 2,8%. Ризици пројекције су и

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

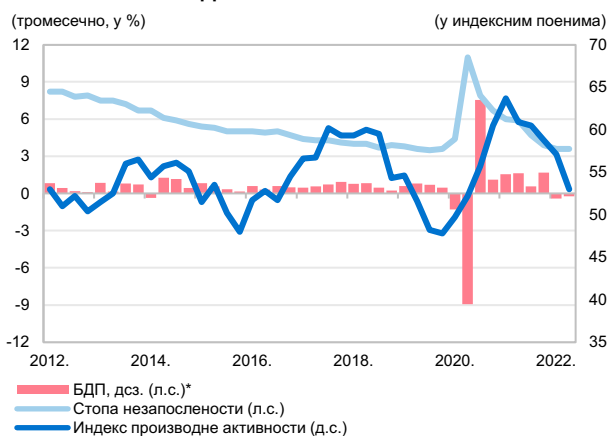
¹⁴ Вредност индекса Economic Sentiment Indicator изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

даље знатно асиметрични наниже, посебно због могућих проблема у снабдевању европских земаља енергијом, што би условило нова поскупљења енергената и пад производње. При томе, прелиминарни подаци о водећим индексима за зону евра у јулу, *Composite PMI* (49,4 поена) и *ESI* (99,0 поена), сигнализирају привредну контракцију у зони евра на почетку Т3.

Упркос економским последицама украјинске кризе, настављене су повољне тенденције на **тржишту рада у зони евра**. Стопа незапослености је, уз нешто мању подршку шема са скраћеним радним временом, додатно спуштена, на 6,6% у јуну (са 6,7% у марту), што је њен најнижи ниво од оснивања зоне евра. Стопа партиципације (15–64 године) у Т1 је повећана на 74,6%, а стопа запослености на 60,6% услед ублажавања рестриктивних мера и започетог економског опоравка. Међутим, послодавци у главним привредним секторима – грађевинарству, индустрији и услугама очекују слабији темпо запошљавања у наредним месецима, на шта упућује и водећи показатељ запослености за зону евра (*EEI*¹⁵), који је у јуну смањен на 110,2 поена и додатно у јулу на 107,0 поена, што указује на слабије услове на тржишту рада зоне евра, које је у претходном периоду било главна подршка потрошачкој тражњи.

Привреда САД је у Т1 забележила пад од 0,4% дсз. (1,6% посматрано на годишњем нивоу), који је доминантно одређен падом нето извоза, а у мањој мери и смањењем залиха и потрошње државе, док су потрошња домаћинства и инвестиције у основна средства биле у порасту. На спорију привредну динамику упућује и кретање композитног индекса индустријске активности за САД (*ISM Manufacturing PMI*¹⁶), који је у јуну спуштен на 53,0 поена (његов најнижи ниво од јуна 2020) по основу контракције нових поруџбина, први пут после две године, као и приметно погоршање потрошачког поверења. С друге стране, бележи се још увек солидан обим производње у индустрији и постепени опоравак екстерне тражње, што је, уз сигнале ублажавања застоја у снабдевању, определило јунску процену **ФЕД**-а о позитивној стопи раста БДП-а САД у Т2. Ипак, према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, у Т2 је забележен пад БДП-а од 0,2% дсз. (0,9% на годишњем нивоу). При томе, у јулу

Графикон IV.6.6. Кретање изабраних макроекономских показатеља за САД



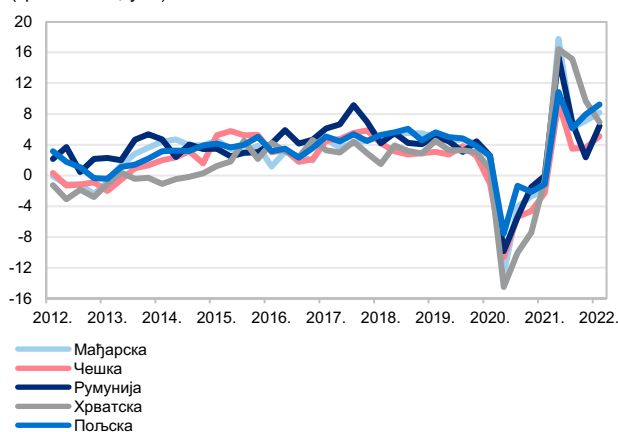
¹⁵ Вредност индекса *Employment Expectations Indicator* изнад 100 поена указује на планове већег запошљавања, а испод 100 на планове мањег запошљавања.

¹⁶ Вредност индекса *ISM Manufacturing PMI* изнад 50 поена указује на експанзију, а испод 50 на контракцију производне активности у САД.

је *Manufacturing PMI* додатно смањен на 52,8 поена, што сигнализира даље успоравање производне активности у САД. У условима агресивног заштравања монетарне политике, које ће бити настављено до краја године, ФЕД је у јуну битно кориговао наниже мартовску пројекцију привредног раста на нивоу 2022, за 1,1 п.п., на 1,7%.

Тржиште рада у САД и током Т2 је остало затегнуто, али у нешто мањој мери него у Т1, о чему сведочи за око 600 хиљада мање упражњених радних места (ван пољопривреде) у јуну у односу на март (када је достигнут врхунац од скоро 12 милиона радних места). У јуну је укупан број новозапослених ван пољопривреде повећан за око 400 хиљада лица, што је на мартовском нивоу, при чему је највећи раст регистрован у професионалним и пословним услугама и забави и угоститељству. Стопа запослености се током Т2 кретала око 60% (колико је износила и у Т1), а стопа незапослености очувана је на 3,6%, што је њен најнижи ниво од почетка пандемије. С тим у вези, ФЕД-ова пројекција стопе незапослености за 2022. у јуну је само благо повећана у односу на март (за 0,2 п.п., на 3,7%).

Графикон IV.6.7. Мг. стопе раста БДП-а у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе (тримесечно, у %)



Извор: Eurostat.

Подржана позитивном динамиком на тржишту рада, фискалним мерама за сузбијање инфлације и приливом средстава из фондова ЕУ, **привреда региона средње и југоисточне Европе** показала се релативно отпорном и у Т1 је забележила солидан раст од 7,5% мг., захваљујући повећању домаће тражње (уз допринос БДП-у од 10,9 п.п.), насупрот чега је деловало смањење екстерне тражње (уз допринос БДП-у од -3,4 п.п.). Према оцени Светске банке, екстерна тражња ће наставити да успорава, док ће повишена инфлација, у условима поштравања монетарних услова и повећане неизвесности, умањивати домаћу тражњу. Због тога се очекује да привредни раст у овом региону ослаби у остатку године сличним темпом као раст зоне евра. У јуну је Светска банка претходну пројекцију раста БДП-а за 2022. ревидирала наниже за 1,0 п.п., на 3,7% у региону средње Европе, а у истој мери је снизила и пројекцију привредног раста у региону Западног Балкана (на 3,1%).

Према процени државног статистичког завода, **руска привреда** је у Т1 забележила мг. раст од 3,5%, захваљујући позитивним ефектима пренетих тенденција из 2021. Банка Русије је оценила да је од краја фебруара привреда суочена с комбинацијом шокова – драстичним ограничењем спољнотрговинске размене, потешкоћама у набавци сировина и компонената и прекидом испоруке одређеног броја

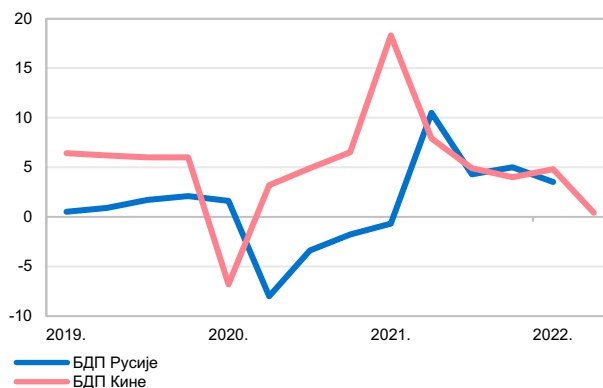
производа на руско тржиште услед санкција. Водећи показатељи сигнализирају пад економске активности почев од Т2, који ће на нивоу 2022. износити 8,9% према јунској пројекцији Светске банке, односно 6,0% према јулској пројекцији ММФ-а (због бољих извозних перформанси у претходном делу године од очекиваних).

Кинеска привреда је у Т2 знатно успорила м.г. раст, на 0,4% (са 4,8% у Т1), услед поновног ширења вируса корона и затварања кључних индустријских зона и лука. Након знатног погоршања економских показатеља у априлу, уследио је постепени опоравак у мају и јуну (*Composite PMI* се вратио у област експанзије), чему су синхронизовано допринели фискални подстицаји (смањење пореза за предузећа и повећана издвајања за инфраструктурне пројекте) и монетарни подстицаји (смањење основне каматне стопе и ублажена регулација). Према прелиминарној процени Националног статистичког бироа, БДП Кине је у П1 порастао за 2,5% м.г. Светска банка је на нивоу целе 2022. у јуну пројектовала раст од 4,3%, а ММФ је у јулу изнео прогнозу раста од 3,3% (због пролонгираних економских последица поновних затварања и проблема у области станоградње).

Кретање инфлације

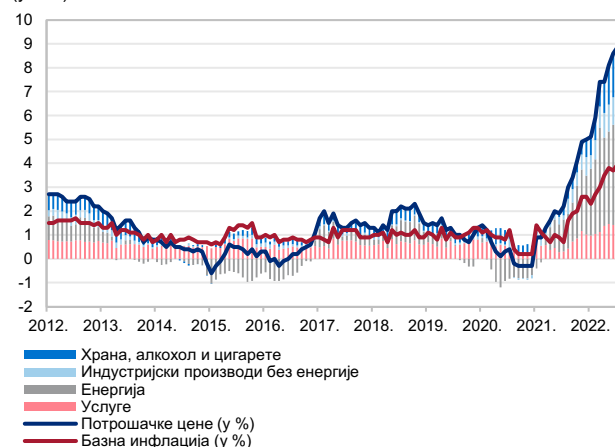
М.г. инфлација у зони евра током Т2 додатно је убрзана и у јуну је износила 8,6%, при чему је, као и у марту, доминантно била опредељена поскупљењем енергије (уз допринос м.г. инфлацији од 4,2 п.п.) и вишим ценама хране (уз допринос од 1,9 п.п.), услед увећаних трошкова горива и ђубрива и отежаног снабдевања. У односу на март, **м.г. базна инфлација** у јуну је такође повећана, на 3,7%, али је први пут од почетка године благо успорила раст, са 3,8% у мају. Томе је допринео нешто спорији м.г. раст цена услуга у јуну него у мају, док су цене индустријских производа (без енергије) биле на сличном нивоу. Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, **м.г. инфлација у Немачкој** је у априлу и мају убрзала, али је потом раст потрошачких цена у јуну успорио на 8,2%, као резултат приметног успоравања раста цена услуга, пре свега транспортних (по доношењу владиних мера за регулацију цена јавног превоза), као и нешто мањег раста цена енергената. **М.г. инфлација у Италији** је, након споријег раста у априлу, до краја Т2 наставила да се креће узлазном путањом и у јуну је достигла 8,5%. ЕЦБ очекује да инфлација у зони евра остане повишена и у наредном периоду не само по основу растућих цена енергије и хране у условима украјинске кризе, већ и због поскупљења осталих

Графикон IV.6.8. М.г. стопе раста реалног БДП-а Русије и Кине (тримесечно, у %)



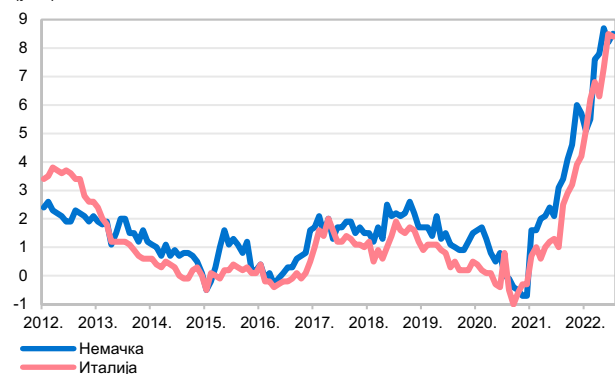
Извор: национални статистички завод.

Графикон IV.6.9. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а м.г. инфлацији у зони евра (у п.п.)



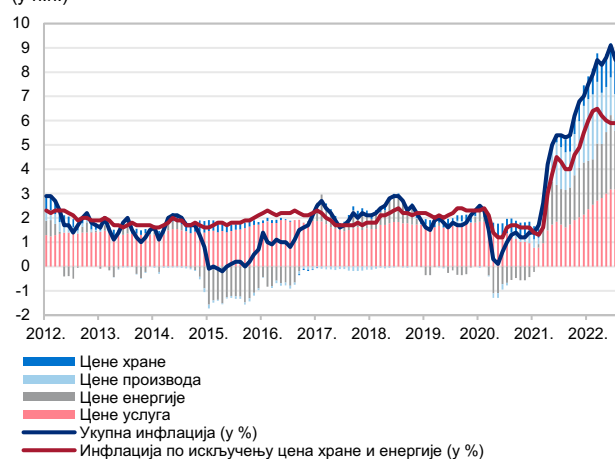
Извор: Eurostat и прерачун НБС.

Графикон IV.6.10. Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију (у %)



Извор: Eurostat.

Графикон IV.6.11. Допринос компонената ИПЦ-а м.г. инфлацији у САД (у п.п.)



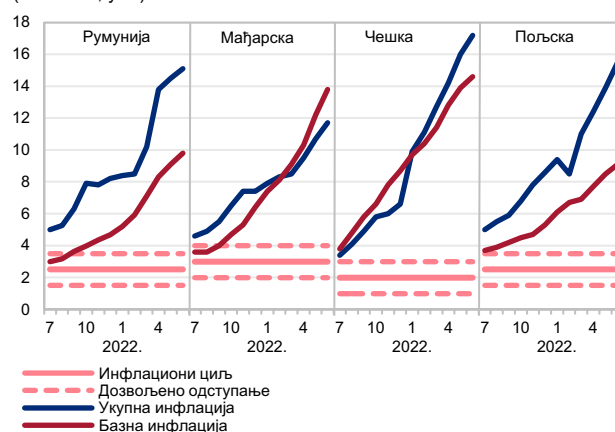
Извор: U.S. Bureau of Labor Statistics и прерачун НБС.

производа и услуга на европском тржишту. Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, укупна инфлација у зони евра у јулу је достигла 8,9% м.г., а базна инфлација 4,0% м.г., што указује на широко распрострањене ценовне притиске.

Након што је у априлу благо успорила раст на 8,3% м.г., **укупна инфлација у САД** (мерена ИПЦ-ом) у наставку Т2 је убрзала и у јуну је достигла нови рекордан ниво од 9,1% м.г. Остварени м.г. раст инфлације у јуну, који је највећи у протекле четири деценије, одређен је снажним растом цена енергената (41,6% м.г.) и хране (10,4% м.г.). Упркос томе што је раст потрошачких цена и даље широко распрострањен, током Т2 раст **базне инфлације** (по искључењу цена хране и енергије) успорио је на 5,9% м.г. у јуну, што је њен најнижи ниво од почетка године. То се пре свега дугује споријем м.г. расту цена производа (одеће, половних и нових возила), док је раст цена већине услуга наставио да убрзава. Према оцени ФЕД-а, перзистентно висока инфлација у САД последица је још увек присутних уских грла у производњи, несташице сировина и затегнутог тржишта рада, као и раста тражње, подржаног фискалним и монетарним стимулансима и акумулираном штедњом током пандемије. Према прелиминарној процени америчког Бироа за статистику рада, укупна инфлација у јулу је успорила на 8,5% м.г., доминантно као резултат споријег м.г. раста цена горива и производа, док су цене хране и услуга додатно порасле на м.г. нивоу. Базна инфлација је у јулу остала непромењена на нивоу од 5,9% м.г.

У свим посматраним **земљама региона средње и југоисточне Европе** током Т2 настављено је повећање м.г. инфлације, које је, као и у ранијем периоду, вођено вишим ценама хране и енергије. Најизраженији раст укупне инфлације забележен је у **Чешкој** (17,2% м.г. у јуну) по основу виших цена прерађене и непрерађене хране и свих врста енергената (нафтних деривата, природног гаса и чврстих горива). На раст инфлације у **Пољској** (15,5% м.г. у јуну) деловале су све компоненте ИПЦ-а, и поред тога што су још увек на снази фискалне мере донете у оквиру антиинфлационих пакета. Сличан ниво м.г. инфлације у јуну је забележен и у **Румунији** (15,1%), првенствено због пораста цена нафтних деривата и прерађене хране. У **Мађарској** је м.г. инфлација у јуну достигла 11,7% по основу више прехранбене инфлације и цена у оквиру базне инфлације. С друге стране, цене нафтних деривата нису мењане услед важења владине одлуке о ограничавању ових цена, чије је трајање у јулу продужено до октобра, при чему су ограничене и цене појединих основних животињних

Графикон IV.6.12. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (м.г. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

намирница. Током Т2 у целом региону је расла и м.г. базна инфлација, што указује на то да су инфлаторни притисци широко распрострањени. Водећи аналитичари *Consensus Economics*-а процењују да ће инфлација током Т3 достићи врхунац у посматраним земљама региона (изузев Мађарске, где се очекује поскупљење гаса и електричне енергије), након чега би требало да крене силазном путањом.

У највећем броју земаља региона Западног Балкана (са изузетком Албаније) м.г. инфлација је током Т2 бележила двоцифрене стопе раста, под утицајем растућих цена хране и енергије. Највећи м.г. раст инфлације у јуну регистрован је у Босни и Херцеговини (15,8%) и Северној Македонији (14,5%), за којима следе Црна Гора (13,5%) и Албанија (7,4%).

Монетарна политика

ЕЦБ није мењала основне каматне стопе током Т2, али је на јунском састанку најавила да ће циклус повећања референтне каматне стопе започети у јулу. У јулу је референтна каматна стопа повећана за 50 б.п., што је више од најављеног повећања од 25 б.п. у јуну. Даља повећања очекују се и на наредним састанцима, у зависности од економских података и процена инфлације у средњем року, а у склопу наставка нормализације монетарне политике најављено је и разматрање опција за ремунацију откупљених вишкова ликвидности. На састанку у јуну донета је одлука и о престанку нето куповине aktive у оквиру програма *APP* од 1. јула, али ће средства од доспелих ХоВ купљених у оквиру овог програма бити реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа.

Главница доспелих ХоВ купљених у оквиру програма *PEPP*, који је окончан крајем марта, реинвестираће се најмање до краја 2024. године, уз пажљиво руковођење портфолиом и обезбеђење његове конзистентности адекватним монетарним условима. Како би се умањили ризици од фрагментације тржишта обвезница зоне евра (раст стопа приноса на обвезнице појединих земаља), на ванредном састанку средином јуна донета је одлука да се искористи флексибилност приликом реинвестирања доспелих ХоВ у оквиру програма *PEPP*, која омогућава да се привремено повећа обим куповине обвезница одређених држава. Као што је и најављено, у јулу је представљен нов инструмент *TPI* (*Transmission Protection Instrument*), чији је циљ управо да се спречи фрагментација и већи раст приноса на ХоВ појединих чланица Монетарне уније. *TPI* омогућава куповину на секундарном тржишту

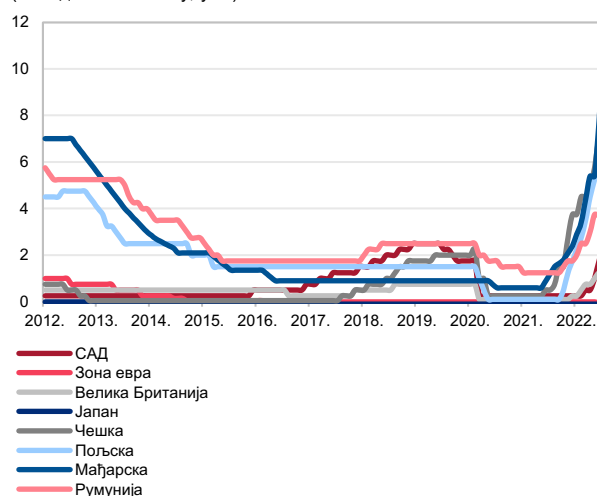
Графикон IV.6.13. Кретање ИПЦ-а у земљама Западног Балкана

(м.г. стопе, у %)

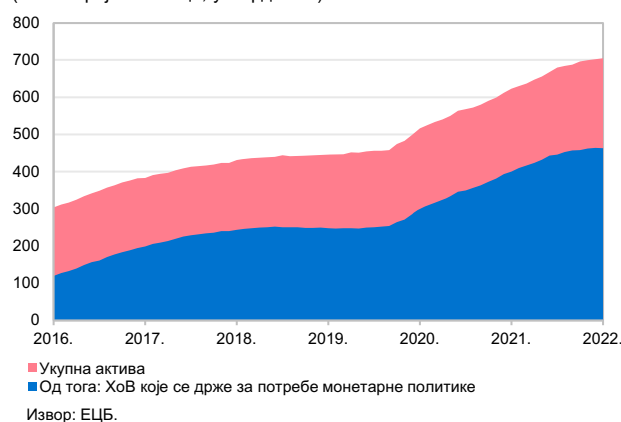


Графикон IV.6.14. Кретање референтних стопа по земљама

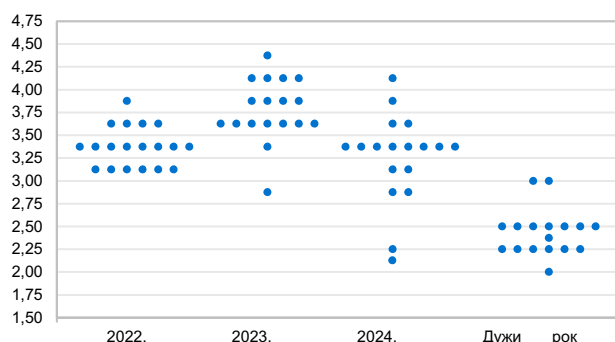
(на годишњем нивоу, у %)



Графикон IV.6.15. Укупна актива ЕЦБ-а (стање крајем месеца, у млрд EUR)



Графикон IV.6.16. ФЕД: Очекивања чланова *FOMC* о адекватној монетарној политици: Средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе (у %)



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

дужничких ХоВ јавног сектора преостале рочности између једне и десет година оних чланица које се суочавају с погоршањем услова финансирања. Обим куповине није унапред ограничен, а куповина ће бити окончана у случају ефикаснијег деловања трансмисионог механизма или ако се установи да је раст приноса последица специфичности државе. ЕЦБ је и у Т2 обезбеђивала ликвидност путем својих операција рефинансирања дугорочних кредита банкама (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III*), при чему су се посебни услови финансирања у оквиру овог програма примењивали до пред крај јуна.

ФЕД је наставио да заоштрава монетарну политику и у мају је повећао распон референтне каматне стопе за 50 б.п., а у јуну и јулу за по 75 б.п., на 2,25–2,50%, што су највећа повећања од 1994. године. Даље повећање референтне каматне стопе очекује се и на наредним састанцима, при чему је највећи број представника ФЕД-а на састанку у јуну очекивао референтну стопу у распону 3,25–3,5% крајем 2022, што је знатно изнад очекивања из марта. Повећања референтне каматне стопе очекују се и у 2023, с медијаном очекивања од 3,75% за крај године, док би се у 2024. години она могла смањити и кретати у распону 3,25–3,5% крајем године. Поред тога, у јуну је започето смањење биланса стања ФЕД-а у обиму од 47,5 млрд долара месечно, а од септембра тај износ треба да се повећа на 95 млрд долара месечно. Наставак заоштравања монетарне политике ФЕД је образложио даљим јачањем показатеља тржишта рада (у јуну и растом економске активности), док инфлација остаје повишена, одражавајући неравнотежу између понуде и тражње, раст цена енергената, али и ценовне притиске, који се све више шире на остале производе и услуге. Оцењено је да дешавања у Украјини доприносе расту инфлације и оптерећују глобалну економску активност, док ће затварања у Кини вероватно погоршати застоје у ланцима понуде.

Банка Енглеске наставила је да заоштрава монетарну политику и на састанцима у мају и јуну повећала је референтну каматну стопу за по 25 б.п., на 1,25%, што је највиши ниво од јануара 2009. године. У складу с фебруарском одлуком, започето је смањење биланса стања, престанком реинвестирања средстава од обвезница које доспевају. У мају је објављено да би продаја корпоративних обвезница из портфолија Банке Енглеске требало да почне у септембру, а у складу с ранијим смерницама (кад референтна стопа достигне 1%), започето је и

разматрање одлуке о почетку продаје државних обвезница, које чине око 98% програма куповине активе (*Asset Purchase Facility – APF*).

Неочекивано, и централна банка **Швајцарске** је у јуну, први пут од 2007. године, повећала референтну каматну стопу (за 50 б.п., на $-0,25\%$), при чему нису искључена ни даља повећања.

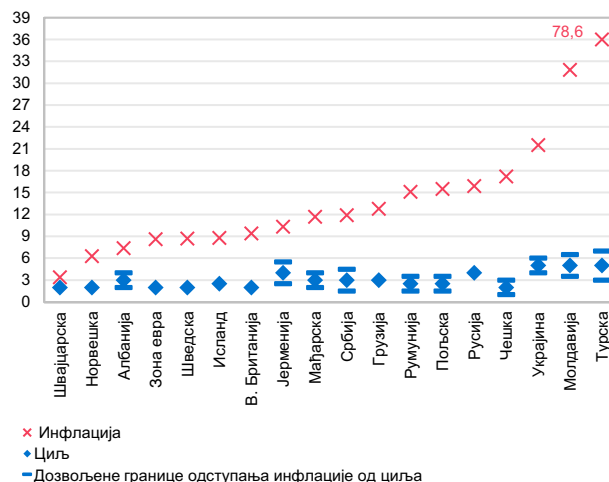
У условима повишених инфлаторних притисака, централне банке региона средње и југоисточне Европе интензивирале су заоштравање монетарних политика. Централна банка **Чешке** повећала је референтну каматну стопу током Т2 за 200 б.п., од чега је повећање у јуну износило 125 б.п., када је достигла $7,0\%$, што је њен највиши ниво од априла 1999. године. Од јуна 2021. референтна каматна стопа повећана је девет пута заредом, укупно за 675 б.п. И централна банка **Мађарске** је наставила са оштрим повећањима референтне стопе, која је од априла закључно с крајем јула повећана за 635 б.п., на $10,75\%$. У јулу је референтна стопа повећана два пута, при чему је повећање почетком месеца (200 б.п.) било највеће до сада. Од јуна 2021. референтна каматна стопа повећана је 15 пута, за укупно 1015 б.п. Поред тога, крајем јуна је донета одлука да се стопа на једнонедељне депозите изједначи с референтном стопом. За наредни период најављен је продужетак циклуса пооштравања монетарних услова и повећања референтне каматне стопе све док се инфлациона очекивања не буду стабилизovala око централне вредности циља и ризици инфлације подједнако избалансирани у хоризонту монетарне политике.

И централна банка **Пољске** наставила је с пооштравањем монетарне политике и од априла закључно с јулом повећала је референтну каматну стопу за укупно 300 б.п., на $6,5\%$. Тиме је од октобра 2021. референтна каматна стопа узастопно повећана десет пута, укупно за 640 б.п. Централна банка Пољске саопштила је да ће предузети све потребне мере ради обезбеђења макроекономске и финансијске стабилности, пре свега да смањи ризик да инфлација остане повишена у дужем периоду. И централна банка **Румуније** је од априла до јула повећала референтну каматну стопу за додатних 225 б.п., на $4,75\%$, тј. укупно за 350 б.п. од октобра 2021. године.

С друге стране, упркос снажним инфлаторним и депрецијацијским притисцима, централна банка **Турске** није ни у Т2 мењала референтну каматну стопу ($14,0\%$), уз образложење да су инфлаторни притисци последица негативних шокова на страни

Графикон IV.6.17. Инфлација и циљ по земљама у јуну 2022.

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Eurostat и централне банке изабраних земаља.

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

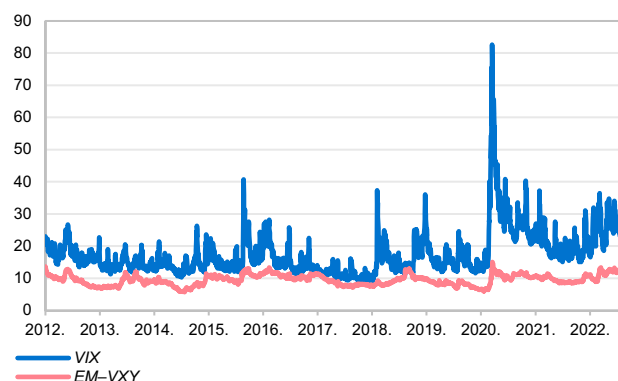
Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	11,9	$3,0 \pm 1,5$	2,75
Пољска	15,5	$2,5 \pm 1,0$	6,50
Чешка	17,2	$2,0 \pm 1,0$	7,00
Мађарска	11,7	$3,0 \pm 1,0$	10,75
Румунија	15,1	$2,5 \pm 1,0$	4,75
Турска	78,6	$5,0 \pm 2,0$	14,00

Извор: централне банке изабраних земаља.

* ИПЦ, мг. стопе у јуну 2022.

** Последњи расположив податак.

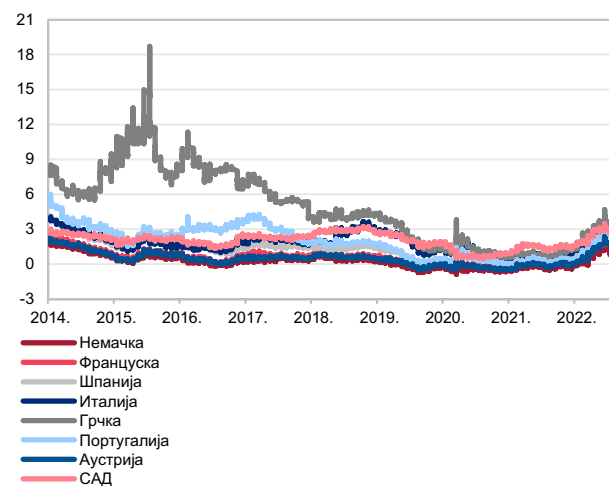
Графикон IV.6.18. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта*



Извор: Блумберг.

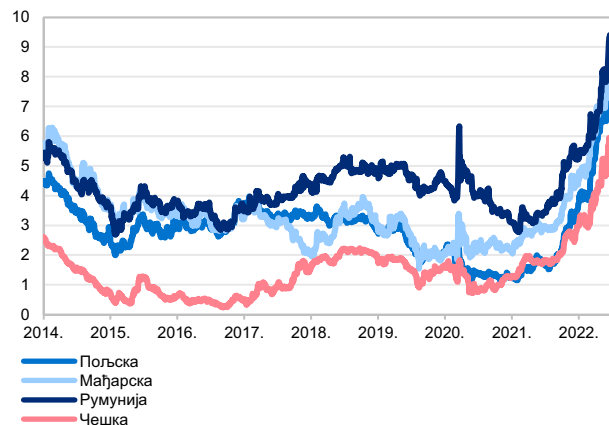
* VIX (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; EM-VXY (J.P. Morgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

Графикон IV.6.19. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.6.20. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



Извор: Рефинитив.

понуле изазваних растом цена енергената, хране и примарних производа, а не фактора који потичу од измењених економских фундамената.

Након што је у фебруару знатно повећала референтну каматну стопу, централна банка Русије од априла до јуна ову стопу укупно је смањила за 1050 б.п., на 9,5%, чиме је практично враћена на ниво пре ескалирања кризе у Украјини. Смањење референтне стопе образложено је тиме што се инфлација брже смањила и што се очекује њено даље смањивање. То је потврђено и јулском одлуком, када је референтна стопа смањена за додатних 150 б.п., на 8,0%, уз оцено да ће даља смањења референтне стопе бити размотрена у остатку године.

Финансијска и робна тржишта

Наставак геополитичких тензија и конфликта у Украјини, уз увођење додатних пакета санкција Русији од стране западних земаља, утицао је на раст неизвесности на међународном финансијском тржишту. Такође, даље убрзање инфлације на глобалном нивоу и преношење инфлаторних притисака на све већи спектар производа и услуга, што се одражава и на брже од очекиваног заостравање монетарних политика водећих централних банака, додатно утичу на кретања новчаних токова на међународном нивоу. С тим у вези, имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (VIX) повећана је током Т2 2022. за 8,2 п.п., на 28,7%. Истовремено, индекс EM-VXY, који указује на волатилност валута земаља у успону, порастао је за 0,4 п.п. и крајем јуна 2022. године износио је 11,9%.

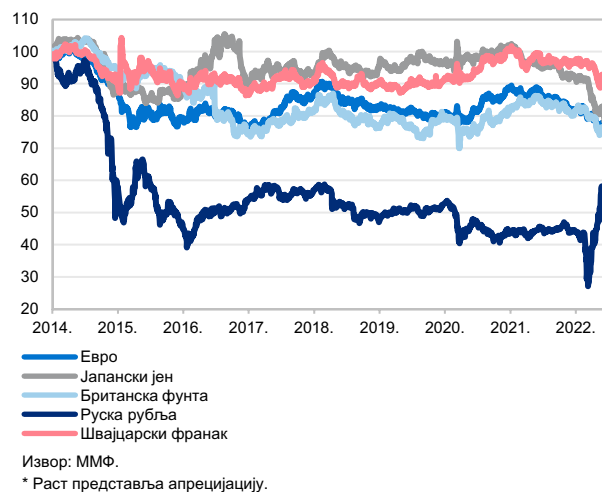
Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља наставили су да расту и током Т2. Одлуке водећих централних банака о почетку заостравања монетарних политика и очекиваном бржем будућем реаговању ради заустављања растуће инфлације кључно су определиле кретања на финансијским тржиштима у Т2 и утицале на раст приноса државних обвезница развијених земаља у просеку за око 1 п.п., и поред тога што је појачан страх од рецесије и знатнијег успоравања глобалног привредног раста. Слично кретање, уз израженији раст, забележили су и приноси на десетогодишње обвезнице земаља у региону услед знатнијег заостравања монетарних услова и повећања референтних каматних стопа од стране њихових централних банака.

На кретања на међународним валутним тржиштима током Т2 доминантно су утицала повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, што је допринело **јачању долара према већини посматраних валута**. Јачању долара према евр у великој мери допринела су и очекивања тржишних учесника у погледу будућег бржег заоштравања монетарне политике ФЕД-а, с обзиром на то да његови званичници потенцирају стављање инфлације под контролу чак и по цену споријег привредног раста, истичући да су ризици рестриктивније монетарне политике далеко мањи од потенцијалног неуспеха обуздавања инфлаторних притисака. С друге стране, одлуке ЕЦБ-а о брзини нормализације монетарне политике морају у већој мери да узму у обзир и последице рестриктивности по привредни раст, с обзиром на очекивано веће успоравање економске активности зоне евра у условима геополитичке кризе.

Током Т2 **цена злата на светском тржишту** доминантно је била у паду, на који су од средине априла (када је цена пала испод 1.900 долара по унци) до средине маја утицали јачање вредности долара према осталим најважнијим светским валутама и високе стопе приноса на дугорочне државне обвезнице САД. Иако је у другој половини маја цена злата благо порасла по основу изражених геополитичких тензија и инфлаторних притисака који увећавају вероватноћу глобалне рецесије, она је у јуну наставила да се креће силазном путањом услед отпочетог смањења биланса стања ФЕД-а и очекивања бржег и обимнијег заоштравања монетарне политике до краја 2022, као и лошијих изгледа глобалног привредног раста. На крају Т2 цена злата је спуштена на 1.817 долара по унци (пад од 6,4% у односу на Т1), чиме се нашла нешто изнад нивоа с краја 2021. У јулу је цена злата додатно смањена (на око 1.750 долара по унци крајем месеца), под утицајем знатног јачања долара, пооштрених монетарних политика централних банака и споријег економског опоравка Кине, која је највећи светски купац злата.

С нивоа од око 107 долара по барелу, колико је износила крајем марта и априла, **цена нафте на светском тржишту** крајем маја је повећана на око 120 долара по барелу, због појачаних геополитичких тензија и забринутости око глобалног снабдевања сировом нафтом услед неизвршења планова *OPEC+* о повећању производње, као и санкција Запада, пре свега ЕУ, на увоз око две трећине нафте из Русије поморским путем. Због тога је цена нафте у првој

Графикон IV.6.21. Кретање курсова одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Графикон IV.6.22. Кретање светске цене злата (крајем тромесечја, у USD)



Графикон IV.6.23. Кретање светске цене нафте (крајем тромесечја, у USD)

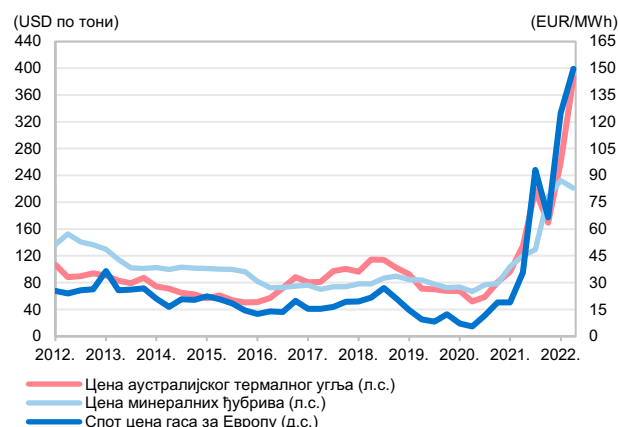


половини јуна бележила нове рекордне нивое, прешавши и 126 долара по барелу, након чега је у другој половини месеца уследио њен пад на око 115 долара по барелу услед страха од могућег уласка светске привреде у рецесију, што би ограничило тражњу за нафтом, као и поновног ширења вируса у Кини. И поред тога, цена нафте на крају Т2 била је за 7,9% виша него на крају Т1 и знатно изнад нивоа с краја прошле године. У јулу је цена нафте била у паду, у условима појачаних рецесионих притисака на светску привреду, нових затварања у више кинеских градова, као и повећаних залиха нафте у САД, тако да се крајем месеца спустила на око 108 долара по барелу.

Реперна цена природног гаса за Европу (на холандском чворишту *TTF*) током највећег дела Т2 кретала се испод 100 евра по мегават-сату, првенствено под утицајем повећаних резерви течног нафтног гаса и топлијег времена. Ипак, од средине јуна цена гаса поново расте због проблема у испоруци гаса с терминала у Тексасу (око 20% извозне понуде САД) и смањене понуде гаса из Русије. На крају Т2 цена гаса је износила близу 150 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 1.650 долара за хиљаду кубних метара гаса),¹⁷ што је за око 20% више него на крају Т1. Током јула цена природног гаса наставила је да расте, достигавши око 200 евра по мегават-сату (тј. око 2.150 долара за хиљаду кубних метара гаса), услед перзистентне забринутости европских земаља у погледу снабдевања гасом (нарочито након смањене испоруке гаса из Русије кроз гасовод Северни ток), због чега су чланице ЕУ постигле споразум о смањењу употребе гаса за 15% у наредним месецима. Ако потрају проблеми са снабдевањем гаса, то ће довести у питање адекватност залиха гаса за зимски период у Европи, што би за последицу могло имати даљи раст његове цене и по том основу поскупљење електричне енергије.

Према подацима Светске банке, **цена термалног угља** (допремљеног из Аустралије) наставила је да расте и у мају је достигла нови највиши ниво од готово 430 долара по тони, највише под утицајем повећане тражње индустријских зона из азијских земаља, па и Кине, у којој је процес увећања домаће производње од краја 2021. успорен с поновним ширењем вируса корона. Након забране увоза угља из Русије (који је преусмерен у Кину и Индију), ЕУ и Јапан су такође повећали тражњу за угљем из других

Графикон IV.6.24. Кретање цена природног гаса, термалног угља и минералних ђубрива (крајем тромесечја)



Извор: Рефинитив и Светска банка.

¹⁷ 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 ($10,55 \text{ MWh} \equiv 1.000 \text{ m}^3$).

земаља, чиме врше додатан притисак на раст цена, које ће вероватно остати повишене и у наредним месецима. Повећане залихе угља допринеле су корекцији његове цене наниже за око 10% у јуну, да би већ у јулу премашила 400 долара по тони, под утицајем поновног раста тражње и континуираних поремећаја у снабдевању, који су појачани конфликтом у Украјини.

Код већине **минералних ђубрива** забележен је пад цена у Т2, изузев цене калијум-хлорида, која стагнира од марта, и цене фосфорита, која је снажно порасла (око 60%) услед растуће тражње и ограничене понуде. Изузев фосфорита, цене осталих минералних ђубрива у јулу су додатно снижене, али су још увек више него на крају прошле године.

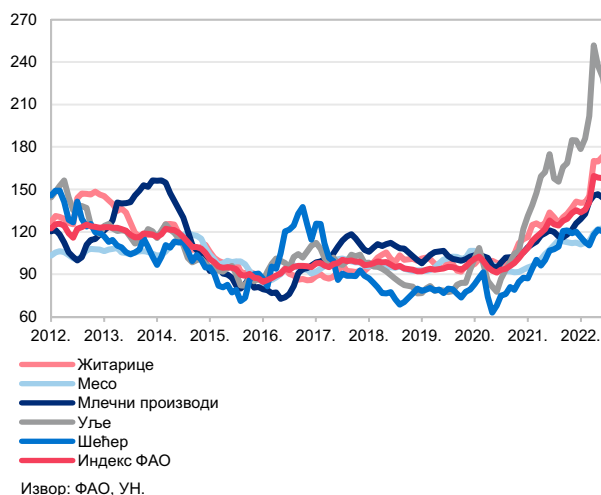
По достизању историјског максимума у марту, **цене метала и минерала** су, према индексу Светске банке, у Т2 знатно смањене (за 18,1%), као резултат повећане производње и понуде на глобалном нивоу, с једне стране, и мање тражње из Кине и нарушених изгледа раста у осталим земљама, с друге стране. Највише су смањене (за више од 20%) цене калаја, никла и алуминијума, а у мањој мери и цене руде гвожђа, бакра, олова и цинка. Услед мање тражње, у Т2 је смањена и цена паладијума, упркос и даље отежаном снабдевању из Русије, која је највећи светски произвођач овог метала. И поред снажне корекције током Т2, цене метала и минерала су и даље на високом нивоу у условима продужених застоја у снабдевању због конфликта у Украјини и западних санкција према Русији, с обзиром на то да су обе земље међу главним светским извозницима ових сировина. У јулу су цене метала и минерала додатно смањене, за 13,4%, захваљујући знатном појефтињењу кључних метала – цена калаја је пала за 19,5%, руде гвожђа за 17%, а бакра и никла за по 16%.

По достизању историјског максимума у марту, **светске цене хране** (мерене индексом ФАО) у Т2 су спуштене (за 3,4%). То је у највећој мери резултат знатно нижих цена биљних уља (за 15,9%), пре свега цена палминог уља, по основу повећане производње и извоза из Индонезије, док се ниже цене сунцокретоног и сојиног уља дугују слабијој увозној тражњи. Након што су се у мају нашле близу рекордног нивоа, **цене житарица**, чији је Србија нето извозник, у јуну су благо снижене (за 2,2%) с доласком нове пољопривредне сезоне. Нижим светским ценама пшенице у Т2 допринели су повољнији услови за усева на северној хемисфери, укључујући Канаду, побољшани изгледи за

Графикон IV.6.25. Индекс светских цена примарних производа (2010 = 100)



Графикон IV.6.26. Индекс светских цена хране (номинално, 2014–2016 = 100)



производњу у Русији, као и слабији темпо увоза, док је пад цена кукуруза резултат успешне жетве у Аргентини и Бразилу и повољнијих услова за бербу у САД. Упоредо с тим, приметно су смањене и цене јечма и шећерне трске. Цене шећера благо су смањене (за 0,5%) због успоравања тражње и добрих изгледа у погледу производње, нарочито у Бразилу. Насупрот томе, цене меса су повећане у Т2 (4,4%), пре свега као последица наглог пораста цена живинског меса, услед отежаног снабдевања и избијања птичјег грипа на северној хемисфери. Поред тога, порасле су и цене говеђег меса, након што је Кина укинула ограничења на увоз овог меса из Бразила, као и цене свињског меса, за којим је порасла тражња у неколико водећих увозника. Цене млека и млечних производа су у Т2 биле више за 3,0% по основу појачане увозне тражње и даље присутних застоја у снабдевању и ниских залиха. Знатно смањење светских цена хране од 8,6% у јулу (највећи месечни пад од октобра 2008) дугује се оштром паду цена биљних уља (19,2%) и цена житарица (11,5%), пре свега цене пшенице (14,5%), првенствено као реакција на споразум Украјине и Русије да се одблокирају главне украјинске луке на Црном мору. У јулу су у мањој мери кориговане и цене осталих категорија хране (шећера, меса и млека и млечних производа).

Осврт 3: Фактори раста цена хране на глобалном нивоу и у Србији и очекивања за наредни период

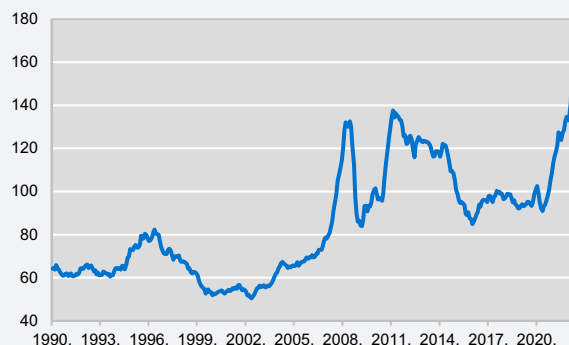
После готово једне деценије, цене хране на светском нивоу од П2 2020. нашле су се на узлазној путањи, бележећи снажан раст, да би у марту 2022. године, мерено индексом ФАО, достигле свој досадашњи максимум. Такође, у марту 2022. забележен је и највећи месечни раст светских цена хране (13,2%), након чега су у наредним месецима умерено смањене, првенствено због корекције цена житарица, нижих цена биљних уља и шећера, по основу смањене тражње и повећане понуде с доласком нове пољопривредне сезоне на северној хемисфери. Ипак, кумулативни раст светских цена хране у П1 2022. године износио је 15,4%, док је тај раст на мг. нивоу био још израженији и у јуну је износио 23,1%. У односу на период пре пандемије цене хране повећане су за око 60%. Заједнички утицај неколико фактора допринео је расту цена хране на међународном нивоу, што у великој мери доприноси и убрзању инфлације широм света.

Један од кључних фактора иницијалног раста цена хране било је попуштање рестриктивних здравствених мера и нагли раст глобалне тражње након проналаска и шире употребе вакцина против вируса корона. Међутим, с наглим растом тражње, којој понуда у кратком року није могла да се прилагоди, у први план су избили проблеми у глобалним ланцима снабдевања и раст цена међународног транспорта, који нису заобишли ни светско тржиште хране. Расту трошкова транспорта допринело је и повећање цена сирове нафте и нафтних деривата. Такође, раст цена енергената се преко повећања цена ђубрива (с обзиром на то да се многе врсте ђубрива добијају прерадом нафтних деривата и гаса) директно пренео и на раст цена хране.

Избијање сукоба у Украјини створило је додатни инфлаторни притисак на цене хране по више основа, посебно због тога што Русија и Украјина имају значајно учешће у светској производњи примарних пољопривредних производа. Чињеница да се Украјина налази у самом врху светских произвођача бројних пољопривредних производа – на шестом месту у производњи пшенице и јечма, на четвртном месту у производњи кукуруза, док је највећи светски извозник сунцокретовог уља – неминовно говори у прилог смањеној понуди ових производа на светском нивоу и доприноси расту њихових цена. Такође, према подацима *UNCTAD*-а, заједно посматрано, Украјина и Русија обезбеђују око 25% укупне понуде пшенице и јечма на светском тржишту, као и 16% кукуруза. Такође, с растом цена примарних пољопривредних производа, расте и бојазан тржишних учесника у погледу њихове будуће доступности, с обзиром на неизвесност у погледу дужине трајања и последица сукоба у Украјини, што додатно доприноси инфлаторним притисцима.

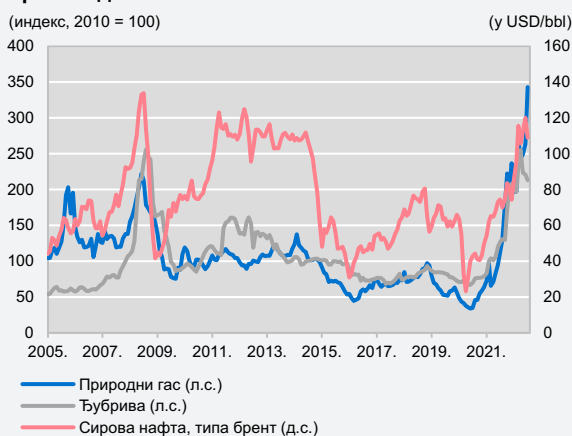
Посматрано по појединачним компонентама индекса ФАО, цене три од пет посматраних група примарних пољопривредних производа (житарица, уљарица, меса, млека и шећера) достигле су своје максималне вредности током 2022. Цене житарица на

Графикон О.3.1. Кретање светских цена хране (2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Графикон О.3.2. Кретање цена одабраних примарних производа



Извор: World Bank Commodity Price Data (The Pink Sheet).

светском нивоу већ готово две године бележе двоцифрене м. стопе раста, који је у јуну износио 27,6%. Слично кретање бележе и цене уљарица, које су у јуну биле веће за 34,3% у односу на исти месец претходне године. М. раст цена млечних производа убрзао је на 25,2% у јуну, док су цене меса и шећера биле веће за 12,5% и 8,9%, респективно. У јулу је м. раст светских цена хране (мерено индексом ФАО) битно успорио, на око 13%, по основу знатно нижих цена скоро свих категорија хране, које су наставиле кретање силазном путањом започето током Т2. Томе је у великој мери допринео споразум Украјине и Русије о деблокирању украјинских лука у Црном мору, чиме је олакшана испорука пољопривредних производа.

Цене примарних пољопривредних производа на глобалном тржишту, пре свих житарица (кукуруза, пшенице и соје),¹ у знатној мери опредељују динамику ових цена на домаћем тржишту, о чему сведоче доступни подаци с робних берзи (Графикон О.3.3). До избијања украјинске кризе крајем фебруара, цена пшенице на домаћем тржишту била је стабилна на нивоу од око 31 динар по килограму, након чега је, следећи динамику светске цене, нагло порасла током марта и априла, да би у мају додатно убрзала раст на преко 40 динара по килограму, подстакнута и снажним растом цена нафтних деривата и минералних ђубрива. Услед повећане тражње, **цена кукуруза у Србији** расла је упоредо са светском ценом и до краја фебруара је у просеку износила 27 динара по килограму, након чега је од марта до маја додатно порасла на ниво око 33 динара по килограму.

Графикон О.3.3. **Цене пшенице, кукуруза и соје на светском и домаћем тржишту**
(месечни подаци, у RSD/kg)



Извор: Рефинитив и Продуктна берза у Новом Саду.

С доласком нове пољопривредне сезоне, али и мање активности на страни тражње и понуде, цена пшенице на продуктној берзи у јуну се нашла на силазној путањи и на крају Т2 спустила се на 34 динара по килограму, док је цена кукуруза такође спуштена на 31 динар по килограму. Због слабије тражње за сојиним зрном на иностраним тржиштима, **цена соје у Србији** започела је кретање силазном путањом још и раније, почетком маја, тако да је крајем јуна била на нижем нивоу (68,5 динара по килограму) него почетком године. И поред тога што је су цене житарица на домаћем и светском тржишту снижене током Т2, треба имати у виду да су оне и даље на знатно вишем нивоу него у протеклим годинама и да у свету постоји забринутост око евентуалне несташице хране због отежаног снабдевања и интензивираних геополитичких тензија.

Цена пшенице на домаћем тржишту била је релативно стабилна током јула, јер је завршена жетва и приноси су били релативно добри, премда нижи од прошлогодишњих. Међутим, у јулу је због високих температура од краја јуна и суше на међународном тржишту (берза у Паризу) забележен раст цена кукуруза, тако да је цена кукуруза на домаћој продуктној берзи такође забележила раст и крајем месеца износила је око 34 динара по килограму. При томе, важно је нагласити да је Влада у договору с пољопривредницима донела одлуку о укидању мере забране извоза пшенице и кукуруза.² Крајем јула је порасла и цена соје на чикашкој робној берзи услед забринутости због

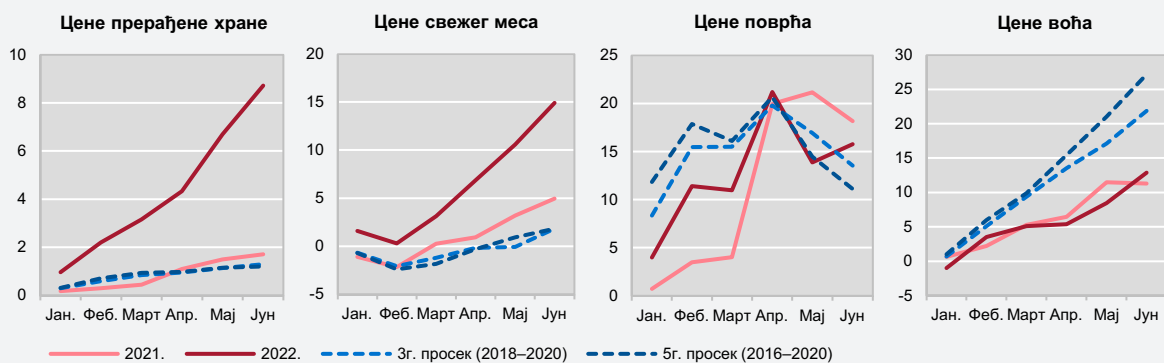
¹ Између цена пшенице, кукуруза и соје на домаћем и светском тржишту постоји висока позитивна корелација, на шта указују обични коефицијенти корелације у протеклим десет година – код пшенице 0,93, код кукуруза 0,94, а код соје 0,85.

² Слободан извоз ће бити на снази до почетка јесени, када ће се извршити нова процена стања и укупних залиха кључних житарица.

неповољних временских услова у Европи и САД, као и због и даље високих цена нафте, што се одразило и на раст цене соје на домаћој продуктној берзи од средине јула, тако да је крајем месеца износила око 77 динара по килограму. Треба напоменути и да је у Србији још увек забрањен увоз генетски модификоване соје, која се најчешће нуди на регионалном и међународном тржишту.

Будући да се примарни пољопривредни производи користе као сировине у производњи хране, као и да су њихове цене још увек високе у међународном окружењу, трошковни притисци у домаћем окружењу знатно су порасли, а преко тога и ценовни притисци у производњи и продаје хране. Од почека године, **цене на нивоу групе хране и безалкохолних пића** кумулативно су повећане за 11,2% у П1, по основу израженог раста **цена непрерађене** (15,9%) и широко распрострањеног раста цена прерађене хране (8,7%), који је у одређеној мери контролисан Владином уредбама о ограничавању цена основних животних намирница, чије важење се продужује сходно тржишним околностима. Мг. посматрано, цене непрерађене хране у јуну су порасле за 25,4% услед знатног поскупљења свежег меса, поврћа и воћа, док се раст цена прерађене хране од 15,4% у јуну пре свега дугује знатно вишим ценама хлеба и житарица, млека и млечних прерађевина, месних прерађевина и уља и масти. Наведена поскупљења су определила мг. пораст цена на нивоу групе хране и безалкохолних пића од 18,8% у јуну.

Графикон О.3.4. Кумулативни раст цена хране на домаћем тржишту у првих шест месеци 2022. и 2021. и вишегодишњи просеци (у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Пратећи снажно повећање ових цена на светском тржишту, **цене свежег меса у Србији** такође су расле (14,9% у П1) и нашле се изнад вишегодишњих просека (Графикон О.3.4). Мг. посматрано, цене свежег меса у јуну су порасле за готово 35%. Цена свињског бута Владином уредбом ограничена је на ниво регистрован средином новембра прошле године, док су цене осталих категорија меса повећане, нарочито током Т2, највише под утицајем знатног поскупљења енергената и сировина за производњу сточне хране, што се очекује и у наредним месецима.

После снажног раста у протеклој години због суше и високих летњих температура, **цене поврћа и воћа** биле су изразито високе, при чему и од почетка ове године знатно расту (14,8% у П1), нарочито након ескалације украјинске кризе, када су скочиле цене енергената и минералних ђубрива. Кумулативно посматрано, раст цена поврћа у П1 (15,8%) премашао је вишегодишње просеке, док је раст цена воћа (12,9%) још увек знатно нижи (Графикон О.3.4). Снижење цена поврћа, које је забележено у мају (-6,1%), ипак је изостало у јуну, иако се очекивало с доласком нове пољопривредне сезоне, тако да су цене поврћа у јуну сезонски неубичајено порасле (1,7%), упоредо с растом цена воћа (4,1%), за које се такође очекивало да се смање. У односу на исти период прошле године, цене поврћа у јуну су биле више за скоро 20%, а цене воћа за око 14%. Због свега наведеног, могуће је да и у наредним месецима изостане очекивани пад цена воћа и поврћа, посебно ако се има у виду сушни период крајем јуна и током јула, као и даље поскупљење енергената, што ће се неминовно одразити на више произвођачке и продајне цене хране.

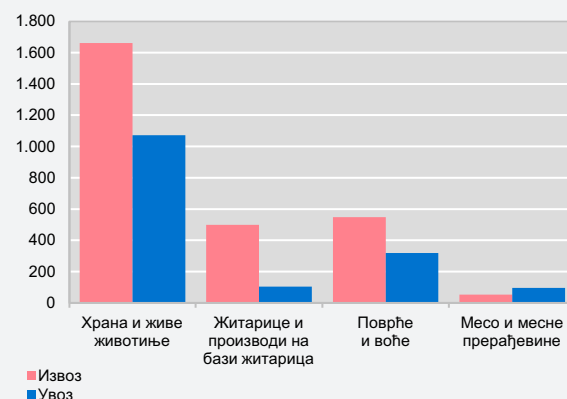
Актуелни раст цена хране на светском тржишту погодује спољнотрговинском билансу наше земље, с обзиром на то да домаћа производња у Србији у највећој мери задовољава сопствене потребе за храном, а вишкови се пласирају на инострана тржишта. Посматрано према одсесима Стандардне међународне трговинске класификације

(СМТК), Србија је у периоду јануар–јун 2022, као и у ранијим годинама, била нето извозник већине пољопривредних и прехранбених производа. На нивоу целог сектора нето извоз хране и живих животиња износио је скоро 590 млн евра. У првих шест месеци текуће године, Србија је у међународној трговини житарицама и производима на бази житарица остварила суфицит од близу 400 млн евра, док је у трговини поврћем и воћем забележен суфицит од скоро 230 млн евра. Тиме се обезбеђују средства за увоз оних производа чија тражња не може у целини бити задовољена из домаће понуде или пак они производи који се, с обзиром на агрометеоролошке услове, не производе у Србији (јужно воће, кафа, пиринач и др.).

Поред исхода овогодишње пољопривредне сезоне и дужине трајања ограничења цена основних животних намирница, **кретање прехранбене инфлације** у наредном периоду у великој мери ће зависити и од динамике светских цена хране, енергије и осталих примарних производа, које и даље прати висок ниво неизвесности, пре свега у погледу економских последица конфликта у Украјини, дужине трајања застоја у снабдевању, као и могуће додатне ескалације геополитичких тензија. То су уједно и кључни ризици пројекције инфлације у кратком року, али и у целом хоризонту пројекције, који се и даље оцењују као асиметрични навише.

Графикон О.3.5. Кумулативни извоз и увоз хране у Србију у првих шест месеци 2022.

(у млн EUR)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

V. Проекција

Пројекцију раста БДП-а Србије за ову годину задржали смо у распону 3,5–4,5%, колико смо очекивали у мају, јер је упркос лошијим изгледима за глобални привредни раст и наставку повећања трошковних притисака по основу виших цена енергената, активност у прерађивачкој индустрији и услужним секторима у Т2 била изнад наших очекивања. Ипак, због очекиваног успоравања економске активности у остатку ове и почетком наредне године у условима јачања рецесионих притисака у зони евра, кориговали смо наниже привредни раст за 2023. за 0,5 п.п., на распон 3,5–4,5%. Након тога, очекујемо повратак на претходно очекивану путању раста од око 4–5% годишње, чему би требало да допринесе слабљење ефеката конфликта у Украјини на екстерну тражњу, као и планирана реализација инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре.

Период од претходне средњорочне пројекције инфлације из маја обележило је даље заоштравање геополитичких тензија због ескалације конфликта у Украјини, а по свему судећи и пољопривредна сезона неће бити просечна, као што смо претпоставили у мају, јер се током летњих месеци поново суочавамо са сушом. Материјализација ризика ових фактора, који су идентификовани и у мајској пројекцији, за последицу има то да се инфлација у целом хоризонту пројекције креће на вишем нивоу од пројектованог у мају. Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће м.г. инфлација током Т3 ове године достићи врхунац, а да ће затим имати опадајућу путању, при чему се њен снажнији пад очекује у П2 2023, а повратак у границе циља у П1 2024, тј. крајем хоризонта пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заоштравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња, а у кратком року и донете економске мере Владе којима је ограничен раст цена хране и енергената на домаћем тржишту.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а и даље је велика и у највећој мери се односи на факторе из међународног окружења, а пре свега на ефекте конфликта у Украјини на расположивост енергената и њихове цене на светском тржишту, као и на изгледе глобалног привредног раста, који ће у великој мери одредити и светске цене примарних производа. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се у највећој мери односе на исход овогодишње пољопривредне сезоне, тј. на то колико ће она бити лошија од просечне. Ризик пројекције представљају и дешавања у сектору енергетике – у погледу обима производње угља и електричне енергије на домаћем тржишту, али и то по којим ценама ће се увозити део гаса изнад нивоа који је дефинисан уговором с Русијом, као и које ће евентуалне мере Влада предузети како би се обезбедила енергетска сигурност на домаћем тржишту.

Почетни услови и претпоставке пројекције

Појачавање геополитичких тензија након ескалације кризе у Украјини, додатно убрзање инфлације и заоштравање финансијских услова на глобалном нивоу, испољавање негативних ефеката конфликта у Украјини на остале економије, као и веће од очекиваног успоравање привредног раста у Кини због уведених рестриктивних здравствених мера, **одражавају се на неповољније изгледе глобалног привредног раста.** Тако је ММФ у јулу пројектовао успоравање глобалног привредног раста са 6,1% у 2021. на 3,2% у 2022. и потом на 2,9% у 2023, што је за 0,4 п.п. и 0,7 п.п., респективно, ниже од априлске

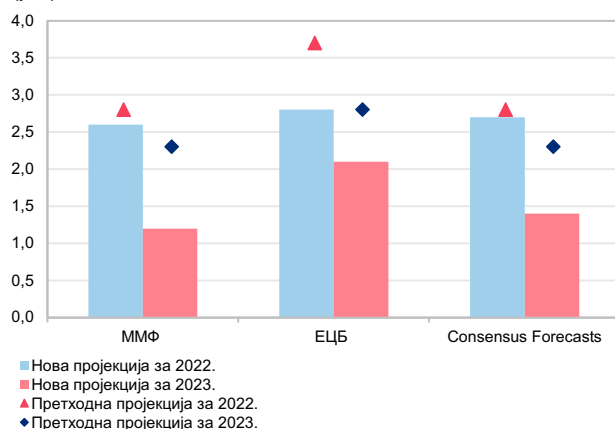
Табела V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а (у %)

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

Извор: ММФ WEO (јул 2022) и ММФ WEO (април 2022).

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

(у %)



Извор: ММФ, ЕЦБ и Consensus Forecasts.

пројекције. Највише је коригован наниже за ову годину раст САД – за 1,4 п.п., на 2,3%, као последица слабије од очекиване економске активности у досадашњем току године, смањене куповне моћи домаћинства и затезања монетарних услова. Пројекција привредног раста Кине у 2022. такође је знатно ревидирана наниже – за 1,1 п.п., на 3,3%, под утицајем карантина и блокаде лука, као и продубљивања кризе у области пословања некретностима, што се одражава и на додатне застоје у снабдевању и успоравање тражње.

Када је реч о **зони евра**, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, поред директних негативних ефеката украјинске кризе и санкција према Русији на обим спољнотрговинске размене и утицаја на енергетску безбедност због смањених испорука гаса из Русије, индиректни ефекти потичу и од продужених застоја у ланцима снабдевања, пре свега у аутомобилској индустрији, као и појачаних инфлаторних притисака који захтевају заостравање монетарне политике ЕЦБ-а брже од очекиваног. Иако је и у Т2 остварен раст економске активности, појачани су ризици да би зона евра у П2 могла да уђе у рецесију, на шта указују и водећи показатељи економске активности *PMI* и *ESI* за јул. Према јунској пројекцији ЕЦБ-а, стопа раста БДП-а зоне евра ове године ће износити 2,8%, а наредне 2,1%. И *Consensus Forecasts* је у јулу пројектовао привредни раст зоне евра за 2022. на сличном нивоу (2,7%), али је зато прилично кориговао наниже раст за наредну годину, на 1,4%. С обзиром на то да се у великој мери ослања на прерађивачку индустрију, конфликтом у Украјини и могућношћу прекида испоруке гаса нарочито је погођена Немачка, која је претходних деценија имала знатне користи од ниских цена енергената и високе укључености у глобалне ланце снабдевања. Према *Consensus Forecasts*-у, раст БДП-а Немачке и у овој и

Табела V.0.2. Најважније претпоставке пројекције

	2022.		2023.		2024.	
	Мај	Авг.	Мај	Авг.	Мај	Авг.
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији						
Раст БДП-а у зони евра	2,9%	2,7%	2,3%	1,4%	1,0%	2,0%
Инфлација у зони евра (просек)	6,5%	7,7%	2,4%	4,0%	2,2%	2,0%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	0,3%	1,1%	1,3%	1,2%	1,3%	1,3%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	17,1%	13,7%	-8,9%	-7,8%	3,5%	-6,7%
Цена нафте типа брент по барелу (дец., у USD)	99	97	87	87	80	82
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,7%	6,2%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

наредној години износиће по 1,6%, што у односу на очекивања од пре три месеца представља корекцију наниже за 0,6 п.п. и 0,9 п.п., респективно. Раст БДП-а Италије, према *Consensus Forecasts*-у, ове године ће износити 2,7%, а наредне 1,3%. У односу на очекивања од пре три месеца, раст за ову годину није коригован, јер се очекује да ће сектор туризма снажно допринети расту БДП-а будући да је ово прва сезона након три године да ће бити отворени сви капацитети, али је раст за наредну годину снижен за 0,6 п.п. Слична очекивања за зону евра као *Consensus Forecasts* у јулу је изнео и ММФ, при чему се у овој години очекује раст од 2,6%, а у наредној успоравање на 1,2%. Када је реч о Немачкој и Италији, раст за 2023. коригован је на 0,8% и 0,7%, респективно.

За сада украјинска криза није имала већих негативних ефеката на **ниво активности у региону средње и југоисточне Европе**. Ипак, водећи аналитичари *Consensus Economics*-а и *Focus Economics*-а прогнозирају успоравање раста БДП-а овог региона у наредном периоду, чији темпо ће у највећој мери зависити од дужине конфликта у Украјини и с тим повезаних последица по трговинске токове и цене хране и енергије. Потенцијални поремећаји у снабдевању енергентима могли би додатно оптеретити производњу и појачати инфлаторне притиске у земљама региона, посебно ако се узму у обзир прекид директног извоза руског природног гаса у Пољску и Бугарску и планови ЕУ да забрани или постепено укине увоз фосилних горива из Русије до 2027. године. Поред тога, треба имати у виду и да су централне банке појединих земаља средње и југоисточне Европе доста заоштриле монетарне услове. Ипак, у односу на очекивања од пре три месеца, *Consensus Forecasts* је за готово све земље у региону средње Европе кориговао навише раст БДП-а за ову годину, имајући у виду остварења у досадашњем току године, тј. да је утицај украјинске кризе био мањи од процењеног, а наниже за наредну годину. С друге стране, раст у земљама **Западног Балкана** за ову годину коригован је наниже у поређењу са очекивањима од пре три месеца, јер су тада ревизије наниже за ову групу земаља биле мање него за земље средње Европе. Брзина опоравка овог региона у наредном периоду зависиће пре свега од цена енергената и њихове доступности, брзине опоравка зоне евра, која је најзначајнији трговински партнер овој групи земаља, али и од мера монетарне политике предузетих у условима јачања инфлаторних притисака.

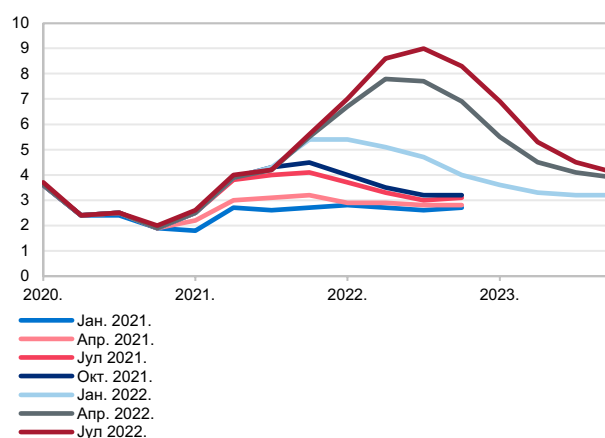
У већини и развијених земаља и земаља у успону инфлација наставља да расте знатно изнад

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

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

Извор: *Consensus Forecasts*.

Графикон V.0.2. **Прогнозе глобалне инфлације**
(у %)



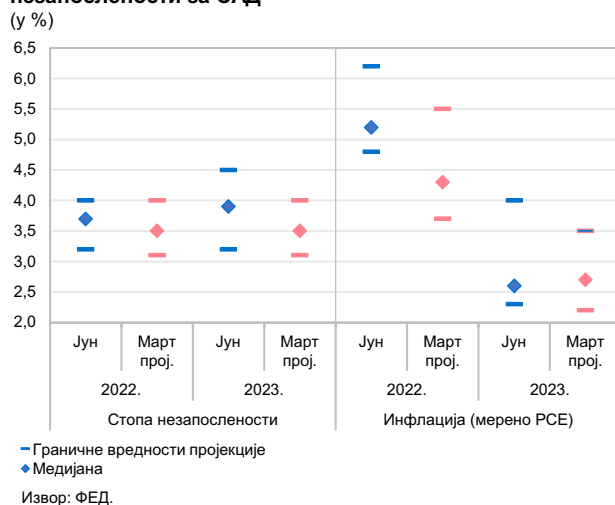
Извор: ММФ, WEO.

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



очекивања, на шта се пре свега одражава раст цена енергената и хране, који је додатно интензивирао избијањем конфликта у Украјини, а у појединим земљама и домаћа тражња и фактори с тржишта рада. Поред тога, иако се смањују трошкови међународног прекоморског транспорта, притисци на глобалну инфлацију и даље потичу од застоја у глобалним ланцима снабдевања и несташица појединих сировина у производњи. Таква комбинација фактора условила је да инфлаторни притисци буду перзистентнији и да централне банке и међународне институције наставе да ревидирају навише пројекције инфлације, премда очекују да ће се у наредном периоду постепено смиривати ситуација на тржиштима примарних производа, што би могло довести до постепеног пада инфлације ка циљаном нивоу. Томе би требало да допринесе и очекивана постепена нормализација у функционисању глобалних производних ланаца. У складу с пројекцијом *Consensus Forecasts*-а, претпоставили смо да ће **инфлација у зони евра** ове године у просеку износити 7,7%, а наредне године 4,0%, што је више од очекивања у мају.

Графикон V.0.4. Пројекције инфлације и стопе незапослености за САД



Растућа инфлација навела је велики број централних банака да реагују затезањем својих монетарних политика бржим од очекиваног, чак и по цену краткорочног успоравања привредног раста. Преовлађују оцене да задржавање инфлације на повишеном нивоу у дужем периоду доноси већу штету привредном расту у средњем року од краткорочних негативних ефеката које има заостравање монетарне политике. Тако је ФЕД у мају повећао распон референтне каматне стопе за 50 б.п., а у јуну и јулу за по 75 б.п., на 2,25–2,5%, што је највеће повећање од 1994. године. Даље повећање референтне каматне стопе очекује се и на наредним састанцима, при чему је највећи број представника **ФЕД-а** на састанку у јуну изнео очекивања да ће се референтна каматна стопа крајем 2022. кретати у распону 3,25–3,5%, што је знатно изнад очекивања из марта. Повећања референтне каматне стопе очекују се и у 2023. с медијаном очекивања од 3,75% за крај године, док би се у 2024. она могла смањити и кретати у распону 3,25–3,5% крајем године. Поред високе инфлације, у прилог затезања монетарне политике говоре подаци с тржишта рада у САД, а пре свега стопа незапослености, која је задржана на 3,6% и поред нижег очекиваног раста у овој години, који према јунској пројекцији ФЕД-а износи 1,7%. У јулу је **ЕЦБ** референтну каматну стопу повећала за 50 б.п., иако је у јуну било сигнализирано да ће стопа бити повећана за 25 б.п. Даља повећања очекују се и на наредним састанцима, у зависности од економских

података и процене кретања инфлације у средњем року. У нашој пројекцији, у складу с кретањем фјучерса, претпоставили смо да ће тромесечни *EURIBOR* крајем ове године износити 1,1%.

Утицај цена примарних производа на трошковне притиске на домаћем тржишту појачан је **апresiasiјом долара према евр**у, а последично и према динару, пре свега услед досадашњег бржег заостравања монетарне политике ФЕД-а од ЕЦБ-а. Јачање долара додатно подиже цене примарних производа изражене у динарима. За наредни период пројектован је релативно стабилан однос долара и евра на тренутном нивоу од 1,02 долара за евр, јер ће, према најјавама, и ЕЦБ заостравати монетарну политику брже него што се очекивало.

Светска цена нафте наставила је да се креће узлазним трендом до средине јуна, када је, због бојазни да ће глобални привредни раст знатније успорити и да ће две од три највеће светске економије у П2 ући у рецесију, ова цена коригована наниже. Према последњим расположивим фјучерсима за крај јула, очекује се да ће светска цена нафте крајем ове године износити око 97 долара по барелу и да ће се пад наставити и у наредне две године (на 87 и 82 долара по барелу, респективно), што је веома слично оценама Светске агенције за енергетику (96 долара по барелу крајем ове године, односно 87 долара по барелу крајем 2023. године).

Иако се очекивало да ће **светска цена природног гаса** почети да се смањује у условима сезонски мање потражње, она је наставила да расте од претходне пројекције — у другој половини јуна и почетком јула цена гаса на холандском чворишту више је него удвостручена и кретала се у распону 175–185 евра по мегават-сату. На то су се пре свега одразили пожари на терминалу у Тексасу, који чини око петине извозне понуде САД, као и смањена испорука гаса из Русије преко гасовода Северни ток 1 због проблема с ремонтом турбина. То је за последицу имало и мање складиштење гаса за зимски период у Европи од очекиваног. Према фјучерсима, даљи раст цене гаса треба очекивати током предстојеће зимске грејне сезоне, а затим пад у остатку 2023. Ипак, тренутно делује да повратак на нивое пре енергетске кризе није реално очекивати у хоризонту пројекције. Раст цена гаса одразио се и на раст тражње за **угљем и струјом**, као алтернативним изворима енергије, а тиме и на додатни знатан раст њихових цена. Важно је напоменути да у **централној пројекцији нисмо претпоставили даље заостравање геополитичких тензија и прекид у снабдевању гасом зоне евра и**

Графикон V.0.5. Очекивани тромесечни *EURIBOR* (на годишњем нивоу, у %)



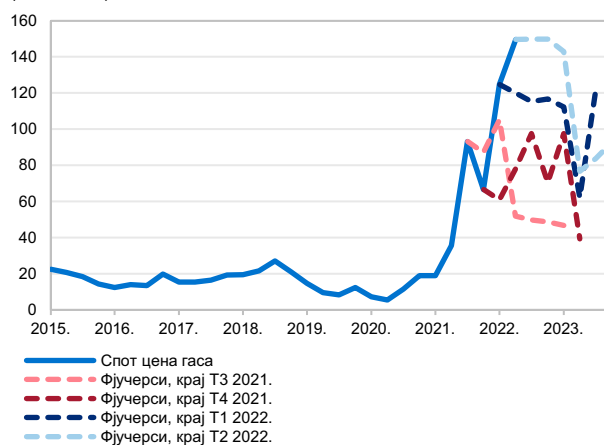
Извор: Блумберг.

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



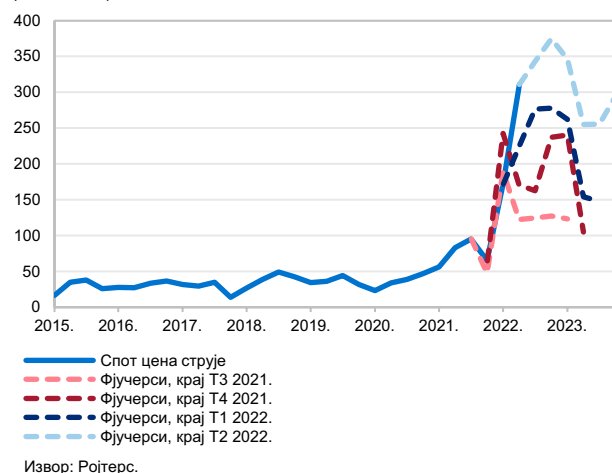
Извор: Блумберг.

Графикон V.0.7. Реперна цена природног гаса за Европу, на холандском чворишту TTF (EUR/MWh)



Извор: Ројтерс.

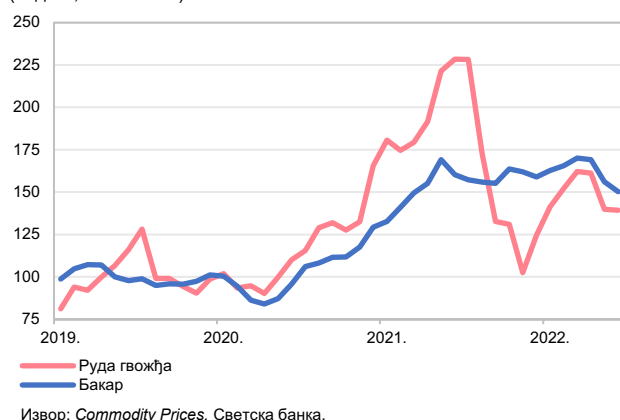
Графикон V.0.8. Реперна цена струје за Европу, *German power baseload* (EUR/MWh)



других земаља ЕУ из Русије. Ако би се пак материјализовао овај ризик, цене гаса, али и угља и струје, знатније би расле, што би утицало на даљи раст трошкова производње на глобалном нивоу. Иако ће Србија највећи део гаса у наредном периоду (око две трећине укупних потреба) највероватније обезбеђивати по знатно повољнијим ценама од тржишних, по тзв. нафтној формули, више светске цене гаса могле би да имају за последицу то да се остатак гаса увезе по знатно вишим ценама. То би могло утицати и на раст цена електричне енергије за привреду. Поред директних ефеката, више цене енергената имаће 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, тако да их је теже проценити.

Пораст цена енергената на светском нивоу и њихова смањена расположивост захтевају да се повећају цене гаса и струје и за домаћинства како би се избегли већи губици компанија из енергетског сектора. Најављено је да ће цена гаса за домаћинства у августу бити повећана за 9%, а да ће се цена електричне енергије по киловат-часу у септембру увећати за 6,5%. Поред тога, у августу ће се повећати накнада за подстицај повлашћених произвођача електричне енергије са 0,437 динара на 0,801 динар по киловат-часу. Претпоставили смо да ће корекције гаса и електричне енергије за домаћинства бити настављене и у наредној години. Повећање цена гаса и електричне енергије, уз очекивани раст цена комуналних услуга и цигарета по основу редовног годишњег усклађивања акциза, требало би да за последицу има раст **регулисаних цена** у овој години од 6,2%, а у наредној од 7%. Претпоставка пројекције је да ће привремено смањење акциза за 15% на гориво остати на снази до краја периода пројекције. Када је реч о мерама Владе за ограничење цена основних животних намирница, а пре свега о новој уредби која се односи на месо, претпоставили смо да ће оне такође остати на снази у наредном периоду.

Графикон V.0.9. Цене руде гвожђа и основних метала на светском тржишту (индекс, 2019 = 100)



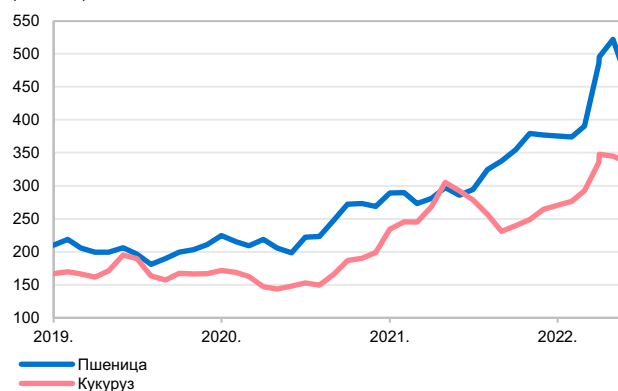
Након достизања рекордних нивоа током марта под утицајем геополитичких тензија и ескалације кризе у Украјини, **светске цене метала и минерала** током Т2 нашле су се на опадајућој путањи. На таква кретања делом се одразила њихова повећана производња, а делом и лошији изгледи глобалног привредног раста и најаве агресивнијег заоштравања монетарних политика водећих централних банака, с обзиром на то да ове цене у великој мери зависе од фазе пословног

цикла у којој се налази светска привреда, а нарочито Кина, која је њихов највећи светски потрошач. Према пројекцијама релевантних међународних институција, ове цене би и у наредном периоду требало да наставе да се крећу опадајућом путањом, што ће допринети и смањењу притисака на цене произвођача у индустрији и грађевинарству.

Геополитичка дешавања утицала су и на то да светске цене **примарних пољопривредних производа** остваре додатни раст у периоду од мајске пројекције, премда се од јуна налазе на опадајућој путањи, на шта се одражавају лошији изгледи глобалног привредног раста. У нашој пројекцији, претпоставке о кретању ових цена у наредном периоду базирани смо на подацима о фјучерсима на светским берзама, према којима би крајем године ове цене биле више него крајем прошле године за око 14%, а наредне године требало би да уследи њихов пад од око 8%. У складу с тим, очекујемо да ће се и **цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту**, које прате кретање светских цена, слично кретати. Због оствареног већег раста у периоду између две пројекције, цене пољопривредних производа на домаћем тржишту до краја периода пројекције више су него у прошлој пројекцији, на шта се одражавају и даље високи трошкови у њиховој производњи (минерална ђубрива).

Када је реч о факторима који утичу на домаћу тражњу, треба имати у виду да је **средњорочним фискалним оквиром**, дефинисаним у Фискалној стратегији за 2023. са пројекцијама за 2024. и 2025, предвиђено постепено повећање степена рестриктивности фискалне политике, уз смањење дефицита опште државе на 3% БДП-а ове године, а затим до краја 2025. његово спуштање на 0,5% БДП-а. Фискална политика ће, у складу с расположивим фискалним простором, у наредном периоду бити фокусирана на даље смањење укупног пореског оптерећења рада, чиме се додатно растеређује привреда и повећава њена конкурентност. На расходној страни, приоритет ће имати инфраструктурни и капитални пројекти (издвајања државе за капиталне инвестиције пројектују се на око 6–7% БДП-а годишње), као и политика пензија и плата, при чему ће се водити рачуна о томе да се повећањем ових највећих категорија расхода не повећају њихова учешћа у БДП-у. То све заједно треба да допринесе одржавању животног стандарда становништва и расту средстава за нове инвестиције, али и да се осигура да се јавни дуг нађе на опадајућој путањи. При томе, ефекти смањених акциза на нафтне деривате за 15–20% неутралисани су растом прихода

Графикон V.0.10. Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту (USD/mt)



Извор: Commodity Price Data, Светска банка.

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



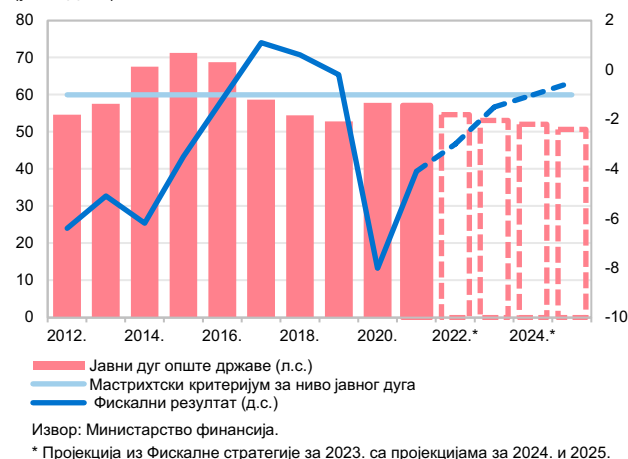
Извор: CBOT, Euronext и прерачун НБС.

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



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

Графикон V.0.13. Фискални резултат и јавни дуг опште државе
(у % БДП-а)



по другим основама, што доприноси нижем дефициту опште државе, који је у П1 износио 15,6 млрд динара и био нижи за око 60% него у истом периоду претходне године. То отвара простор за реакцију фискалне политике у случају даљег заоштравања енергетске кризе на глобалном нивоу.

Према нашој оцени, **зараде у приватном сектору порашће** ове године нешто брже него у јавном сектору, чему ће допринети и очекивани даљи раст минималне цене рада, који ће бити омогућен пореским растерећењем привреде. Уз очекивани наставак раста запослености, то ће резултирати растом **укупне масе зарада** од око 14%, која ће остати кључан извор финансирања потрошње.

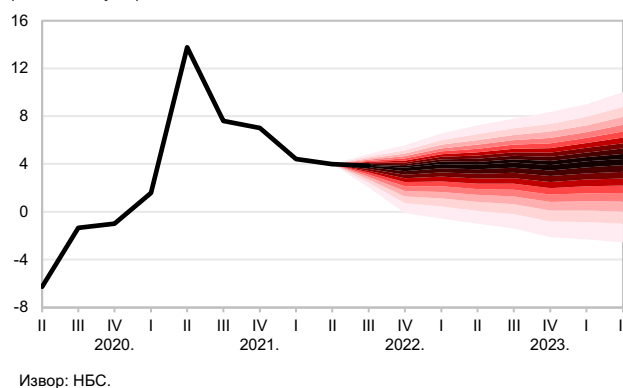
Временске прилике у досадашњем делу године, а пре свега суша у летњим месецима, која би могла у највећој мери да се одрази на нешто нижу производњу јесењих култура (нарочито кукуруза, сунцокрета и соје) и поврћа, указују на то да овогодишња **пољопривредна сезона** највероватније неће бити просечна, како смо претпоставили у претходној пројекцији, већ сличнија прошлогодишњој. Прве процене РЗС-а указују на то да је укупна овогодишња производња пшенице (која чини око 10% укупне пољопривредне производње) нижа за око 7% од прошлогодишње, која је била рекордна.

Пројекција БДП-а

Након релативно високог раста у Т1, који је, према оцени РЗС-а, износио 4,4% м.г., процењује се да је сличан темпо раста БДП-а настављен и у Т2 (4,0% м.г.), што је изнад наших очекивања изнетих у претходном извештају. Производња и извоз прерађивачке индустрије у Србији настављају да расту, указујући на то да за сада смањење екстерне тражње није имало већих негативних ефеката на Србију. Томе су највероватније допринеле инвестиције у разменљиве секторе из претходних година, које су знатно повећале извозну понуду, а од маја је повећан и извоз пољопривредних производа након попуштања мера привременог ограничавања извоза ових производа. Према нашој процени, позитиван допринос посматрано с производне стране у Т2 дали су и услужни сектори и рударство, док је производња у енергетици и грађевинарству и даље у паду.

Већи раст БДП-а у Т2 од процењеног у нашој мајској пројекцији највероватније ће компензовати очекивано успоравање економске активности у остатку године

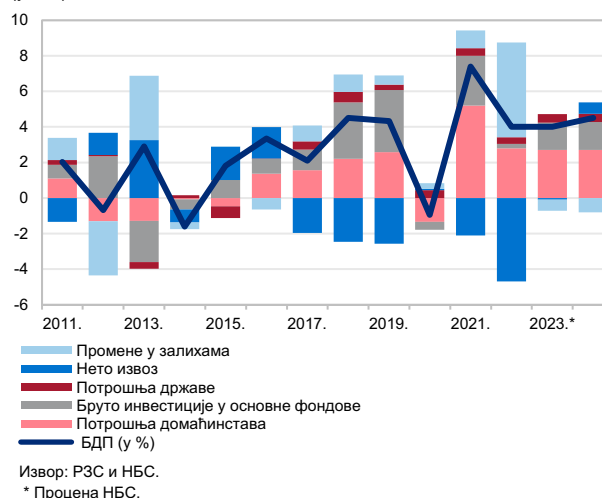
Графикон V.0.14. Пројекција раста БДП-а
(м.г. стопе, у %)



услед погоршаних изгледа глобалног привредног раста и јачања рецесионих притисака у зони евра у условима знатно виших цена енергената и индустријских сировина, као и продужених застоја у глобалним ланцима снабдевања. Ипак, процењујемо да ће тромесечне стопе раста нашег БДП-а и у остатку године остати позитивне. Имајући наведено у виду, **пројекцију раста БДП-а Србије за ову годину нисмо мењали у односу на наша очекивања из маја, али смо због нижег очекиваног ефекта пренетих тенденција из ове године (тзв. *carry over* ефекта), као и нижег пројектованог привредног раста зоне евра, кориговали наниже привредни раст за 2023. за 0,5 п.п., на распон 3,5–4,5%.** Након тога, очекујемо повратак на претходно очекивану путању раста од око 4–5% годишње, чему би требало да допринесе слабљење ефекта конфликта у Украјини на екстерну тражњу, као и планирана реализација инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре. Важно је нагласити да је претпоставка ове пројекције да се геополитичке тензије неће даље продубљивати и да се неће прекидати снабдевање гасом у зони евра, премда ће, у складу с претпоставкама из јунске пројекције ЕЦБ-а, санкције према Русији остати на снази до краја периода пројекције.

Према нашим проценама, **потрошња ће расти спорије од укупног БДП-а, што обезбеђује његову средњорочну одрживост.** Њен допринос расту БДП-а у овој години и у средњем року процењује се на око 2,8 п.п. годишње. Раст потрошње биће резултат наставка раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, чему доприноси и виша минимална цена рада, упркос томе што ће расположив доходак за потрошњу бити нешто нижи него што смо очекивали у мају због наставка раста трошкова за енергенте и храну, као и умерено више цене задуживања на домаћем тржишту по основу заостравања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а. Важан извор за потрошњу представљаће и пензије. Иако се очекује њихов релативно висок раст наредне године, због раста номиналног БДП-а у овој и наредној години, њихово учешће у БДП-у неће прећи ниво из периода пре пандемије. Извори раста потрошње су и остварена једнократна фискална давања почетком године, као и подстицаји за повећање наталитета. Поред тога, држава је повећала износ ваучера за одмор у Србији са пет хиљада на 15 хиљада динара, што треба да допринесе расту броја долазака и ноћења домаћих туриста.

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



Графикон V.0.16. Стопа раста приватне потрошње и њених извора (мг. стопе, у %)



Графикон V.0.17. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Благ позитиван допринос БДП-у ове године и у средњем року очекује се и од **државне потрошње** (око 0,5 п.п. годишње). Очекујемо да ће се, у складу с Фискалном стратегијом, издаци за зараде и куповину робе и услуга повећавати умерено и уз контролу и вођење рачуна да се не повећа њихово учешће у БДП-у.

Актуелне геополитичке тензије, повећани оперативни трошкови предузећа по основу знатно виших цена енергената и сировина, као и нижа екстерна тражња у условима лошијих изгледа глобалног привредног раста и раста ризика од стагфлације, одражавају се на нижу стопу инвестирања глобално посматрано. И заостравање монетарних политика водећих централних банака у свету могло би да смањи склоност ка инвестирању. У таквим околностима пројектујемо и мању стопу раста инвестиција у Србији у овој години од претходно очекиване уз допринос БДП-у од 0,2 п.п., при чему се већи допринос инвестиција очекује у наредне две године (по 1,6 п.п.), по основу очекиваног смањења трошкова производње и постепеног решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања. Када је реч о **приватним инвестицијама**, њихов основни извор финансирања остају сопствени извори, укључујући и прилив по основу СДИ, који се у овој години пројектује на око 3,4 млрд евра (3,3 млрд евра у нето изразу). Процењујемо да ће захваљујући повољној макроекономској перспективи земље прилив СДИ у средњем року и даље остати релативно висок (око 4–5% БДП-а годишње) и, као и до сада, пројектно распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе. Средства за нове инвестиције и у станоградњи и у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре обезбеђиваће се и путем кредитних извора, и поред тога што се очекује постепена нормализација монетарне политике ЕЦБ-а, што би за последицу могло имати нешто већу цену задуживања у страној валути него у претходном периоду. Због високе базе из претходне године, допринос **инвестиција државе** у овој години највероватније ће бити благо негативан, али се у складу с Фискалном стратегијом очекује задржавање релативно високог учешћа капиталних расхода државе у БДП-у (око 6–7% годишње), што би наредне године требало да резултира благим позитивним, а затим неутралним доприносом **инвестиција државе** након тога.

Висок позитиван допринос расту БДП-а у овој години очекујемо од **залиха**, на чији раст се одражава формирање стратешких робних резерви, пре свега хране и енергената. С постепеном нормализацијом

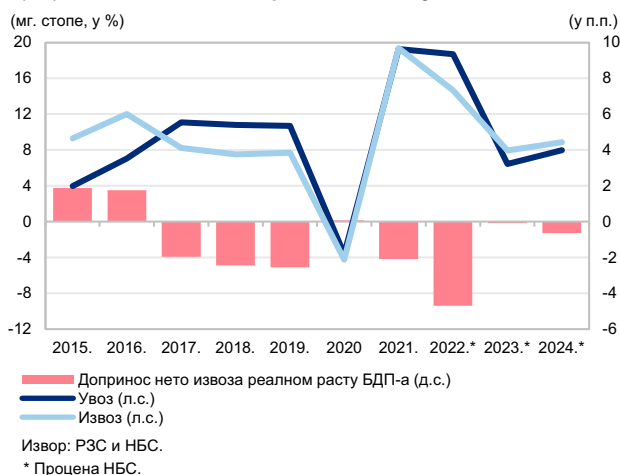
прилика у погледу цена и расположивости енергената и хране, као и решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања, наредне године очекује се и пражњење залиха и њихов негативан допринос БДП-у.

Знатан негативан допринос БДП-у у овој години очекује се од **нето извоза**. На то се пре свега одражава повећан увоз свих најважнијих енергената – гаса, нафте, угља и струје. Због проблема у електроенергетском сектору од краја прошле године и мање експлоатације угља, Србија ће ове године највероватније бити нето увозник струје, што није био случај ранијих година. У мањој мери негативан допринос нето извоза последица је и раста увоза опреме за потребе реализације поменутих инвестиционих пројеката, као и ниже екстерне тражње. Мања екстерна тражња делимично ће бити компензована растом извозне понуде по основу инвестиција из претходног периода, али ће вероватно ове године бити нижи извоз житарица због његовог привременог ограничења почетком године и формирања стратешких залиха хране на домаћем тржишту, али и мањих приноса од очекиваних, с обзиром на то да пољопривредна сезона, по првим проценама, ипак неће бити просечна, као што смо претпоставили у претходној пројекцији.

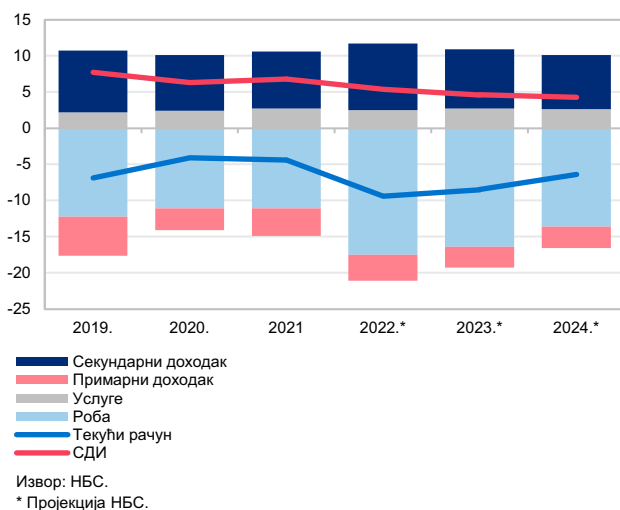
Поменута кретања робног извоза и увоза, уз неповољније односе размене по основу знатног поскупљења енергената на светском тржишту, утицаће на повећање **дефицита текућег рачуна у БДП-у** у овој години на 9,4%. На то би требало да се одрази и раст расхода по основу примарног дохотка у условима даљег раста прилива по основу СДИ и очекиваних исплата добити компанијама у страном власништву, а у мањој мери и виши трошкови отплате по основу дужничких инструмената због заштравања монетарних политика централних банака широм света. У супротном смеру деловаће стабилни приливи по основу дознака и суфицит у размени услугама, пре свега захваљујући расту тражње за туристичким услугама и наставку интензивног раста извоза ИКТ сектора. У средњем року очекује се постепено смањење учешћа дефицита текућег рачуна, чему ће допринети и повољнији односи размене, што треба да очува екстерну одрживост.

Посматрано с **производне стране**, због високог учешћа у структури БДП-а и у складу с наставком раста личне потрошње, највећи позитиван допринос расту БДП-а очекује се од услужних сектора, од по 2,5 п.п. у овој и следећој години, а затим незнатно убрзање у 2024. Готово у истој мери позитиван

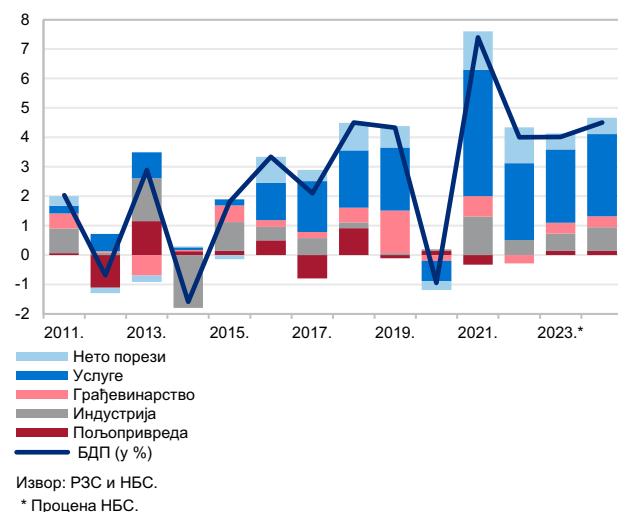
Графикон V.0.18. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.19. Пројекција текућег рачуна и СДИ



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



допринос ове године очекује се од рударства и прерађивачке индустрије (по 0,6 п.п.). Раст активности у сектору рударства резултат је пре свега активирања нових производних капацитета и веће експлоатације руде метала, нарочито бакра. Имајући у виду раст производње у прерађивачкој индустрији у П1, који је већи од очекиваног, процењујемо да ће на нивоу године бити остварен сличан допринос прерађивачке индустрије као у претходној пројекцији, и поред ниже екстерне тражње и повећаних трошкова производње. Раст прерађивачке индустрије и даље води активирање нових и проширење постојећих капацитета и раст извозне понуде по том основу. Са очекиваним слабљењем ефеката повећаних оперативних трошкова пословања по основу виших цена енергената, примарних производа и индустријских сировина, допринос прерађивачке индустрије требало би благо да убрза од наредне године. С друге стране, благ негативан допринос ове године даће грађевинарство, а од наредне године такође се очекује постепено убрзање раста активности у овом сектору, чему треба да допринесе планирана реализација инфраструктурних пројеката, пре свега у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре. Ипак, због погоршаних изгледа глобалног привредног раста, и сектор услуга, и индустрија и грађевинарство имаће благо нижи допринос наредне године у поређењу с претходном пројекцијом. Због ниже производње струје и угља у досадашњем делу године, негативан допринос расту у овој години очекујемо од сектора енергетике. Поред тога, пољопривреда ће највероватније ове године дати неутралан уместо благо позитивног доприноса БДП-у, који се, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, очекивао у претходној пројекцији.

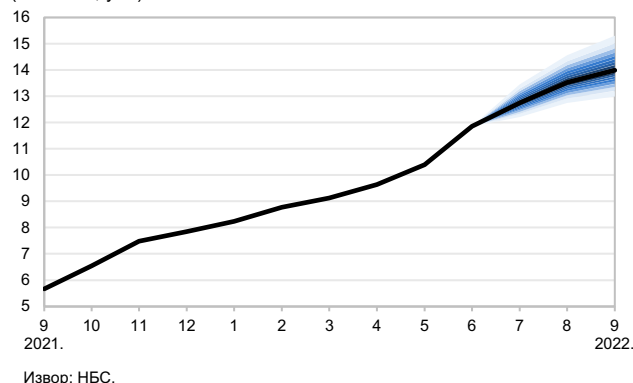
Пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације

Према централној пројекцији, укупна инфлација ће у ТЗ наставити да расте, на шта ће се у највећој мери одразити високи трошкови производње, пре свега по основу високих светских цена енергената, примарних пољопривредних производа и индустријских сировина, као и знатан раст произвођачких цена наших трговинских партнера у зони евра.

Поред тога, услед суше, уместо сезонски уобичајеног пада, очекујемо да цене воћа и поврћа на нивоу тромесечја благо порасту. То је супротно нашој процени из маја, када смо, с доласком нове пољопривредне сезоне, очекивали смањење

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



доприноса цена воћа и поврћа и прелазак у негативну зону током Т4, имајући пре свега у виду њихов висок раст у претходном периоду услед прошлогодишње суше.

У правцу више инфлације деловаће и раст регулисаних цена – поскуплење гаса и електричне енергије.

Ризици пројекције у кратком року у највећој мери односе се на цене непрерађене хране, због непознаница у вези са ефектима суше и нове пољопривредне сезоне.

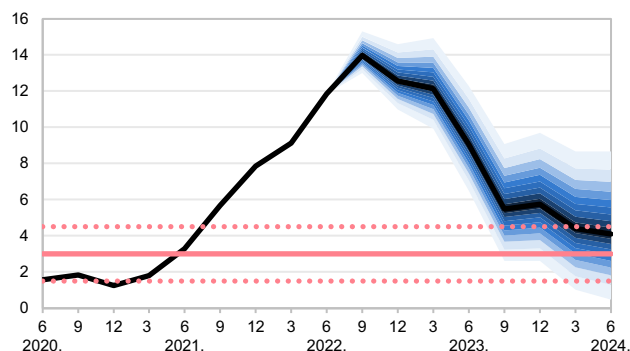
Средњорочна пројекција инфлације

У периоду од наше претходне пројекције из маја, кретања су у највећој мери одредила два кључна фактора која су се великим делом већ одразила на потрошачке цене. Први се односи на даље заостравање геополитичких тензија због конфликта у Украјини, а други на ефекте суше на овогодишњу пољопривредну производњу, која ће највероватније поново бити мања од просека, што се разликује од наше претпоставке из маја, када је претпостављана пољопривредна сезона на нивоу вишегодишњег просека. Материјализација ризика поменутих фактора, који су идентификовани и у мајској пројекцији, за последицу има виши ниво инфлације у целом хоризонту пројекције од пројектованог у мају.

Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација током Т3 ове године достићи врхунац, а да ће затим имати опадајућу путању, при чему њен снажнији пад очекујемо у П2 2023, а повратак у границе циља у П1 2024, тј. крајем хоризонта пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заостравање монетарних услова, очекивано постепено слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, а у мањој мери и нижа екстерна тражња. У кратком року томе ће допринети и донете економске мере Владе којима је ограничен раст цене хране и енергената на домаћем тржишту.

Имајући у виду остварење у досадашњем делу године, више не очекујемо да ће **цене воћа и поврћа** бити кључна дезинфлаторна компонента пројектоване инфлације.¹⁸ Утицај суше на цене воћа и поврћа огледа се у томе што се уместо знатнијег пада бележи благи

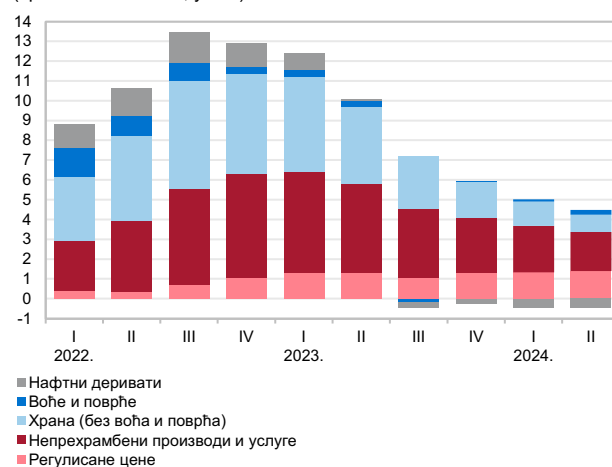
Графикон V.0.22. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

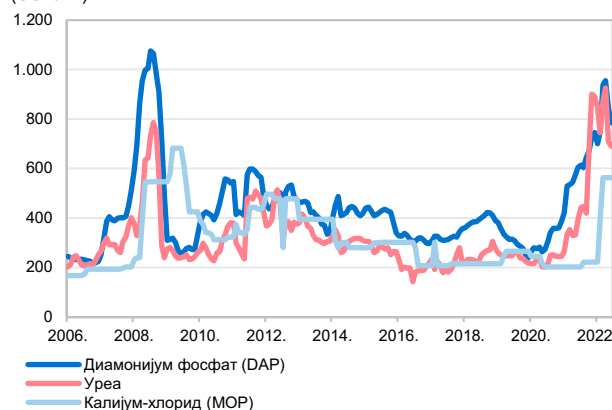
Овај тип графика приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графика и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће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

Графикон V.0.23. Доприноси мг. инфлацији по компонентама (просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон V.0.24. Цене пољопривредних ђубрива на светском тржишту (USD/mt)



Извор: Блумберг и Светска банка.

¹⁸ Више о томе: Осврт 4, стр. 74.

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



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

раст тих цена, као што је то био случај и у истом периоду прошле године. Због тога смо у нашој новој пројекцији претпоставили да ће цене воћа и поврћа у Т3 благо порасти, што је супротно сезонски уобичајеним кретањима и нашим претходним проценама (када смо очекивали пад, а од Т4 и негативан допринос м.г. инфлацији). Након тога процењујемо да ће се њихов допринос м.г. инфлацији смањивати и постати готово неутралан. Имали смо у виду и да наставак раста трошковних притисака по основу раста цена енергената, а тиме и минералних ђубрива, додатно повећава трошкове пољопривредне производње. С доласком нове, претпостављамо просечне, пољопривредне сезоне наредне године очекујемо појефтињење воћа и поврћа.

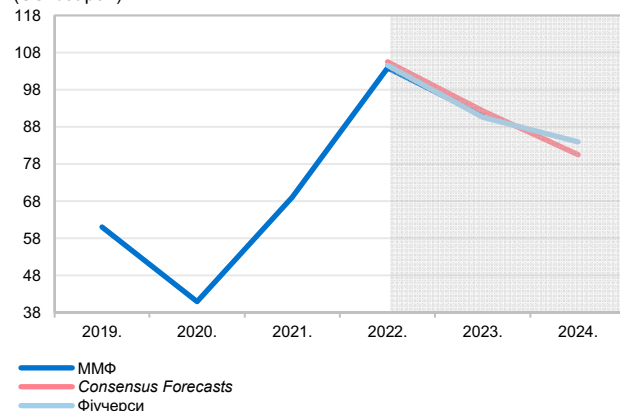
Графикон V.0.26. Цена контејнерског транспорта (у USD)



Извор: Freightos.

Слично претходној пројекцији, очекујемо да цене **нафтних деривата** задрже релативно висок допринос инфлацији у кратком року, с тим да би након Т1 2023. требало да тај допринос, ако се светска цена нафте буде кретала складу с фјучерсима, буде занемарљив.

Графикон V.0.27. Пројекције цене нафте на светском тржишту (USD/барел)



Извор: ММФ, Consensus Forecasts, Блумберг.
Напомена: Осенчена површина означава пројекцију.

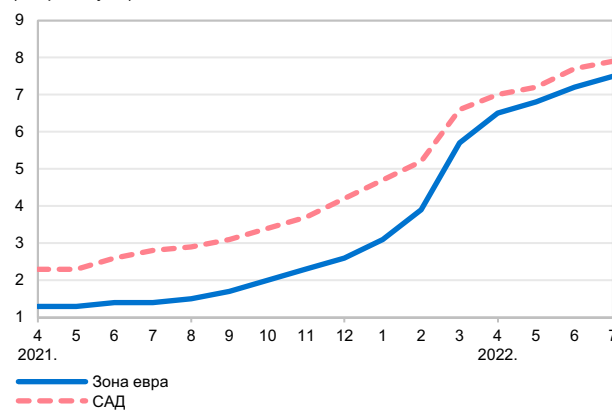
Раст трошкова у производњи хране, до кога је дошло највише услед раста светских цена нафте и примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје), одразио се и на раст **прехранбене инфлације** на домаћем тржишту, који је донекле ублажен одлуком Владе о ограничењу цена основних животних намирница. Процењујемо да је показатељ трошковних притисака у производњи хране (без воћа и поврћа) – јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем од тренда које бележи однос цена инпута и цена финалних прехранбених производа), у Т2 ове године достигао највиши ниво од 2012, што указује на то да се трошковни притисци и сада преносе на цене прехранбених производа. Ипак, знатно одступање овог показатеља од неутралног нивоа уобичајено указује на његов пад у будућности, па очекујемо да ће деловање највећег дела трошковних притисака временом бити слабије, чему треба да допринесе и очекивани пад цена примарних пољопривредних производа. То ће допринети да се прехранбена инфлација ускоро нађе на силазној путањи. Силазну путању прехранбене инфлације подржаће и очекивано опадање увозне инфлације и смиривање инфлационих очекивања. Кретање цена прехранбених производа једним делом ће зависити и од дужине трајања ограничења цена основних животних намирница.

Сличну тенденцију требало би да има **непрехрамбена инфлација**, мада ће овогодишњи максимум ове компоненте бити нижи од прехрамбене инфлације. Цене ове категорије производа зависе од цена бројних увозних компонената и сировина, као и функционисања глобалних ланаца снабдевања, па у кратком року очекујемо да ће се виша увозна инфлација и несташице сировина, као и више цене енергената и транспорта, одразити на то да се раст непрехрамбене инфлације, који је био израженији у последња два тромесечја, настави и у наредним месецима. С постепеним смањењем увозне инфлације, започетим смањењем цена међународног транспорта и ублажавањем застоја у глобалним ланцима снабдевања, уз нижу агрегатну тражњу, очекујемо смањење притиска на домаће цене непрехрамбених производа, па би требало да допринос ове групе укупној инфлацији опадне од краја текуће године.

Допринос **регулисаних цена** постепено ће се повећавати, у складу с нашом претпоставком о расту тих цена у овој години од 6,2%, а у наредној од 7%. У складу с тим, допринос регулисаних цена укупној м.г. инфлацији биће 1,1 п.п. крајем ове године, а 1,3 п.п. крајем следеће године.

Посматрано по факторима, **цене из међународног окружења настављају да буду главни генератор инфлаторних притисака у Србији**. Инфлација на глобалном нивоу се чак и повећала, упркос успоравању глобалног раста, под утицајем раста цена хране и енергената, као и неравнотеже између понуде и тражње. Томе треба додати и несташице материјала, опреме и радне снаге, као и даље релативно високе трошкове транспорта. Глобалне **цене хране** су на знатно вишем нивоу него 2021. године, али су се стабилизовале последњих месеци. Стабилизацији су допринели побољшани изгледи за жетву у Северној и Јужној Америци, као и ублажавање појединих протекционистичких мера (у Индији и Индонезији), које су биле уведене по избијању конфликта у Украјини. Такође, текући аранжмани треба да омогуће извоз украјинског жита и допринесу постепеној нормализацији ових цена, па би **цене пољопривредних производа**, након високог раста од готово 14% у овој години, требало да падну за око 8% у наредној години, што би постепено снижавало садашње, изузетно високе трошкове у производњи хране. Очекивања су слична и за **светску цену нафте**, која је, након снажног раста све до

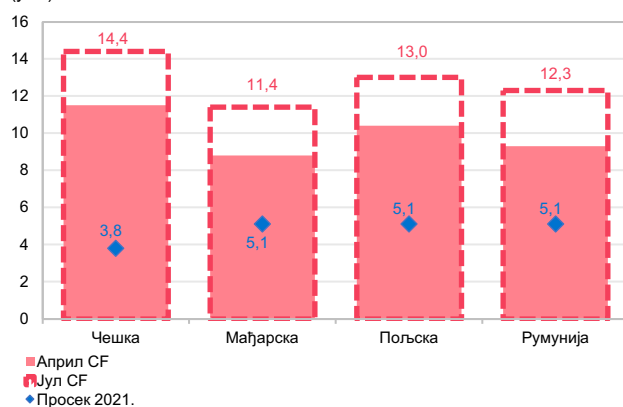
Графикон V.0.28. Ревизије прогнозе инфлације за 2022. у последњој години дана (м.г. раст, у %)



Извор: Consensus Forecasts.

средине јуна, стабилизована под утицајем успоравања глобалног раста и снажног повећања каматних стопа, пре свега ФЕД-а. У наредном периоду очекује се умерено смањивање светске цене нафте, што би знатно допринело паду мг. инфлације у Србији. С друге стране, с обзиром на тржишне уговоре, очекује се да **светске цене природног гаса** наставе да расту, посебно током ове зиме, а њихов знатнији пад се не очекује пре 2024. године. Слично је с **ценама угља и електричне енергије**.

Графикон V.0.29. Ревизија пројекције инфлације за 2022. (у %)



Извор: Consensus Forecasts.

Нарочито забрињава **ниво снабдевања гасом земаља ЕУ** током 2022. и 2023. године. Потпуни прекид извоза руског гаса у европске привреде знатно би повећао инфлацију на глобалном нивоу, кроз веће цене енергената и трошкове у производњи. У Европи би могло да дође и до рационализације потрошње енергије, што би имало снажне негативне ефекте на главне индустријске секторе и нагло би смањило раст у зони евра у 2022. и 2023. години, а додатно повећало инфлацију с негативним прекограничним последицама.

У водећим светским економијама и у земљама региона, **инфлација се и даље креће на вишедеценијским максимумима**. Од 2021. године, потрошачке цене на глобалном нивоу константно расту брже него што то очекују централне банке и релевантне међународне институције. Виша инфлација од очекиване, посебно у САД и водећим европским економијама, **заострила је глобалне финансијске услове**. Очекује се да синхронизовано затезање монетарних политика у већини земаља покаже своје ефекте и успори инфлацију у наредном периоду. То ће допринети смањењу притисака по основу увозне инфлације на цене у Србији током хоризонта пројекције, што је један од важних фактора пројектованог враћања инфлације ка циљу.

Графикон V.0.30. Пројектовано кретање производног јаз* (у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.

По основу **агрегатне тражње** не очекујемо веће инфлаторне притиске. Штавише, изгледи за глобални раст лошији су него пре три месеца, а светска привреда би ускоро могла да се нађе у рецесији, и то само две године након последње. Чак и без додатних поремећаја у снабдевању гасом из Русије, зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, вероватно прети рецесија крајем ове године. Негативни ефекти конфликта у Украјини на водеће европске економије већи су него што се првобитно очекивало, пре свега због виших цена енергената, слабења потрошачког поверења и успоравања индустријске производње услед перзистентних застоја у ланцима снабдевања и повећаних трошкова

инпута. Стога очекујемо дезинфлаторне притиске по основу ниске агрегатне тражње и **продубљивање негативног производног јаза**, који се ни до краја периода пројекције неће затворити. На то ће у највећој мери утицати нижа екстерна тражња. На нешто нижи расположиви доходак за потрошњу деловаће умерено заштравање монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије, али ће оно делом бити компензовано најављеним растом плата у јавном сектору и пензија, као и наставком позитивних трендова на тржишту рада. Уз очекивани раст екстерне тражње, наведени фактори треба да резултирају постепеним смањењем негативног производног јаза од средине 2023. године.

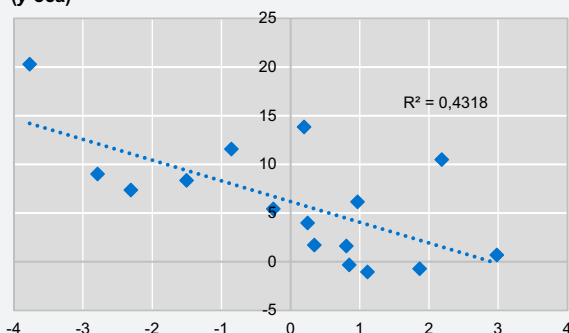
Осврт 4: Утицај метеоролошких услова на цене поврћа и воћа у Србији

Претпоставка наше мајске пројекције инфлације била је да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна, што је требало да резултира падом цена поврћа и воћа (заједно посматрано) на домаћем тржишту од маја, с обзиром на то да су због прошлогодишње суше ове цене биле прилично високе. Тада смо претпостављали да би с доласком нове пољопривредне сезоне допринос цена поврћа и воћа м.г. инфлацији требало да се смањи на 1 п.п. у Т2, са 1,5 п.п. у Т1, а затим на 0,2 п.п. у Т3 и да у Т4 постане негативан. Међутим, високе температуре крајем јуна и током јула, које су изнад вишегодишњег просека (просечна температура у јулу ове године износила је 31,8°C за Нови Сад и 32,3°C за Ниш, док је просек за претходних 15 година за јул износио 29,6°C и 31°C, респективно), као и мања количина падавина, указују на то да ће нас, по свој прилици, и ове године погодити суша. То ће се највероватније одразити на принос повртарских и воћарских, али и јесењих пољопривредних култура (кукуруза и индустријског биља), при чему су новим топлотним таласом погођене и друге земље Европе, што значи да би пољопривредна сезона и у региону могла бити лошија од просечне.

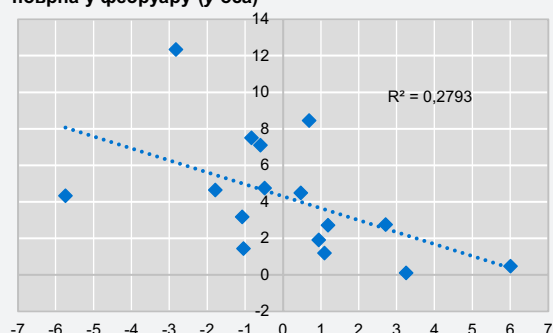
Имајући у виду да су наше раније анализе показале да се као доминантан фактор осцилација цена воћа и поврћа у Србији и одступања од сезонски уобичајених кретања издваја принос воћарских и повртарских култура, који у великој мери зависи од временских прилика,¹ анализирали смо утицај температуре на цене воћа и поврћа, пратећи њихово кретање у претходних 15 година. Конкретно, пратили смо одступање просечне температуре током различитих месеци од вишегодишњег просека за тај месец за подручје Новог Сада и Ниша (с обзиром на то да је реч о подручјима с највећом производњом поврћа и воћа у Србији) и оценили утицај на месечне промене цена воћа и поврћа с временским помаком од једног месеца. Резултати анализе потврдили су да постоји статистички значајна веза између просечних температура у децембру и јануару с ценама поврћа у јануару и фебруару, респективно, при чему је та веза негативна. То значи да када је температура током децембра или јануара изнад дугорочног просека за тај период године, то погодује производњи из пластеника, те се цене поврћа у наредном месецу смањују. Слично томе, и цене воћа се тада смањују. Негативна и статистички значајна веза постоји још између априлских температура и цена воћа у мају, јер се дешавало да мраз током априла знатно смањи принос воћарских култура и доведе до већег раста њихових цена (нпр. јагоде, трешње). С друге стране, веза између просечних температура у јуну и јулу и цена поврћа и воћа у јулу и августу позитивна је и статистички значајна (степен корелације изнад 0,5%), јер температура изнад просека за последицу углавном има сушу, што се одражава на мањи пад цене поврћа (пре свега паприке, парадајза и купуса) и воћа од сезонски уобичајеног или чак на његов изостанак. То у великој мери објашњава и због чега је у јуну ове године изостао очекивани наставак сезонског пада цена поврћа, који је започет у мају, при чему неповољне временске прилике у јулу указују и на то да очекивани сезонски пад цена воћа и поврћа може изостати у августу и септембру.

Графикон О.4.1. Оцењена веза одступања од просечне температуре у Новом Саду и Нишу у периоду 2007–2021. (до јуна 2022) и месечне промене цена поврћа и воћа на домаћем тржишту

Одступање температуре у Нишу од вишегодишњег просека у децембру (x-оса) и месечна промена цена поврћа у јануару (y-оса)

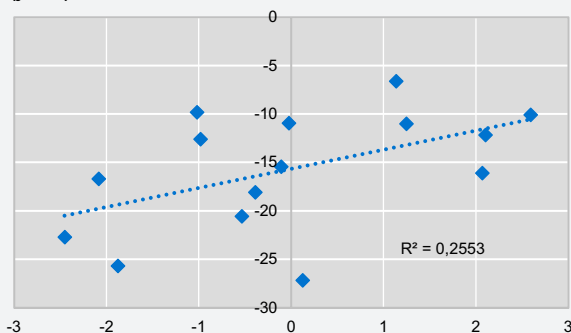


Одступање температуре у Нишу од вишегодишњег просека у јануару (x-оса) и месечна промена цена поврћа у фебруару (y-оса)

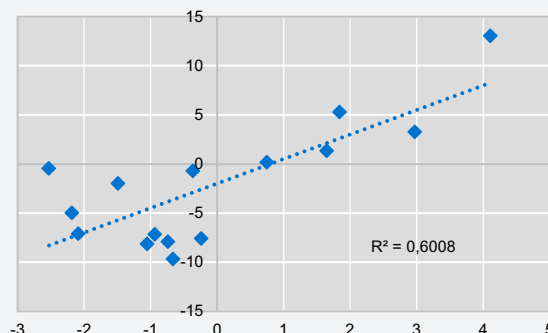


¹ Видети Извештај о инфлацији – мај 2021, Осврт 1, стр. 13.

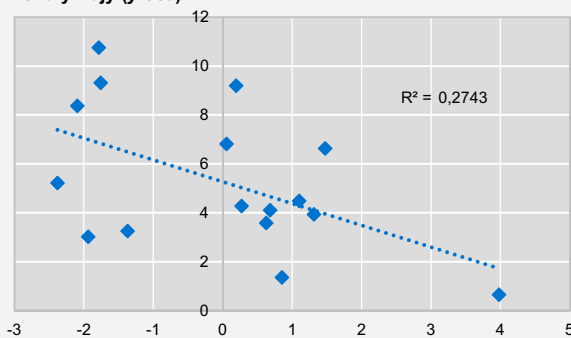
Одступање температуре у Новом Саду од вишегодишњег просека у јуну (x-оса) и месечна промена цена поврћа у јулу (y-оса)



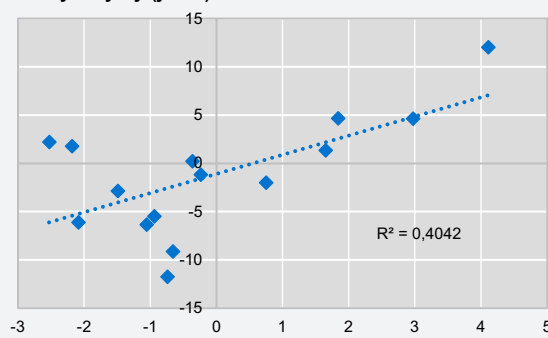
Одступање температуре у Нишу од вишегодишњег просека у јулу (x-оса) и месечна промена цена поврћа у августу (y-оса)



Одступање температуре у Новом Саду од вишегодишњег просека у априлу (x-оса) и месечна промена цена свежег воћа у мају (y-оса)



Одступање температуре у Нишу од вишегодишњег просека у јулу (x-оса) и месечна промена цена свежег воћа у августу (y-оса)



Извор: European Climate Assessment & Dataset и РЗС, прерачун НБС.

Иначе, у претходних десет година, цене поврћа су током ТЗ у просеку бележиле пад од око 15%, при чему је у сушним годинама, попут 2021, тај пад у потпуности изостао (штавише, у 2021. забележен је раст од око 4%), или је био далеко мањи од сезонски уобичајеног, као на пример 2012, када је износио свега 1,2%. Цене воћа су током ТЗ 2021. порасле за чак 10%, а слично је било и 2012. (раст од око 12%), док је, према десетогодишњем просеку, сезонски уобичајен пад цена воћа током ТЗ од око 2%.

Имајући у виду метеоролошке услове у досадашњем току године, готово са сигурношћу можемо рећи да овогодишња пољопривредна сезона неће бити просечна, већ лошија од просека. Због тога смо у новој пројекцији претпоставили да ће цене поврћа и воћа, заједно посматрано, на нивоу тромесечја у ТЗ порасти за преко 3%, што је супротно нашим претходним проценама из маја, када смо очекивали пад од око 11%. Поред тога, имамо у виду и то да наставак раста трошковних притисака по основу раста цена енергената, а тиме и минералних ђубрива, додатно повећава трошкове пољопривредне производње. То у великој мери објашњава и због чега је наша нова пројекција инфлације на вишем нивоу него што смо претпоставили у мају.

Како је тешко с прецизношћу проценити метеоролошке услове у наредном периоду, тј. колико ће заправо сезона бити лошија од просечне, јер су подаци о производњи доступни само на годишњем нивоу, и то тек крајем године, пројектовање цена воћа и поврћа ће и у наредном периоду бити тешко и могућа су одступања од наших претпоставки, због чега је карактер пољопривредне сезоне и даље један од значајнијих ризика наше пројекције инфлације, као и БДП-а.

Ризици пројекције БДП-а и инфлације

Геополитичка дешавања у вези са ситуацијом у **Украјини** и даље су главни извор неизвесности наших нових макроекономских пројекција, јер у великој мери одређују интензитет и дужину трајања трошковних притисака из међународног окружења, укључујући и несташице појединих сировина у производњи, као и брзину глобалног привредног раста. Поред тога, остварење наших пројекција зависиће и од темпа нормализације монетарних политика водећих централних банака – ФЕД-а и ЕЦБ-а, који се, упркос слабијим изгледима привредног раста, за сада одвија брже од очекиваног због интензивираних инфлаторних притисака. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се у највећој мери односе на исход овогодишње пољопривредне сезоне, тј. на то колико ће она бити лошија од просечне. Ризик пројекције представљају и дешавања у сектору енергетике – и у погледу обима производње угља и електричне енергије на домаћем тржишту, али и у погледу цена по којима ће се увозити део гаса изнад нивоа који је дефинисан уговором с Русијом, као и евентуалних мера које би Влада могла да предузме како би се обезбедила енергетска сигурност на домаћем тржишту.

Утицај геополитичких дешавања најизраженији је на светским тржиштима **енергената**. На цене енергената утицаће досадашње санкције Запада Русији и њихово евентуално проширење, несагласност око начина плаћања енергената (у рубљама или доларима), став земаља према увозу енергената из Русије, могућности транзита итд. Ризици по том основу нешто су мањи у случају нафте у односу на гас и струју због постојања алтернативних извора снабдевања и могућности интервенисања из стратешких резерви. У случају гаса, међутим, европске земље немају пуно могућности супституције, барем не у кратком року, па је цена овог енергента под већим ризиком. При томе, треба имати у виду да су залихе гаса у Европи и пре кризе у Украјини пале испод дугогодишњег просека, што је, уз снажан раст тражње, вођен рекордним ценама емисионих дозвола, генерисало узлазни раст цена овог енергента и пре избијања конфликта у Украјини. С обзиром на то да смо претпоставили да се геополитичке тензије неће додатно заоштрити и да се неће прекинути снабдевање руским гасом у Европи, **ценимо да су ризици пројекције БДП-а по основу светских цена енергената асиметрични наниже, а инфлације навише.**

Ризици наниже по **глобални привредни раст** додатно су порасли у периоду од претходног извештаја, на шта се пре свега одражава геополитичка неизвесност. Евентуална даља ескалација сукоба у Украјини и увођење додатних санкција Русији могли би додатно да умање извозну тражњу за нашим производима, а тиме и да успоре раст прерађивачке индустрије и извоза. Поред тога, политика нулте толеранције према вирусу корона у Кини у случају погоршања епидемијске ситуације могла би да погорша ситуацију у глобалним производним ланцима, а појава нових сојева вируса на глобалном нивоу додатно би смањила тражњу за услугама, премда би ти ефекти били далеко мањи него у претходним таласима пандемије. Имајући претходно у виду, оцењујемо да су **ризични пројекције инфлације и БДП-а по основу глобалног привредног раста и ниже екстерне тражње асиметрични наниже**.

Табела V.0.4. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације

Ризик	Могући канали утицаја	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Геополитичке тензије и дешавања у Украјини	– Даља ескалација сукоба и поштравање санкција могли би да се одразе на нижу екстерну тражњу за нашим производима; – Заостравање геополитичких тензија повећало би трошкове производње по основу даљег раста цена енергената, примарних производа и продубљивања застоја у глобалним ланцима снабдевања.	↓	↑
Изгледи за глобални привредни раст, пре свега раст у зони евра	– 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 глобална инфлација, а пре свега инфлација у зони евра, од очекиване делује у правцу више увозне инфлације, што повећава трошкове производње; – Веће и/или брже од очекиваног заостравање монетарних политика водећих централних банака води већој аверзији инвеститора према ризику и мањим токовима капитала према земљама у успону.	↓	↑
Пољопривредна сезона	Исподпросечна пољопривредна сезона води мањој понуди пољопривредних производа и отуда може имати инфлаторне притиске.	↓	↑
Расположиви доходак	Нижи расположиви доходак по основу повећаних трошкова производње и споријег раста запослености и зарада од очекиваног за последицу би имао спорији раст домаће тражње и дезинфлаторније притиске.	↓	↓
Регулисане цене, мере Владе за ограничење цена хране и енергената	Виши раст регулисаних цена доприноси вишој инфлацији и нижем расположивом доходу за потрошњу и инвестиције.	↓	↑

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.

Нижи глобални привредни раст могао би смањити цене примарних производа, које у великој мери зависе од фазе циклуса у којој се налази светска привреда. С друге стране, продубљивање геополитичких тензија, с обзиром на то да су Русија и Украјина велики произвођачи и извозници примарних пољопривредних производа, метала и минерала, могло би утицати на њихову мању понуду на светском тржишту. Русија је доминантан произвођач и компонената минералног ђубрива, чије цене знатно утичу на трошкове производње пољопривредних производа широм света, па и у Србији. Поред тога, топли таласи широм Европе указују на то да би пољопривредна сезона могла бити лошија од просечне. Из тих разлога ценимо да су **ризичи одступања светских цена примарних производа веома високи и у случају инфлације и БДП-а вероватно асиметрични навише**. Када је конкретно реч о утицају на БДП, треба имати у виду да су по основу већих светских цена примарних производа виши трошкови производње и да је расположиви доходак за инвестиције нижи, док, с друге стране, то доприноси већем извозу пољопривредних производа и метала, мада код пољопривредних производа постоји ризик и на страни понуде, јер ће вредност извоза зависити и од исхода пољопривредне сезоне.

По основу могућег продужења застоја у глобалним ланцима снабдевања и енергетске кризе, **постоји ризик да инфлаторни притисци у зони евра постану трајнији, што би се одразило и на даљи раст трошкова производње у Србији, нижи привредни раст и вишу инфлацију**. Снажан раст инфлације у најразвијенијим светским економијама у протеклом периоду знатно повећава вероватноћу да ће **водеће централне банке у већој мери заострити монетарне политике него што тржишта очекују**. Веће затезање монетарне политике водећих централних банака од очекиваног водило би поштравању глобалних услова финансирања, као и смањењу прилива капитала у земље у успону и појави депрецијацијских притисака по том основу. Ценимо да би се у том случају виша цена задуживања у инострану валути, преко нижег расположивог дохотка, могла одразити на нижу домаћу тражњу, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу мањих прилива капитала. Ако се пак инфлација у развијеним земљама врати на ниже нивое раније од очекивања и/или ако се привредни раст знатније успори, водеће централне банке могу ограничити заостравање монетарних услова или га прекинути, што би резултирало повољнијим условима финансирања на глобалном нивоу од очекиваних.

Када су у питању домаћи фактори, ризик пројекције инфлације у највећој мери представља **карактер пољопривредне сезоне**. Метеоролошки услови (подаци о просечној температури и падавинама) указују на то да се ове године поново суочавамо са сушом, али још увек није извесно у којој мери је пољопривредна сезона лошија од просечне. У новој пројекцији смо претпоставили да ће пољопривредна производња бити на нивоу прошлогодишње, која је забележила пад од око 5%. Међутим, постоје ризици да ефекти овогодишње суше буду и већи, због чега **ценимо да су по овом основу ризици пројекције инфлације асиметрични навише, а БДП-а наниже**.

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

Ризик пројекције представљају и дешавања у сектору **енергетике**. Због проблема у електроенергетском систему током претходне зиме, поставља се питање могућности повећања обима производње угља и електричне енергије на домаћем тржишту у наредној сезони. Поред тога, знатнији раст цена по којима ће се увозити део гаса изнад нивоа који је дефинисан уговором с Русијом могао би да изазове већи раст трошкова производње компанијама из енергетског система и да захтева **већи раст цена гаса и струје и за домаћинства од пројектованог, као и електричне енергије за привреду**, како би се обезбедила енергетска сигурност на домаћем тржишту. То свакако представља **ризик навише за пројекцију инфлације, односно наниже за привредни раст**.

Одступања од претпоставки коришћених у пројекцији могућа су и по основу цена других производа које је ограничила Влада у претходном периоду. Тако, на пример, ако се привредни раст знатније успори под утицајем глобалних фактора и погоршају фискални показатељи или пад цена нафте на светском тржишту буде већи, **држава може у неком тренутку да одустане од смањења акциза на гориво**, што би за последицу имало раст цена горива. Влада може да донесе одлуку и да се продужи период у коме су ограничене цене основних животних намирница. При томе, не очекујемо да би продужење

ограничења цена основних животних намирница знатније погодило произвођаче, јер је реч о малом броју производа.

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 заостравањем монетарних услова. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту. Народна банка Србије је спремна да настави да реагује свим расположивим инструментима монетарне политике ако се материјализују неки од ризика који би за последицу имали да се инфлација до краја хоризонта пројекције задржи изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције инфлације, БДП-а и дефицита текућег рачуна платног биланса

Неизвесност у погледу остварења централних пројекција инфлације, БДП-а и учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у и даље је велика и пре свега потиче од фактора из међународног окружења, што одражавају графикони (енгл. *fan charts*) на којима су приказане дистрибуције вероватноће пројекције инфлације и БДП-а. Ризици пројекције и даље се у највећој мери односе на геополитичке тензије и ситуацију у Украјини, а тиме и на њихов утицај на цене и расположивост енергената на светском тржишту, али и других примарних производа и индустријских сировина, с обзиром на то да су Русија и Украјина значајни светски извозници житарица, а Русија и енергената, метала и минерала. Од даљег развоја ситуације у Украјини у великој мери ће зависити и дужина и интензитет застоја у глобалним ланцима снабдевања. Због високе зависности од увоза енергената из Русије, у случају материјализације ових ризика, тј. даљег знатног раста цена енергената и примарних производа, највише би биле погођене зона евра и друге земље ЕУ, што су управо земље с којима остварујемо највеће трговинске везе. Поред тога, изражени су и ризици да би глобални привредни раст могао бити нижи од очекиваног, при чему би ризици јачања рецесионих притисака били пре свега изражени за САД и зону евра. На то би се одразили виша глобална инфлација од очекиване, која смањује расположив доходак за инвестиције и потрошњу, затим брже заоштравање монетарних политика водећих централних банака од претходно очекиваног, као и глобално повећана неизвесност, што се све заједно негативно одражава на инвестиционо и потрошачко поверење. Ризик по глобални привредни раст представља и могућност ширења нових варијанти вируса корона, посебно ако се има у виду да је индустријски сектор Кине у овој години прилично погођен рестриктивним здравственим мерама, што је за последицу имало и несташнице појединих сировина и делова за производњу на глобалном нивоу. Када је реч о домаћим ризицима, кључни ризик по остварење макроекономских пројекција представља исход пољопривредне сезоне, који је доведен у питање након снажног топлотног таласа у другој половини јула. У основном сценарију претпоставили смо да ће овогодишња сезона бити слична прошлогодишњој (која је била исподпросечна), али постоје ризици да би приноси основних сировина у производњи хране (кукуруза, соје, сунцокрета и осталог индустријског биља) могли бити још нижи од претпостављених, што би се одразило и на више цене прерађене хране. Такође, неповољне временске прилике одразиле су се и на сезонски неубичајени раст цена поврћа у јуну, што је довело до више инфлације од очекиване. Други домаћи ризик представља пре свега производња угља, која није на задовољавајућем нивоу, што се одражава на повећан увоз енергената.

Табела О.5.1. Екстерне претпоставке пројекције у основном и алтернативним сценаријима

		Основни сценарио	Сценарио с прекидом снабдевања зоне евра гасом у Т3	Сценарио с нижим глобалним привредним растом
Стопа раста БДП-а зоне евра (у %)	2022.	2,7	1,3	1,8
	2023.	1,4	-1,7	1,1
Просечна инфлација у зони евра (у %)	2022.	7,7	8,6	6,8
	2023.	4,0	6,7	3,0
Светска цена нафте (просек, у USD по барелу)	2022.	105	127	92
	2023.	91	135	78
Светска цена нафте (крај године, у USD по барелу)	2022.	97	146	74
	2023.	87	128	80
Светска цена гаса (просек, у USD по кубном метру)	2022.	1.280	1.720	1.100
	2023.	1.450	2.710	1.010
Светска цена гаса (крај године, у USD по кубном метру)	2022.	2.000	3.990	1.330
	2023.	1.340	2.280	990
Светске цене примарних пољопривредних производа (мг. раст у Т4, у %)	2022.	13,7	56,6	3,9
	2023.	-7,8	-18,2	4,2
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (крај године)	2022.	1,1	1,3	1,1
	2023.	1,2	1,5	1,2

Извор: *Consensus Forecasts*, ЕЦБ, Блумберг.

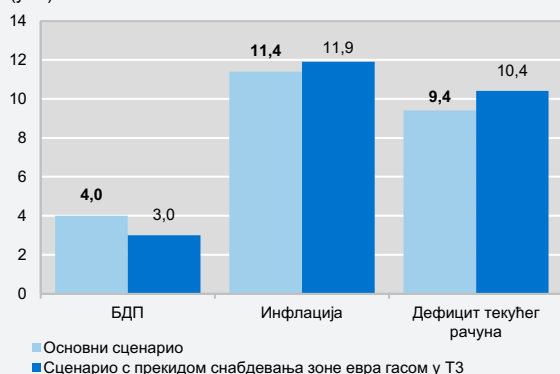
Претпоставке које се односе на цене и расположивост енергената које смо користили у нашој централној пројекцији макроекономских показатеља базиране су на претпоставкама коришћеним у јунској пројекцији ЕЦБ-а, а то је да ће конфликт у Украјини до краја ове године бити истог интензитета, али да се у наредном периоду неће додатно заоштрити геополитичке тензије и прекинути снабдевање Европе енергентима из Русије, узостанак на снази до сада уведених санкција Русији до краја хоризонта пројекције, тј. и у наредне две године. У овом случају, према оцени ЕЦБ-а, средњорочни изгледи привредног раста зоне евра остају позитивни, али нешто неповољнији него што се очекивало три месеца раније, док би застоји у глобалним ланцима снабдевања требало да се постепено решавају и ишчезну до краја 2023. Инфлација у зони евра би у овом случају у хоризонту пројекције остала на вишем нивоу него претходних година због повећаних трошкова производње, депрецијације евра према долару и заоштрених услова на тржишту рада по основу раста зарада и смањења стопе незапослености. Ипак, инфлација у зони евра постепено би успоравала у наредном периоду, чему би допринело попуштање ефеката високих цена енергената и хране, као и застоја у глобалним ланцима снабдевања, уз ефекте нормализације монетарне политике ЕЦБ-а и привредног раста нижег од очекиваног. Имајући у виду ризике по основу актуелних геополитичких тензија у погледу цена и расположивости енергената и других примарних производа, као и по основу могућих неповољнијих изгледа глобалног привредног раста за наредни период, у овом осврту представили смо два алтернативна сценарија пројекције која би узела у обзир материјализацију ових ризика. Сличне алтернативне сценарије макроекономских пројекција имао је и ММФ у јулском издању *WEO*.

Алтернативни сценарио – прекид у снабдевању зоне евра гасом из Русије током Т3 (више цене енергената на светском тржишту и њихова смањена расположивост)

У овом сценарију пошли смо од претпоставки које је ЕЦБ користила у свом алтернативном сценарију приликом израде јунских пројекција. Претпоставке овог сценарија биле су да ће се прекинути снабдевање руским гасом у зони евра од Т3. Због знатно виших цена гаса и нафте, неизвесност на међународном финансијском тржишту била би знатно повећана и тражња смањена, а и услови финансирања били би неповољнији, што би за последицу извесно имало нижи привредни раст зоне евра него у основном сценарију, а који би у том случају износио 1,3% у 2022. и -1,7% у 2023. Опоравак и бржи раст него у основном сценарију уследио би у 2024. Притом, због високог ефекта пренетих тенденција (тзв. *carry-over* ефекта) привредни раст у 2022. остао би позитиван, премда би у П2 тромесечне стопе раста биле негативне, а вероватно и почетком 2023, јер би се смањила производња, и то пре свега у енергетски интензивним секторима. У 2022. и 2023. инфлација би и у зони евра била на вишем нивоу него у основном сценарију и у просеку би износила 8,6% и 6,6%, респективно.

Графикон О.5.1. Поређење основног сценарија и сценарија с прекидом снабдевања зоне евра гасом у Т3 за 2022.

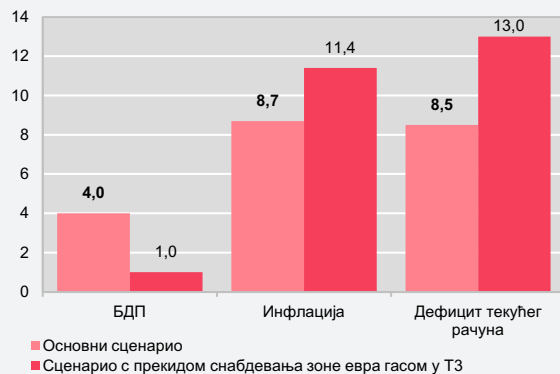
(у %)



Извор: НБС.

Графикон О.5.2. Поређење основног сценарија и сценарија с прекидом снабдевања зоне евра гасом у Т3 за 2023.

(у %)



Извор: НБС.

Конкретно, у овом сценарију коришћена је претпоставка да би се цена природног гаса за Европу до Т4 ове године нашла на двоструко вишем нивоу него што је претпостављено у основном сценарију (где је претпоставка базирана на последњим расположивим фјучерсима за крај јула), због немогућности да се у кратком року обезбеди

алтернатива гасу који се увози из Русије. По овом основу и светска цена нафте би крајем ове године забележила виши ниво него у основном сценарију, и то за преко 50%, иако се овде претпоставља да неће бити већих проблема у снабдевању као у случају гаса. У средњем року би се у овом сценарију највероватније постепено смириле ове цене и успоставила равнотежа на тржишту енергената, али би се и крајем периода пројекције ове цене задржале на вишем нивоу него у основном сценарију. Раст цена горива и минералних ђубрива одразио би се и на раст светских цена примарних пољопривредних производа, које би могле да достигну врхунац на нивоу који је око 35% виши него у основном сценарију.

Укључивање свих претходно наведених претпоставки за последицу би имало 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), али и индиректне ефекте (кроз повећане трошковне притиске, односно повећану увозну инфлацију), услед додатног раста светских цена енергената и примарних пољопривредних производа. У том случају дошло би и до веће инфлације у зони евра, што би делом могло да буде компензовано ефектима ниже агрегатне тражње с домаћег и међународног тржишта. Истовремено, раст цена енергената и повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту за последицу би имали већи увоз енергената вредносно посматрано, раст премије ризика земље и нижи прилив капитала у Србију, пре свега у виду портфолио инвестиција, што би довело и до јачања депрецијацијских притисака. Због свега претходно наведеног, инфлација би се спустила на једноцифрени ниво тек у Т3 2023, али се ни до краја хоризонта пројекције не би вратила у границе циља.

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, пре свега у 2023. години. Посматрано у структури раста, допринос и приватне потрошње и инвестиција био би нижи него у основном сценарију, а допринос нето извоза негативнији у условима смањене екстерне тражње. С друге стране, услед повећане глобалне неизвесности и мање екстерне тражње вероватно би био повећан допринос залиха, барем у кратком року, као и државне потрошње због потребе да се обезбеди помоћ најугроженијим категоријама становништва, вероватно делом и на штету јавних инвестиција. Процењујемо да би у том случају раст БДП-а у овој години био нижи за око 1 п.п. него у основном сценарију (централна пројекција би у том случају износила 3%), док би због нижег тзв. *carry-over* ефекта из Т4 ове године раст у наредној години био нижи и за 3 п.п. него у основном сценарију (уз централну пројекцију од 1%). То је ипак нешто мања корекција привредног раста у поређењу с корекцијом за зону евра због чињенице да снабдевеност енергентима на домаћем тржишту не би била доведена у питање захваљујући томе што су предузете мере да се обезбеде довољне резерве гаса. Поред тога, постигнут је нови договор с Русијом, који ће обезбедити да се већи део гаса у зимским месецима увози по повољнијим условима од тржишних.

Дефицит текућег рачуна био би на вишем нивоу него у основном сценарију за око 1 п.п. у овој години и за преко 4 п.п. у 2023, на шта би се одразили и неповољнији односи размене због знатног раста цена енергената, али и смањена екстерна тражња. У овом сценарију би вероватно био нижи и прилив дознака него у основном сценарију због тога што би се нижи привредни раст одразио и на тржиште рада зоне евра, одакле потиче знатан део дознака у Србију. Поред тога, на веће расходе по основу доходака одразили би се неповољнији услови финансирања на међународном финансијском тржишту, као и већи степен заостравања монетарне политике ЕЦБ-а и ФЕД-а.

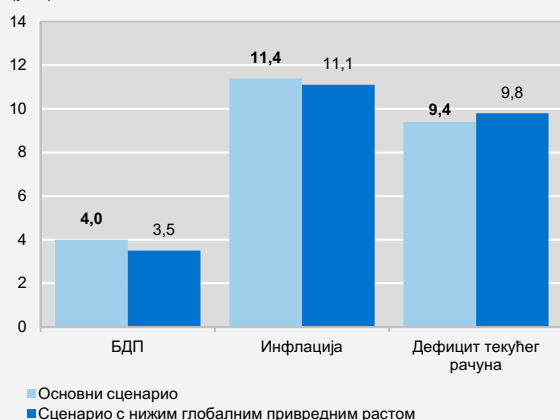
Алтернативни сценарио уз претпоставку лошијих изгледа глобалног привредног раста, али без прекида у снабдевању зоне евра гасом

У другом сценарију претпоставили само да ће рецесија у зони евра и САД у П2 ове године бити дубља него што је претпостављено у основном сценарију, као и да ће глобални привредни раст бити нижи. Материјализација ризика оваквог сценарија за последицу би имала нижи привредни раст Србије него у основном сценарију, као и виши дефицит текућег рачуна платног биланса, док би инфлација била нижа него у основном сценарију.

У овом сценарију претпоставили смо да би привредни раст зоне евра у овој години износио 1,8%, а у наредној 1,1%, што би се преко ефекта ниже екстерне тражње одразило и на нижи привредни раст Србије. У том случају централна пројекција **стопе раста БДП-а Србије** у овој години износила би 3,5%, а у наредној 2%, при чему би нижи раст у поређењу са основним сценаријом у највећој мери био последица негативнијег доприноса нето извоза, а у мањој мери и нижег доприноса личне потрошње и инвестиција због мањег прилива капитала у Србију.

Графикон О.5.3. **Поређење основног сценарија и сценарија с нижим глобалним привредним растом за 2022.**

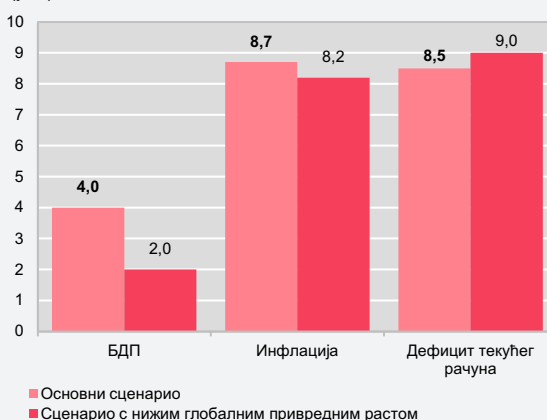
(у %)



Извор: НБС.

Графикон О.5.4. **Поређење основног сценарија и сценарија с нижим глобалним привредним растом за 2023.**

(у %)



Извор: НБС.

Лошији изгледи глобалног привредног раста утицали би на већи пад светских цена нафте и других примарних производа у наредном периоду од оног који се очекује у основном сценарију, што би смањило трошковне притиске и резултирало бржем од очекиваног успоравању **увозне и домаће инфлације**, а додатан допринос нижој инфлацији потицао би од ниже агрегатне тражње. Уз претпоставку да би се светске цене нафте крајем ове године нашле на нижем нивоу него у основном сценарију за око 50%, а цене примарних пољопривредних производа за близу 15%, инфлација би у овој години била у просеку нижа него у основном сценарију за око 0,3 п.п., а наредне за 0,5 п.п.

Када је реч о утицају на дефицит текућег рачуна платног биланса, нижа екстерна тражња деловала би на мањи извоз, али би то делом било компензовано ефектима повољнијих односа размене, који би због претпостављеног пада цена енергената деловали у правцу нижег дефицита текућег рачуна.

Да закључимо. Даљи развој геополитичких дешавања и јачина глобалних трошковних притисака у великој мери ће одредити остварење наших макроекономских пројекција. С обзиром на то да је реч о факторима на које Народна банка Србије својим мерама не може да утиче, ризици остварења макроекономских пројекција већи су него у нормалним околностима.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	T1 2022.	T2 2022.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																			
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	6,0	4,7	4,5
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	230,5	244,4	220,5	
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	30,9	26,1	26,1
Отплата дуга / БДП	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	5,8	8,8	9,3	11,8
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	16,4	14,9	19,1
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																			
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,5	67,5	
Краткорочни дуг / БДП	12,5	13,1	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,6	12,5	12,6	11,8	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	127,9	121,2	
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	131,3	136,7
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	164,4	167,3
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																			
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	115,6	138,9	137,7
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																			
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.796	53.317	13.092	14.901
Спољни дуг	12.520	14.291	17.362	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.536	37.007	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.694	1.223	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	14.296	14.776
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.762	1.877	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.343	-1.358	-1.318
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																			
	2005. Мај/Јул	2006. Феб.	2007. Јул	2008. Мар/Дец.	2009. Дец.	2010. Нов.	2011. Мар	2012. Авг.	2013. Јул	2014. Јан.	2015. Дец.	2016. Јан/Мар/ Јун/Дец.	2017. Мар/Дец.	2018. Дец.	2019. Сеп/Дец.	2020. Мај	2021. Мар/Дец.	2022. Јун	
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		BB	BB-				BB-	BB	BB	BB	BB+	BB+	BB+	
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	
Fitch	BB-			BB-		BB-		BB-		B+	B+	BB-	BB			BB+			
	/стабилан			/негативан		/стабилан		/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан			/стабилан			
Moody's									B1			B1	Ba3			Ba3		Ba2	
									/стабилан			/позитиван	/стабилан			/позитиван		стабилан	

Методолошка објашњења:

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

¹⁾Према методологији ESA 2010. Подаци за 2021. Т1 2022. и Т2 2022. процена су НБС.

²⁾По оригиналној рочности.

Напомене:

- РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
- Од 2007. извоз и увоз робе је регистрован према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. дати су према специјалном систему трговине.
- Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	T1 2022.	T2 2022.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	5,1	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	7,4	4,4	4,0
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	9,1	11,9
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	14.296	14.776
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.557	8.189	9.192
– стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	28,2	31,7	34,3
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.065	9.991	11.325
– стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	25,4	48,0	39,0
Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.343	-1.358	-1.318
у % БДП-а	-8,0	-9,1	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,1	-4,4	-10,4	-8,8
Незапосленост по Анкети (у %)⁴)						20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,0	10,6	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁵)	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	612,7	625,5
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁶)				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-4,7	2,1
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁶)	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-4,5	3,0
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁷)	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,5	51,9	53,2
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	104,94	110,35
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	105,50	112,26
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	117,62	117,56
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	117,75	117,41
МЕМОРАНДУМ:																			
БДП (у млн евра)⁸)	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.796	53.317	13.092	14.901

¹) У сталним ценама претходне године. Подаци за 2021. и Т1 2022. прелиминарни су процена РЗС-а. Податак за Т2 2022. је флеш оцена 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 (ВРМБ). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

⁵) Према методологији ESA 2010. Подаци за 2021, Т1 2022. и Т2 2022. процена су НБС.

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

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 прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т2 2022. просек је два месеца.

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

Напомене:

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	8
III.0.1.	Доприноси компонената мг. стопи раста потрошачких цена	15
III.0.2.	Промене доприноса основних група ИПЦ-а мг. инфлацији	15
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	16
III.0.4.	Доприноси компонената мг. стопи раста произвођачких цена	17
III.0.5.	Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	17
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	17
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	18
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	18
IV.1.1.	Динарска ликвидност	19
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	19
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	20
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	21
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексирани кредите и депозите	21
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	22
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	22
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	23
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	23
IV.1.11.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	23
IV.1.12.	Кретање курса динара и евра према долару	24
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	24
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	25
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	25
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	25
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	26
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	26
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	26
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	27
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	27
IV.2.9.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	27
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	28
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	29
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	30
IV.3.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	30
IV.3.5.	Кретање главних компонената увоза	30
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	34
IV.4.2.	Показатељи активности сектора услуга	35
IV.4.3.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	35
IV.4.4.	Показатељи грађевинске активности	36
IV.5.1.	Месечна динамика просечне номиналне нето зараде и медијалне нето зараде	36
IV.5.2.	Просечна номинална нето зарада	36
IV.5.3.	Номиналне нето зараде по делатностима	37
IV.5.4.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	37
IV.5.5.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	37
IV.5.6.	Кретање регистроване незапослености	38
IV.5.7.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	38

IV.6.1.	Показатељи глобалне економске активности	39
IV.6.2.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	39
IV.6.3.	Кретање БДП-а и водећих показатеља за зону евра	39
IV.6.4.	Кретање стопе незапослености и водећег показатеља запослености за зону евра	40
IV.6.5.	Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а у САД	40
IV.6.6.	Кретање изабраних макроекономских показатеља за САД	41
IV.6.7.	Мг. стопе раста БДП-а у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе	42
IV.6.8.	Мг. стопе раста реалног БДП-а Русије и Кине	43
IV.6.9.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	43
IV.6.10.	Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију	43
IV.6.11.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	44
IV.6.12.	Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	44
IV.6.13.	Кретање ИПЦ-а у земљама Западног Балкана	45
IV.6.14.	Кретање референтних стопа по земљама	45
IV.6.15.	Укупна актива ЕЦБ-а	45
IV.6.16.	ФЕД: Очекивања чланова <i>FOMC</i> о адекватној монетарној политици: Средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе	46
IV.6.17.	Инфлација и циљ по земљама у јуну 2022.	47
IV.6.18.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	48
IV.6.19.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	48
IV.6.20.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	48
IV.6.21.	Кретање курса одређених националних валута према долару	49
IV.6.22.	Кретање светске цене злата	49
IV.6.23.	Кретање светске цене нафте	49
IV.6.24.	Кретање цена природног гаса, термалног угља и минералних ђубрива	50
IV.6.25.	Индекс светских цена примарних производа	51
IV.6.26.	Индекс светских цена хране	51
V.0.1.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2022. и 2023.	58
V.0.2.	Прогнозе глобалне инфлације	59
V.0.3.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	60
V.0.4.	Пројекције инфлације и стопе незапослености за САД	60
V.0.5.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	61
V.0.6.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	61
V.0.7.	Реперна цена природног гаса за Европу, на холандском чворишту <i>TTF</i>	61
V.0.8.	Реперна цена струје за Европу, <i>German power baseload</i>	62
V.0.9.	Цене руде гвожђа и основних метала на светском тржишту	62
V.0.10.	Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту	63
V.0.11.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	63
V.0.12.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	63
V.0.13.	Фискални резултат и јавни дуг опште државе	64
V.0.14.	Пројекција раста БДП-а	64
V.0.15.	Доприноси реалном расту БДП-а	65
V.0.16.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	65
V.0.17.	Кретање инвестиција у основне фондове	66
V.0.18.	Реални раст извоза и увоза	67
V.0.19.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	67
V.0.20.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	68
V.0.21.	Краткорочна пројекција инфлације	68
V.0.22.	Пројекција инфлације	69
V.0.23.	Доприноси мг. инфлацији по компоненатама	69
V.0.24.	Цене пољопривредних ђубрива на светском тржишту	69
V.0.25.	Притисци у глобалном ланцу снабдевања	70
V.0.26.	Цена контејнерског транспорта	70
V.0.27.	Пројекције цене нафте на светском тржишту	70
V.0.28.	Ревизије прогнозе инфлације за 2022. у последњој години дана	71
V.0.29.	Ревизија пројекције инфлације за 2022.	72
V.0.30.	Пројектовано кретање производног јаза	72

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т2 2022.	16
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	22
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	28
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	29
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	34
IV.6.1.	Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	47
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а	57
V.0.2.	Најважније претпоставке пројекције	58
V.0.3.	Процена привредног раста по земљама	59
V.0.4.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	77
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије		85
Табела Б. Основни макроекономски показатељи		86

Графикони у освртима

O.1.1.	Учешће земаља са инфлацијом вишом од 5%	10
O.1.2.	Инфлација у изабраним земљама	11
O.1.3.	Промена референтне каматне стопе закључно с јулом у односу на почетак циклуса заштравања монетарне политике од 2021.	12
O.1.4.	Пројектована просечна инфлација и циљ по земљама	12
O.1.5.	Корекције пројекција инфлације за 2022. и 2023.	13
O.2.1.	Структура текућег рачуна платног биланса	32
O.2.2.	Увоз енергената	32
O.2.3.	Дневни увоз гаса	32
O.3.1.	Кретање светских цена хране	53
O.3.2.	Кретање цена одабраних примарних производа	53
O.3.3.	Цене пшенице, кукуруза и соје на светском и домаћем тржишту	54
O.3.4.	Кумулативни раст цена хране на домаћем тржишту у првих шест месеци 2022. и 2021. и вишегодишњи просеци	55
O.3.5.	Кумулативни извоз и увоз хране у Србију у првих шест месеци 2022.	56
O.4.1.	Оцењена веза одступања од просечне температуре у Новом Саду и Нишу у периоду 2007–2021. (до јуна 2022) и месечне промене цена поврћа и воћа на домаћем тржишту	74
O.5.1.	Поређење основног сценарија и сценарија с прекидом снабдевања зоне евра гасом у Т3 за 2022.	82
O.5.2.	Поређење основног сценарија и сценарија с прекидом снабдевања зоне евра гасом у Т3 за 2023.	82
O.5.3.	Поређење основног сценарија и сценарија с нижим глобалним привредним растом за 2022.	84
O.5.4.	Поређење основног сценарија и сценарија с нижим глобалним привредним растом за 2023.	84

Табела у осврту

O.5.1.	Екстерне претпоставке пројекције у основном и алтернативним сценаријима	81
--------	---	----

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2021. година

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

2022. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 6. 2022.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да повећа референтну каматну стопу за 50 базних поена, на ниво од 2,5%.

Истовремено, одлучено је да коридор каматних стопа Народне банке Србије остане непромењен (± 100 базних поена, односно ± 1 процентни поен у односу на референтну каматну стопу), тако да стопа на кредитне олакшице износи 3,5%, а стопа на депозитне олакшице 1,5%.

Доносећи одлуку о даљем поштравању монетарних услова, Извршни одбор је пре свега имао у виду да је наставак конфликта у Украјини утицао на продубљивање енергетске кризе на глобалном нивоу, даљи раст цена примарних пољопривредних производа и индустријских сировина, као и на продужавање отежаног функционисања међународних ланаца снабдевања. У условима континуираног јачања инфлаторних притисака на глобалном тржишту, Извршни одбор је проценио да је потребно додатно поштрити домаће монетарне услове. То је неопходно како би се ограничили секундарни ефекти на инфлациона очекивања и даљи раст инфлације на домаћем тржишту, чему Народна банка Србије, поред осталих мера, доприноси и одржавањем релативне стабилности курса динара према евр.

Инфлација у Србији, као и у већини других земаља, наставила је да се креће узлазном путањом и у априлу је износила 9,6% међугодишње, од чега је око две трећине доприноса и даље потицало од цена хране и енергије. Раст увозне инфлације одразио се и на раст базне инфлације (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета). Ипак, базна инфлација, која је у априлу износила 5,5%, и даље је доста нижа и од базне инфлације у упоредним земљама региона и од домаће укупне инфлације. Поред очуване релативне стабилности девизног курса, важан фактор ниже и стабилне базне инфлације јесу и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, која су наставила да се крећу у границама циља Народне банке Србије.

У складу са средњорочном пројекцијом из маја, требало би да инфлација у другој половини ове године има опадајућу путању, а њено враћање у границе циља очекујемо у другој половини наредне године. Извршни одбор процењује да ће раст светских цена примарних производа, енергената, као и виша увозна инфлација, још неко време вршити инфлаторне притиске, након чега се очекује њихово постепено слабљење. Поред тога, требало би да долазак нове пољопривредне сезоне резултира смањењем цена воћа и поврћа са садашњих високих нивоа. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће и ефекти досадашњег заштравања монетарних услова, а у кратком року и ефекти економских мера Владе усмерених на ограничење цена основних животних намирница и енергената на домаћем тржишту.

С обзиром на геополитичка дешавања и ескалацију конфликта у Украјини, знатно је повећана и неизвесност у изгледима глобалног привредног раста, а додатно јачање инфлаторних притисака на међународном нивоу утицало је на ревизије навише пројекција инфлације за велики број земаља и заштравање њихових монетарних политика. Тако је Систем федералних резерви у мају наставио циклус повећања референтне каматне стопе (укупно за 75 базних поена у овој години), на распон 0,75–1,0%, уз одлуку да у јуну започне смањење свог биланса стања. Извесно је да ће и у наредним месецима Систем федералних резерви додатно поштравати монетарне услове. Поред тога, и Европска централна банка је у марту, у условима јачих инфлаторних притисака од очекиваних, одлучила да додатно смањи обим квантитативног попуштања током другог тромесечја, а крајем маја је најавила да би почетком трећег тромесечја могла да обустави нето куповину активе и започне с повећањем каматних стопа. Заштравање монетарних услова поменутих водећих централних банака и повећана неизвесност на глобалном нивоу могли би да допринесу повећаној опрезности међународних портфолио инвеститора, који одређују токове капитала према земљама у успону. Поред тога, Извршни одбор је имао у виду и да су светске цене примарних производа и енергената биле изразито волатилне претходних месеци и да се и даље налазе на знатно вишем нивоу него почетком године, вршећи притиске у правцу даљег раста произвођачких и увозних цена. Након увођења додатног пакета санкција Русији, којим је обухваћен и увоз нафте у Европску унију из Русије, светска цена нафте је, након пада у априлу, поново повећана.

И поред негативних ефеката конфликта у Украјини на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, већина доступних показатеља за четири месеца ове године указује на то да је настављен раст економске активности на домаћем тржишту. Према процени Републичког завода за статистику, раст бруто

домаћег производа је у првом тромесечју износио 4,4% међугодишње. Посматрано с производне стране, раст су водили услужни сектори и индустрија, а посматрано с расходне стране – приватна потрошња и фиксне инвестиције. Такође, на раст бруто домаћег производа у првом тромесечју утицало је и повећање залиха, док је допринос нето извоза био негативан, и то првенствено због раста увоза енергената. И поред високог степена неизвесности, Народна банка Србије очекује наставак раста наше привреде и у наредном периоду и процењује да ће реалан раст бруто домаћег производа у овој години бити у распону 3,5–4,5%, што је због неповољнијих оцена изгледа глобалног привредног раста након избијања конфликта у Украјини, а пре свега нижег очекиваног раста зоне евра и земаља региона, нижи раст за 0,5 процентних поена од очекиваног почетком године. Под претпоставком да неће доћи до додатног заоштравања геополитичких тензија и прекида у снабдевању гасом на глобалном нивоу, у средњем року пројекција раста бруто домаћег производа Србије задржана је у распону 4–5% годишње.

У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за додатним заоштравањем монетарних услова или ефекти претходног заоштравања обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

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

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

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да повећа референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 2,75%. Истовремено, стопа на кредитне олакшице износи 3,75%, а стопа на депозитне олакшице 1,75%.

Доношењем данашње одлуке очуван је континуитет у актуелном процесу заоштравања монетарних услова. Умеренијим повећањем референтне каматне стопе него претходних месеци, Народна банка Србије наставља да реагује на инфлаторне притиске, узимајући у обзир очекиване ефекте досадашњег повећања рестриктивности монетарне политике и истовремено водећи рачуна о важности континуитета привредног раста. Извршни одбор оставља простор да и у наредном периоду, по потреби и у зависности од кретања у домаћем и међународном окружењу, реагује додатним пооштравањем монетарне политике, не искључујући могућност да, поред повећања основних каматних стопа, као мере општег карактера, Народна банка Србије размотри и додатне директније мере, којима би се циљано реаговало на инфлаторне притиске.

Доносећи одлуку о даљем пооштравању монетарних услова, Извршни одбор је пре свега имао у виду да су трошковни притисци на глобалном нивоу и даље високи по основу светских цена енергената, примарних пољопривредних производа и индустријских сировина, као и продужавања отежаног функционисања међународних ланаца снабдевања и да ће по том основу глобална инфлација још неко време наставити да се креће узлазном путањом. Извршни одбор је проценио да је потребно додатно пооштрити монетарне услове на домаћем тржишту повећањем референтне каматне стопе како би се ограничили секундарни ефекти на инфлациона очекивања и обезбедило да се инфлација у Србији од августа нађе на опадајућој путањи. Ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене Народна банка Србије у знатној мери доприноси и одржавањем релативне стабилности курса динара према евра.

Међугодишња инфлација у Србији је у мају износила 10,4%, од чега је око две трећине доприноса и даље потицало од цена хране и енергије. Раст увозне инфлације одразио се и на раст базне инфлације (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) од 6,3% међугодишње у мају. Међутим, ова мера инфлације, на коју мере монетарне политике имају већи утицај, и даље је доста нижа од укупне инфлације, али и од базне инфлације у земљама региона са истим режимом монетарне политике. Поред очуване релативне стабилности девизног курса, важан фактор ниже базне инфлације јесу и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, која су наставила да се крећу у границама циља Народне банке Србије.

Према оцени Извршног одбора, инфлација би у другој половини наредне године требало да се врати у границе циља Народне банке Србије ($3 \pm 1,5\%$), чему ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова. У смеру ублажавања инфлаторних притисака у кратком року деловаће и ефекти економских мера Владе усмерених на ограничење цена основних животних намирница и енергената на домаћем тржишту. У периоду пројекције (тј. у наредне две године) очекује се и постепено слабљење ефеката раста светских цена примарних

производа, енергената, као и више увозне инфлације, што је у складу с пројекцијама релевантних међународних институција и тржишним очекивањима. Долазак нове пољопривредне сезоне резултирао је благим смањењем цена поврћа на домаћем тржишту у мају с претходних високих нивоа, што се очекује да ће се наставити и у наредном периоду. Под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, као и нижих светских цена примарних пољопривредних производа, очекује се слабење трошковних притисака у производњи и остале хране на домаћем тржишту у наредном периоду.

Геополитичка дешавања и ескалација конфликта у Украјини одразили су се и на ревизије навише пројекција инфлације за велики број земаља и на оцену да су и даље израженији ризици да би инфлација могла бити виша и постојанија од очекиване, због чега су многе централне банке заоштравале своје монетарне политике. Систем федералних резерви је у јуну наставио да пооштрава монетарне услове повећањем референтне каматне стопе за 75 базних поена, на распон 1,5–1,75%, и смањењем свог биланса стања, а извесно је да ће се пооштравање монетарне политике наставити и у наредном периоду. Европска централна банка је одлучила да до почетка јула заврши програм куповине активе банака (APP програм), као и да у јулу започне с повећањем референтне каматне стопе. Извршни одбор Народне банке Србије оцењује да би заоштравање монетарних услова поменутих водећих централних банака и повећана неизвесност због погоршаних изгледа глобалног привредног раста могли да утичу на даљи опрез међународних портфолио инвеститора, од којих зависе токови капитала према земљама у успону.

И поред смањених изгледа глобалног привредног раста за ову годину под утицајем конфликта у Украјини, као и неповољнијих показатеља економске активности за зону евра за друго тромесечје у поређењу с првим, производња и извоз прерађивачке индустрије у Србији наставили су да бележе високе стопе раста у априлу и мају, указујући да за сада смањење екстерне тражње није имало већих негативних ефеката на Србију. Томе су допринеле инвестиције у разменљиве секторе из претходних година, које су знатно повећале извозну понуду, а на раст извоза у мају одразио се и већи извоз пољопривредних производа након попуштања мера привременог ограничавања извоза ових производа. И поред високог степена неизвесности, Народна банка Србије очекује наставак раста наше привреде и у наредном периоду и процењује да ће реалан раст бруто домаћег производа у овој години бити у распону 3,5–4,5%. Под претпоставком да неће доћи до додатног заоштравања геополитичких тензија и прекида у снабдевању гасом на глобалном нивоу, у средњем року раст бруто домаћег производа Србије пројектује се у распону 4–5% годишње.

У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за додатним заоштравањем монетарних услова или ефекти претходног заоштравања обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 8. 2022.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да повећа референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 3%. Истовремено, стопа на кредитне олакшице износи 4%, а стопа на депозитне олакшице 2%, тако да је читав коридор каматних стопа повећан за 25 базних поена.

Доносећи овакву одлуку, Извршни одбор умерено пооштрава монетарне услове, чиме се на адекватан начин реагује на појачане инфлаторне притиске, не угрожавајући притом даљи раст привредне активности.

Извршни одбор је проценио да је, у условима настављених трошковних притисака, као и раста увозне инфлације изнад очекивања, потребно наставити с пооштравањем домаћих монетарних услова. Тиме Народна банка Србије настоји да ограничи секундарне ефекте на инфлациона очекивања и обезбеди да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи, као и да се до краја периода пројекције врати у границе дозвољеног одступања од циља. Од октобра прошле године, Народна банка Србије постепено али континуирано пооштрава домаће монетарне услове различитим инструментима, у зависности од процењеног карактера инфлаторних притисака. Поред подизања основних каматних стопа и пооштравања услова динарске ликвидности, одржавањем релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије знатно доприноси ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене.

Приликом доношења одлуке Извршни одбор је имао у виду да се геополитичка дешавања и ескалација конфликта у Украјини кроз високе цене енергената и хране, као и даље присутне застоје у глобалним ланцима снабдевања, одражавају на даљи раст глобалне инфлације. У таквим околностима, велики број централних банака ревидира навише пројекције инфлације, уз оцену да су и даље израженији ризици да би инфлација могла бити виша и постојанија од очекиване. Због тога су многе централне банке, укључујући и најугицајније – Систем федералних резерви и Европску централну банку – протеклих месеци брже од очекиваног заоштравале своје монетарне политике. Наведени фактори могу узроковати да изгледи глобалног привредног раста буду неповољнији, утичући притом и на повећање волатилности на међународном финансијском тржишту и усмеравање глобалних токова капитала од земаља у развоју ка развијенијим економијама.

Настављен раст цена енергената на светском тржишту и увозне инфлације, уз ефекте суше не само на домаћем тржишту већ и у већем делу Европе, што се одражава на даљи раст цена хране, за последицу има нешто вишу инфлацију на домаћем тржишту од очекиване. Међугодишња инфлација у Србији је у јуну износила 11,9% међугодишње, од чега је око 70% доприноса и даље последица раста цена хране и енергената. Раст увозне инфлације одразио се и на раст базне инфлације (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је у јуну износила 6,7% међугодишње, при чему је важно истаћи да је базна инфлација и даље знатно нижа од укупне инфлације, али нижа и од базне инфлације у земљама региона са истим режимом монетарне политике. Поред очуване релативне стабилности девизног курса, важан фактор ниже базне инфлације јесу и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора која су наставила да се крећу у границама циља Народне банке Србије.

Према августовској пројекцији Извршног одбора, међугодишња инфлација ће током текућег тромесечја највероватније достићи врхунац, а затим ће имати опадајућу путању. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заоштравање 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. У кратком року смиривању инфлаторних притисака допринеће и донете економске мере Владе којима је ограничен раст цена хране и енергената на домаћем тржишту.

Након релативно високог раста бруто домаћег производа Србије у првом тромесечју од 4,4% међугодишње, према оцени Републичког завода за статистику, сличан темпо раста настављен је и у другом тромесечју (4% међугодишње). И поред погоршања изгледа за раст зоне евра, производња и извоз прерађивачке индустрије у Србији настављају да расту, указујући на то да за сада смањење екстерне тражње није имало већих негативних ефеката на Србију. Томе су допринеле инвестиције у разменљиве секторе из претходних година, које су знатно повећале извозну понуду, а од маја је повећан и извоз пољопривредних производа након попуштања мера привременог ограничавања њиховог извоза. Имајући то у виду, и поред све израженијих ризика да ће у зони евра у другој половини године уследити рецесија, Народна банка Србије и даље пројектује да ће раст бруто домаћег производа у овој години бити у распону 3,5–4,5%. Такође, Извршни одбор процењује да актуелно пооштравање домаћих монетарних услова неће знатно негативно утицати на економска кретања.

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 додатним заоштравањем монетарних услова. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио августовски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 17. августа.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. септембра.

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