



Народна банка Србије

2024  
август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2024  
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](http://www.nbs.rs)**

**Тираж: 120 примерака**

**ISSN 1820-9408**

## Уводна напомена

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

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

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

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

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. августа 2024. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

**БДП** – бруто домаћи производ  
**б.п.** – базни поен  
**д.с.** – десна скала  
**дсз.** – десезонирано  
**ДФО** – друге финансијске организације  
**ЕМВИ** – индекс обвезница тржишта у успону  
**ЕУ** – Европска унија  
**ЕЦБ** – Европска централна банка  
**ИПЦ** – индекс потрошачких цена  
**л.с.** – лева скала  
**мг.** – међугодишње  
**млн** – милион  
**млрд** – милијарда  
**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  
**SDR** – специјална права вучења  
**Т** – тромесечје  
**ФАО** – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду  
**ФЕД** – Систем федералних резерви САД  
**ГОМС** – 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 2. августа.

# Садржај

<b>I. Резиме</b>	1
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији</b>	9
<b>III. Кретање инфлације</b>	13
<i>Осврт 1: Скорашњи трендови у кретању цена хране у Србији</i>	15
<i>Осврт 2: Анализа акцијског промета у трговинским ланцима на бази анкете Народне банке Србије</i>	19
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	23
1. Кретања на финансијском тржишту	23
<i>Осврт 3: Услови задуживања Републике Србије на међународном тржишту</i>	27
2. Новац и кредити	32
3. Агрегатна тражња	36
<i>Осврт 4: Скорашњи трендови у прерађивачкој индустрији</i>	40
4. Економска активност	43
5. Кретања на тржишту рада	44
<b>V. Пројекција</b>	47
<i>Осврт 5: Геополитички ризик – канали утицаја и квантификација јачине ризика</i>	75
<i>Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције</i>	77
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	80
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	81
Списак графикана и табела	83
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	86
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	87





## I. Резиме

У складу с нашим очекивањима из претходног извештаја, **међугодишња инфлација се у мају вратила у границе циља, након чега је у јуну додатно успорила на 3,8%**, што је њен најнижи ниво од јула 2021. године. Успоравању инфлације претходних месеци доприносиле су све компоненте инфлације, при чему **цене хране од фебруара бележе спорији раст од укупне инфлације**, а у јуну је њихов допринос укупној инфлацији постао неутралан. Као што је то случај и у другим земљама у региону, укључујући и зону евра, базна инфлација у Србији се од маја налази на вишем нивоу од укупне инфлације и током другог тромесечја стабилизовала се на нивоу од око 5% међугодишње. Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, након што су се почетком године вратила у границе циља, наставила су да се смањују, при чему су се средњорочна очекивања у јуну нашла на централној вредности циљаног распона (3,0%), што доприноси успоравању инфлације и указује на висок кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије.

Процене Републичког завода за статистику о међугодишњем **расту бруто домаћег производа у првом и другом тромесечју од 4,7% и 4,2%** (односно 1,2% и 0,7% десезонирано посматрано, према нашој оцени) указују на то да је привредна активност од почетка године убрзана у већој мери него што смо очекивали у претходном извештају. Посматрано с производне стране, према нашој процени, расту бруто домаћег производа највише су доприносили услужни сектори, посебно трговина, као и грађевинарство и прерађивачка индустрија. Са становишта употребе, раст је био вођен домаћом тражњом, а пре свега потрошњом домаћинства и инвестицијама у основна средства.

Опадајућој путањи инфлације у Србији доприноси и **смањење увозне инфлације** након врхунца достигнутог крајем 2022. године. Према пројекцијама релевантних међународних институција, инфлација у зони евра наставиће да се смањује, с тим да ће

*Одржив повратак инфлације у циљани распон од  $3 \pm 1,5\%$  од маја резултат је успеха Народне банке Србије у обарању инфлације и попуштања глобалних трошковних притисака.*

*Обарање инфлације је постигнуто уз динамичан раст економске активности, који је од почетка године бржи него што се очекивало.*

*Опадајућа путања инфлације у Србији у складу је с даљим смањењем глобалних инфлаторних притисака и увозне инфлације.*

**динамика тог смањења бити постепенија него што се очекивало**, највећим делом због нешто више остварене базне инфлације од очекиване. Смањењу увозне инфлације и даље ће доприносити фактори и на страни понуде, и на страни тражње. На страни понуде важно је што су претходно снижене цене енергената и хране, као и што је обезбеђено боље функционисање глобалних ланаца снабдевања. На страни тражње дезинфлаторно још увек делују каматне стопе водећих централних банака, које ће, реално посматрано, бити на повишеном нивоу још неко време.

*Рецесија на глобалном нивоу је избегнута, а светска привреда се опоравља чак и нешто брже него што се очекивало, упркос још увек рестриктивним монетарним условима. То се односи и на зону евра, која је наш најважнији трговински партнер.*

Упркос још увек рестриктивним монетарним условима, **светска привреда се од почетка ове године опоравља чак и нешто брже него што се очекивало**. Када је реч о зони евра, *Consensus Economics* очекује да привредни раст ове године износи 0,7%, а да наредне године убрза на 1,4%, док Европска централна банка и Међународни монетарни фонд имају и нешто већу пројекцију раста за ову годину, од 0,9%. Свакако, ризици по глобални раст и даље постоје, а као кључни ризици наниже истичу се могући раст светских цена примарних производа под утицајем геополитичких тензија на Блиском истоку и у Украјини, постојанија базна инфлација у условима затегнутог тржишта рада, слабији изгледи привредног раста Кине и повећана економска фрагментација и протекционизам. С друге стране, експанзивнија фискална политика, бржи пад инфлације и каматних стопа од очекиваног, као и позитивнији утицај вештачке интелигенције и структурних реформи на продуктивност, могу утицати на бржи темпо глобалног привредног раста.

*Већина централних банака је започела ублажавање својих монетарних политика, с тим да ће темпо ублажавања бити нешто спорији него што се очекивало почетком године, с обзиром на процене да инфлаторни притисци још увек захтевају опрезност.*

Након синхронизованог и интензивног монетарног затезања у претходном периоду, почетак и **темпо ублажавања монетарних политика централних банака разликује се у одређеној мери**. На опрезнији приступ упућује постојаност базне инфлације и њен спорији темпо опадања у односу на укупну инфлацију, на шта се одражавају фактори с тржишта рада. **Европска централна банка** је у јуну донела одлуку да започне ублажавање монетарне политике, истичући да то не значи да се могу очекивати уза стопна смањења основних каматних стопа. Након тога, на састанку у јулу основне каматне стопе задржане су на непромењеном нивоу. За разлику од зоне евра, **Систем федералних резерви** је у јуну и јулу задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу. И централне банке региона средње и југоисточне Европе у режиму циљања инфлације налазе се у циклусу ублажавања монетарне

политике, али се почетак и темпо попуштања разликује, као и код водећих централних банака. Тако су централне банке Мађарске и Чешке наставиле да попуштају монетарне услове претходних месеци, централна банка Румуније је започела ублажавање, док је централна банка Пољске направила паузу највероватније до краја године.

**Извршни одбор Народне банке Србије започео је у јуну, а у јулу наставио да ублажава монетарну политику** смањењем референтне каматне стопе за по 25 базних поена, на 6,0%. Приликом доношења одлука којима је ублажавана монетарна политика, Извршни одбор је узео у обзир пре свега остварену опадајућу путању инфлације и њено очекивано кретање у хоризонту монетарне политике, смањење глобалних инфлаторних притисака, као и чињеницу да, и поред ублажавања, монетарна политика још увек има рестриктиван карактер, на шта утиче и смањење инфлационих очекивања. У августу је Извршни одбор одлучио да задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, имајући поред осталог у виду потребу да се сагледају ефекти претходно донетих мера, тј. претходна два узастопна смањења референтне стопе.

**Каматне стопе на динарске кредите, као и на кредите у евро знаку, наставиле су током другог тромесечја да бележе умерени пад,** који је започет још крајем прошле године, услед очекивања тржишта да ће Народна банка Србије и Европска централна банка ускоро започети ублажавање монетарне политике. Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије – путем ниже просечне репо стопе и путем референтне каматне стопе у јуну и јулу – пренело се на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца, које су такође забележиле пад. Република Србија је почетком јуна на међународном финансијском тржишту успешно реализовала **емисију десетогодишњих доларских одрживих обвезница** у износу од 1,5 милијарди долара, чија ће се средства користити за одрживе пројекте у области Зелене агенде и социјално одговорне активности. Након хеџинг операције, **коначни трошкови задуживања у еврима износили су 4,75%**, што се може сматрати повољним условима финансирања, нарочито када се упореде са условима финансирања појединих земаља из окружења које већ поседују инвестициони рејтинг.

Кредитна активност према немонетарном сектору, по искључењу ефекта промене девизног курса, **убрзала**

*У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, и Извршни одбор Народне банке Србије започео је циклус смањења референтне каматне стопе.*

*Очекивано и остварено ублажавање монетарне политике Народне банке Србије пренело се на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца, које су такође смањене, као и на појефтиније динарских кредита.*

*У складу са ублажавањем кредитних услова и стандарда за динарско кредитирање, повећана је и*

*тражња привреде и становништва за кредитима, што је резултирало убрзањем раста укупне кредитне активности на међугодишњем нивоу на близу 5%.*

*Кретања на текућем рачуну платног биланса у досадашњем делу године била су у складу с нашим очекивањима, док су приливи на финансијском рачуну, пре свега по основу страних директних инвестиција, и даље доприносили апрецијацијским притисцима на динар.*

*Фискална политика у досадашњем току године има рестриктивно дејство на агрегатну тражњу, а самим тим и на инфлацију.*

**је раст на 4,7% међугодишње у јуну**, захваљујући расту тражње привреде и становништва за кредитима у условима **ублажених кредитних стандарда за динарско кредитирање и повољније цене задуживања**. Повећано динарско кредитирање одразило се на даљи раст степена динаризације. Као резултат снажног регулаторног оквира за банке и донетих мера макропруденцијалне политике, које су биле синхронизоване с мерама монетарне политике, **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима је у јуну ове године спуштено на испод 3%**.

**Дефицит текућег рачуна платног биланса у првој половини ове године повећан је у односу на рекордно низак прошлогодишњи ниво и износио је 1,2 милијарде евра (3,4% бруто домаћег производа)**. Као што смо и очекивали, извоз робе и услуга наставио је да бележи раст (4% међугодишње), вођен пре свега растом извоза пољопривреде услед добре прошлогодишње сезоне, рударства и прерађивачке индустрије као резултат инвестиција из претходног периода, као и растом извоза услуга информационо-телекомуникационе технологије, али је увоз бележио бржи раст (5% међугодишње), пре свега услед већег увоза опреме за потребе текућег инвестиционог циклуса. Дефицит текућег рачуна је више него потпуно био покривен најпожељнијом категоријом прилива капитала – прилива по основу страних директних инвестиција. Ти приливи у Србију су у **првој половини ове године достигли 2,3 милијарде евра**, што је за 6,7% више него у истом периоду 2023. Прилив капитала остварен је и по основу емисије десетогодишњих еврообвезница на међународном тржишту, што је допринело расту девизних резерви на рекордан ниво од 28,1 милијарду евра крајем јула. У условима преовлађујућих апрецијацијских притисака, а ради одржавања релативне стабилности курса динара према еврџу, расту девизних резерви допринела је и Народна банка Србије нето куповином девиза у седам месеци ове године у износу од 1,56 милијарди евра.

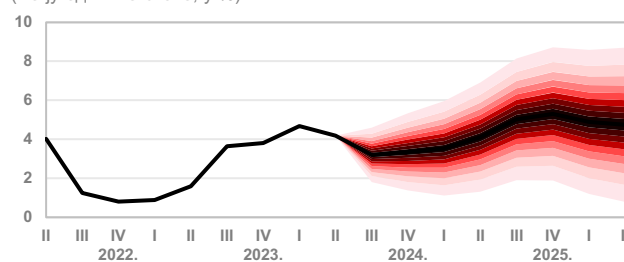
**На консолидованом нивоу, у шест месеци ове године забележен је суфицит државе од 0,8% бруто домаћег производа, док је суфицит примарног биланса износио 3,1%**. На нивоу 2024 године, као и до сада, према *Фискалној стратегији за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. годину*, очекује се дефицит државе од 2,2% бруто домаћег производа, при чему је дошло до благих корекција навише и прихода и расхода (за по 0,1 процентни поен). Корекција јавних

прихода вођена је бољом од очекиване реализацијом прихода у досадашњем току године, а корекција расхода већим капиталним улагањима у јавну инфраструктуру, али и повећањем текућих расхода за социјалну помоћ и трансфере становништву, што је омогућено преусмерењем неискоришћених средстава намењених сектору енергетике.

С обзиром на то да је раст бруто домаћег производа у првој половини године премашио наша очекивања, повећали смо пројекцију привредног раста за ову годину, са 3,5%, колико смо пројектовали у мају, на 3,8%. Идентичан раст очекује и Међународни монетарни фонд, који је у јулу ревидирао навише априлску пројекцију за 0,3 процентна поена. Раст ће водити домаћа тражња, уз позитиван допринос свих њених компонената. Већој приватној потрошњи допринеће наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, али без знатнијих инфлаторних ефеката, с обзиром на то да би раст плата требало да буде праћен и растом продуктивности. Раст инвестиција очекује се услед високог прилива страних директних инвестиција и очуваног инвестиционог поверења, као и реализације пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Истовремено, и поред очекиваног даљег раста извоза, пре свега захваљујући инвестицијама у извозне секторе у претходним годинама, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза због очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза. **Додатно убрзање економске активности, на распон 4–5%, очекујемо у наредне две године**, чему ће допринети реализација програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, чија је укупна процењена вредност готово 18 милијарди евра. С тим у вези, према *Фискалној стратегији за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027.*, дефицит опште државе за 2025. годину пројектује се на 2,5% бруто домаћег производа, а затим се очекује благо смањење – на 2,3% бруто домаћег производа у наредне две године. Ипак, то повећање дефицита неће угрозити опадајућу путању јавног дуга, који би у наредном периоду требало да буде смањен на око 50% бруто домаћег производа, са 52,3% на крају прошле године. Према нашој процени, **фискални импулс** у овом периоду биће готово неутралан, што значи да мере фискалне политике не би требало да делују инфлаторно, док ће улагање у модернизацију јавне инфраструктуре допринети и већем производном потенцијалу.

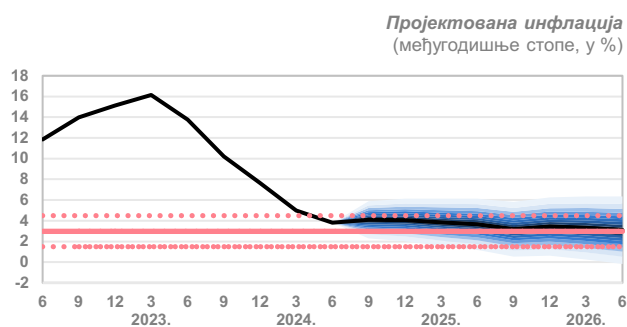
Због већег привредног раста од почетка године него што смо очекивали, повећали смо пројекцију раста бруто домаћег производа за ову годину на 3,8%, а за наредне две године очекујемо његово додатно убрзање на распон 4–5%, захваљујући инвестиционом циклусу подржаном програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

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



*Уважавајући убрзање реализације инвестиционог циклуса, очекујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу ове године износити 4%, а у наредне две године око 5%, што је у границама екстерне одрживости.*

*Према нашој новој пројекцији, инфлација ће наставити да се креће у границама циљаног распона до краја периода пројекције.*



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

Пројекцију екстерне позиције нисмо знатније мењали у односу на мај, јер су платнобилансна кретања у досадашњем делу године била у складу с нашим очекивањима. Услед очекиваног убрзања инвестиционог циклуса, што ће се одразити и на већи увоз опреме и репроматеријала, пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу ове године бити на нивоу од око 4%, а у наредним годинама око 5%. Према нашој оцени, **текући дефицит ће остати у пуној мери покривен нето приливима страних директних инвестиција**, што је био случај и у претходних девет година. То ће обезбедити одрживост наше екстерне позиције и наставак раста девизних резерви, које су и сада на адекватном нивоу по свим критеријумима и представљају осигурање од евентуалних екстерних шокова.

Према нашој новој пројекцији, **међугодишња инфлација ће наставити да се креће у границама циљаног распона ( $3 \pm 1,5\%$ )**. Након привременог повећања у јулу и приближавања горњој граници циља услед серије једнократних поскупљења, очекујемо да ће **инфлација успорити на око 4% крајем ове године, а затим да ће се током наредне године постепено приближити централној вредности циља од 3%**. Таквом кретању инфлације највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, очекивано постепено успоравање раста реалних зарада и очекивани пад светске цене нафте, у складу с фјучерсима. Јулска једнократна поскупљења појединих индустријско-прехранбених производа и услуга (хлеб, кафа, кондиторски производи услед раста светске цене какаоа, путарине) уједно су и главни разлог што је наша нова пројекција инфлације нешто виша од мајске пројекције у наредној години дана.

**Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења**, а пре свега од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и других примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на постојаност базне инфлације на глобалном нивоу. Ризици пројекције потичу и од **брзине раста домаће тражње**, пре свега по основу висине прилива страних директних инвестиција и улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Од домаћих ризика, за инфлацију је важан и утицај временских прилика на понуду и цене воћа и поврћа, а за бруто



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





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

Извршни одбор Народне банке Србије започео је у јуну, а у јулу наставио да ублажава монетарну политику смањењем референтне каматне стопе. Приликом доношења таквих одлука, Извршни одбор је узео пре свега у обзир остварену опадајућу путању инфлације и њено очекивано кретање у хоризонту монетарне политике, смањење глобалних инфлаторних притисака, као и чињеницу да, и поред ублажавања, монетарна политика још увек има рестриктиван карактер, на шта утиче и смањење инфлационих очекивања. У августу је Извршни одбор одлучио да задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, имајући поред осталог у виду потребу да се сагледају ефекти претходно донетих мера, тј. претходна два узастопна смањења референтне стопе.

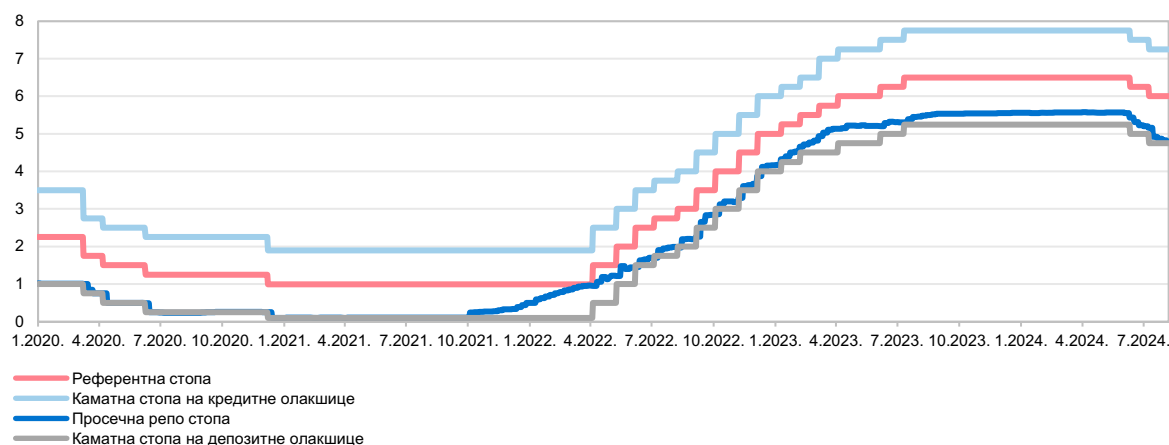
У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, **Извршни одбор Народне банке Србије смањио је висину референтне каматне стопе за по 25 б.п. у јуну и јулу, на 6,0%**. Смањене су и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице, на 4,75% и 7,25%, респективно. Са смањењем референтне каматне стопе смањена је и просечна пондерисана репо стопа, са 5,43% на 4,83% крајем јула. Очекивано и остварено ублажавање монетарне политике Народне банке Србије пренело се на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца, које су такође смањене, као и на појфтичење динарских кредита, што указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, услови у домаћем и међународном окружењу у којима

је вођена монетарна политика у Србији, као и у многим другим земљама, омогућили су да се започне постепено ублажавање монетарне политике у јуну, као и додатно ублажавање у јулу. Одлуку о томе Извршни одбор је донео уз пажљиво разматрање свих расположивих информација и података, анализу кретања инфлације и монетарне трансмисије како монетарно ублажавање не би угрозило одрживост опадајуће путање инфлације и њено враћање на циљ.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у јуну и јулу представљала је **мајска средњорочна пројекција инфлације**, према којој је био очекиван ранији повратак инфлације у границе циља него у претходној пројекцији – највероватније у мају, што се и остварило. У наставку године пројектовано је даље успоравање инфлације, а од наредне године па до

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



Извор: НБС.

краја периода пројекције њено кретање око централне вредности циља од 3%. Према тој пројекцији, фактори који ће највише утицати на такво кретање инфлације били су ефекти заостравања монетарних услова у претходном периоду и пад инфлационих очекивања, као и ослабљени глобални трошковни притисци, даље успоравање увозне инфлације и још увек слаба екстерна тражња.

У складу с најавама Извршног одбора, **мг. инфлација у Србији** вратила се у границе циља ( $3 \pm 1,5\%$ ) у мају и износила је 4,5%, а затим је додатно успорила у јуну на 3,8%. Опадању инфлације највише су допринеле цене хране и нафтних деривата. Када је у питању базна инфлација (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), она је у јуну износила 5,1% мг., што је ниво око кога се креће последњих неколико месеци као последица бржег раста цена услуга, с једне стране, и успоравања раста цена производа, с друге стране, што је карактеристично и за друге земље.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио **факторе из међународног окружења, пре свега увозну инфлацију, чије се опадање очекује и у наредном периоду**, иако нешто постепеније, **као и екстерну тражњу**, која је на постепеној растућој путањи. Поступност у опадању инфлације, по свему судећи, навешће централне банке и у развијеним земљама и у земљама у успону на **нешто опрезнији приступ у погледу ублажавања монетарних политика** него што се очекивало почетком године.

На глобалном нивоу, инфлација се средином ове године налазила на најнижем нивоу у последње три године. У најновијој пројекцији Светске банке из јуна очекује се да ће ове и наредне године успорити на 3,5% и 2,9%, респективно. У јулском извештају о глобалним економским изгледима ММФ очекује нешто вишу глобалну инфлацију, 5,9% у овој и 4,4% у наредној години. Имајући у виду смиривање инфлаторних притисака и ефекте које су дали рестриктивни монетарни услови, већина централних банака предвиђа да ће се инфлација у њиховим земљама вратити у границе циља у П2 ове или П1 наредне године. У складу с тим, Извршни одбор очекује даље успоравање раста цена производа и услуга које увозимо.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација је смањена на 2,5% у јуну, са 2,6% у мају, али су базна инфлација (2,9% мг.) и раст

цена услуга (4,1% мг.), који се пажљиво прате, и даље стабилни и знатно изнад историјског просека услед раста трошкова рада. Наши најважнији трговински партнери, Немачка и Италија, бележе смиривање инфлације. У Немачкој је инфлација, мерена индексом потрошачких цена, смањена на 2,2% у јуну, а базна инфлација на 2,9%, што је њен најнижи ниво од фебруара 2022. У Италији је инфлација била испод очекивања и износила је 0,8% у јуну, као и у претходна два месеца. У остатку године очекује се извесна волатилност инфлације у зони евра услед базног ефекта код цена енергената. Према пројекцији ЕЦБ-а из јуна, очекује се да ће инфлација опати са 5,4% у 2023. на 2,5% у 2024. и на 2,2% у 2025. години. То је за 0,2 п.п. више у обе године него што се пројектовало три месеца раније, највећим делом због виших цена енергената и нешто више базне инфлације од очекиване. И поред тога што очекује нешто вишу инфлацију него пре три месеца, **ЕЦБ** је у јуну, први пут од 2019. године, спустила своје основне каматне стопе за 25 б.п., процењујући да је дошло време да ублажи рестриктивност своје монетарне политике. Тиме су каматне стопе на депозитне олакшице, на главне операције рефинансирања и на кредитне олакшице смањене на 3,75%, 4,25% и 4,50%, респективно. Председница ЕЦБ-а Кристин Лагард истакла је у јуну да смањење основних каматних стопа не значи да ће га следити узастопна смањења основних каматних стопа. У складу с тим су и очекивања тржишних учесника да ће нова смањења уследити у септембру и децембру, а могуће и само крајем године, јер још увек није било смањења инфлације у сектору услуга. Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да би очекивано постепено смањење цене евроиндексираног задуживања на домаћем тржишту по основу нижих каматних стопа на тржишту новца у зони евра услед ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, заједно са снижавањем референтне каматне стопе Народне банке Србије, требало да допринесе постепеном расту кредитне активности и домаће тражње, који неће угрозити опадајућу путању инфлације.

Нешто виша инфлација очекује се и у САД у овој и наредној години него у претходној пројекцији, па у складу с тим у јуну није било одлуке ФЕД-а о смањењу распона референтне каматне стопе, што су тржишни учесници и очекивали. Према *Consensus Economics*-у, у јуну су ревидирани наниже изгледи за привредни раст САД, али се и са овом ревизијом очекује солидан раст америчке привреде, која се налази међу најбрже растућим развијеним земљама,

упркос рестриктивној монетарној политици. С обзиром на то да показатељи економске активности указују на успоравање раста и мање притиске с тржишта рада, повећана је вероватноћа да ће ФЕД до краја ове године два пута смањити референтну каматну стопу, у септембру и децембру. Сличан сигнал је послао и ФЕД пројекцијама референтне каматне стопе у јуну.

Разматрајући екстерну тражњу, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду очекивања да ће и развијене земље и земље у успону расти спорим темпом у периоду 2024–2026. него што је то био случај у деценији пре пандемије. Ипак, раст је био стабилан упркос глобалним изазовима, у складу с постепеним опоравком од ефеката високе инфлације, заоштрених финансијских услова и слабе индустријске активности на светском нивоу. Раст БДП-а зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, био је почетком године бољи него што се очекивало, подстакнут трговинском разменом и растућом потрошњом домаћинства, тако да је ЕЦБ повећала пројекцију раста за ову годину за 0,3 п.п., на 0,9%, а за наредну годину смањила за 0,1 п.п., на 1,4%. Постепени глобални привредни раст, а пре свега зоне евра, утицаће на раст екстерне тражње за нашим извозом.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да је прилив по основу СДИ у Србију и у овој години **вишеструко премашио дефицит текућег рачуна платног биланса, доприносећи наставку апрецијацијских притисака и рекордном расту девизних резерви**. Поред тога, Република Србија је на међународном финансијском тржишту у јуну први пут емитовала одрживе еврообвезнице (*Sustainability Bond*) у износу од 1,5 млрд долара. Да би одржала релативну стабилност курса динара према евр, Народна банка Србије је закључно с јулом на девизном тржишту нето купила 1.555,0 млн евра, доприносећи расту девизних резерви на нови највиши ниво, чиме је додатно ојачана отпорност економије на екстерне ризике.

Када су у питању евентуални потреси из међународног окружења, већ дуже време посебну опрезност захтевају **геополитички ризици** и с тим у вези ризик у погледу раста светске цене нафте и других примарних производа. **Цене већине примарних производа на светском тржишту** расле су током 2024, подстакнуте дешавањима на страни понуде и опоравком глобалне индустријске активности. У наредном периоду очекује се благо

смањење цена примарних производа, по основу побољшаних услова на страни понуде, али ће и даље бити знатно изнад нивоа пре пандемије. **Посебно волатилне су биле светске цене нафте**, у великој мери под утицајем геополитичких тензија на Блиском истоку, али и одлука земаља *OPEC+*, променљивих изгледа глобалног привредног раста, стања залиха нафте и сл. Извршни одбор је имао у виду да је неизвесност у погледу кретања цена енергената на светском тржишту и даље изражена, посебно у случају цена нафте и гаса, где евентуална ескалација сукоба на Блиском истоку, дуже транспортне руте и већи логистички трошкови и даље представљају главни ризик.

Када су у питању **светске цене хране**, иако постоје промене по категоријама, агрегатно посматрано, нису знатније промењене од почетка године. Главни разлози су нормализација ланаца снабдевања, затим цена гаса, која се креће на прихватљивијем нивоу, као и то што је украјински извоз житарица настављен преко црноморског коридора (први подаци с почетка ове сезоне показују да је извоз знатно већи него прошле године). У својим најновијим пројекцијама из јуна Светска банка очекује благо смањење цена хране ове и наредне године, за 6% и 4%, респективно, захваљујући пре свега доброј понуди. Светска банка упозорава и на опрезност, јер би променљиве временске прилике и нове протекционистичке мере и трговинске рестрикције могле погурати цене хране навише.

На **светске цене примарних производа** утицаће глобални привредни раст, који је и даље испод тренда, али се очекује његово постепено убрзање у наредном периоду. Раст је и даље снажнији у САД него у већини других развијених земаља. Истовремено, привредни раст Кине се пројектује на нешто нижим нивоима у односу на остварења у претходном периоду, иако је Кина предузела низ корака да оснажи своју привреду.

Када је реч о домаћим факторима, Извршни одбор је имао у виду да се смањење **инфлационих очекивања** наставља, што указује на кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије. Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред наставила су у Т2 да се крећу опадајућом путањом, у границама циља. Очекивања овог сектора за две године унапред смањила су се током Т2 на 3,0% (са 3,5%, колико су износила у марту), тако да су сада средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и за две и за три године унапред на нивоу централне вредности циља Народне банке Србије.

Смањење инфлационих очекивања доприноси и нижој инфлацији и вишој реалној каматној стопи, тј. рестриктивнијим монетарним условима и без промене висине референтне каматне стопе.

Извршни одбор је пажљиво разматрао расположиве податке о **реалном сектору**, где је већина показатеља наставила да бележи позитивна кретања. Показатељи услужних сектора и грађевинарства, као и бржи опоравак производње од очекиваног након ремонта нафтне рафинерије у Панчеву, указивали су на то да би **раст БДП-а** у Т2 могао бити виши од процена Народне банке Србије. То повећава вероватноћу да би раст БДП-а на нивоу године **могао бити већи од пројектованог у мају на нивоу од 3,5%**. Позитивна кретања у реалном сектору очекују се и у наставку године, вођена растом домаће тражње. Већој приватној потрошњи требало би да допринесу раст реалних доходака по основу виших зарада и пензија и смањење инфлације, а расту инвестиција у основна средства повећана профитабилност привреде из претходних година, висок прилив СДИ и капитална издвајања државе, пре свега за потребе улагања у саобраћајну инфраструктуру. Према оцени Извршног

одбора, иако ће домаћа тражња водити раст и у наредном периоду, не очекује се да ће она знатније утицати на инфлацију.

Одлука Извршног одбора са састанка **у августу да задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу** била је пре свега мотивисана потребом да се сагледају ефекти претходно донетих мера, тј. претходна два узастопна смањења референтне стопе.

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да на основу тога, као и резултата анализе домаћих кретања и брзине успоравања инфлације, од састанка до састанка доноси одлуке о будућој монетарној политици. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и очување финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

## III. Кретање инфлације

У складу с нашим очекивањима из претходног извештаја, мг. инфлација се у мају вратила у границе циља, након чега је у јуну додатно успорила – на 3,8%, што је њен најнижи ниво од јула 2021. године. Успоравању инфлације су у највећој мери допринеле цене хране, чији је допринос укупној инфлацији у јуну постао неутралан. Као што је то случај и у другим земљама у региону, укључујући и зону евра, базна инфлација у Србији од маја се налази на вишем нивоу од укупне и током Т2 стабилизовала се на нивоу од око 5% мг.

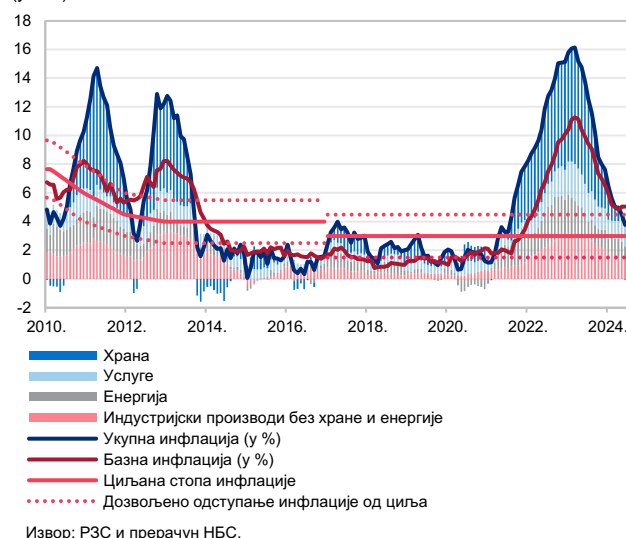
Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, након што су се почетком године вратила у границе циља, наставила су да се смањују, при чему су се средњорочна очекивања у јуну нашла на централној вредности циљаног распона (3,0%), што доприноси успоравању инфлације и указује на кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије.

### Кретање инфлације у Т2

Мг. инфлација је током Т2 наставила да успорава, при чему се у мају нашла на горњој граници дозвољеног одступања од циља (4,5%), након чега је у јуну додатно снижена на 3,8%. На опадајућу путању инфлације током Т2 у највећој мери су деловале цене хране, чији је мг. допринос укупној инфлацији у јуну чак био незнатно негативан, док је у марту износио 0,9 п.п. Томе су у највећој мери допринеле цене непрерађене хране, чији је мг. раст током Т2 ушао у негативну зону услед пада цена свежег поврћа, док су цене прерађене хране наставиле да успоравају мг. раст. У мањој мери, успоравању инфлације допринео је и излазак из обрачуна прошлогодишњег поскупљења електричне енергије у мају (–0,4 п.п.). И *trimmed mean*, мера инфлације добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера, у јуну је била на сличном нивоу као укупна инфлација и износила је 3,9% мг.

Базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а<sup>1</sup> по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) остала је током Т2 на готово непромењеном мг. нивоу од око 5%. Кретање мг. базне инфлације било је опредељено, с једне стране, убрзањем раста цена

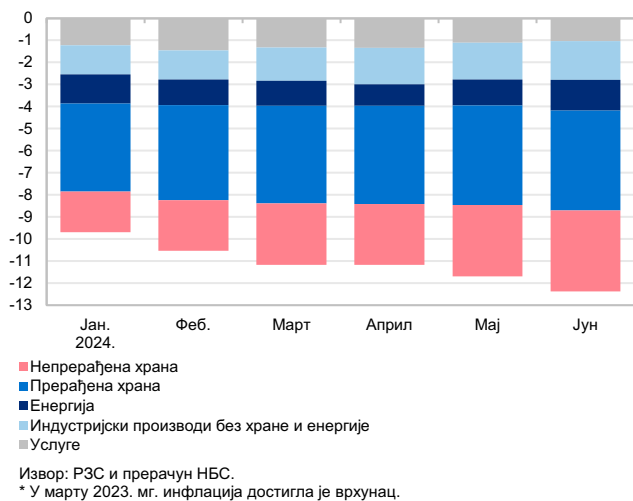
Графикон III.0.1. Доприноси основних компонента ИПЦ-а мг. динамици инфлације (у п.п.)



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



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



услуга и, с друге стране, наставком опадајуће путање раста цена производа унутар базне инфлације.

На нивоу тромесечја, **потрошачке цене су у Т2 порасле за 1,1%, за колико су повећане и у Т1**, али уз нешто другачију структуру – већи допринос цена услуга и истовремено мањи допринос цена хране и енергената. У односу на пројекцију из мајског Извештаја о инфлацији, нижа инфлација у јуну резултат је већег пада цена непрерађене хране и мањег раста цена нафтних деривата од очекиваног.

**Цене хране и безалкохолних пића** у Т2 су порасле за 0,5% (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), уз различита кретања основних прехранбених поткатегорија – **цене прерађене хране** порасле су за 1,2%, по готово идентичној стопи раста као и у Т1, вођене вишим ценама месних прерађевина, безалкохолних пића и кондиторских производа (што се може довести у везу с растом цене какаоа на светском тржишту). Насупрот томе, **цене непрерађене хране**, захваљујући доброј понуди и нижим ценама свежег поврћа (-7,6%), појефтиниле су током Т2 за 0,7%.

**Допринос цена енергије** тромесечној инфлацији био је скоро неутралан (раст од свега 0,1%), јер је раст цена нафтних деривата (1,2%) компензован падом цена чврстих горива (2,2%). Цене електричне енергије и гаса за домаћинства нису мењане у Т2.

**Цене индустријских производа (без хране и енергије)** у Т2 су повећане за 1,5%, на шта је утицала мајска корекција цена цигарета (2,6%) услед повећања акциза, као и сезонско поскупљење одеће и обуће (3,8%).

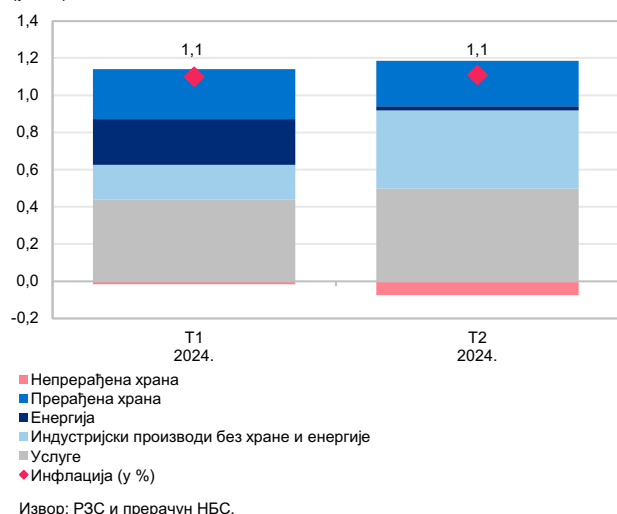
Графикон III.0.3. **Динамика инфлације – укупне, базне и trimmed mean**  
(мг. стопе, у %)



**Раст цена услуга** у Т2 од 2,1% (уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.) био је широко распрострањен – током Т2 порасле су цене закупа станова (8,4%), туристичких пакет-аранжмана (23,3%), ресторана и хотела (3,0%) и транспортних услуга (2,1%). Поменути раст цена услуга у највећој мери је утицао на то да **базна инфлација** током Т2 износи 1,7%, уз допринос инфлацији од 0,8 п.п.

**Регулисане цене** су повећане за 0,7% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.) по основу поменуте корекције цена цигарета. На мг. нивоу, регулисане цене су наставиле да успоравају раст – на 6,9% у јуну услед изласка прошлогodiшњег поскупљења електричне енергије и гаса за домаћинства из обрачуна мг. инфлације.

Графикон III.0.4. **Доприноси основних компонента ИПЦ-а тромесечној инфлацији**  
(у п.п.)



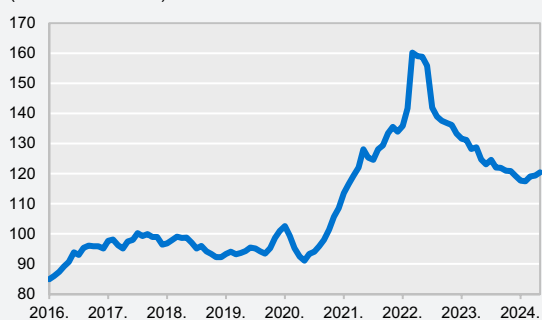
## Осврт 1: Скорашњи трендови у кретању цена хране у Србији

Један од кључних узрока раста цена хране на светском тржишту, које су у највећој мери и определиле раст глобалне инфлације од 2021. године, било је попуштање рестриктивних здравствених мера након пандемије вируса корона, на шта су се надовезали раст цена енергената, транспорта и повећање цена минералних ђубрива. Поред тога, ескалација геополитичких тензија створила је додатни притисак на раст цена хране по више основа, а посебно због тога што Русија и Украјина имају значајно учешће у светској производњи примарних пољопривредних производа. Ситуација са светског тржишта прелила се и на домаће тржиште, а додатни подстицај расту цена на нашем тржишту долазио је и од лошије домаће пољопривредне сезоне у две узастопне године (забележен реални пад у пољопривреди од 5,5% у 2021. и 8,3% у 2022).

Након што су у марту 2022. године достигле највиши забележени ниво икада измерен, светске цене хране, мерено индексом ФАО, смањивале су се, што је допринело успоравању глобалне инфлације. Ипак, цене хране се и даље налазе изнад нивоа које су бележиле пре пандемије због деловања различитих фактора (климатских, геополитичких и др.) и тешко да се може очекивати њихов повратак на претпандемијске нивое. При томе, од фебруара 2024. светске цене хране поново благо расту (у мају су забележиле м.г. раст од 3,4%), првенствено по основу раста цена житарица под утицајем неповољних временских прилика пред предстојећу жетву у Европи и Северној Америци. Истовремено, постоји и забринутост око кретања цена млечних производа услед раста тражње у сезони одмора, као и очекивања тржишта да би производња млека могла да падне на историјски минимум у западној Европи. Поред тога, у земљама највећим произвођачима, попут Бразила, род кафе је био слабији услед неповољних временских прилика, што се одразило на раст берзанске цене кафе. Такође, цена какаоа је од почетка године порасла за више од 150%, на шта су се одразили неповољни временски услови у западној Африци (Гани и Обали Слоноваче), где се производи око 70% светских потреба за овим производом.

Цене хране у Србији имале су сличну динамику као светске цене. Посматрано на м.г. нивоу, оне су од јула 2021. године до марта 2023, када је забележен врхунац инфлације, убрзале раст са 1,8% на 27,0%. Учешће цена хране и безалкохолних пића у индексу потрошачких цена у Србији износи око 32%, тако да ова категорија производа објашњава инфлацију у Србији у већој мери него на пример у зони евра, где учешће цена хране износи око 20%. У периоду најјачих инфлаторних притисака током 2022. године, у појединим месецима цене хране у Србији су објашњавале и преко 50% укупне м.г. инфлације. Примера ради, када је инфлација у Србији достигла свој максимум у марту 2023. године и износила 16,2%, чак 8,2 п.п. односило се на раст цена хране. Сличне м.г. стопе раста цена хране бележене су и у другим земљама у региону (Румунији, Чешкој, Пољској, Северној Македонији, док су у Мађарској достигале и преко 40%). Под утицајем слабљења глобалних трошковних притисака у производњи хране, а пре свега цена примарних пољопривредних производа и високе базе код цена поврћа услед претходне лоше пољопривредне сезоне и смањене понуде на тржишту,

Графикон О.1.1. Индекс светских цена хране (2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Табела О.1.1. Кумулативне стопе раста цена хране (у %)

	П1 2023.	П1 2024.
Чешка	4,1	0,1
Француска	6,8	0,2
Грчка	8,1	0,5
Мађарска	4,3	0,6
Словенија	5,0	0,6
Бугарска	4,9	0,7
Италија	5,2	0,8
Зона евра	5,3	1,0
Немачка	4,7	1,2
Црна Гора	3,2	1,3
Шпанија	4,4	1,4
Словачка	7,5	1,5
<b>Србија</b>	<b>10,7</b>	<b>1,8</b>
Румунија	7,3	2,1
Хрватска	7,0	2,2
Пољска	8,1	3,3
Северна Македонија	5,1	3,6

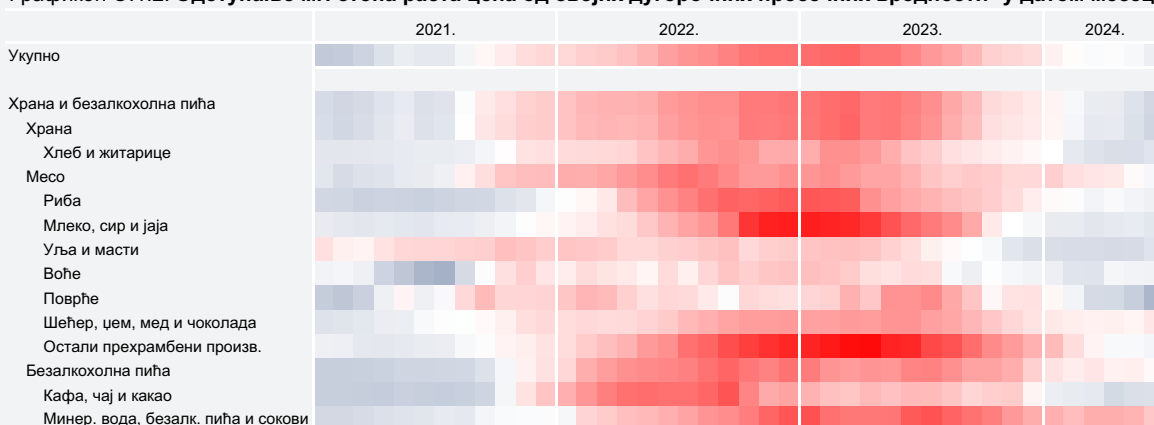
Извор: РЗС, Eurostat, прерачун НБС.

цене хране се, посматрано на мг. нивоу, од априла 2023. налазе на снажној опадајућој путањи. Од фебруара ове године мг. раст цена хране нижи је од укупне инфлације (4,7% мг. наспрам 5,6% мг.), при чему су у јуну цене хране биле чак на благо нижем нивоу него годину дана раније. При томе, у оквиру цена хране, цене воћа и поврћа, заједно посматрано, у јуну бележе мг. пад од 10,5%, а само цене поврћа су ниже за око 17% мг.

Посматрано од почетка године закључно с јуном, цене хране у Србији су повећане за 1,8%, што је знатно ниже него у истом периоду 2023, када је тај раст износио 10,7%. Знатно спорији раст у П1 2024. у односу на П1 2023. бележи се и за већину земаља региона, при чему већи раст него у Србији у П1 2024. бележе цене хране у Румунији, Хрватској, Пољској и Северној Македонији.

Ако се посматра графички приказ (тзв. *heatmap*) одступања мг. раста цена различитих поткатегија хране и безалкохолних пића од својих дугорочних просечних вредности у датом месецу, јасно се види да за већину ових категорија попуштају трошковни притисци и да се за већину категорија тај раст налази испод дугорочног просека. Најмање попуштање притисака је код цена минералне воде и безалкохолних пића, а затим код меса, делом и због проблема афричке куге и смањеног сточног фонда.

Графикон О.1.2. Одступање мг. стопа раста цена од својих дугорочних просечних вредности\* у датом месецу



Извор: РЗС, прерачун НБС.

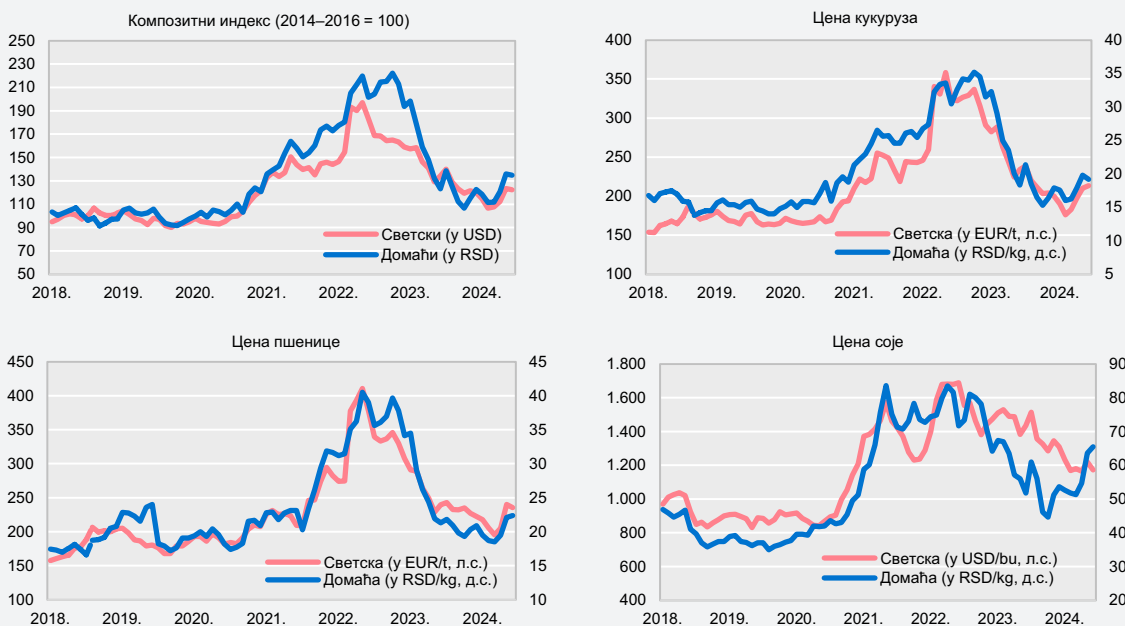
\* Дугорочни просеци рачунати су за период 2007–2020.

Цене житарица на светском тржишту расле су последњих месеци највише под утицајем неповољних временских прилика и неизвесности по питању рода у најзначајнијим производним регионима. Велика забринутост везана је за производњу пшенице у Русији, која је угрожена сушом у јужним, а мразевима у средишњим областима земље. Ово је утицало да прогнозе за нови род у Русији буду кориговане наниже за чак 10% у поређењу с пројекцијама од пре неколико месеци. Цена кукуруза расла је највећим делом због проблема везаних за производњу у Бразилу (где суша и поплава угрожавају пољопривредну сезону) и Аргентини (где билне болести доводе у питање нови род), а истовремено је смањен и увоз из Украјине. Такође, раст цене берзанске робе на европским тржиштима био је условљен и депрецијацијом евра према долару. С друге стране, цена соје на берзи у Чикагу углавном је бележила пад током претходних месеци под утицајем бразилске конкуренције, јачања долара, повољних резултата сетве у САД, као и процене да су глобалне залихе ове уљарице на високом нивоу. Ситуација по питању кретања цена житарица генерално у јуну се поправила – након три месеца узастопног раста на светским тржиштима, цене су умерено смањене, на шта се доминантно одразио пад светске цене нафте почетком месеца, као и релативно повољније временске прилике у јуну и с тим повезана боља очекивања о роду на глобалном нивоу.

Најновија анализа *Eurostat*-а, која је објављена у јуну, показује да су цене хране и безалкохолних пића у Србији закључно с 2023. годином биле на око 96% просека ЕУ 27, при чему 18 од анализом обухваћених 37 земаља има виши ниво цена хране од Србије. Степен конвергенције цена хране у Србији ценама хране у ЕУ јесте био бржи од укупног нивоа цена, где је Србија достигла 68% просека ЕУ, али је реално и очекивати да степен конвергенције буде бржи код разменљивих добара (на пример, хране) у односу на неразменљиве (на пример, услуга).



Графикон О.1.3. Кретање цена одабраних производа на светском и домаћем тржишту



Извор: Продуктна берза у Новом Саду, берза у Паризу, берза у Чикагу, прерачун НБС.

Велика волатилност цена хране и њихова зависност од бројних фактора на које централна банка не може да утиче чини њихово пројектовање знатно комплекснијим од пројектовања цена осталих производа који улазе у обрачун индекса потрошачких цена, те краткорочно може да утиче на осцилације у кретању укупне инфлације. У јулу ће на цене хране утицати најављена поскупљења хлеба, кафе и чоколаде и других кондитора под утицајем знатног раста светске цене какаоа, што ће довести и до раста укупне мг. инфлације у јулу у односу на јун и привременог прекида њене опадајуће путање. Поскупљење хлеба је већ реализовано уредбом која важи од јула, док ће се на цене кафе и чоколаде на домаћем тржишту одразити очекивано поскупљење сирове кафе и какаоа на међународном тржишту услед лошије овогодишње сезоне. Цене житарица на светском тржишту бележиле су умерени раст последњих месеци, највише под утицајем неповољних временских прилика и неизвесности по питању рода у најзначајнијим производним регионима. Ипак, ситуација по питању кретања цене житарица генерално се у јуну поправила, на шта су утицала очекивања бољег рода на глобалном нивоу и повољније временске прилике, тако да се може закључити да су, укупно посматрано, притисци на даљи раст цена хране још увек ниски, а на то указује и кретање фјучерса на примарне пољопривредне производе, који опадају. На сличан закључак упућује и последњи извештај Светске банке, у коме се предвиђа да ће цене хране у 2024. години забележити пад за 6%, а у 2025. за 4%, углавном као резултат обилних глобалних залиха житарица и уљарица. Ипак, као ризик за даље кретање цена хране наводе потенцијалне негативне климатске факторе, као и све већа трговинска ограничења и баријере, који би могли да утичу на евентуални раст цена хране.

Према нашој пројекцији, цене хране (без воћа и поврћа) требало би да имају релативно стабилан допринос инфлацији у остатку ове године од око 1 п.п., а затим би тај допринос требало постепено да се снижава током наредне године, јер се не очекују знатнији трошковни притисци по основу светских цена примарних производа ако се оне буду кретале у складу с фјучерсима. У пројекцији смо претпоставили да ће се цене воћа и поврћа у наредном периоду кретати око свог дугорочног тренда, тако да би у том случају мг. допринос цена воћа и поврћа остао негативан до краја 2024. године, а у 2025. прешао би благо у позитивну зону.

Графикон III.0.5. Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена\* (крај периода, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

## Произвођачке и увозне цене у Т2

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште, мг. посматрано, током Т2 су се у просеку кретале око 2,5%, уз нешто вишу стопу у јуну (2,8%). На њихов раст утицао је пре свега повећан допринос цена у производњи нафтних деривата, који је у условима ниске прошлогодишње базе на крају Т2 поново ушао у позитивну зону. Такође, ниска база је утицала и на то да цене у производњи основних метала и прехранбених производа делују у правцу виших произвођачких цена у Т2.

Произвођачке цене производа за широку потрошњу (трајних и нетрајних) у јуну су порасле за 1,5% и 2,5% мг., респективно, што је нешто више него у марту. Цене у производњи интермедијарних производа наставиле су мг. пад, али је он током Т2 био нижи него током Т1.

Тромесечно посматрано, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т2 смањене су за 0,4% услед снижених цена у производњи нафтних деривата, моторних возила и приколица, као и хемијских производа.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству успориле су мг. раст, на 3,8% у јуну (са 4,1% у марту).

Увозне цене изражене у динарима,<sup>2</sup> после пада у марту (-1,5% мг.), повећане су у јуну за 1,4% мг., што је први пут од фебруара прошле године. Позитиван допринос мг. расту увозних цена у Т2 у највећој мери су пружиле повишене светске цене нафте и цене услуга из увоза (апроксимиране базном инфлацијом у зони евра), а у мањој мери и цене опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимиране извозним ценама Немачке). Допринос цена гаса из увоза у Т2 је неутралан, док су светске цене примарних пољопривредних производа пружиле благи негативан допринос мг. динамици увозних цена у Т2. На нивоу тромесечја, ове цене су порасле за 0,6% у Т2, доминантно као последица виших цена увезене робе.

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



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

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

## Осврт 2: Анализа акцијског промета у трговинским ланцима на бази анкете Народне банке Србије

Појава снажних инфлаторних притисака и њихово задржавање у дужем периоду од очекиваног, уз негативне ефекте пандемије вируса корона, широм света утицала је на измене у навикама потрошача и структури њихове потрошачке корпе. Покушавајући да се прилагоде новонасталим околностима, потрошачи су мењали начин на који купују производе, али и врсту производа које купују. С тим у вези, једна од пропратних појава у пословању трговинских ланаца која се уочава последњих година јесте већи значај акцијске продаје.

Акцијска продаја у Србији регулисана је Законом о трговини. У оквиру овог закона члан 37. дефинише акцијску продају као „продају робе/услуга по цени која је нижа од претходне цене те робе/услуге и траје не дуже од 31 дан”. Временско трајање акције је важно у контексту мерења укупне инфлације, с обзиром на то да РЗС узима у обзир само акцијске цене које су на снази дуже од десет дана. У регулативи ЕУ по питању акцијске трговине не примењује се принцип јединственог временског ограничења акцијске цене, већ је нагласак на истинитости истакнуте акцијске цене, као и на томе да је она праћена одговарајућим обимом понуде по датим условима. Ограничење трајања акцијске продаје код нас на раздобље од највише 31 дан мотивисано је потребом да се потрошачи не доведу у заблуду у погледу повољнијих услова куповине него што заправо јесу ако би ове акције превише трајале. Управо код овог питања постоје опречна мишљења и међу представницима трговинских ланаца. С једне стране, има оних који сматрају да би требало продужити рок трајања акција и да би на тај начин и продавци и потрошачи били на добитку, јер би производи по нижим ценама били доступни у дужем временском периоду. Такође, у Белој књизи 2023 Савета страних инвеститора једна од препорука за побољшање пословног окружења у трговини јесте да се продужи трајање акцијске продаје, и то на два месеца, што би користило и потрошачима и трговцима. С друге стране, ставови појединих трговаца су да прекомерно трајање акцијске продаје доводи у питање саму редовну цену производа и да може довести у заблуду потрошаче по питању перцепције реалног ефекта снижене цене.

У редовним разговорима с представницима трговинских компанија потврђена је важност и актуелност овог питања, те је због тога ове године спроведена анкета о питањима која се односе на акцијски промет с представницима шест трговинских ланаца, с којима Народна банка Србије иначе одржава састанке на којима се дискутује о кретању произвођачких и малопродајних цена и интензитету трошковних притисака. Упитник је био конципиран тако да се поставе питања која се односе на учешће акцијског промета у укупном промету, при чему су изузете велепродаја и онлајн-продаја. Затим, компаније су дале одговор и на питања о врстама акција и категоријама производа које су најподложније акцијској куповини, као и ефектима учесталијих акцијских понуда на потрошачке навике купаца.

Резултати анкете потврђују да су акције учесталије, што је било омогућено и смањењем трошковних притисака и мање учесталим захтевима од стране добављача за корекцијама цена навише, као и у мањем обиму. Учешће акцијског промета у укупном промету шест трговинских ланаца који су учествовали у анкети, према актуелним подацима, креће се у распону од 30% до 60%, уз просечну вредност од око 45%. Оно што се уочава јесте да је код већине компанија (пет од шест) порастао актуелни ниво акцијског промета у односу на вишегодишњи просек, што је и било у складу са очекивањима по основу промена навика потрошача и на основу информација које су трговинске компаније изнеле на састанцима. Као додатна објашњења ових трендова

Графикон О.2.1. Учешће акцијског промета по изабраним категоријама и поређење с просечним нивоом акцијског промета



Извор: анкета спроведена од стране НБС с представницима шест трговинских компанија.

могли би се поменути и повећање конкуренције међу компанијама на тржишту, као и концепт пословне стратегије да се привуку потрошачи. То се донекле може закључити и из одговора на питање о ефектима које учесталије акцијске понуде имају на потрошачке навике купаца, где је половина компанија као најзначајнији ефекат истакла управо увећан број појединачних трансакција, док је друга половина одговорила да није било битнијих промена у промету.

Када је реч о врстама акција и њиховом доприносу укупном промету, код свих компанија доминантно учешће односи се на недељне и месечне акције, док су викенд-акције као формат акцијске продаје мање заступљене. Овде бисмо поменули и концепт трајно ниских цена, који је у скорије време постао актуелан и који је присутан у већини трговинских компанија које су учествовале у анкети, али је учешће овог облика акцијске продаје за сада ниско. То би се могло довести у везу с тим да је овај облик тек у зачетку и да је кренуо с попуштањем застоја у глобалним ланцима снабдевања. Ипак, с обзиром на ригидност цена наниже, потребно је време да би се учесници анкете уверили да су глобални трошковни притисци смањени на трајнијој основи. Значај теме акцијског промета у трговини свакако се не исцрпљује једино у самој области трговине, већ има ефекте дуж целог ланца снабдевања, јер и произвођачи и добављачи сноси део трошкова акцијске продаје. Већина трговинских компанија у већој мери сноси трошкове акција у односу на своје добављаче (просечан удео трошкова трговинских компанија износи око 60%).

Код оних трговинских компанија које имају веће пословне могућности, али и развијенији систем односа са произвођачима у смислу постојања своје трговинске марке, учешће ових производа у укупној акцијској понуди је значајно и креће се од 20% до чак 80%. Чињеница да су трговинске марке заступљене код свих испитаника указује на приближавање савременим трговинским праксама, где се компаније зарад ефикаснијег трошковог управљања одлучују на стратегију вертикалног интегрисања. Када је реч о структури акцијске продаје, три понуђене категорије за одговоре (прехрамбени производи, производи кућне хемије и за личну негу, остало) осмишљене су на бази претходних разговора с представницима трговинских компанија и чињеници да оне чине највећи део продајног асортимана.

Учешће акцијског промета код прехрамбених производа блиско је учешћу укупне акцијске трговине и креће се у просеку око 45%. Код производа из категорије кућна хемија и лична нега у просеку се око 70% оствареног промета реализује путем акција. Веће учешће акцијског промета могло би се објаснити већом еластичношћу тражње купаца, као и дужим роком трајања ових производа и с тим повезаном оптимизацијом залиха.

Дакле, можемо закључити да је повећано учешће акцијске куповине постало једна од карактеристика промене у куповним навикама потрошача. Купци су данас прилично информисани о понуди на тржишту и о самим ценама производа. Стога се и трговински ланци боре да привуку што више потрошача и остваре већи промет атрактивношћу понуде, имајући у виду да је остварен промет од великог значаја за успех компаније. Користи које купци имају приликом куповине акцијских производа односе се пре свега на финансијску уштеду и психолошки ефекат о исплативости овакве куповине, као и на могућност куповине квалитетнијих производа по повољнијој цени. С друге стране, трговинске компаније остварују корист од спровођења акцијске продаје у виду већег промета производа, а уједно атрактивност производа на акцији може деловати привлачно за купце који ће евентуално купити и производе који им у том тренутку не требају или их неће одмах користити.

## Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред крећу се опадајућом путањом, при чему се инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред од почетка године налазе у границама циља. То говори у прилог повећаном кредибилитету Народне банке Србије и осликава поверење тржишних субјеката у мере монетарне политике и пројекције Народне банке Србије.

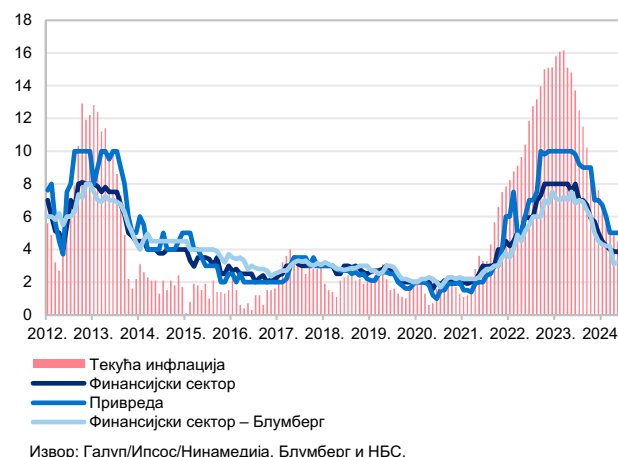
**Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред**, према резултатима анкете агенције Блумберг, у јулу су износила 3,5%. Према резултатима анкете агенције Ипсос, ова очекивања се крећу опадајућом путањом од почетка године и у јулу су снижена на 3,15%.

**Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред** од марта до јуна су се кретала на нивоу од 5,0%, а у јулу су снижена на 4,0%. Иако је у односу на Т1 готово удвостручен удео предузећа која сматрају да ће се цене њихових инпута у производњи у наредној години дана повећати, удео испитаника који очекују да ће то повећање утицати на цене готових производа и услуга само је благо изнад очекивања из мартовске анкете.

**Краткорочна инфлациона очекивања становништва** снижена су у мају на 10,0% и толико су износила и у јуну, што је најнижи ниво од јануара 2022. године. Највероватније под утицајем најаве једнократних поскупљења појединих категорија хране и услуга, у јулу су се ова очекивања повећала на 11,0%. Ипак, према резултатима квалитативне анкете, вредност индекса очекиване инфлације (30,4%) нижа је од вредности индекса перципиране инфлације (53,3%), што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана. Око 39% испитаника сматра да су цене у протеклом периоду знатно порасле, док већина, 51,1%, сматра да су оне умерено или благо повећане. Истовремено, **смањен је удео оних који очекују знатан раст цена у наредних 12 месеци** – са 24% у марту на 20% у јулу, док је удео оних који очекују умерен или благ раст цена повећан са 52% у марту на 60% у јулу.

**Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора за две и три године унапред** налазе се на нивоу **централне вредности циља Народне банке Србије** од 3,0%, након што су очекивања за две године унапред током Т2 смањена са 3,5%, колико су износила у марту. **Средњорочна очекивања сектора привреде за две и три године унапред у јулу су износила 5,0%.**

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



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



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





## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе на динарске кредите и кредите у евро знаку током Т2 наставиле су да бележе умерени пад, који је започет још крајем прошле године, услед очекивања тржишта да ће Народна банка Србије и ЕЦБ ускоро започети ублажавање монетарне политике.

Користећи пуну флексибилност свог монетарног оквира, Народна банка Србије је почетком јуна почела с постепеним ублажавањем монетарних услова смањивањем дела вишкова ликвидности које повлачи путем репо операција, чиме је утицала на смањење просечне пондерисане репо стопе. Затим је на састанцима Извршног одбора у јуну и јулу смањила и референтну стопу. Овакве одлуке су се успешно пренеле и на каматне стопе на међубанкарском новчаном тржишту.

Република Србија је почетком јуна на међународном финансијском тржишту успешно реализовала емисију десетогодишњих доларских одрживих обвезница у износу од 1,5 млрд долара. Након хеџинг операције, коначни трошкови задуживања у еврима износили су 4,75%, што се може сматрати повољним условима финансирања, нарочито када се упореде са условима финансирања појединих земаља из окружења које већ поседују кредитни рејтинг инвестиционог ранга.

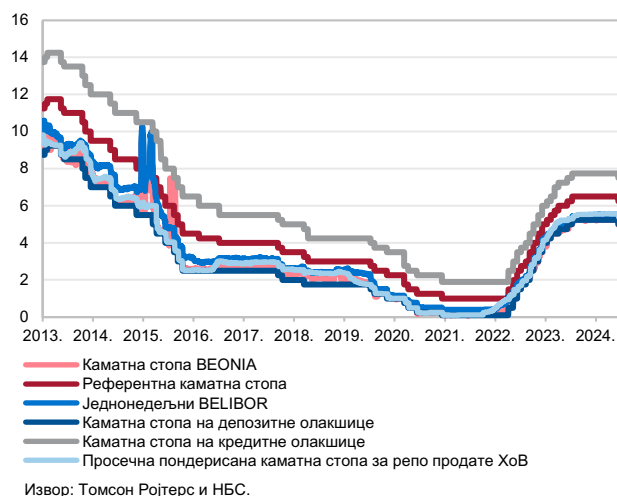
#### Каматне стопе

Народна банка Србије је у јуну, а затим и на састанку у јулу смањила референтну каматну стопу и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице за по 25 б.п., на 6,00%, 7,25% и 4,75%, респективно, након што су готово годину дана биле задржане на непромењеним нивоима (од јула 2023. године). Претходно је, почев од прве репо аукције у јуну, Народна банка Србије прилагодила стратегију у спровођењу својих главних операција, смањујући износ понуде у односу на процењену тражњу банака

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

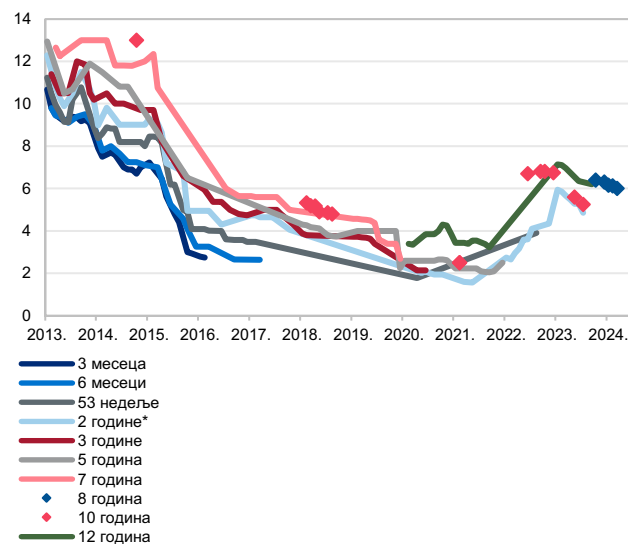


Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)





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



Извор: Министарство финансија.

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

на једнонедељним аукцијама репо продаје ХоВ. Овакав приступ резултирао је смањењем релативног износа вишкова динарске ликвидности који Народна банка Србије повлачи путем главних операција, као и смањењем просечне пондерисане репо стопе. У складу с тим, каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** смањене су готово у једнакој мери.

Када су у питању **вишкови динарске ликвидности** банака, просечно стање портфолија реверзних репо операција Народне банке Србије знатно је смањено у односу на март, за 80,3 млрд динара, на 409,5 млрд динара у јуну, што је праћено падом просечне репо стопе, за 34 б.п., на 5,23%, колико је износила на последњој аукцији у јуну. Насупрот томе, просечан дневни износ преконоћних депозита банака код Народне банке Србије повећан је у сличној мери – за 75,9 млрд динара, на 149,7 млрд динара. Оваква динамика промене вишкова динарске ликвидности настављена је и у јулу, а просечна репо стопа је снижена на 4,83% крајем месеца.

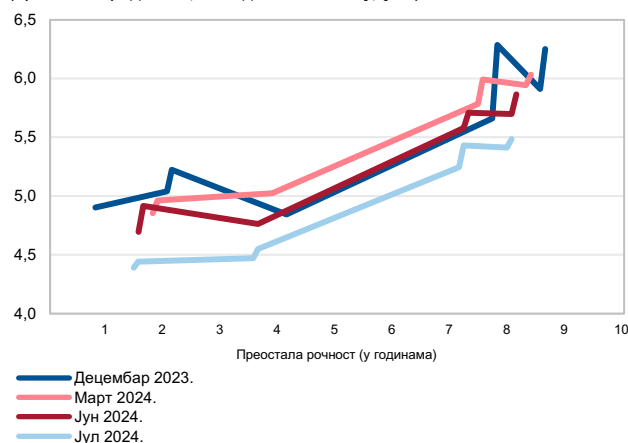
Каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** бележиле су пад у јуну, који је био готово једнак смањењу референтне каматне стопе (у просеку за 24 б.п.). Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту новца, *BEONIA*, смањена је на 5,01%, док су се каматне стопе *BELIBOR* кретале у распону од 5,01% за најкраћу рочност до 5,55% за рочност од шест месеци, крајем месеца. Пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца настављен је и у јулу.

**Република Србије је 5. јуна на међународном финансијском тржишту успешно реализовала емисију првих десетогодишњих доларских одрживих обвезница.** Продате су ХоВ у укупном износу од 1,5 млрд долара, по купонској стопи од 6,0%. Такође, ради ефикасног управљања јавним дугом, истовремено је закључена и хеџинг трансакција, којом је држава ове обавезе конвертовала у евре, чиме је смањен трошак задуживања, који након ове трансакције износи 4,750%.

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ** током Т2 нису одржаване аукције, а како није било ни доспећа, стање динарских ХоВ у портфељу задржано је на нивоу од 874,9 млрд динара крајем јуна. У истом периоду организоване су две аукције за продају трогодишњих **државних ХоВ у еврима**, на којима су укупно продате ХоВ у номиналној вредности од 121 млн евра, при чему је на обе аукције стопа приноса остала непромењена, на нивоу од 4,00%, у односу на претходну аукцију из јануара. Међутим, како су у

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

(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.



априлу доспеле претходно емитоване ХоВ у износу од 125,0 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима благо је смањено, на 1.664,0 млн евра крајем јуна.

Током Т2, на секундарном тржишту динарских ХоВ промет је смањен у односу на Т1 за 32%, на ниво од око 66,0 млрд динара, при чему су просечни пондерисани приноси бележили пад, пратећи смањење референтне каматне стопе и каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. Просечни приноси на обвезнице преосталих рочности између две и девет година смањени су јуну у распону 17–30 б.п. у поређењу с мартот, тако да су се кретали у распону од 4,71% за обвезнице преостале рочности две године до 5,82% за обвезнице преостале рочности девет година.

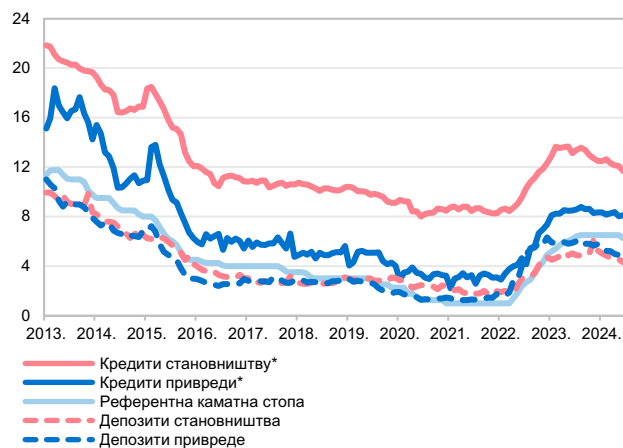
Очекивано и остварено попуштање монетарне политике резултирао је даљим појефтињењем нових динарских кредита, па је тако каматна стопа на динарске кредите становништву током Т2 смањена за 0,6 п.п., на 11,7% у јуну, док је просечна каматна стопа на динарске кредите привреди забележила пад за 0,2 п.п., на 8,1%.

Пад просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите привреди у највећој мери је резултат пада каматне стопе на инвестиционе кредите, за 1,9 п.п., на ниво испод просечне стопе (7,2%). Каматна стопа на кредите за обртна средства коригована је благо навише, за 0,1 п.п., на 8,2%. Пад каматне стопе на динарске кредите становништву у највећој мери је опредељен падом каматне стопе на готовинске кредите, за 0,6 п.п., на 12,1%, који чине већину динарског кредитирања становништва (87%), док је у нешто мањој мери допринео пад каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 1,2 п.п., на 9,4%, који чине већину преосталог кредитирања овог сектора.

**Каматна стопа на кредите привреди у евро знаку** током Т2 забележила је пад за 0,4 п.п., на 6,7%, услед пада каматних стопа код свих категорија кредитирања. Посматрано према наменама кредитирања, највећи допринос паду просечне каматне стопе дошао је од смањења цене инвестиционих кредита и кредита за обртна средства за 0,4 п.п. и 0,1 п.п., на 6,9% и 6,6%, респективно, који чине око 90% кредитирања привреде у евро знаку. Нешто мањи допринос имао је пад каматне стопе код осталих некатегорисаних кредита, за 0,5 п.п., на 6,9%, који чине већину преосталог кредитирања привреде у евро знаку. **Каматна стопа на кредите**

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

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

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

	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2023. Т4	2024. Т1	2024. Т2	2023. Т4	2024. Т1	2024. Т2
Укупни кредити становништву*	12,5	12,3	11,7	6,3	6,5	6,1
Готовински кредити	13,2	12,7	12,1	3,3	3,9	3,5
Стамбени кредити	12,9	16,6	17,6	5,0	5,1	5,1
Потрошачки кредити	3,0	3,7	3,7	6,5	6,2	6,1
Остали кредити	10,5	10,6	9,4	9,8	10,0	9,3
Укупни кредити привреди*	8,3	8,3	8,1	7,1	7,1	6,7
Кред. за обртна сред.	8,3	8,1	8,2	7,0	6,7	6,6
Инвестициони кред.	9,4	9,1	7,2	7,3	7,3	6,9
Остали кредити	8,3	8,4	8,5	7,3	7,4	6,9
Кредити за увоз	-	-	-	6,5	8,0	6,7

Извор: НБС.

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

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

**становништву у евро знаку** смањена је за 0,4 п.п., на ниво од 6,1% у јуну, услед пада каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,7 п.п., на 9,3%, али и због повећаног учешћа стамбених кредита (са 65% на 69%), чија је каматна стопа активном применом одлуке Народне банке Србије о привременом ограничењу каматних стопа на ову категорију кредитирања задржана на нивоу знатно испод просечне (5,1%).

### Осврт 3: Услови задуживања Републике Србије на међународном тржишту

У пет месеци 2024. године забележена је изузетно динамична активност земаља из региона средње и источне Европе на међународном финансијском тржишту, посебно у сегменту емисије еврообвезница у доларима. **Шест доларских еврообвезница** су емитовале Пољска (*triple-tranche*), Румунија (*dual-tranche*) и Мађарска (*single-tranche*), у **укупном износу од 14,5 млрд долара**, при чему је просечан обим по једној транши износио 2,4 млрд долара.

Република Србија је 5. јуна на међународном тржишту успешно реализовала **емисију десетогодишњих доларских одрживих еврообвезница (*Sustainability Bond*)**, тј. обвезница чија ће средства бити коришћена за пројекте у области озелењавања домаћег система и друштвено одговорних активности. Продате су ХоВ номиналне вредности **1,5 млрд долара**, уз **стопу приноса до доспећа од 6,291%** и **купонску стопу од 6,000%**.

Као што је то био случај и приликом претходних емисија доларских еврообвезница, с циљем смањења и девизног и каматног ризика јавног дуга, Република Србија је истовремено закључила и трансакције ради заштите од тржишних ризика (тзв. хединг трансакције), које је и претходно спровела када је на међународном тржишту емитовала обвезнице у доларима. На овај начин су обавезе по основу еврообвезнице одмах конвертоване из долара у евро, чиме је умањен утицај волатилности долара према еврју на јавни дуг Републике Србије. Хединг је, поред смањења изложености девизном ризику, омогућио и **смањење трошка задуживања Републике Србије**, који, након ових трансакција, износи **4,750%**. Важно је напоменути да се **водило рачуна о тржишним условима у тренутку емисије ових еврообвезница**, односно да је оваква одлука – да се еврообвезнице емитују у доларима, а затим хединг трансакцијом обавезе конвертују у евре, **била за готово 1 п.п. повољнија** опција него да је емисија била у еврима.

Када се узме у обзир неизвесност на међународним тржиштима, пре свега узрокована геополитичким факторима, али и још увек присутним ризицима на пољу глобалних инфлационих изгледа (због којих су каматне стопе у међународном окружењу још увек високе), емисија десетогодишњих еврообвезница Србије може се окарактерисати као успешна, ако се посматрају **кључни показатељи постигнути током аукције**:

- **Снажна тражња инвеститора (премашила 6,5 млрд долара)** – обимна тражња (преко четири пута већа од износа продатих обвезница) омогућила је да наша земља постигне повољније услове финансирања у односу на иницијалне смернице које су тржишту пружене на почетку аукције (тзв. *Initial Price Thoughts – IPT*). Наведене смернице су иницијално дефинисане као ниво приноса на реперне обвезнице америчког трезора увећан за 240 б.п. (Т + 240);

- **Смањење трошкова финансирања током аукције** – снажна и одржива тражња инвеститора омогућила је делегацији Републике Србије да током аукције у два наврата **смањи трошкове финансирања, укупно за 40 б.п. (на Т + 200)**. Иако је побољшавање услова током аукције уобичајено, смањење у случају Србије било је **обимније у поређењу с просечним смањењем које су постигле упоредиве земље из региона** од почетка године (просек на основу поменутих шест доларских еврообвезница земаља региона износио је 30 б.п.). Поред тога, вредна истицања је и чињеница да је и избор тренутка изласка на међународно тржиште имао ефекта на уштеде у трошковима финансирања. Услед значајног снижавања стопа приноса на упоредиве обвезнице америчког трезора у данима који су претходили емисији еврообвезнице Србије (са 4,62% крајем маја на 4,29% у тренутку емисије), остварена је значајна уштеда – за 33 б.п. повољнија стопа приноса у поређењу са стопом која би била реализована да је емисија обављена у периоду пре тог смањења;

- **Непостојање премије за нову емисију** – међународни инвеститори уобичајено захтевају одређени износ додатног приноса или премије за нову емисију (*New Issuer Premium – NIP*) у односу на стопу приноса на већ емитоване упоредиве обвезнице емитента (са сличним роком доспећа), како би се осигурала довољно велика тражња за новим ХоВ. Међутим, у случају емисије обвезница Србије то није био случај (за разлику од других земаља региона). Упоредивим доларским еврообвезницама Србије (доспеће 2033. године) у данима око емисије трговало се углавном по стопама приноса изнад или око остварене стопе од 6,291%.

Поред наведених, аукцијских показатеља, додатни начин да се оцени успешност емисије са аспекта постигнутих финансијских услова јесте праћење премије ризика Србије (и њене промене у поређењу са

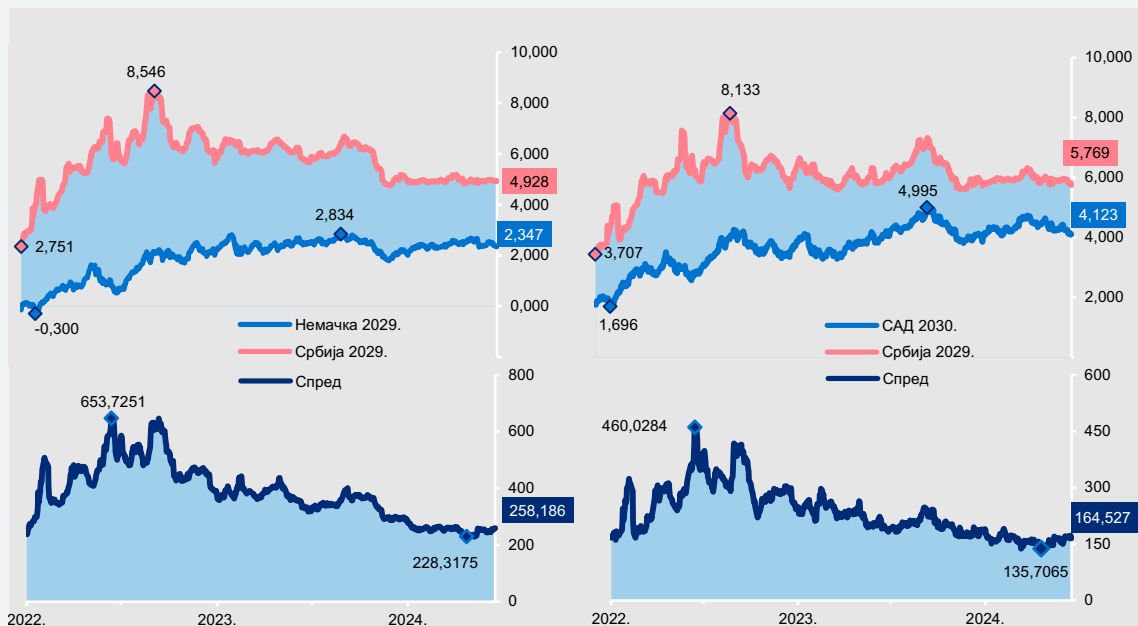
упоредивим земљама), која одређује висину финалне стопе приноса. Овакав приступ је посебно погодан у окружењу значајних промена у инфлационим изгледима и финансијским условима који обликују амбијент глобалне економије у периоду од 2020. до 2024. године, а због којих само поређење апсолутног нивоа приноса код нових еврообвезница и приноса остварених у претходним годинама није релевантно. Један од начина праћења еволуције премије ризика јесте посматрање спреда (разлике) између приноса на еврообвезнице Србије којима се тргује на ликвидном међународном тржишту и приноса на реперне (тзв. „безризичне“) обвезнице најразвијенијих земаља. У месецима уочи трансакције, али и у дужем временском периоду, **премија ризика Србије је и у доларском и у сегменту дуга у еврима бележила тренд смањења.**

Када је у питању **премија ризика Републике Србије** у еврима, она се може анализирати путем разлике између приноса на еврообвезнице Србије у еврима које доспевају 2029. године и приноса на реперне немачке државне обвезнице упоредиве преостале рочности. Наведени **спред је смањен са 400 б.п.** (колико је износио 9. октобра 2023. године) **на 258 б.п.** (колико износи према последњим подацима), односно **налази се око најнижих нивоа од фебруара 2022. године** (Графикон О.3.1). У дану када је Србија емитовала нове еврообвезнице, наведени спред је износио око 230 б.п.

Ако се посматра период од фебруара 2022. године (избијање сукоба у Украјини), закључно с последњим подацима, **спред између реперних немачких и српских обвезница у просеку је износио 383 б.п.** (тренутно се налази **125 б.п. испод овог просека**), док је максимум достигао 15. јула 2022. године, када је износио чак 654 б.п. Ради заузимања конзервативнијег приступа и искључења ефекта рата у Украјини, ако се посматра период од почетка 2023. године, **спред је у просеку износио 331 б.п.** (тренутно је **73 б.п. нижи**).

Стога, захваљујући нижој премији ризика наше земље, услови задуживања у еврима (након хецинга) које је Србија постигла (4,750%) били су **повољнији чак и у поређењу с појединим земљама региона кредитног рејтинга инвестиционог ранга и чланицама ЕУ**, попут Румуније, која је само неколико дана раније емитовала осмогодишње еврообвезнице у еврима, уз купонску стопу од 5,250%, пола процентног поена изнад стопе остварене на српске еврообвезнице након хецинг трансакције.

Графикон О.3.1. Приноси и спредови – српске еврообвезнице у односу на немачке државне обвезнице (лево) и обвезнице америчког трезора (десно)



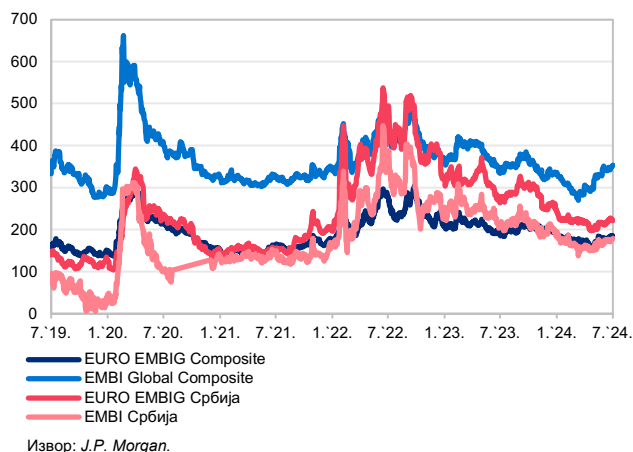
Извор: Блумберг.

Два су разлога због којих се може сматрати да је Република Србија изабрала веома повољан моменат за емисију еврообвезница, ако се узме у обзир стопа приноса која је постигнута на аукцији, а која се формира као збир стопе на реперне обвезнице (у овом случају обвезнице америчког трезора) и премије ризика наше земље:

- **Приноси на реперне обвезнице САД смањени су за око 30 б.п. само неколико дана уочи изласка Србије на међународно тржиште** (од 29. маја до 5. јуна);

- **Премија ризика Србије у доларима је такође знатно смањена у периоду уочи емисије.** Смањење премије ризика било је евидентно и посматрајући спредове између приноса на српске доларске еврообвезнице и приносе на реперне обвезнице америчког трезора. Наиме, поредећи кретање спреда између упоредивих ХоВ које доспевају 2030. године, **овако мерена премија ризика Србије**, достигла је крајем маја **минимум у последње две и по године (износила је само 136 б.п.)**, што представља обимно смањење у поређењу с максимумом који је забележен по избијању рата у Украјини (460 б.п. у јулу 2022. године).

Графикон IV.1.6. Показатељи премије ризика (дневни подаци, у б.п.)



Табела IV.1.2. Кредитни рејтинг (промена рејтинга и изгледа)

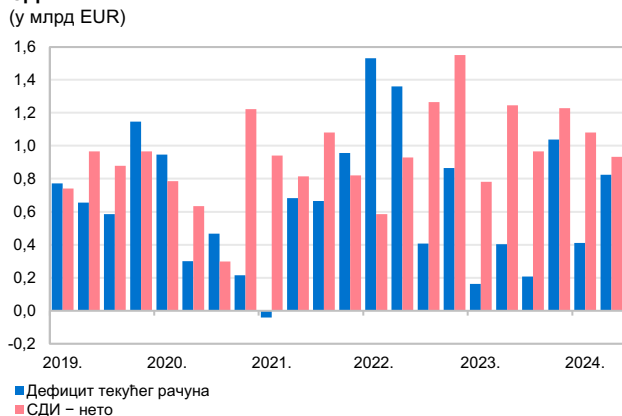
	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.
S&P	BB+ /позитивни <sup>6)</sup>	BB+ /стабилни <sup>3)</sup>	BB+ /позитивни <sup>6)</sup>	BB+ /стабилни <sup>4)</sup>	BB+ /позитивни <sup>2)</sup>
Fitch	BB+ /стабилни <sup>5)</sup>				
Moody's	Ba3 /позитивни <sup>5)</sup>		Ba2 /стабилни <sup>1)</sup>		

Извор: НБС.

<sup>1)</sup> Март, <sup>2)</sup> Април, <sup>3)</sup> Мај, <sup>4)</sup> Јун, <sup>5)</sup> Септембар, <sup>6)</sup> Децембар.

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

Графикон IV.1.7. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ (у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2024.

## Премија ризика

Доларска премија ризика земаља у успону расла је током Т2, што се може довести у везу са очекивањима тржишних учесника о блажем смањењу каматних стопа ФЕД-а у наредном периоду, у складу с најјавама званичника ФЕД-а, али и успешним резултатима привреде САД. Доларска премија ризика Србије остала је непромењена током Т2, на нивоу од 168 б.п. крајем јуна, након чега је у јулу благо повећана, на ниво од 179 б.п. То је готово двоструко испод композитне мере ризика земаља у успону, *EMBI Composite*, која је у Т2 повећана за 57 б.п., на 344 б.п., а затим јулу за додатних 9 б.п.

Премија ризика земаља у успону у еврима, *EURO EMBIG Composite*, током Т2 је незнатно коригована навише, за 3 б.п., па је крајем јуна износила 180 б.п., након чега је у јулу додатно коригована, за око 6 б.п. Премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, смањена је у Т2 за 10 б.п., на 214 б.п. крајем јуна, након чега је у јулу коригована навише за 8 б.п., чиме се готово вратила на ниво из марта.

## Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса током Т2 односио се на успешну продају еврообвезница на међународном тржишту и СДИ, које су наставиле да бележе високе вредности и покривају дефицит текућег рачуна. Приливи су остварени и по основу раста кредитног задужења привреде и државе, као и трговинских кредита, што је било више него довољно да надомести одливе по основу смањења средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака.

И у Т2 остварен је релативно висок **прилив СДИ у Србију**, који је износио 1.047,8 млн евра (932,0 млн евра нето прилив). Посматрано на нивоу П1, укупан прилив СДИ у Србију премашио је 2,3 млрд евра, што је за 6,7% више него у истом периоду претходне године. При томе, четири петине прилива СДИ било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, што потврђује одређење страних инвеститора да наставе да улажу у Србију. Посматрано по делатностима, највише улагања било је усмерено у грађевинарство, рударство, информисање и комуникације и прерађивачку индустрију.

Почетком јуна Република Србија је на међународном тржишту успешно емитовала одрживе

десетогодишње обвезнице, чија ће средства бити коришћена за одрживе пројекте у области Зелене агенде и друштвено одговорних активности. Емитоване су ХоВ у вредности од 1,5 млрд долара. С друге стране, резиденти су током Т2 повећали улагања у ХоВ на иностраним тржиштима, а одливи су остварени и по основу трговине и на домаћем секундарном тржишту и доспећа државних ХоВ, што је утицало на то да по основу **портфолио инвестиција** у Т2 буде остварен нето прилив капитала од 877,3 млн евра.

Нето прилив по основу **финансијских кредита** у Т2 износио је 831,4 млн евра. Томе је готово подједнако допринео раст задужења привреде и Владе, а повећано је и задужење банака. Истовремено, нерезиденти су смањили средства на рачунима код домаћих банака, док су домаће банке благо повећале средства на рачунима у иностранству, тако да је по основу **готовог новца и депозита** у Т2 забележен одлив од 235,0 млн евра. Након одлива у Т1, у Т2 је по основу **трговинских кредита и аванса** регистрован прилив од 556,8 млн евра.

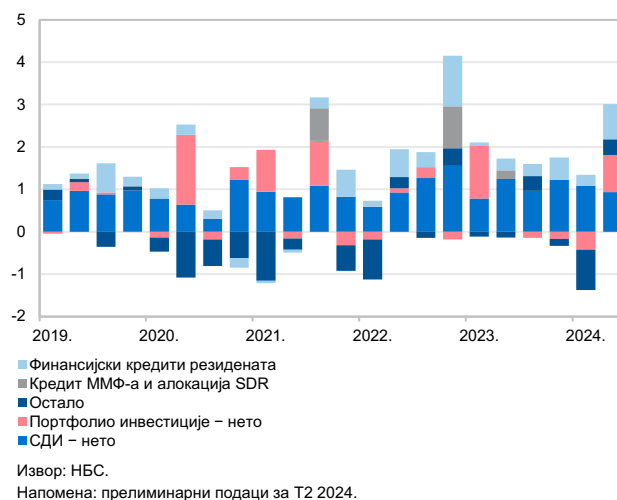
## Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио релативно стабилно кретање према еврџу током Т2 и крајем јуна његова вредност била је за 0,1% виша него крајем марта, а толико је износило и јачање динара у односу на крај 2023. Истовремено, под утицајем наставка слабљења евра према долару на међународном тржишту у условима раста дивергенције између монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а, динар је у Т2 номинално ослабио према долару за 0,8%, што је утицало на то да у П1 динар ослаби према долару за 3,3%.

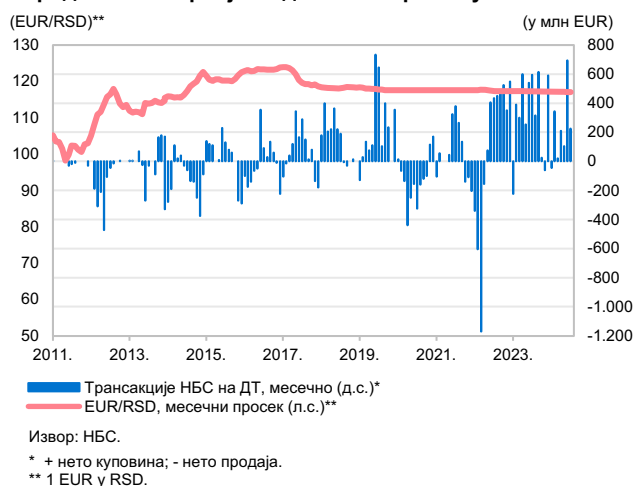
Апрецијацијски притисци који су преовладавали током Т2 били су најјачи током јуна. Понуда девиза вишеструко је премашила тражњу за девизама, при чему су расту понуде највише допринели резиденти, који су, захваљујући повећању прилива од извоза и СДИ, пето тромесечје заредом били нето продавци девиза на девизном тржишту. У истом смеру деловали су нето откуп ефективног страног новца и прилив девиза по основу послова с платним картицама. Поред тога, расту понуде девиза, посебно у јуну, допринело је и повећање валутно индексираних активних банака.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

Графикон IV.1.8. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)

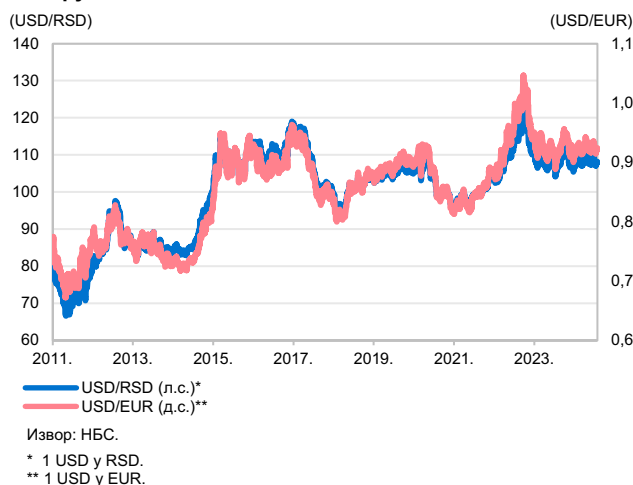


Графикон IV.1.9. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту

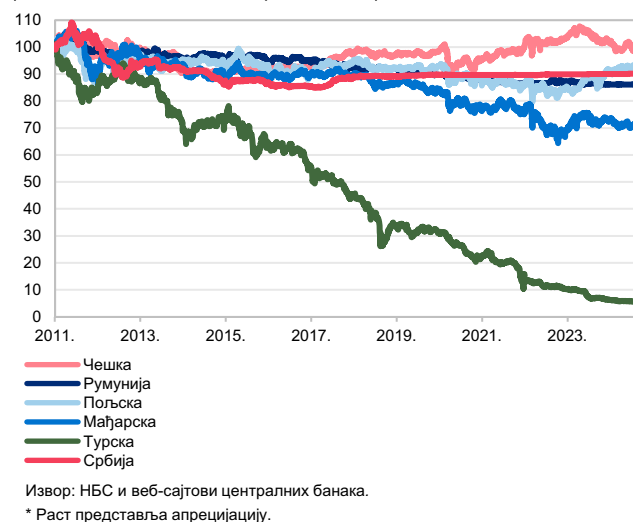




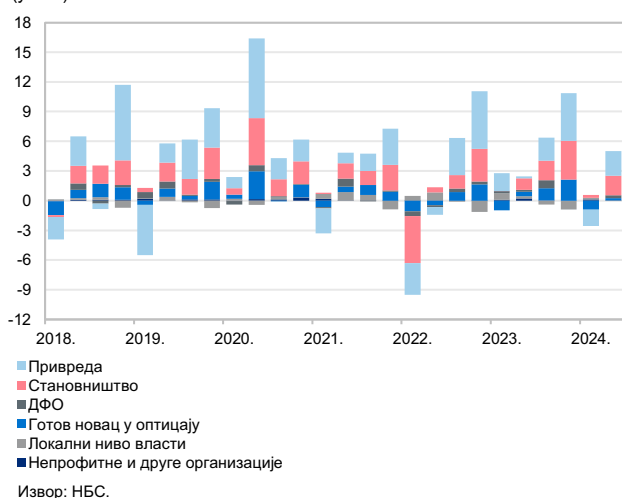
Графикон IV.1.10. Кретање курса динара и евра према долару



Графикон IV.1.11. Кретање курсева одређених националних валута према евра\* (дневни подаци, 31. децембар 2010 = 100)



Графикон IV.2.1. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура (у п.п.)



Да би одржала релативну стабилност курса динара према евра, Народна банка Србије је на девизном тржишту у периоду април–јул нето купила 1.235,0 млн евра, а од почетка године 1.555,0 млн евра, чиме је утицала и на раст девизних резерви. Крајем јула девизне резерве износиле су 28,1 млрд евра, што је њихов највиши ниво до сада. Такав ниво девизних резерви обезбеђује покривеност од преко седам месеци увоза робе и услуга и 186% новчане масе М1, што је знатно изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност.

Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације имале су дивергентна кретања према евра током Т2. Ојачале су чешка круна (1,1%) и мађарска форинта (0,2%), упркос томе што су централне банке Чешке и Мађарске смањиле референтне каматне стопе. С друге стране, ослабили су румунски леј (0,2%), пољски злот (0,3%) и турска лира (0,9%). Посматрано од почетка године, закључно с јуном, ојачао је једино пољски злот (0,8%), док су остале валуте ослабиле – румунски леј за 0,1%, чешка круна за 1,2%, мађарска форинта за 3,1% и турска лира за 6,9%.

## 2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 убрзала је м.г. раст у Т2, првенствено вођена растом депозита по виђењу, а затим и повећањем девизних депозита, при чему је динарска штедња становништва наставила да достиже нове рекордне нивое.

Кредитна активност је убрзала м.г. раст на 4,7% у јуну, захваљујући расту тражње привреде и становништва за кредитима у условима ублажених кредитних стандарда за динарско кредитирање. Повећано динарско кредитирање одразило се на даљи раст степена динаризације.

### Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, порастао је током Т2 2024. године за 3,7%, у највећој мери вођен растом најликвидније динарске компоненте, депозита по виђењу, а затим растом девизних депозита.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу повећани су у Т2 2024. за 87,2 млрд динара, вођени растом трансакционих депозита привреде и становништва за 46,5 и 34,1 млрд динара, респективно. Динарски орочени депозити такође су



повећани, вођени растом штедње становништва (за 10,1 млрд динара) и депозита привреде (за 9,2 млрд динара). Динарска штедња становништва наставила је да достиже нове рекордне нивое и крајем јуна је износила 159,2 млрд динара.<sup>4</sup> Релативна стабилност курса динара према еврџу, више каматне стопе на динарску него на девизну штедњу, као и њен повољнији порески третман, учинили су динарску штедњу исплативијом од девизне, што доприноси њеном динамичнијем расту. Степен динаризације депозита привреде и становништва у јуну износио је 44,2%, што је незнатно ниже од рекордног нивоа (44,4%).

**Девизни депозити** немонетарних сектора у Т2 2024. повећани су за 534,5 млн евра, што је у највећој мери одраз раста девизних депозита становништва (за 240,8 млн евра), који су достигли нови највиши ниво од 14,0 млрд евра, а затим и растом девизних депозита привреде (за 215,1 млн евра), у складу с релативно високим приливом СДИ.

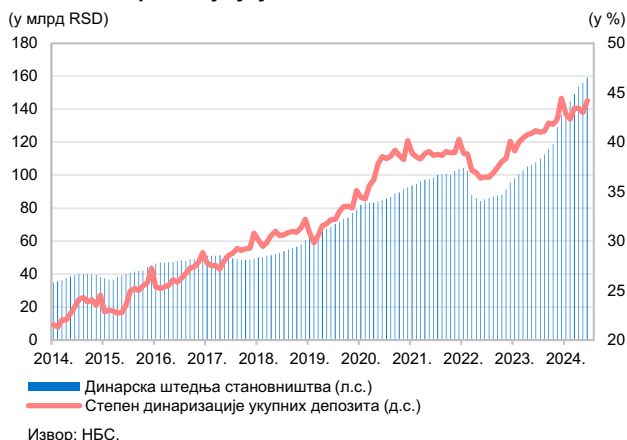
**Посматрано на мг. нивоу**, раст новчане масе М3 током Т2 2024. године убрзао је у поређењу с Т1 и у јуну је износио 14,0%. И поред тога, показатељ вишка новца, који мери одступање реалне новчане масе М3 од оцењене,<sup>5</sup> и даље је негативан и указује на то да је М3 испод нивоа који би био инфлаторан.

## Кредити

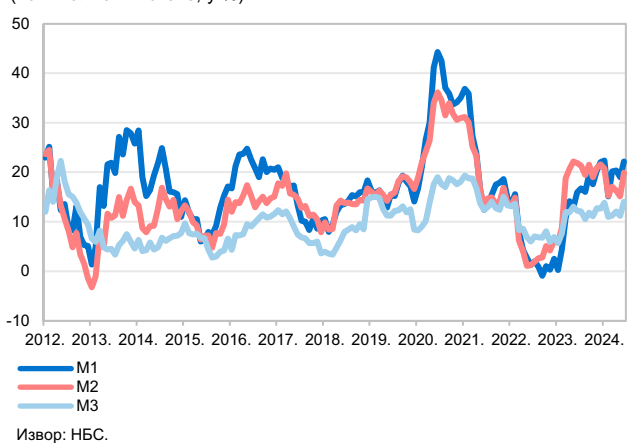
**Укупни домаћи кредити немонетарном сектору**, по искључењу ефекта промене девизног курса,<sup>6</sup> убрзали су мг. раст на 4,7% у јуну (са 1,3% у марту), при чему је тај раст био готово подједнако вођен кредитирањем привреде и становништва. **Кредити привреди** су убрзали мг. раст на 4,2% а **кредити становништву** на 4,9%.

Под утицајем високе реализације у јуну, **кредити привреди** су повећани у Т2 за 65,9 млрд динара, што је највећи тромесечни прираст кредита још од Т3 2008. године. Тај раст се у потпуности односио на задужење привредних друштава (67,7 млрд динара), док су кредити јавним предузећима смањени. Готово половина прираста односила се на динарске кредите,

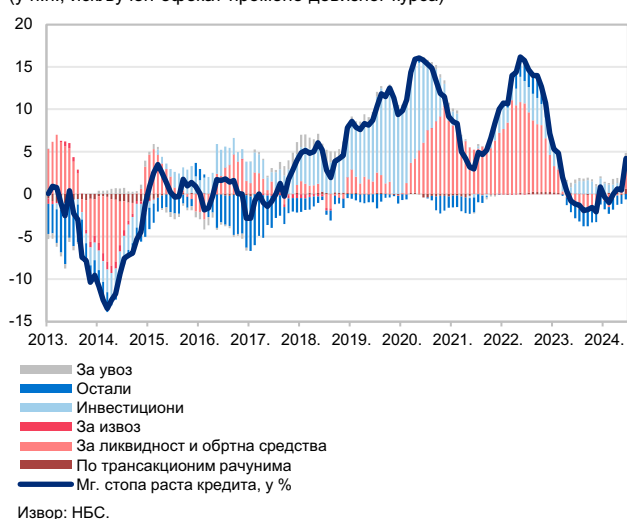
Графикон IV.2.2. Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита



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



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



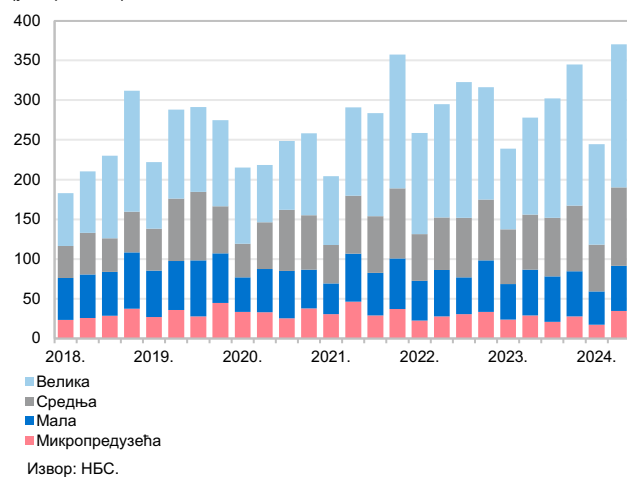
<sup>4</sup> Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају јуна износила 161,0 млрд динара, а девизна штедња 15,0 млрд евра.

<sup>5</sup> Једначина тражње за новцем оцењена је на бази регресионе једначине, у којој су објашњавајуће променљиве реални БДП и тромесечни *BELIBOR*.

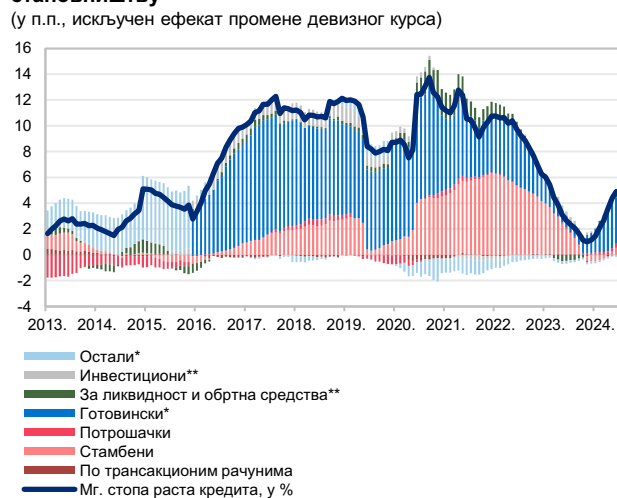
<sup>6</sup> Рачунато по новом програмском курсу на дан 31. октобра 2022.

што је утицало на то да степен динаризиције пласмана привреди буде повећан са 17,8% у марту на 19,3% у јуну. Изражен раст динарских кредита делом се може повезати са Одлуком о адекватности капитала банке, донетом од стране Народне банке Србије, којом се, приликом обрачуна показатеља адекватности капитала, почев од 2025. године, прописује обавеза банкама да умање капитал ако учешће одобрених девизно индексираних и девизних кредита у укупним кредитима нефинансијском и недржавном сектору премаши 71%. Предузећа су повећала коришћење кредита свих намена, а више од три петине прираста у Т2 односило на кредите за ликвидност и обртна средства, за којима следе инвестициони кредити и задуживање по текућим рачунима. Таква кретања утицала су на то да учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током Т2 за 0,6 п.п., на 47,4% у јуну, док је учешће следећих по заступљености, инвестиционих кредита, смањено за 0,9 п.п., на 40,3%. Повећано је задужење предузећа из свих делатности, а највише из области енергетике, трговине, грађевинарства и прерађивачке индустрије. При томе, банке су више кредитирале микропредузећа, мала и средња предузећа него велика предузећа, због чега је учешће кредита одобрених овом сегменту предузећа у укупним кредитима привреди у јуну (59,3%) било за 0,6 п.п. више него у марту, а њихово стање за 2,6% више него пре годину дана.

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)



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

\*\* Кредити одобрени предузетницима.

**Обим новоодобрених кредита привреди у Т2** износио је 370,4 млрд динара, што је за 33,3% више него у истом периоду 2023. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили 62% новоодобрених кредита привреди, при чему је 70% тих кредита било одобрено сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа. На инвестиционе кредите односила се четвртина нових кредита, а ове кредите претежно су (готово 90%) користила микропредузећа, мала и средња предузећа.

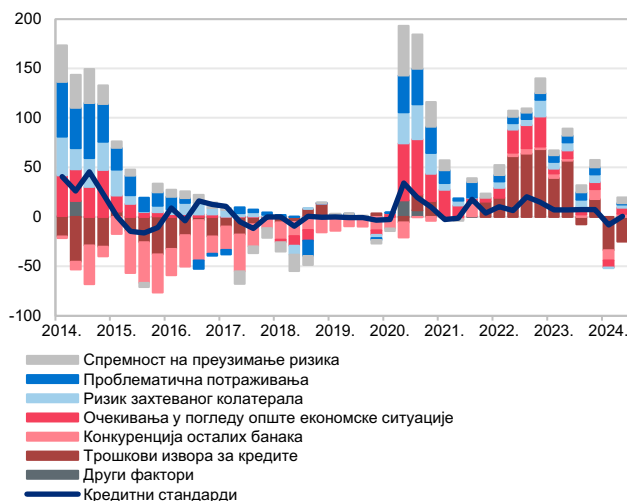
**Кредити становништву**, без ефекта промене девизног курса, повећани су током Т2 за 48,3 млрд динара, а више од половине тог раста односило се на готовинске кредите, за којима следе стамбени кредити. Таква кретања допринела су да учешће готовинских кредита у укупним кредитима становништву у Т2 буде повећано за 0,3 п.п., на 45,3%, док је учешће стамбених кредита смањено у истој мери, на 38,7% у јуну. Више од две трећине раста кредита становништву у Т2 односило се на задуживање у динарима, што је утицало на даљи раст динаризиције пласмана становништву (за 0,4 п.п.), на 54,9% у јуну.

**Обим новоодобрених кредита становништву** у Т2 износио је 190,6 млрд динара и био је за 38,1% виши него у истом периоду 2023. Томе су допринели, пре свега, готовински кредити, на које се односило нешто више од две трећине нових кредита становништву. Следећи по заступљености били су стамбени кредити, који су чинили 15% нових кредита становништву (што је ниже него у 2022, када су у просеку чинили више од петине нових кредита становништву) и последица је повишених цена некретнина и трошкова задуживања.

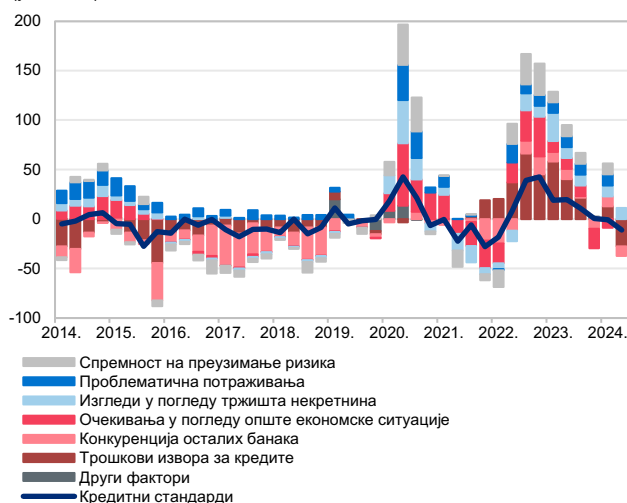
**Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака**<sup>7</sup> показују да су банке у Т2 наставиле да ублажавају кредитне стандарде за динарске кредите привреди и становништву. Истовремено, кредитни стандарди за девизно индексирани кредите привреди поштрени су, док за становништво нису мењани, тако да су, укупно посматрано, кредитни стандарди становништву ублажени, док за привреду нису мењани. Ублажавање стандарда било је опредељено нижим трошковима извора финансирања, што се може довести у везу и са очекиваним снижавањем референтних каматних стопа Народне банке Србије и ЕЦБ-а, а код становништва томе је допринело и деловање конкуренције. С друге стране, банке су оцениле да је у супротном смеру код привреде деловала повећана перцепција ризика услед неизвесности у погледу опште економске ситуације и ризичност захтеваног колатерала, што се одразило на мању спремност за преузимање ризика. Истовремено, тражња оба сектора за кредитима је повећана, а њен даљи раст банке очекују и у Т3. Раст тражње код привреде забележен је након три тромесечја и претежно се односио на мала и средња предузећа, а био је вођен потребама финансирања обртних средстава, за којим следе финансирање инвестиција и реструктурирање дугова. Становништво је повећало тражњу за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и девизно индексираним стамбеним и потрошачким кредитима. Према оцени банака, раст тражње је био опредељен потребама за рефинансирањем постојећих кредита и набавком трајних потрошних добара, уз позитиван утицај виших зарада, а после дужег времена допринела му је и куповина непокретности.

Бруто **NPL показатељ** наставио је да се креће близу историјски најнижег нивоа током Т2, што указује на

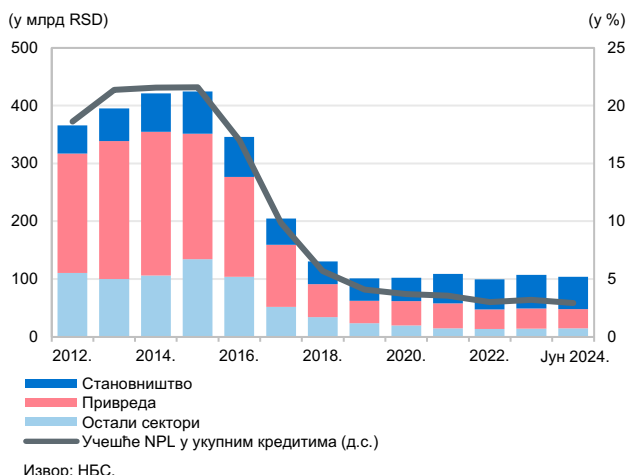
Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



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



<sup>7</sup> Поменути анкети Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

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

то да претходно заоштравање финансијских услова није имало веће последице на квалитет активе банака. У јуну се овај показатељ спустио на нову најнижу вредност и износио је 2,9%, што је за 0,3 п.п. ниже него у марту и на крају 2023. Бруто *NPL* показатељ код сектора привреде<sup>8</sup> у јуну је износио 2,0%, а за сектор становништва<sup>9</sup> 4,0% и били су за по 0,3 п.п. нижи него у марту. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 101,85% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 60,7% *NPL*.

**Показатељ адекватности капитала** на крају Т2 износио је 21,8%, што је за 0,4 п.п. више него крајем 2023. и указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

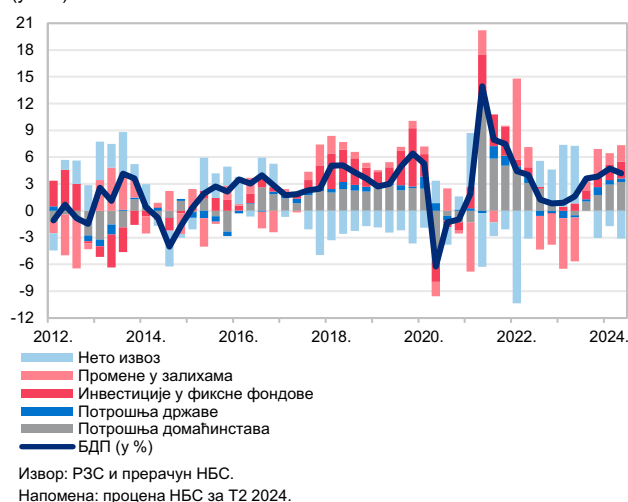
### 3. Агрегатна тражња

*Према процени РЗС-а, раст економске активности у Т2 био је изнад наших очекивања из претходног извештаја и износио је 4,2% мг. Као и у претходном тромесечју, процењујемо да је раст био вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највећи допринос дале потрошња домаћинства и инвестиције у основне фондове. С друге стране, нето извоз је негативно допринио расту економске активности у Т2 услед бржег раста увоза од извоза, у условима текућег инвестиционог циклуса.*

#### Домаћа тражња

Према нашој процени, **приватна потрошња** наставила је четврто тромесечје заредом да убрзава раст на мг. нивоу, који је у Т2 износио 4,5%, што је са 3,2 п.п. допринело расту БДП-а. На раст потрошње домаћинства упућује промет у трговини на мало, који је у Т2 додатно убрзао раст на 8,3% мг., као и раст промета у угоститељству, који је у априлу већи за 13,9% мг. Истовремено, повећан је и број долазака и број ноћења домаћих туриста, за 4,6% и 6,3% мг., респективно. Такође, расте и увоз потрошне робе, који је у Т2 већи за 9,4% мг.

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



<sup>8</sup> Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 0,4 п.п. и у јуну је износило 2,3%.

<sup>9</sup> Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* такође је смањено за 0,3 п.п. и у јуну је износило 4,0%.

Ако посматрамо изворе приватне потрошње, раст потрошње домаћинства у Т2 био је вођен њеним основним извором – масом зарада, која наставља да бележи двоцифрени номинални м.г. раст (16,7% у периоду април–мај), док је, захваљујући даљем успоравању инфлације, реални раст масе зарада достигао 11,4% м.г. Истовремено, потрошња домаћинства у Т2 подржана је и кредитима намењеним потрошњи, који од Т3 2023. постепено убрзавају м.г. раст, на 7,7% у Т2, и растом пензија, који је у периоду април–мај износио око 21% м.г. Такође, дознаке становништва су након годину дана поново забележиле раст на м.г. нивоу, који је у Т2 износио 4,1%.

Према нашој процени, **државна потрошња** је порасла у Т2 за 2,7% м.г., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,4 п.п. у Т2), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и набавку робе и услуга. Наведена кретања утицала су на то да **укупна потрошња** у Т2 забележи м.г. раст од 4,2%.

**Приватне инвестиције** задржале су позитивну динамику из претходног тромесечја и, према нашој процени, у Т2 су забележиле м.г. раст од 8,3%. На раст приватних инвестиција упућују, пре свега, подаци из области грађевинарства, које је, према нашој процени, у Т2 забележило раст за 10,0% м.г. У прилог томе говори раст броја издатих грађевинских дозвола у априлу и мају за 18,5% м.г., као и раст производње грађевинског материјала у Т2 за 3,1% м.г. Такође, вредност изведених радова у Т2 већа је за 10,3% м.г. Истовремено, снажан раст бележи и увоз опреме, који је у Т2 већи за 25,4% у односу на исти период претходне године. У погледу извора финансирања инвестиција, прилив СДИ у досадашњем делу 2024. већи је за 6,7% у односу на исти период претходне године. Такође, у Т2 бележи се и раст инвестиционих кредита за 2,2% м.г., а процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран из остварене профитабилности предузећа у претходним годинама (према прелиминарним подацима Агенције за привредне регистре, нето добитак привреде у 2023. износио је 972 млрд динара и био је виши за 12,3% него претходне године).

Наставак реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава, према нашој процени, допринео је убрзању раста **државних инвестиција** на 8,0% м.г. у Т2. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 8,2% м.г., уз допринос расту БДП-а од 1,9 п.п. у Т2.

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

	2023.		2024.	
	T3	T4	T1	T2
<b>Потрошња домаћинства</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5*</b>
<b>Показатељи</b>				
Промет у трговини на мало	-1,4	2,6	6,9	8,3
Промет у угоститељству	6,0	8,8	11,7	13,9 ***
Број домаћих туриста	-4,7	-5,4	7,5	4,6
Број ноћења домаћих туриста	-10,4	-14,0	6,2	6,3
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	4,8	0,1	7,2	9,4
<b>Извори</b>				
Маса укупних зарада, номинално	16,4	15,9	16,0	16,7 **
Нето прилив дознака, номинално	-6,0	-15,8	-0,7	4,1
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	0,9	2,0	4,0	7,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

\*\* Април–мај.

\*\*\* Април.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2023.		2024.	
	T3	T4	T1	T2
<b>Реалне м.г. стопе раста (у %)</b>				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	4,1	5,2	7,3	8,2 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	13,0	7,5	14,2	10,0 *
Инвестиције државе	10,0	12,0	5,0	8,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	11,2	15,6	-3,8	18,5 **
Производња грађевинског материјала	3,5	-2,4	3,3	3,1
Вредност изведених радова	17,3	10,5	17,8	10,3
Увоз опреме, номинално	-14,4	9,5	6,8	25,4
Производња домаћих машина и опреме	-2,4	-10,6	-17,9	-5,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

\*\* Април–мај.



**Повећање залиха у Т2**, према нашој процени, позитивно је допринело расту БДП-а (1,8 п.п.), што је великим делом и резултат ниске базе из претходне године.

Посматрано на тромесечном нивоу, процењујемо да је раст БДП-а у Т2 износио 0,7% дсз., вођен укупним инвестицијама и приватном потрошњом. С друге стране, нето извоз је имао негативан допринос услед снажног раста увоза опреме за потребе текућег инвестиционог циклуса.

## Нето екстерна тражња

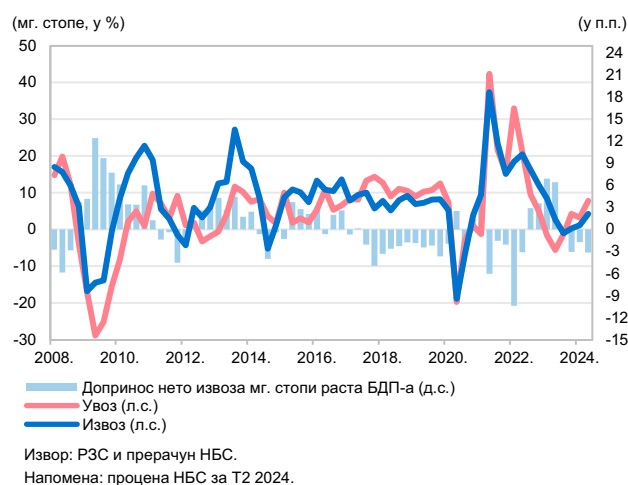
**Реални извоз Србије** је у Т2, према нашој процени, убрзао раст на 4,2% мг. Истовремено, убрзани раст забележио је и **реални увоз** (на 7,8% мг.), због чега је допринос **нето извоза** расту БДП-а и у Т2 био негативан (-3,1 п.п.), што је било у складу с нашим очекивањима услед убрзања домаће тражње, пре свега инвестиција.

**Робни извоз** изражен у еврима у Т2 се опоравио, остваривши раст од 2,4% мг. Повећање је највећим делом резултат повећаног извоза рударства (2,3 п.п.), делом захваљујући и ниској бази из претходне године, као и извоза пољопривреде, који, захваљујући доброј прошлогодишњој пољопривредној сезони, треће тромесечје заредом бележи двоцифрени мг. раст. Позитиван допринос дао је и раст извоза прерађивачке индустрије (1,1 п.п.), што је резултат инвестиција из претходног периода. С друге стране, у Т2 је смањен извоз електричне енергије, првенствено као последица високе базе из претходне године, што је негативно допринело расту укупног робног извоза са -3,3 п.п.

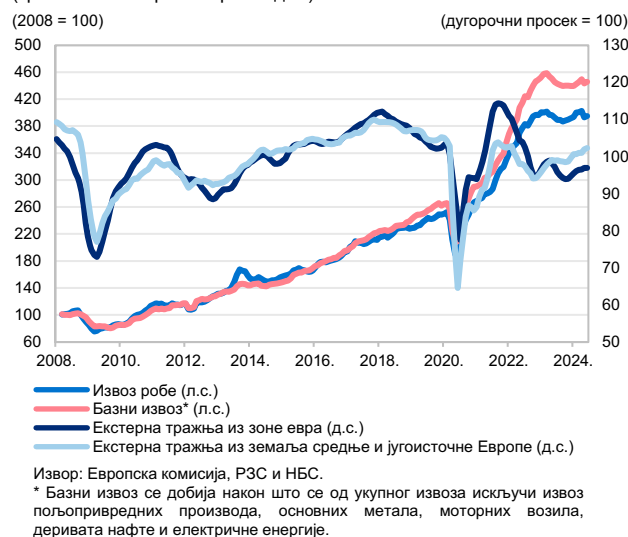
У поређењу са истим периодом 2023, раст извоза прерађивачке индустрије у Т2 забележен је у готово половини грана, при чему је највећи позитиван допринос обезбедио извоз основних метала, рачунара, електронских и оптичких производа, дувана и прехранбене индустрије. У супротном смеру највише је утицао смањен извоз осталих машина и опреме, као и моторних возила и приколица.

**Робни увоз** изражен у еврима забележио је у Т2 мг. раст од 6,2%, што је делом резултат ниске базе, а делом снажног раста увоза производа за потребе текућег инвестиционог циклуса. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), на раст увоза највише је утицао

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



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

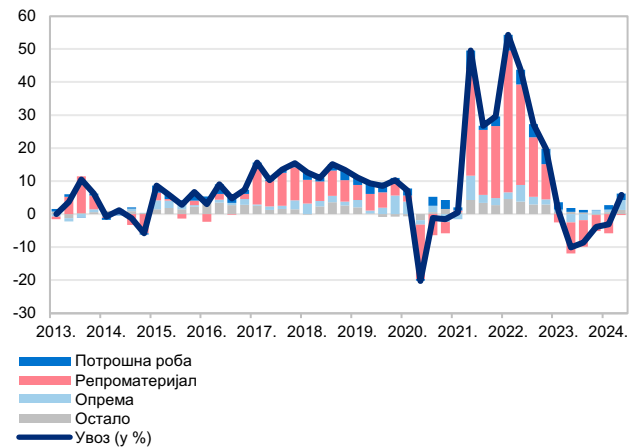


већи увоз опреме (25,4% мг.), а затим и повећан увоз потрошне робе (9,4%). С друге стране, смањен је увоз средстава за репродукцију (-0,6%), што је категорија у оквиру које се региструје увоз енергената. У поређењу са истим периодом претходне године, увоз енергената је нижи за 322 млн евра, при чему је смањен увоз свих врста енергената.

Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у Т2, када је остварен суфицит од 816 млн евра. Расту извоза услуга највише су доприносиле ИКТ, туристичке и пословне услуге. Истовремено, расту увоза највише су доприносиле туристичке и пословне услуге.

Бржи раст робног увоза у поређењу са извозом одразио се на благо смањење покривености робног увоза извозом током Т2, која је у јуну<sup>10</sup> износила 80,6%, а по укључењу услуга 91,7%, што је за 0,8 п.п. и 0,6 п.п., респективно, мање него крајем Т1.

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



<sup>10</sup> Мерено 12-месечним покретним просеком.

## Осврт 4: Скорашњи трендови у прерађивачкој индустрији

Прекиди у глобалним ланцима снабдевања и успоравање привредног раста водећих економија услед кумулираних ефеката различитих криза представљају значајан изазов за кретање прерађивачке индустрије великог броја земаља, поготово малих отворених економија, које су директно интегрисане у ове ланце снабдевања и зависе од екстерне тражње из тих земаља. Домаћа прерађивачка индустрија показала је отпорност у условима вишедимензионалне кризе, будући да је оснажила своје производне и извозне капацитете у протеклом периоду захваљујући приливу СДИ и очуваној профитабилности компанија.

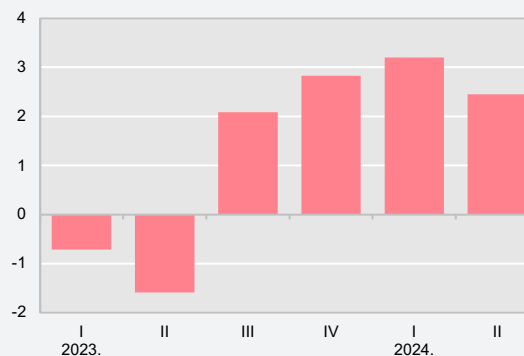
Слаба екстерна тражња утицала је на то да прерађивачка индустрија у П1 2023. забележи м.г. пад обима производње од 1,2% (Графикон О.4.1), првенствено као последица смањене производње основних метала и металних производа, али и производа хемијске индустрије, грађевинског материјала и нафтних деривата. Насупрот томе, прерађивачка индустрија је у П2 повећала обим производње за 2,5%, што је доминантно било опредељено већом производњом рачунара, електронских и оптичких производа, осталих саобраћајних средстава и прехранбене индустрије, доприносећи тако убрзању раста БДП-а у том периоду.

Позитивна кретања у прерађивачкој индустрији настављена су и у 2024, а м.г. стопа раста обима производње за шест месеци износила је 2,8%. При томе, производња је повећана у 13 од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи допринос расту и даље потиче од производње рачунара, електронских и оптичких производа, а затим од производње металних и прехранбених производа. Треба истаћи да би раст у П1 2024. био виши да није било ремонта и инвестиционих радова у рафинерији у Панчеву, који су извршени током марта и априла, и где је већ у јуну достигнут претходни ниво производње. Опоравком прерађивачке индустрије повећан је њен допринос м.г. стопи раста укупне индустрије, при чему он од средине 2023. углавном одређује кретање стопе раста укупне индустријске производње (Графикон О.4.2).

Смањење извоза прерађивачке индустрије током пандемијске 2020. године праћено је високим стопама раста у 2021. и 2022, да би у 2023. години укупна вредност извоза износила 24,7 млрд евра, што је за преко 50% више од вредности извоза у преткризној 2019. години (16,1 млрд евра). Ипак, у 2023. раст је био спорији него у 2021. и 2022. услед смањене тражње код многих европских земаља које су наши највећи трговински партнери, делом и због смањеног потрошачког и инвестиционог поверења услед раста геополитичких тензија и страха од глобалне рецесије. Иако смањени, трошковни притисци и даље су били изражени, што је представљало додатни изазов за извоз прерађивачке индустрије.

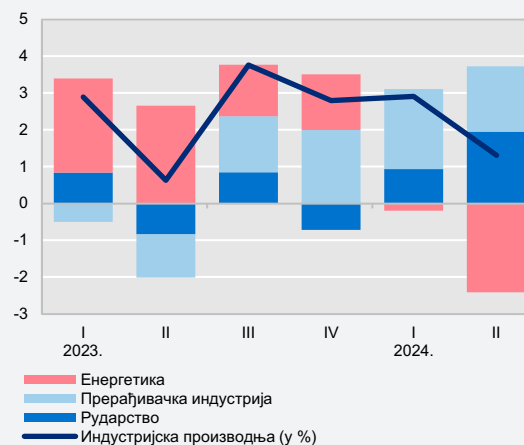
За потребе процене кретања реалног (количинског) раста извоза користили смо податке РЗС-а о месечним индексима произвођачких извозних цена по областима прерађивачке индустрије. Наша анализа је показала да је прерађивачка индустрија забележила годишњи раст извоза у 2023. години од 5,4% номинално, при чему је

Графикон О.4.1. Физички обим производње у прерађивачкој индустрији (м.г. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.4.2. Доприноси м.г. стопи раста индустрије (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.



позитиван допринос расту забележен код 16 од 23 гране унутар прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос потекао је од извоза електричне и друге опреме, машина и моторних возила. Забележен је и реални, тј. количински раст извоза од око 1%. Ако се посматра динамика током 2023. године, реални извоз је бележио слабије резултате у П2, при чему је у Т3 забележио и м.г. пад од 1,8%, на шта су се највероватније одразили негативни кумулативни ефекти смањене екстерне тражње, да би се након тога благо опоравио у Т4 и наставио да расте и у 2024. години, уз стопу номиналног раста од 2,4% м.г. у шест месеци и реалног раста од 1,2% у Т2 (Графикон О.4.3).

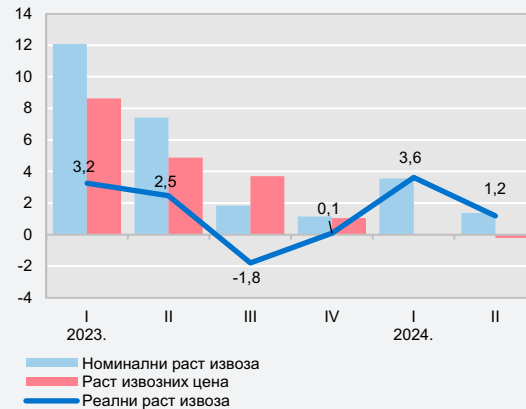
Континуирани раст извоза пратило је и његово квалитативно побољшање, с обзиром на то да је повећан удео извоза производа технолошки напредније фазе прераде (Графикон О.4.4). Учешће извоза производа средње фазе прераде и производа високе технологије у укупном извозу прерађивачке индустрије порастао је са 41,8% у 2019. години на 46,6% у 2023. Када је реч искључиво о технолошки најсофистициранијим производима, њихов извоз је наставио да расте и у 2024. по стопи од 9,8%, чиме би њихово учешће у укупном извозу први пут у историји требало да достигне двоцифрен ниво ове године.

Отпорности извоза прерађивачке индустрије допринеле су и претходне СДИ усмерене у ову делатност, које су, поред повећања производних капацитета, довеле и до трансфера нових технологија и знања, што је повећало конкурентност на међународном тржишту. Готово трећина укупних СДИ у периоду 2019–2022. била је усмерена у прерађивачку индустрију (32,8%), а сличан тренд је настављен и у 2023. години, када је прилив износио око 1,2 млрд евра (25,5% укупних СДИ), што треба да обезбеди раст робног извоза и екстерну одрживост домаће привреде и у наредном периоду.

Повољна кретања у прерађивачкој индустрији утицала су и на даљи раст формалне запослености у овом сектору, као и на раст продуктивности (Графикон О.4.5). Просечна запосленост у прерађивачкој индустрији у протеклих десет година расла је годишње у просеку за око 12 хиљада лица, да би у 2023. достигла ниво од преко 500 хиљада лица, што је више за готово 10% у односу на преткризну 2019, а на сличном нивоу креће се и у П1 2024. године. Поред тога, продуктивност у прерађивачкој индустрији такође се доминантно кретала узлазном путањом у протеклих десет година, изузев у периоду 2018–2020, када је бележен релативно

Графикон О.4.3. Кретање реалног раста извоза у 2023. и Т1 2024.

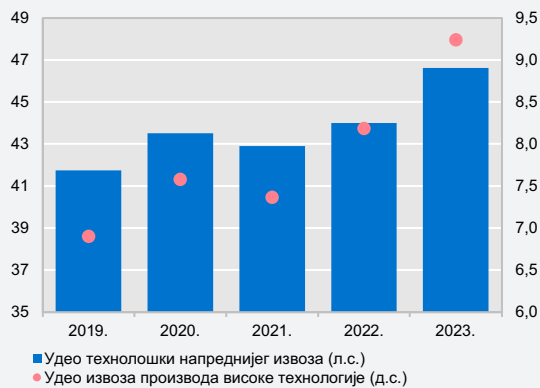
(тримесечни подаци, м.г. стопе, у %)



Извор: подаци РЗС-а и прерачун НБС.

Графикон О.4.4. Извоз технолошки напреднијих производа и унутар њих производа високе технологије – удео у укупном извозу прерађивачке индустрије

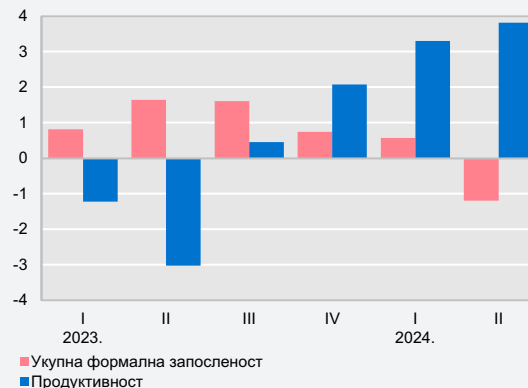
(у %)



Извор: НБС.

Графикон О.4.5. М.г. стопе раста укупне формалне запослености и продуктивности

(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

висок раст запослености, тако да је и тај привремени пад продуктивности био, условно речено, на здравим основама. Када је реч о кретањима од почетка 2023, након пада у П1, продуктивност се од августа вратила у позитивну зону и кретала узлазном путањом у наредном периоду, при чему је у П1 2024. забележила мг. раст од 3,6%.

Наведени показатељи који се односе на физички обим производње, извоз и тржиште рада указују на то да, упркос егзогеним потресима, није нарушена стабилност пословања у сектору прерађивачке индустрије, што потврђују и прелиминарни финансијски резултати за 2023. годину. Укупна профитабилност прерађивачке индустрије у 2023. и даље је висока (159,7 млрд динара), уз стопу нето добитка од 3,4% (наспрам 4,0% у 2022). Профитабилност прерађивачке индустрије битан је показатељ отпорности и због тога што оставља простор предузећима да из сопствених извора финансирају нове инвестиционе пројекте, који су, између осталог, планирани у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

## 4. Економска активност

Према првој процени РЗС-а, економска активност забележила је раст у Т2 од 4,2% м.г., што је више од наших очекивања из претходног извештаја. Раст активности је био вођен услуженим секторима, посебно трговином, али и грађевинарством и индустријом. Посматрано на тромесечном нивоу, према нашим проценама, економска активност у Т2 повећана је за 0,7% дсз.

Услужни сектори су, збирно посматрано, према нашој процени, наставили да убрзавају раст на 5,6% у Т2, чиме су допринели расту економске активности са 2,8 п.п. На то, пре свега, упућују подаци из области трговине, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у Т2 реално повећан за 8,3% м.г. Такође, раст је забележен и у угоститељству, где је реални промет у априлу већи за 13,9% м.г. Истовремено, током Т2 повећан је укупан број долазака туриста за 10,4% м.г., док је укупан број ноћења туриста већи за 9,7% м.г.

Раст **индустријске производње**, према нашој процени, износио је 1,3% м.г. у Т2, вођен растом рударства и прерађивачке индустрије, док је производња електричне енергије забележила пад на м.г. нивоу, делом и као последица високе базе из прошле године. У сектору рударства настављена су позитивна кретања и у Т2 је забележен раст обима производње од 15,3% м.г., првенствено захваљујући убрзању раста експлоатације руде метала и производње у области „остало рударство” (која већином обухвата грађевински материјал, попут шљунка, песка и сл.).

Позитивна кретања у прерађивачкој индустрији из П2 претходне године настављена су и у Т2 2024, када је раст производње износио 2,5% м.г., упркос и даље релативно скромној екстерној тражњи. Раст обима производње забележен је у 15 од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос дало је повећање производње рачунара, металних производа и прехранбене индустрије. С друге стране, м.г. посматрано највише је смањена производња нафтних деривата услед ремонта у рафинерији у Панчеву. Ипак, охрабрује чињеница да се производња нафтних деривата од маја готово вратила на просечан ниво производње из 2023, што сугерише да је ремонт завршен и да се у наставку године може очекивати пуна нормализација у производњи.

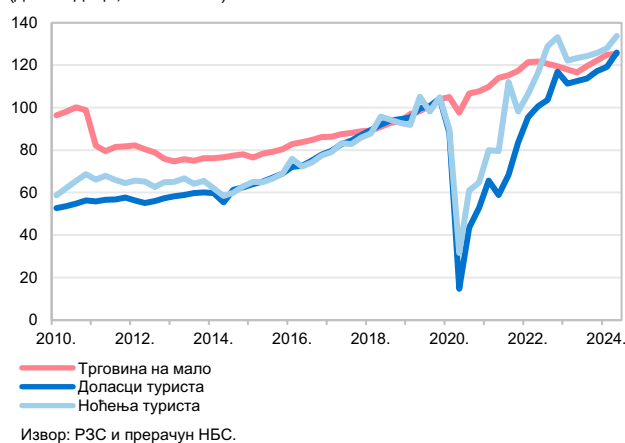
Табела IV.4.1. Доприноси м.г. расту БДП-а (у п.п.)

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

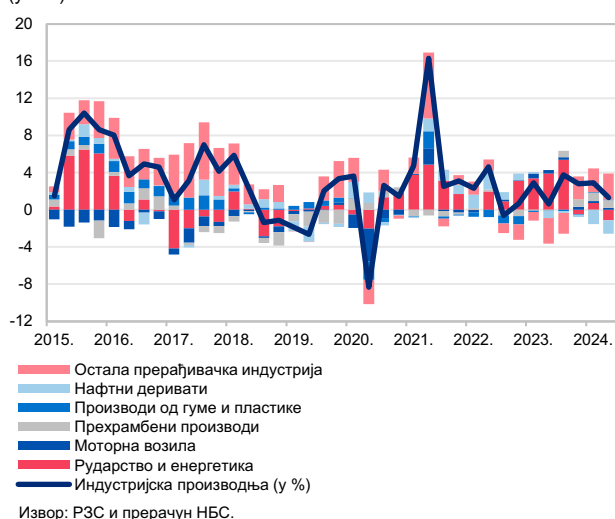
Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

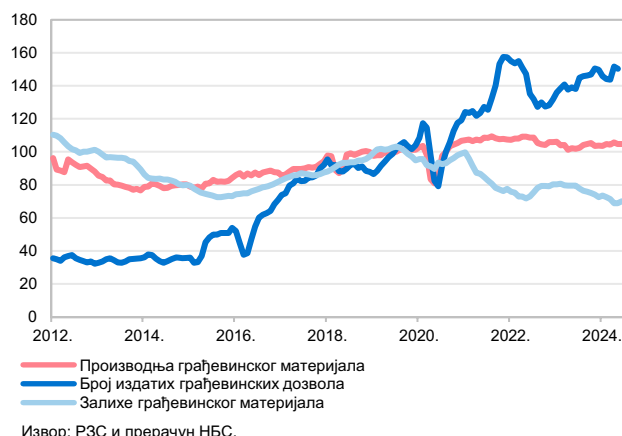
Графикон IV.4.1. Показатељи активности сектора услуга (дсз. подаци, 2019 = 100)



Графикон IV.4.2. Доприноси м.г. стопи раста индустрије (у п.п.)



Графикон IV.4.3. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



Према нашој процени, у **грађевинарству** је у Т2 остварен раст активности од 10,0% мг. У прилог томе говори и раст производње у области „остало рударство”, која највећим делом обухвата експлоатацију грађевинског материјала, као и раст производње грађевинског материјала. Повећан је и број издатих грађевинских дозвола у априлу и мају за 18,5% мг., док је вредност изведених радова у Т2 забележила раст од 10,3% мг. Такође, у Т2 повећан је увоз опреме за 25,4% мг. и увоз грађевинског материјала за 12,0% мг.

Процењујемо да су услед раста потрошње и боље наплате пореских прихода, **нето порези повећани** за 3,5% мг., што доприноси расту БДП-а са 0,6 п.п.

Посматрано на тримесечном нивоу, наша процена је да је раст БДП-а у Т2 у односу на Т1 износио 0,7% дсз. Појединачно посматрано, раст је највише био вођен грађевинарством и трговином, при чему су и готово све остале делатности оствариле раст у поређењу с Т1.

## 5. Кретања на тржишту рада

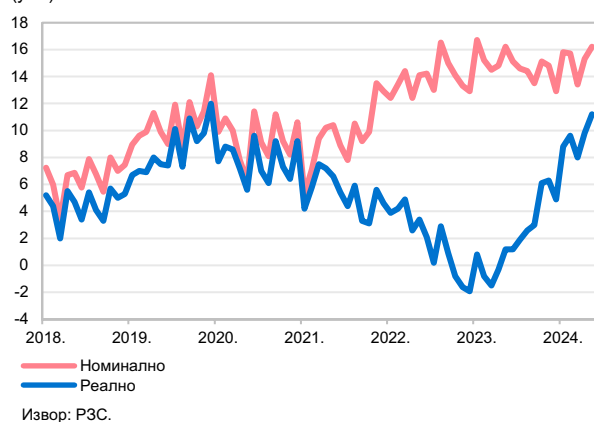
На тржишту рада у Т2 2024. настављена су повољна кретања, о чему сведочи повећање формалне запослености и смањење броја незапослених на нови најнижи ниво, уз раст зарада који не угрожава кретање инфлације у границама циља.

### Зараде

У периоду април–мај просечна номинална нето зарада износила је **98.392 динара** (840 евра), убрзавши мг. раст на 15,7% (са 14,9% у Т1), при чему је у мају први пут откад постоје упоредиви подаци премашила 100.000 динара. Истовремено, убрзан је и реалан мг. раст просечних нето зарада – на 10,5%, са 8,7% у Т1. У периоду април–мај медијална нето зарада износила је 75.750 динара, што је за 16,4% више него у истом периоду претходне године. Знатан раст зарада резултирао је побољшањем животног стандарда, о чему говоре подаци да је у априлу покривеност просечне потрошачке корпе просечном зарадом износила 93,7%, а покривеност минималне корпе минималном зарадом 89,4%, што је за 8,3 п.п. и 17,3 п.п. више него годину дана раније.

У априлу и мају су у готово истој мери повећане просечне зараде у **јавном сектору** и **приватном**

Графикон IV.5.1. Мг. стопе раста просечне нето зараде (у %)



**сектору**, при чему је м.г. раст просечних зарада био двоцифрен у свим **привредним делатностима**. Најизраженији м.г. раст остварен је у областима образовања, водоснабдевања, прерађивачке индустрије и административних и помоћних услуга, у распону 17,5–18,8%.

Као резултат даљег повећања зарада и формалне запослености, укупна номинална **нето маса зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 16,7% м.г. у периоду април–мај.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т2 повећана је за 4,1% м.г. по основу бржег раста економске активности од запослености.

## Запосленост

**Укупна формална запосленост** током Т2 износила је око 2,37 млн лица у просеку и у јуну је била већа за око 12 хиљада запослених него пре годину дана, при чему је њен м.г. раст успорио на 0,1% у Т2 (са 0,6% у Т1). Остварени м.г. раст формалне запослености у јуну резултат је наставка запошљавања код правних лица и предузетника, док је број индивидуалних пољопривредника смањен.

Као и у претходном периоду, највећи број нових радних места током Т2 отворен је у приватном сектору, тако да се **број формално запослених у приватном сектору** у јуну налазио око рекордног нивоа од 1,76 млн лица, при чему је број запослених био већи за око 8 хиљада него годину дана раније. Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у јуну највише је повећана у стручним, научним, иновационим и техничким услугама, ИКТ услугама и грађевинарству, док је највише смањена у административним и помоћним услугама. Истовремено, **запосленост у јавном сектору**, м.г. посматрано, повећана је за око 4 хиљаде лица у јуну.

**Број регистрованих незапослених**, према евиденцији Националне службе за запошљавање, смањен је на нови најнижи ниво у јуну, када је износио 370.611, што је за око 32 хиљаде лица мање него у истом периоду претходне године.

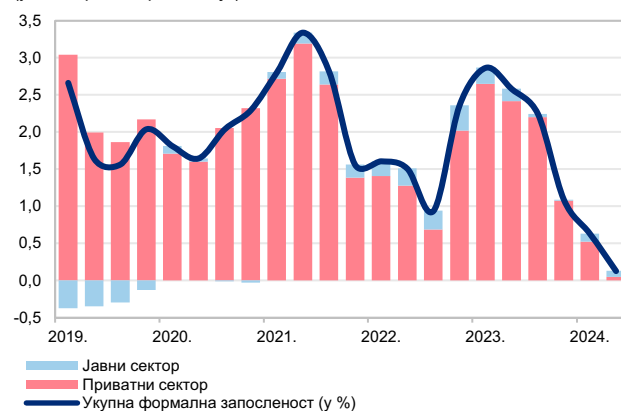
Према резултатима **Анкете о радној снази**, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т1 2024. износила је

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



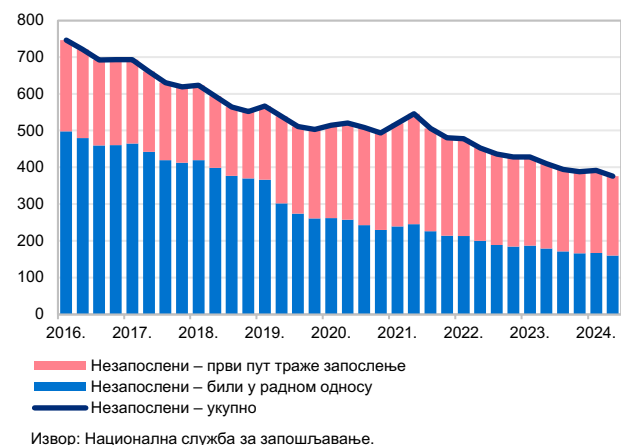
Извор: РЗС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.4. **Кретање регистроване незапослености** (у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

72,5%, док је стопа активности (старији од 15 година) износила 56,2%, чиме су ове стопе повећане за 1,3 п.п. и 1,2 п.п., респективно, у односу на исти период претходне године. Стопа запослености је у Т1 2024. мг. повећана за 1,4 п.п., на 50,9%, док је у исто време стопа незапослености смањена за 0,6 п.п. и износила је 9,4%.

## V. Пројекција

С обзиром на то да је раст БДП-а у П1 премашио наша очекивања, повећали смо пројекцију привредног раста за ову годину, са 3,5%, колико смо пројектовали у мају, на 3,8%. Додатно убрзање економске активности, на распон 4–5%, очекујемо да уследи у наредне две године, чему ће допринети реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Раст ће водити домаћа тражња, при чему ће већој приватној потрошњи допринети наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, а расту инвестиција допринеће реализација пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Услед очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза.

Према нашој новој пројекцији, м.г. инфлација ће наставити да се креће у границама циљаног распона ( $3 \pm 1,5\%$ ). Након привременог повећања у јулу и приближавања горњој граници циља услед серије једнократних поскупљења, очекујемо да ће инфлација успорити на око 4% крајем ове године, а затим да ће се током наредне године постепено приближити централној вредности циља од 3%. Таквом кретању инфлације највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, очекивано постепено успоравање раста реалних зарада и очекивани пад светске цене нафте, у складу с фјучерсима.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења, а пре свега од геополитичких тензија и изгледа за глобални привредни раст, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на постојаност базне инфлације на глобалном нивоу. Ризици пројекције потичу и од брзине раста домаће тражње, пре свега по основу висине прилива СДИ и улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Од домаћих ризика, за инфлацију је важан и утицај временских прилика на понуду и цене воћа и поврћа, а за БДП и на понуду јесењих култура.

### Екстерне претпоставке

#### Економска активност

Упркос појачаним геополитичким тензијама и још увек повишеним каматним стопама, Светска банка је у јунском извештају *Global Economics Prospects* ревидирала навиге пројекцију раста **светске привреде** у 2024. години, за 0,2 п.п. у односу на јануар, на 2,6%. Светска банка очекује убрзање раста глобалног БДП-а у периоду 2025–2026. на 2,7%, што је и даље испод дугорочног просека (3,1% у периоду 2010–2019). Процењено је да су **ризични пројекције глобалног привредног раста у 2024. асиметрични** **ниже**, с обзиром на могућност ескалације геополитичких тензија, што може довести до додатног раста светских цена примарних производа и фрагментације у глобалној трговини. Поред тога, истакнуто је да перзистентна инфлација може успорити започето ублажавање монетарних услова, што би се негативно одразило на економску

Табела V.0.1. Пројекције реалног раста БДП-а за 2024. и 2025. (у %)

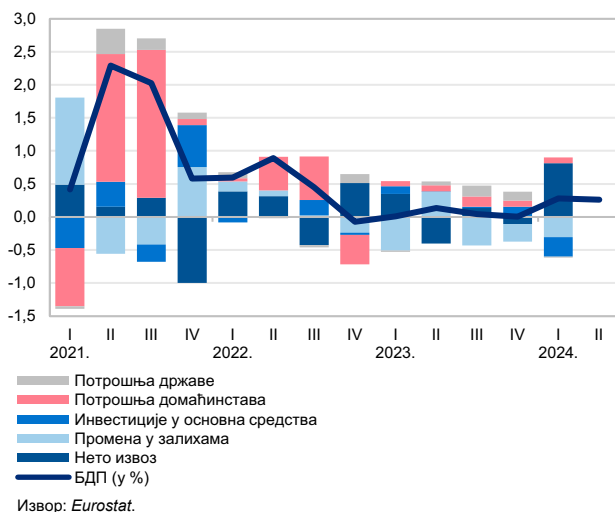
	2024.		2025.	
	Претх. пројекц.	Нова пројекц.	Претх. пројекц.	Нова пројекц.
Свет	3,2	3,2	3,2	3,3
Развијене земље	1,7	1,7	1,8	1,8
Зона евра	0,8	0,9	1,5	1,5
САД	2,7	2,6	1,9	1,9
Земље у успону и развоју	4,2	4,3	4,2	4,3
Русија	3,2	3,2	1,8	1,5
Кина	4,6	5,0	4,1	4,5

Извор: ММФ *WEO* (јул и април 2024).



Графикон V.0.1. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а зоне евра

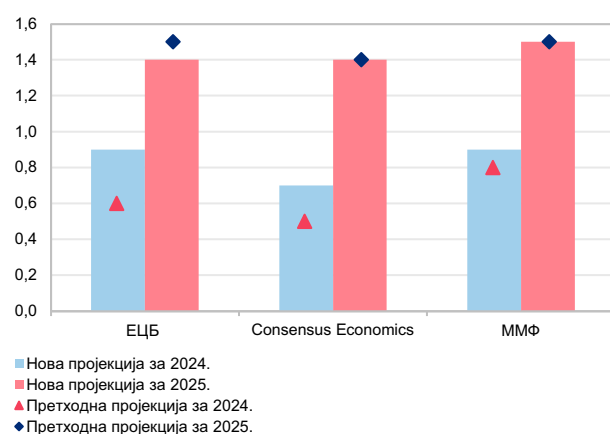
(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

Графикон V.0.2. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025.

(у %)



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

активност. ММФ је у јулу задржао априлску пројекцију глобалног привредног раста у 2024. на 3,2%, док је пројекција раста у 2025. ревидирана навише, за 0,1 п.п., на 3,3%. Оцењено је да је раст светске привреде у складу с пројекцијама из априла, а као главни ризик истакнута је повишена инфлација у сектору услуга. Као додатне ризике ММФ наводи могуће задржавање каматних стопа на вишем нивоу у дужем периоду, геополитичке ризике и раст протекционизма у међународној трговини.

Након пет узастопних тромесечја у којима је стагнирала, **економска активност зоне евра** у Т1 повећана је за 0,3% дсз., готово у потпуности захваљујући расту нето извоза, услед повећане глобалне тражње за производима и услугама. Насупрот томе, у Т1 су смањене инвестиције у основна средства и залихе, док су приватна и државна потрошња остале готово непромењене. У **Немачкој и Италији**, које су наши најважнији спољнотрговински партнери унутар зоне евра, у Т1 је такође забележен дсз. раст БДП-а од 0,2% и 0,3%, респективно.

Водећи краткорочни економски индекси за зону евра, *PMI* и *ESI*, указују на постепени опоравак економске активности, при чему се *PMI* од марта налази у области експанзије. Наставак привредног опоравка у зони евра ЕЦБ очекује упоредо с повећањем реалних расположивих доходака, по основу виших зарада и повољнијих услова за трговину. Према прелиминарним подацима Eurostat-а, БДП зоне евра је у Т2 повећан за 0,3% дсз. Након што је смањена у априлу и мају, стопа незапослености у зони евра се у јуну вратила на ниво из марта (6,5%), при чему је ЕЦБ у јуну ову стопу пројектовала на нивоу од 6,6% у 2024. години.

По основу бољих остварења од очекиваних од почетка 2024, **ЕЦБ** је у јуну ревидирала навише мартовску пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2024, за 0,3 п.п., на 0,9%. Пројекција привредног раста за 2025. благо је коригована наниже (за 0,1 п.п., на 1,4%), док пројекција за 2026. није мењана (1,6%).

И *Consensus Economics* је у јулу ревидирао навише априлску пројекцију раста привреде зоне евра за 2024. годину, за 0,2 п.п., на 0,7%, док је пројекција за 2025. непромењена (1,4%). Аналитичари су истакли да очекују опоравак економске активности зоне евра у наредним тромесечјима, под утицајем отпорног тржишта рада и опоравка глобалне индустријске производње. И поред смањења основних каматних стопа ЕЦБ-а у јуну, *Consensus Economics* наглашава да



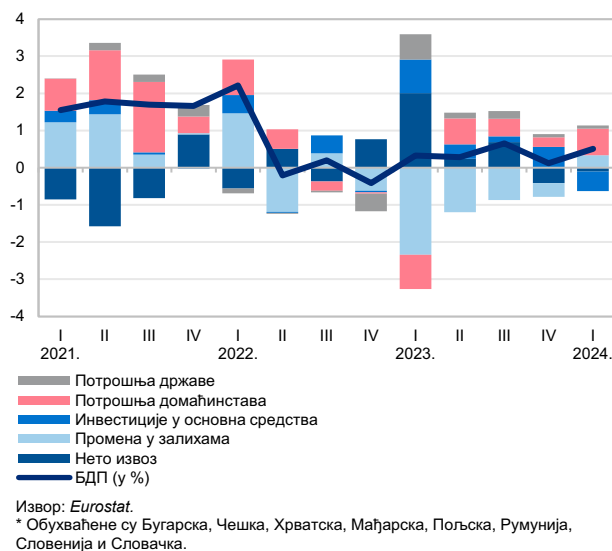
ће циклус монетарног попуштања вероватно бити спорији него што је био циклус монетарног заостравања. Наведене пројекције *Consensus Economics*-а користили смо као претпоставке о привредном расту зоне евра у нашим новим пројекцијама.

**На нивоу региона средње и југоисточне Европе,** БДП је у Т1 убрзао раст на 0,5% дсз. (са 0,1% у Т4), при чему је раст доминантно био вођен потрошњом домаћинства, а затим растом залиха и државне потрошње, насупротив чега је деловало смањење инвестиција у основна средства и нето извоза. Економска активност у Т1 је повећана у готово свим земљама региона, изузев у Словенији, где је стагнирала, при чему су највише дсз. стопе раста БДП-а оствариле Хрватска, Мађарска, Румунија и Словачка. Имајући у виду слабу инвестициону активност због још увек присутне глобалне неизвесности, *Consensus Economics* оцењује да ће домаћа потрошња и у наредном периоду бити кључни покретач раста економске активности на нивоу региона. У јулу је *Consensus Economics* за 2024. пројектовао раст БДП-а од 2,9% у земљама југоисточне Европе, односно 2,4% у земљама средње Европе, док је за 2025. прогнозирао стопе раста за ове регионе од 3,4% и 3,3%, респективно.

**Привреда САД** је у Т1 успорила раст на 0,3% дсз. (са 0,8% у Т4), који је вођен растом инвестиција у основна средства и домаће потрошње, насупротив чега је деловало смањење нето извоза и залиха. **ФЕД** је у јуну оценио да је током Т2 забележен солидан темпо раста БДП-а, вођен наставком раста потрошње и снажним тржиштем рада. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, БДП САД је у Т2 повећан за 0,7% дсз., као резултат раста домаће тражње. ФЕД је у јуну задржао мартовске пројекције годишњег раста БДП-а у 2024. и 2025. од 2,1% и 2,0%, респективно. Стопа незапослености у САД наставила је да расте током Т2 и у јуну је износила 4,1% (3,8% у марту), уз оцену ФЕД-а да јаз између понуде и тражње за радном снагом наставља да се сужава. ФЕД је у јуну пројектовао стопу незапослености од 4,0% у 2024. години, што је непромењено у односу на мартовску пројекцију.

Раст економске активности у **Русији** у Т1 је мг. убрзао на 5,4%, са 4,9% у Т4, што је изнад очекивања тржишних учесника (5,3%). Посматрано с производне стране, раст БДП-а је био вођен растом индустријске активности, док је активност у услужном сектору успорила. ММФ је у јулу задржао априлску

Графикон V.0.3. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе\* (дсз., тромесечно, у п.п.)



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



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

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

Извор: *Consensus Economics* (април и јул).

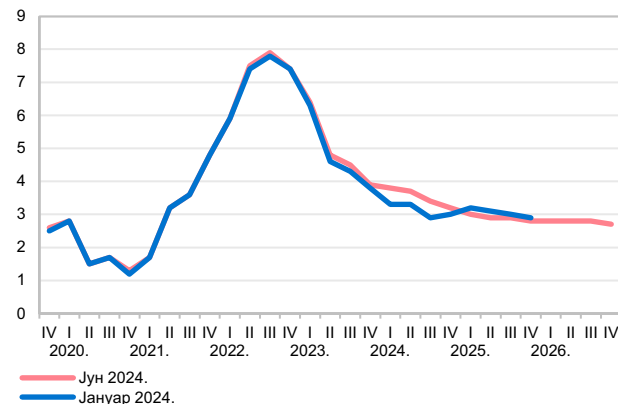
пројекцију привредног раста Русије у 2024. на 3,2%, док је пројекција раста у 2025. ревидирана наниже, за 0,3 п.п., на 1,5%.

Под утицајем даљих фискалних подстицаја и повећане државне потрошње, **привреда Кине** је у Т1 повећана за 5,3% м.г. ММФ је у јулу знатно кориговао навише априлску пројекцију привредног раста Кине, за 0,4 п.п., на 5,0%, имајући у виду убрзање раста домаће потрошње и извоза у Т1, иако је, према прелиминарним подацима, раст БДП-а Кине у Т2 успорио, на 4,7% м.г., услед нешто слабије потрошачке тражње.

## Инфлација

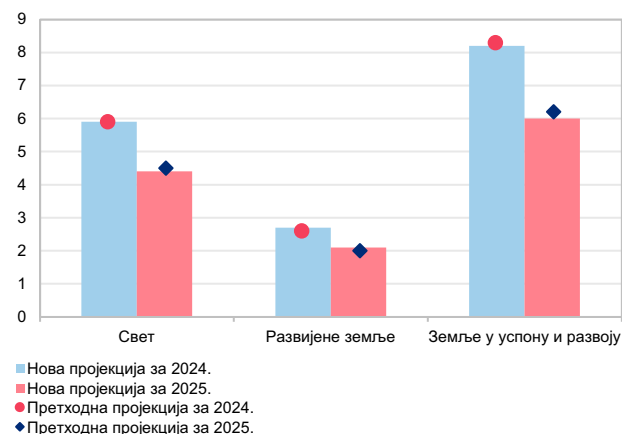
**Глобална инфлација је наставила да успорава у Т2, али се и даље налази изнад циља у већини развијених земаља.** Светска банка је у јунском извештају *Global Economics Prospects* нагласила да очекује наставак успоравања глобалне инфлације, али слабијим темпом у односу на претходна очекивања, тако да је у 2024. она пројектована на 3,5% у просеку, што је за 0,4 п.п. изнад јануарске пројекције. ММФ је у јулском извештају *WEO Update* истакао да и даље очекује наставак смањења глобалне инфлације, али ће због постојаније инфлације у сектору услуга и виших светских цена примарних производа пад инфлације бити спорији у односу на претходни период. Ипак, ММФ очекује постепено попуштање притисака с тржишта рада и пад светских цена енергената, што би требало да подстакне даљи пад инфлације. Пројекција глобалне инфлације за 2024. задржана је на непромењеном нивоу у односу на април, од 5,9%, док је пројекција глобалне инфлације за 2025. ревидирана наниже – за 0,1 п.п., на 4,4%.

Графикон V.0.5. Пројекција глобалне инфлације (у %)



Извор: Светска банка (јун 2024).

Графикон V.0.6. Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2024. и 2025. (у %)



Извор: ММФ WEO (јул и април 2024).

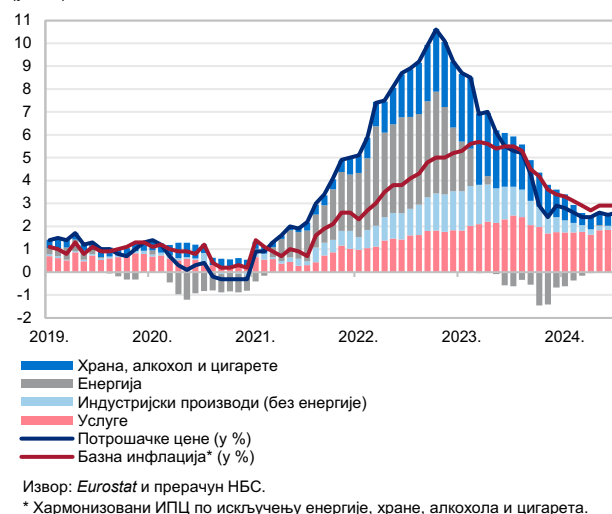
Током Т2 заустављен је тренд успоравања м.г. **инфлације у зони евра**, која је у јуну износила 2,5%, доминантно по основу умереног м.г. раста цена енергије и испољавања ефекта ниске прошлогодишње базе. Базна инфлација у зони евра је у јуну била непромењена у односу на март (2,9% м.г.), на шта је утицало благо убрзање м.г. раста цена услуга и истовремено успоравање м.г. раста цена индустријских производа (без хране и енергије). Мера променом хармонизованог ИПЦ-а, **м.г. инфлација у Немачкој** повећана је на 2,5% у јуну (са 2,3% у марту), док је **м.г. инфлација у Италији** успорила на 0,9% у јуну (са 1,2% у марту). Према прелиминарним подацима Eurostat-а, м.г. инфлација је у јулу износила 2,6% у зони евра, колико је била и у Немачкој, док је у Италији знатно повећана, на 1,7%.

ЕЦБ је у јуну истакла да су притисци на инфлацију остали повишени првенствено по основу плата које убрзано расту, надокнађујући претходни раст инфлације, о чему сведочи и повећање уговорених плата у Т1 2024. Полазећи од претпоставке да ће процес усклађивања плата бити постепен, ЕЦБ очекује да ће трошкови рада у блиској будућности флукуирати. Очекује се да ће се инфлација кретати око садашњих нивоа и током остатка 2024, делом и због базног ефекта код цена енергената, а да ће током П2 2025. почети да се смањује ка циљу од 2%, као резултат успореног раста трошкова рада, испољавања ефеката претходно вођене рестриктивне монетарне политике, као и слабљења утицаја енергетске кризе и пандемије. **ЕЦБ је истакла да ће инфлација вероватно остати изнад циља и током следеће године, а да ће се на 2% наћи у 2026.** Узимајући наведено у обзир, ЕЦБ је у јуну ревидирала навише мартовску пројекцију инфлације за 2024. са 2,3% на 2,5%, а за 2025. са 2,0% на 2,2%.

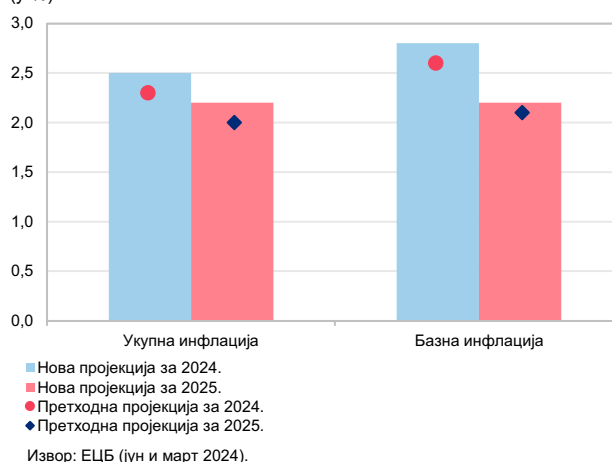
**Инфлација у САД** (мерена променом ИПЦ-а) кретала се силазном путањом током Т2 и у јуну је износила 3,0% м.г. Томе је допринело успоравање м.г. раста цена енергије због нижих цена течног нафтног гаса, док је м.г. раст цена хране остао непромењен у односу на март. Током Т2 у истој мери је смањена и **базна инфлација**, за 0,5 п.п., на ниво од 3,3%, чему су допринели м.г. пад цена индустријских производа (без хране и енергије) и спорији м.г. раст цена услуга. Сличну м.г. динамику као ИПЦ током Т2 бележили су и индекси издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије), који су у јуну м.г. повећани за по 2,6%. **ФЕД** очекује успоравање инфлације и у наредном периоду, које ће бити подржано ефикаснијим усклађивањем понуде и тражње на тржишту производа и услуга и тржишту рада, тако да је у јуну поменуте мере инфлације пројектовао на 2,7% у 2024. и 2,3% у 2025, што су нешто виши нивои него у марту.

Унутар **региона средње и југоисточне Европе**, укупна м.г. инфлација је у Т2 бележила дивергентна кретања, док се базна инфлација доминантно кретала силазном путањом. И поред тога, базна инфлација се и даље креће изнад укупне у свим посматраним земљама. Након што је очекивано повишена у априлу, м.г. инфлација у **Чешкој** се у јуну вратила на централну вредност циља (2,0%), чему је највише допринело успоравање м.г. раста цена нафтних деривата, а сличну динамику имала је и м.г. инфлација у **Мађарској**, која је, након умереног раста у априлу и мају, до краја Т2 спуштена на 3,7%, такође вођена нижим ценама нафтних деривата. М.г. инфлација у

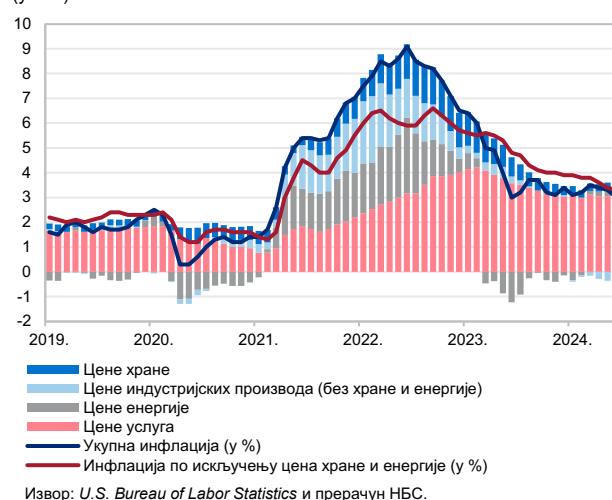
Графикон V.0.7. Допринос компонента хармонизованог ИПЦ-а м.г. инфлацији у зони евра (у п.п.)



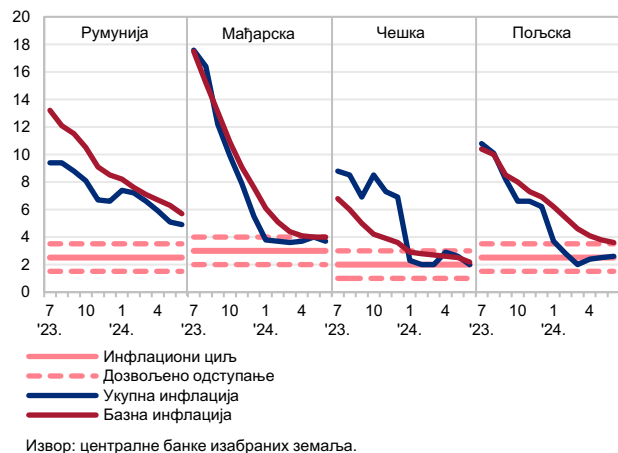
Графикон V.0.8. Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2024. и 2025. (у %)



Графикон V.0.9. Допринос компонента ИПЦ-а м.г. инфлацији у САД (у п.п.)



Графикон V.0.10. Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с јуном 2024) (мг. стопе, у %)



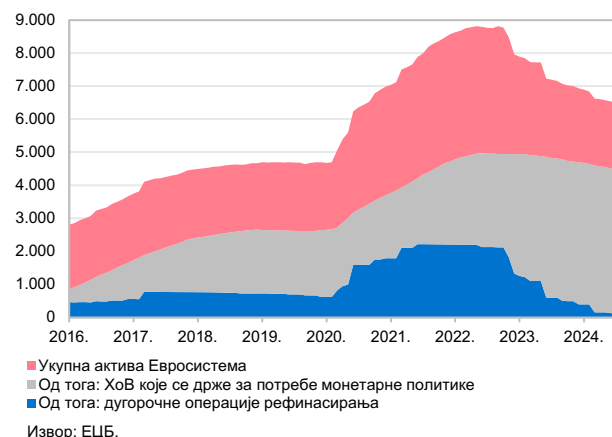
Извор: централне банке изабраних земаља.

Табела V.0.3. Пројекције инфлације по земљама региона (у %)

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

Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.11. Консолидовани биланс Евросистема (стање крајем месеца, у млрд EUR)



Извор: ЕЦБ.

Румунији кретала се силазном путањом у Т2 и у јуну је спуштена на 4,9%, вођена наставком успоравања прехранбене инфлације и нижим ценама електричне енергије и гаса. Насупрот томе, мг. инфлација у **Пољској** убрзавала је током Т2 и у јуну је износила 2,6%, при чему се очекује наставак раста инфлације до краја Т1 2025. због виших цена енергије. *Consensus Economics* је у јулу пројектовао просечну инфлацију у 2024. од 4,4% у земљама југоисточне Европе, односно 3,3% у земљама средње Европе, што је ниже него у априлу, док за 2025. очекује просечну инфлацију од 3,3% и 3,5% у овим регионима, респективно.

У региону **Западног Балкана**, мг. инфлација се углавном кретала силазном путањом током Т2, тако да је у **Босни и Херцеговини** и **Албанији** у јуну спуштена на 1,6% и 2,1%, респективно. Након што је повећана у Т1 због раста цена хране, у јуну је мг. инфлација смањена на 3,2% у **Северној Македонији**, односно на 4,1% у **Црној Гори**.

### Монетарна политика

У складу са очекиваним даљим успоравањем инфлације и приближавањем циљу, већина централних банака у свету је започела или најавила ублажавање монетарних политика у наредном периоду. Притом, **темпо монетарног ублажавања биће нешто спорији него што се очекивало почетком године**, с обзиром на процене централних банака да инфлаторни притисци још увек захтевају опрезност.

Одлуку да започне ублажавање монетарне политике у јуну, смањењем каматних стопа за по 25 б.п., на 3,75% за каматне стопе на депозитне олакшице, на 4,25% за главне операције рефинансирања и на 4,50% за кредитне олакшице, **ЕЦБ** је донела имајући пре свега у виду слабљење ценовних притисака и успоравање инфлације, чему је битно допринела претходно пооштрена монетарна политика и по том основу заоштрени финансијски услови. На конференцији након јунског састанка председница ЕЦБ-а Кристин Лагард истакла је да смањење основних каматних стопа не значи да ће га следити узастопна смањења основних каматних стопа. Након тога, на састанку у јулу основне каматне стопе задржане су на непромењеном нивоу. ЕЦБ наводи да ће обезбедити да каматне стопе остану рестриктивне колико год то буде потребно да би се инфлација на одржив начин вратила на циљ у средњем року. Очењено је да, и поред постигнутог напретка, домаћи ценовни притисци с тржишта рада остају снажни и одржавају инфлацију у сектору услуга релативно високом, што захтева

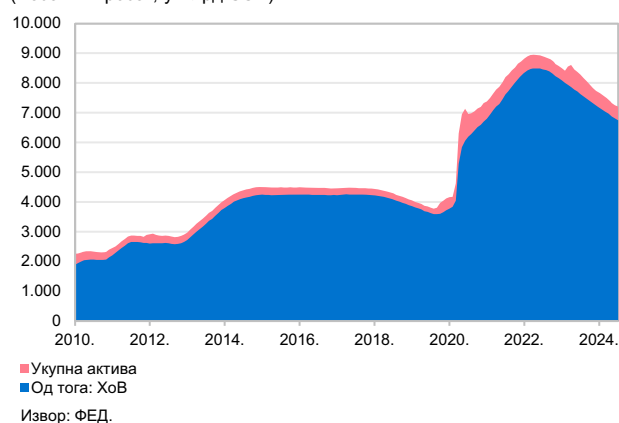
опрезност у вођењу монетарне политике. У складу с тим су и очекивања тржишних учесника – да ће нова смањења уследити у септембру и децембру, а могуће и само крајем године, јер још увек није било смањења инфлације у сектору услуга.

ЕЦБ је наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком. Настављено је смањење портфолија ХоВ купљених у оквиру програма **куповине активе (APP)**, јер ЕЦБ више не реинвестира главницу доспелих ХоВ. Када је реч о **хитном програму куповине ХоВ због пандемије (PEPP)**, ЕЦБ више не реинвестира у потпуности главницу доспелих ХоВ, већ током П2 портфолио постепено смањује за просечно 7,5 млрд евра месечно, да би до краја ове године реинвестирање било обустављено. Поред тога, ЕЦБ редовно прати утицај које враћање претходно позајмљених средстава банкама у оквиру **операција рефинансирања дугорочних кредита (TLTRO)** има на монетарне услове.

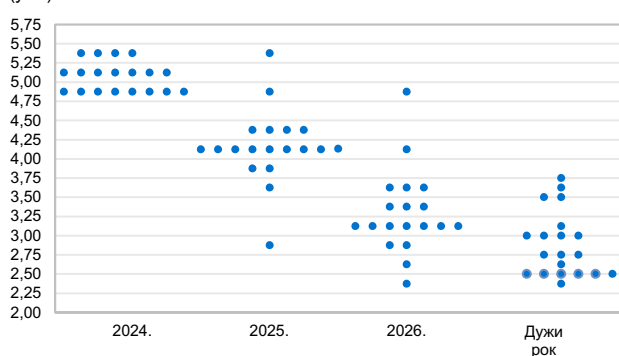
За разлику од ЕЦБ-а, **ФЕД** је у јуну задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу (распон 5,25–5,50%), седми пут заредом. Такође, наставио је с процесом смањења своје активе у оквиру биланса стања. У извештају са састанка наводи се да је настављен солидан раст економске активности у САД, док је раст броја запослених остао снажан, стопа незапослености на ниском нивоу, а инфлација ублажена у претходној години иако остаје повишена. Такође, у извештају је дошло до битне измене у односу на претходни, јер се истиче да је у последњих неколико месеци остварен умерен напредак ка постизању циљане инфлације од 2% (уместо раније констатације да је поменути напредак изостао). На састанку у јулу није мењана висина референтне стопе, али је у извештају наведено да је остварен напредак ка постизању циља за инфлацију, што су тржишни учесници протумачили као најаву за будућа смањења референтне каматне стопе. ФЕД ће наставити да прати економске податке, и биће спреман да прилагоди став монетарне политике на одговарајући начин ако се појаве ризици који би могли да ометају постизање циљева ФЕД-а.

**Централна банка Швајцарске**, као прва од водећих централних банака која је смањила референтну каматну стопу у марту, наставила је са смањењем од 25 б.п. у јуну, на 1,25%. Такав потез је био и очекиван од стране тржишних учесника, с обзиром на јачање швајцарског франка и релативно ниску инфлацију (према пројекцији централне банке од 1,3% у 2024. и 1,1% у 2025, под условом да референтна стопа остане

Графикон V.0.12. Укупна актива ФЕД-а (месечни просек, у млрд USD)

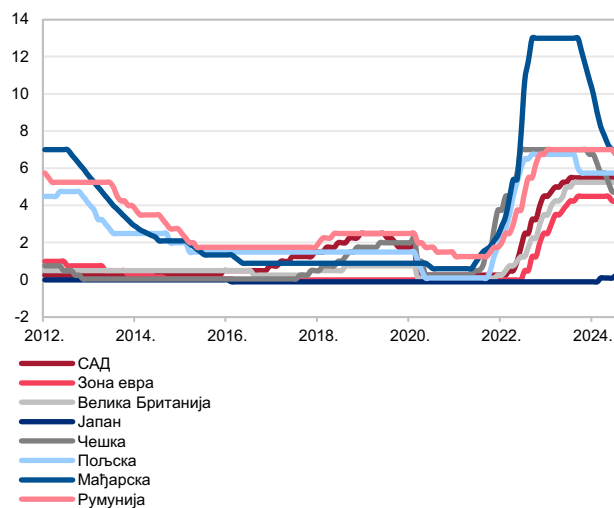


Графикон V.0.13. Очекивања чланова FOMC-а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе (у %)





Графикон V.O.14. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

на 1,25%). Након што је у марту први пут повећана од 2007, на распон 0–0,1%, чиме је изашла из негативне зоне, референтна стопа **Банке Јапана** је поново повећана у јулу, на око 0,25%. **Банка Енглеске** није мењала висину референтне каматне стопе од 5,25%, истичући да ће пратити колико дуго референтна стопа треба да се задржи на тренутном нивоу.

Од централних банака региона **средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, референтну каматну стопу у протекла три месеца највише је смањила **централна банка Чешке**, за по 50 б.п. у мају и јуну, на 4,75%, што је више од очекивања тржишних учесника. Централна банка је истакла настављено успоравање инфлације и слабију економску активност као главне разлоге таквих одлука. С обзиром на ризике по питању кретања инфлације услед раста цена у сектору услуга, гувернер централне банке Чешке је истакао да ће темпо ублажавања монетарне политике вероватно бити смањен на наредним састанцима, као и да постоји могућност да се, у зависности од података, направи и пауза у циклусу смањења референтне стопе. Референтну каматну стопу наставила је да смањује и **централна банка Мађарске**, за по 25 б.п. у јуну и јулу, на 6,75%. Од када је започето монетарно попуштање октобра прошле године, то су најмања смањења. Очекује се да ће темпо ублажавања монетарне политике даље успорити, пошто су челници централне банке изјавили да постоји врло мало простора за смањења референтне каматне стопе у остатку ове године. Референтну каматну стопу смањила је и **централна банка Румуније** у јулу, први пут од јануара 2021, за 25 б.п., на 6,75%. Пројектована инфлација централне банке је на нижем нивоу од претходне, па би се у наредном периоду могла очекивати даља смањења. Ипак, на опрезност указује неизвесност у погледу карактера фискалне политике, динамике зарада у јавном сектору и ефеката новог пензијског закона.

Након смањења у октобру прошле године на 5,75%, **централна банка Пољске** није мењала висину референтне стопе, у складу са очекивањима. Иако се инфлација креће у границама циљаног распона, централна банка очекује да ће се раст цена убрзати у П2, подстакнут снажним тржиштем рада, и одбацује могућност смањења референтне стопе ове године. Централна банка Турске није мењала у протекла три месеца референтну каматну стопу, која износи 50,0%. Иако домаћу тражњу успоравају снажно заострени кредитни услови, перзистентно је висока инфлација у

сектору услуга, а повишена су и инфлациона очекивања. Иако у јуну, четврти месец заредом, није мењала висину референтне каматне стопе од 16%, **централна банка Русије** је истакла да би је могла повећати на наредном састанку, што је и учинила у јулу, када је стопа повећана за 200 б.п., на 18%. Домаћа тражња наставља да премашује понуду због последица сукоба у Украјини и санкција западних земаља, што је резултирало поремећајима у ланцима снабдевања и на тржишту радне снаге.

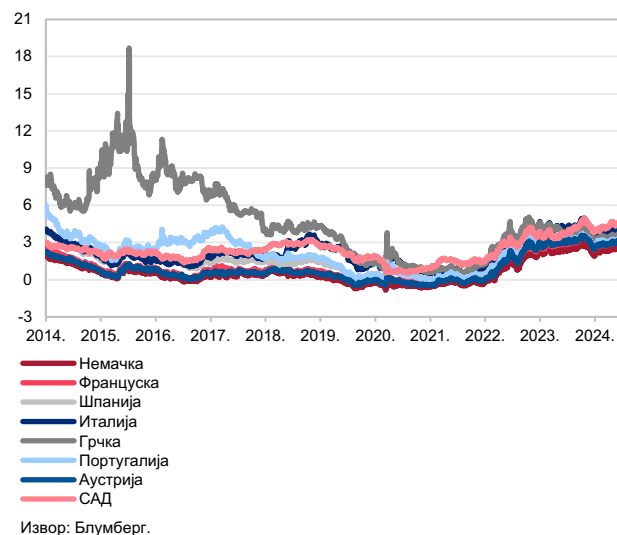
### Финансијска и робна тржишта

**Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља и САД** током Т2 су забележиле благ раст, у просеку за 31 б.п. и 20 б.п., респективно, који је у највећој мери био одређен конзервативнијим очекивањима тржишних учесника о будућем смањењу каматних стопа ЕЦБ-а и ФЕД-а.

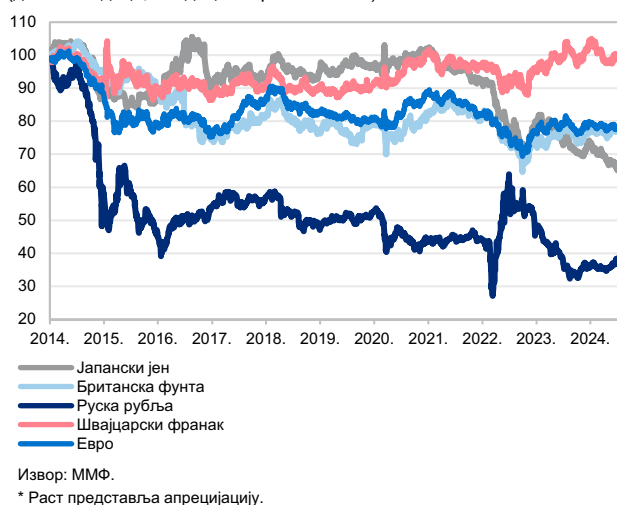
Током Т2 **долар је ојачао према евр**у на међународном финансијском тржишту, што се може довести у везу с релативно успешнијим перформансама привреде САД, чије тржиште рада и даље показује високу отпорност у поређењу са умеренијим економским опоравком зоне евра. Слабљењу евра допринела је и неизвесност око изборних дешавања у Француској.

Светска цена нафте претходних месеци била је волатилна. Након што је повећана на овогодишњи максимум од 93 долара по барелу средином априла због појачаних геополитичких тензија на Блиском истоку, смањења залиха и очекивања раста глобалне тражње, **светска цена нафте типа брент** кретала се силазном путањом и почетком јуна се спустила на 76 долара по барелу, услед најаве земаља *OPEC+* о постепеном укидању добровољног смањења производње од октобра, смањених геополитичких тензија и очекивања да би ФЕД могао задржати каматне стопе на вишем нивоу дуже него што је раније прогнозирао. Након тога светска цена нафте је поново повећана, на шта су се одразиле смањене залихе у САД и пад извоза нафте и гаса из Норвешке у Европу због оштећеног цевовода, те је почетком јула достигла ниво од око 89 долара по барелу, док је до краја месеца смањена на око 79 долара по барелу, доминантно под утицајем слабијих резултата кинеске економије у Т2. Посматрано на нивоу тромесечја, цена нафте у Т2 у просеку је износила око 85 долара по барелу, што је за 2,2% више него у Т1. Америчка енергетска информативна агенција (*EIA*) очекује да

Графикон V.0.15. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



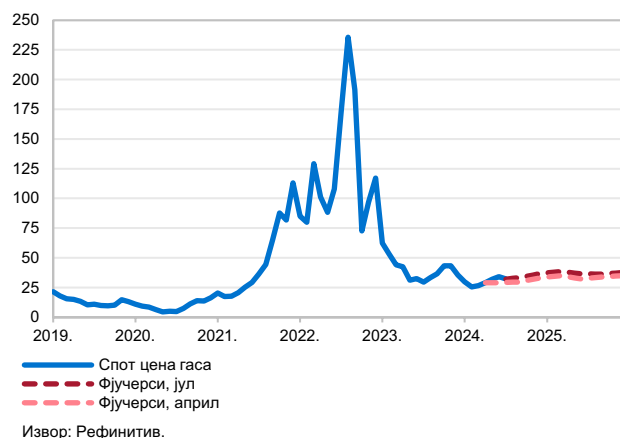
Графикон V.0.16. Кретање курсева одређених националних валута према долару\* (дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)



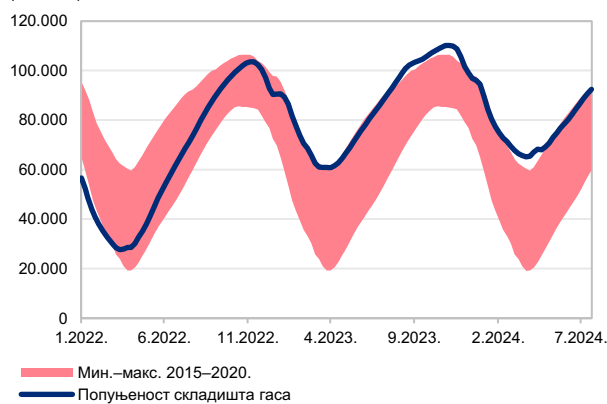
Графикон V.0.17. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Графикон V.0.18. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



Извор: Рефинитив.

Графикон V.0.19. Попуњеност складишта гаса у ЕУ (млн m<sup>3</sup>)

Извор: Bruegel.

цена нафте типа брент буде на повишеном нивоу до фебруара 2025, када ће износити око 89 долара по барелу, након чега ће се до краја 2025. кретати силазном путањом и у децембру у просеку износити око 83 долара по барелу. Насупрот томе, *Consensus Economics* очекује да ће светска цена нафте у Т3 износити око 85 долара по барелу, након чега ће се до краја 2025. спустити на око 78 долара по барелу. Слично очекујемо и у нашој пројекцији – да цена нафте типа брент на крају 2024. износи око 80 долара по барелу, а на крају 2025. око 78 долара по барелу.

**Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF** кретала се узлазном путањом током Т2 и у просеку је износила око 32 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 365 долара за хиљаду кубних метара)<sup>11</sup>, што је за 16,2% више него у Т1, али је м.г. посматрано нижа за 9,2%. На раст цене природног гаса утицали су појачана геополитичка неизвесност, повећана тражња за течним гасом у Азији, као и сезонско одржавање рафинерија и неочекивани прекиди рада терминала у Норвешкој. Насупрот томе, цена природног гаса је у јулу смањена, доминантно под утицајем високо попуњених складишта и у просеку је износила око 32 евра по мегават-сату. На основу тржишних фјучерса, очекујемо да цена природног гаса умерено порасте до краја Т1 2025, када ће износити око 39 евра по мегават-сату, а уз одређене сезонске осцилације кретаће се на сличном нивоу и у остатку године. *Consensus Economics* очекује да ће се цена гаса кретати на нешто нижем нивоу, тако да она на крају 2024. и 2025. износи око 36 и 34 евра по мегават-сату, респективно.

**Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи)** доминантно се кретала узлазном путањом током Т2 и у просеку је износила око 71 евро по мегават-сату, што је за 2,6% више него у Т1, док је у односу на исти период претходне године нижа за 26,4%. На раст цене електричне енергије одразили су се виша цена природног гаса, раст тражње због високих температура и смањена производња струје у ветропарковима. Сличну динамику имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, која је у Т2 у просеку износила око 81 евро по мегават-сату. Насупрот томе, цена електричне енергије на немачкој берзи је смањена у јулу и у просеку је износила око 74 евра по мегават-сату, док је цена електричне енергије

<sup>11</sup> Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh  $\equiv$  1.000 m<sup>3</sup>).



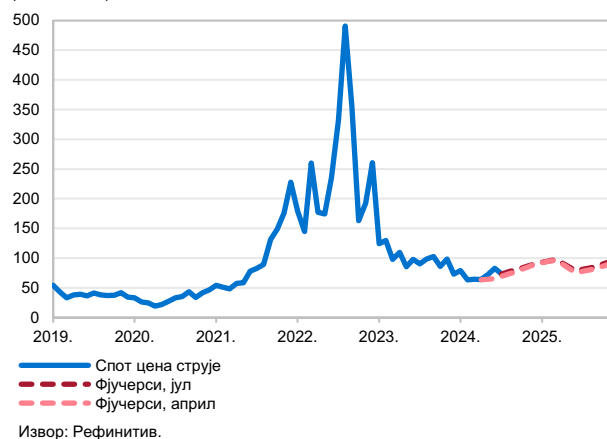
на мађарској берзи наставила раст услед високих температура и смањених капацитета преноса електричне енергије са околним земљама, те је у просеку износила око 145 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије пратиће цену природног гаса и до краја Т1 2025. порашће на око 98 евра по мегават-сату, а на сличном нивоу ће се кретати и крајем године.

Услед снажније тражње у Кини и Европи, као и поштрених санкција на увоз руског угља од стране САД, **цена термалног угља** се кретала узлазном путањом у априлу и мају, док је умерено смањена у јуну, када је у просеку износила око 135 долара по тони. И поред тога, цена угља је за 2,7% виша него на крају марта, док је мг. посматрано нижа за 3,1%. У јулу је цена термалног угља умерено повећана (за 1,8% у односу на јун), првенствено због раста тражње за електричном енергијом, а према очекивањима *Consensus Economics*-а, она ће до краја 2024. остати готово непромењена, након чега ће се до краја 2025. спустити на око 118 долара по тони.

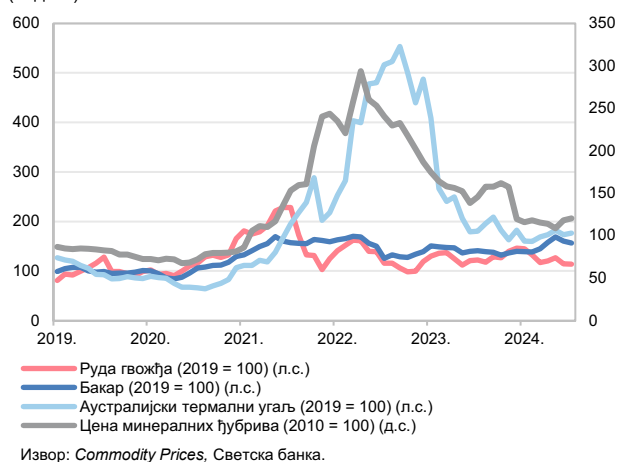
Након што су смањене у априлу и мају због нижих цена инпута и побољшаних изгледа за производњу, **светске цене минералних ђубрива** су повећане у јуну, али су и поред тога у Т2 у просеку биле ниже за 2,5% у односу на Т1. Умерени раст ових цена је настављен у јулу, пре свега због виших цена троструког суперфосфата и урее. На кретање цена минералних ђубрива у наредном периоду могу утицати динамика цена кључних инпута, природног гаса и сумпора, као и обнова извоза из Кине.

**Светске цене метала и минерала** су повећане у априлу и мају због поштрених санкција на увоз метала из Русије од стране ЕУ и САД и бојазни тржишних учесника од несташице бабра у наредном периоду, док су у јуну смањене услед мање забринутости по питању несташице и повећаних залиха метала на Лондонској берзи. Доминантно због успоравања економске активности у Кини, цене већине метала су наставиле да се крећу силазном путањом у јулу, а *Consensus Economics* очекује умерени пад цена метала у наставку Т3, као и њихов опоравак до краја наредне године, при чему ће индекс светских цена основних метала<sup>12</sup> на крају 2025. бити виши за 1,8% него на крају 2024. године.

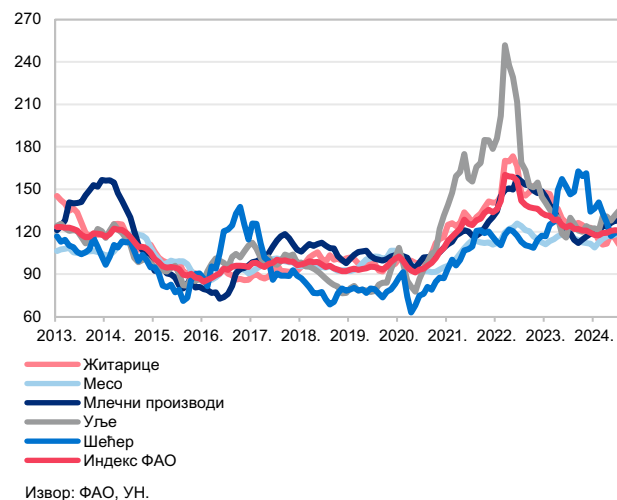
Графикон V.0.20. Европска цена струје (EUR/MWh)



Графикон V.0.21. Цене изабраних производа на светском тржишту (индекс)



<sup>12</sup> Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на бази њиховог учешћа у светској трговини металима: алуминијум (47%), бакар (32%), никл (8%), цинк (7%), олово и калај (по 3%).

Графикон V.0.22. Индекс светских цена хране  
(номинално, 2014–2016 = 100)

Светске цене хране, мерене индексом ФАО, благо су повећане током Т2 и у јуну су биле више за 1,7% у односу на март, док су мг. посматрано биле ниже за 1,8%. Томе су допринеле готово све категорије хране, при чему су у највећој мери повећане цене житарица (3,9%), а затим млечних производа (3,1%), меса (2,7%) и биљних уља (1,0%). Насупрот томе, цене шећера су у јуну биле за 10,5% ниже него марту. У јулу су светске цене хране благо смањене, за 0,2% у односу на јун, првенствено због нижих цена житарица. Поред тога, у Т2 су повећане и светске цене какаоа и кафе, које су у јуну биле за 16,7% и 18,9% више него у марту, респективно.

Након што су повећане у априлу и мају, доминантно под утицајем неповољних временских прилика и неизвесности по питању рода у најзначајнијим производним регијама северне и јужне хемисфере, цене **примарних пољопривредних производа** смањене су у јуну, на шта су се одразили пад цене нафте почетком месеца, повољније временске прилике, као и жетва пшенице и јечма на северној хемисфери. Временске прилике и прогнозе новог рода деловале су на цене житарица на светским тржиштима и у јулу, при чему је цена пшенице смањена, а цена кукуруза повећана. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа ће на крају 2024. бити за 3,3% ниже у односу на крај 2023, док ће током 2025. забележити умерени раст, тако да ће крајем године бити за 5,4% више него крајем 2024. године.

## Интерне претпоставке

Према фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту не би требало знатније да се промене ове године, па исто очекујемо и за **цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту**, које у принципу прате кретање светских цена. Узимајући у обзир расположиве податке РЗС-а о нижој очекиваној производњи пшенице од око 16%, као и појединих сорти воћа (малина и вишања за по 5%), као и временске прилике током летњих месеци, благо смо кориговали наниже процену о овогодишњој пољопривредној сезони и сада претпостављамо да ће она забележити пад за око 2%. Према проценама РЗС-а, пад производње пшенице у највећој мери последица је мање засејаних површина, док су истовремено повећане засејане површине под кукурузом, шећерном репом, сунцокретом и сојом. Благи пад пољопривредне

Графикон V.0.23. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа\*  
(Т4 2013 = 100)

производње ове године не би требало да угрози очекивану релативну стабилност цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту. У наредне две године очекујемо умерен раст цена примарних пољопривредних производа, у условима благог раста пољопривредне производње, чему треба да допринесу ефекти модернизације опреме и веће примене агротехничких мера, између осталог и захваљујући повећаним државним субвенцијама пољопривреди.

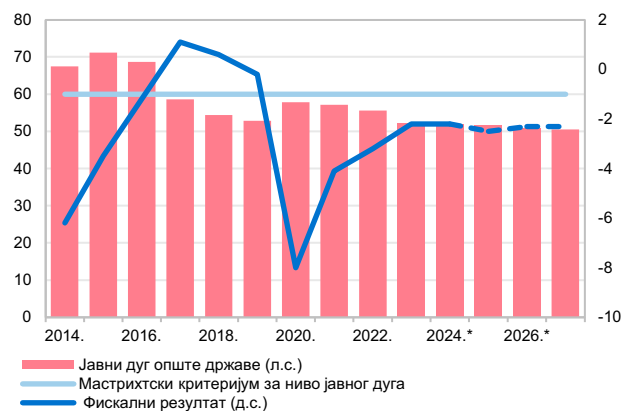
Претпоставке о расту **регулисаних цена** заснивамо на чињеници да је највећи део усклађивања цена струје и природног гаса на домаћем тржишту извршен прошле године и да усклађивања за ову годину нису планирана, што је у складу с нашим очекивањима из претходне пројекције. Полазећи од тога, у овој години очекујемо да ће раст регулисаних цена износити 4,6% и да ће га пре свега одредити усклађивање акциза на цигарете, кафу, алкохолна пића и нафтне деривате, као и раст цена комуналних услуга. За 2025. и 2026. годину претпоставили смо раст регулисаних цена од 6,5% и 5,5%, што је непромењено у односу на претходну пројекцију.

Када је реч о факторима који утичу на **домаћу потрошњу**, у овој години очекујемо наставак реалног раста зарада за око 8%, док ће он наредне две године бити мањи, у складу са успоравањем инфлације. Пројектујемо да ће маса зарада, након раста за око 17% у прошлој години, у овој години порастати за око 12%, као резултат раста минималне цене рада (за 17,8%), затим пројектованог наставка раста запослености, као и плата у јавном и приватном сектору, и да ће и даље бити кључан извор потрошачке тражње, чему доприноси и досадашње повећање плата и пензија од стране државе. Очекујемо да ће плате у приватном сектору расти у складу с растом БДП-а и запослености, а да ће издаци за запослене у јавном сектору бити задржани на око 10% БДП-а. Подршку расту потрошачке тражње пружиће и дознаке из иностранства, чији прилив пројектујемо на сличном нивоу као прошле године (5 млрд евра). У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу требало би да делује даље попуштање кредитних стандарда и пад каматних стопа, што је био случај с новим динарским готовинским кредитима, који су у П1 2024. бележили рекордне нивое реализације, али и примена ограничења каматних стопа на нове евроиндексиране стамбене кредите и нижи трошкови отплате постојећих кредита за куповину првог стана (одобрених по варијабилној каматној стопи, у вредности до 200.000 евра).

На **консолидованом нивоу**, у шест месеци 2024. године остварен је суфицит државе од 33,2 млрд динара, или 0,8% БДП-а,<sup>13</sup> док је примарни биланс забележио суфицит од 131,8 млрд динара, односно 3,1% БДП-а. Процена **дефицита државе** за 2024. годину, на консолидованом нивоу, остала је непромењена у односу на претходни план (2,2% БДП-а), при чему су благо кориговани навише и приходи и расходи, за по 0,1 п.п. Корекција јавних прихода (на 42,7% БДП-а) вођена је бољом од очекиване реализацијом прихода у досадашњем току године, а корекција расхода (на 44,9% БДП-а) већим капиталним улагањима у јавну инфраструктуру (за 0,5 п.п., на 7,3% БДП-а), али и повећањем текућих расхода за социјалну помоћ и трансфере становништву, што је омогућено преусмерењем неискоришћених средстава намењених сектору енергетике. Упркос повећаним планираним расходима државе, процењен фискални импулс<sup>14</sup> за 2024. годину је негативан (-0,4), што подразумева благо рестриктивно дејство фискалне политике на агрегатну тражњу, а самим тим и на инфлацију. Јавни дуг опште државе за 2024. годину пројектован је на 52,0% БДП-а.

Графикон V.0.24. **Фискални резултат и јавни дуг опште државе**

(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

\* Пројекција из *Фискалне стратегије за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027.*

*Фискалном стратегијом за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027.* дефинисан је **средњорочни фискални оквир**, којим је предвиђено интензивирање јавних инвестиција у инфраструктуру (пре свега путну и железничку) у саставу програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, чија је укупна процењена вредност готово 18 млрд евра. Нов фискални програм подразумеваће повећано учешће **капиталних расхода државе**, на распон 7,3–7,5% БДП-а у 2025. и 2026. са 6,6–6,8% из плана *Ревидиране фискалне стратегије за 2024. са пројекцијама за 2025. и 2026.* С тим у вези, пројекције **дефицита опште државе** кориговане су навише за 2025. годину – на 2,5% БДП-а, а затим се очекује благо смањење – на 2,3% БДП-а у наредне две године. Ипак, то повећање дефицита неће угрозити опадајућу путању јавног дуга, који би у наредном периоду требало да буде смањен на око 50% БДП-а. Према нашој процени, **фискални импулс** у овом периоду биће готово неутралан, што значи да мере

<sup>13</sup> Номинални БДП у П1 2024, заснован је на објављеном податку РЗС-а за Т1 и процени НБС за Т2.

<sup>14</sup> Фискални импулс представља изведену променљиву, чије позитивне/негативне вредности сигнализирају експанзивно/рестриктивно деловање фискалне политике на агрегатну тражњу, а самим тим и на инфлацију. Израчунава се као разлика два узастопна структурна фискална резултата, добијена искључењем компонента фискалног биланса које нису резултат тренутног карактера фискалне политике, већ могу бити последица циклних кретања привреде или једнократних ефеката који не утичу на агрегатну тражњу. За детаље видети *Извештај о инфлацији – новембар 2023, Осврт 3.*

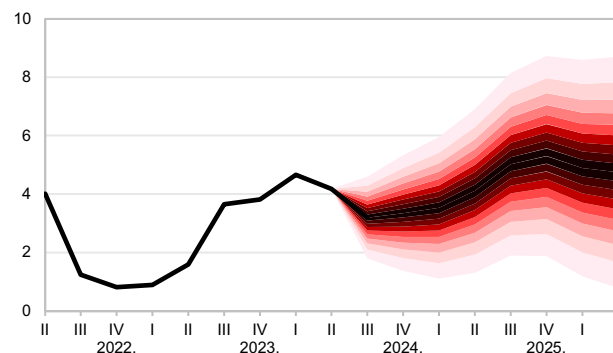
фискалне политике не би требало да делују инфлаторно. Улагање у модернизацију јавне инфраструктуре знатно ће допринети расту привреде, што би, уз одржану макроекономску и фискалну стабилност, требало позитивно да утиче и на **кредитни рејтинг Србије и даље смањење премије ризика земље.**

## Пројекција БДП-а

Према првој процени РЗС-а, раст БДП-а у Т2 износио је 4,2% м.г., што је више од наших очекивања у мају. Посматрано с расходне стране, БДП је првенствено био вођен већом приватном потрошњом и инвестицијама, а посматрано с производне стране, услужним секторима, грађевинарством и прерађивачком индустријом. Имајући у виду да је раст БДП-а у П1 премашио наша првобитна очекивања, у новој пројекцији повећали смо пројектовану стопу привредног раста за ову годину на 3,8%, са 3,5%, колико смо пројектовали у мају. Такође, расту у 2024. години доприноси ефекат пренетих тенденција (енгл. *carry-over*) из 2023. године, који према нашим проценама износи око 1,5 п.п.

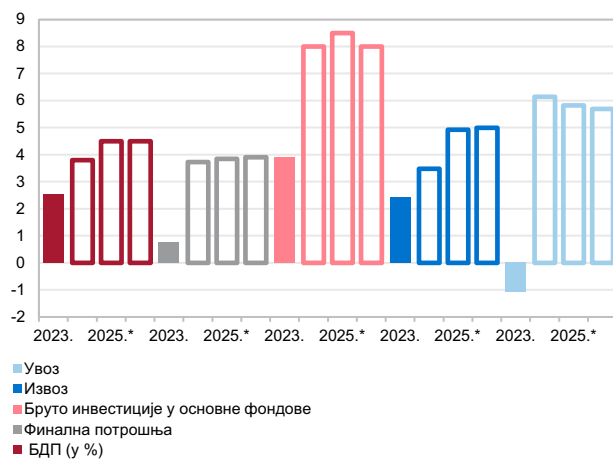
Узимајући у обзир остварења од почетка године, структура привредног раста није знатније промењена у односу на мајску пројекцију, већ је само благо ревидиран допринос појединачних категорија. Као и раније, раст економске активности водиће домаћа тражња, уз позитиван допринос свих њених компонената. Нешто већи позитиван допринос у односу на мајску пројекцију очекиван је од приватне потрошње, чему ће допринети наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, али који би требало да буде праћен и растом продуктивности, тако да неће имати већи инфлаторни утицај. Такође, навише је ревидиран и допринос фиксних инвестиција у основне фондове у складу с досадашњим током текућег инвестиционог циклуса, који је подржан и наставком високог прилива СДИ и очуваним инвестиционим поверењем. Подршку даљем расту инвестиција пружиће и генерално смањени глобални инфлаторни притисци и повољнији услови финансирања, као и реализација пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Истовремено, и поред очекиваног даљег раста извоза у 2024, првенствено захваљујући инвестицијама у извозне секторе у претходним годинама, пројектовали смо бржи раст увоза услед очекиваног додатног убрзања инвестиција и личне

Графикон V.0.25. Пројекција раста БДП-а (м.г. стопе, у %)



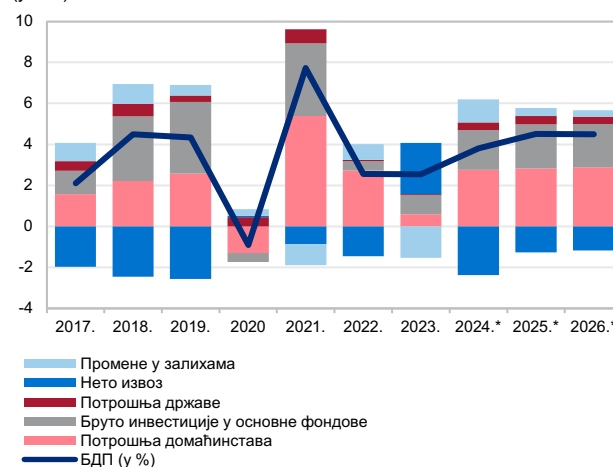
Извор: НБС.

Графикон V.0.26. Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна (у %.)



Извор: РЗС и НБС.  
\* Процена и пројекције НБС.

Графикон V.0.27. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.  
\* Процена НБС.

потрошње. Наведено за резултат даје негативан допринос нето извоза расту БДП-а у 2024. години.

Пројекције за 2025. и 2026. годину непромењене су у односу на мај, тако да и даље очекујемо додатно убрзање раста БДП-а, на распон 4,0–5,0%, с централном вредношћу од 4,5%. Убрзаном расту економске активности доприносиће реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027” и осталих инфраструктурних пројеката, као и очекивани опоравак зоне евра, а тиме и екстерне тражње.

Графикон V.0.28. Стопа раста приватне потрошње и њених извора

(номиналне мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

Конкретно, **приватна потрошња**, која има и највеће учешће у структури БДП-а, према августовској пројекцији требало би да обезбеди и највећи позитиван допринос расту економске активности у 2024. години, од 2,8 п.п. (колико износи њен допринос и у наредне две године). Ако се има у виду да су кључни показатељи потрошње током Т2 додатно побољшани у односу на Т1, пројектовани раст ове компоненте нешто је виши него што смо очекивали у мајској пројекцији. Даљи раст плата (пре свега у приватном сектору) и запослености, као и пензија у складу с фискалним правилима, пружиће кључни подстицај расту личне потрошње у 2024. и у наредним годинама. Битно је нагласити да ће очекивани раст зарада бити највећим делом резултат повећане продуктивности рада, тако да по овом основу не очекујемо значајније инфлаторне притиске. Због тога би пројектовани раст приватне потрошње у 2024, као и у наредним годинама, требало да се креће око или испод пројектованог раста укупног БДП-а, што доприноси и средњорочној ценовној стабилности. Истовремено, реални расположиви доходак биће подржан и смањењем инфлације и нижим трошковима отплате стамбених кредита услед одлуке Народне банке Србије да привремено ограничи ове каматне стопе до краја текуће године. Такође, почетак ублажавања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а одражаваће се и на генерално повољније услове финансирања, што ће пружити подршку даљем расту кредитне активности и по том основу расту расположивог дохотка.

**Државна потрошња** наставиће, и према августовској пројекцији, позитивно да доприноси расту БДП-а са око 0,4 п.п. у текућој години, као и у наредне две године, уважавајући планиране издатке за плате и раст расхода за робу и услуге по основу реализације програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

У поређењу с мајском пројекцијом, сада очекујемо нешто бржи раст **приватних инвестиција** у 2024.



години и, у складу с тим, њихов већи позитиван допринос расту БДП-а, који би у текућој години требало да износи 1,4 п.п. Додатно повећање доприноса инвестиција пројектује се за наредне године, на око 1,5 п.п. у 2025. и 1,7 п.п. у 2026. години. Остварења у Т2 додатно су побољшана и потврђују да инвестициона активност наставља да расте позитивном динамиком, као резултат очуваног инвестиционог поверења, повољних изгледа раста наше привреде, као и доказане отпорности на негативне екстерне потресе у претходном периоду. Такође, смањени глобални инфлаторни притисци, уз очекивано ублажавање услова финансирања, пружиће додатни подстицај укупном инвестиционом сентименту, што би требало позитивно да се одрази и на домаће и прекограничне (енгл. *cross-border*) инвестиционе кредите. Основни извор финансирања приватних инвестиција остаће сопствени капитал, као резултат повећане профитабилности привреде у претходним годинама, будући да је, према прелиминарним подацима Агенције за привредне регистре, нето добитак привреде у 2023. забележио раст за чак 12,3% у односу на 2022. Поред тога, значајан подстицај инвестицијама наставиће да пружају СДИ, које и у досадашњем делу године стабилно расту. Паралелно с растом приватних инвестиција, очекује се и бржи раст **државних инвестиција**, чији је допринос укупном расту БДП-а у 2024. години, према новој пројекцији, благо повећан и износи 0,6 п.п. Планирани су значајни пројекти у саобраћајној инфраструктури и енергетици, који ће бити финансирани средствима државе, а захваљујући програму „Скок у будућност – Србија Експо 2027” можемо очекивати и додатна значајна улагања у осталу јавну инфраструктуру, тако да се и у наредне две године у просеку очекује сличан допринос државних инвестиција као у 2024. години.

Као и претходна, и августовска пројекција претпоставља постепено опорављање **залиха** током 2024. и наредних година, будући да је њихов велики део искоришћен током прошле године за домаћу потрошњу, а делом и за извоз. Расту залиха доприносе и пренете залихе пољопривредних производа као резултат добре прошлогодишње пољопривредне сезоне.

Имајући у виду очекиване ефекте инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и постепени опоравак екстерне тражње, пројектовали смо даљи раст нашег извоза у 2024. години. Добра прошлогодишња пољопривредна сезона, посебно јесењих култура, која је резултирала вишим приносима примарних пољопривредних

Графикон V.0.29. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

Табела V.0.4. Пројекти програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027” (у %)

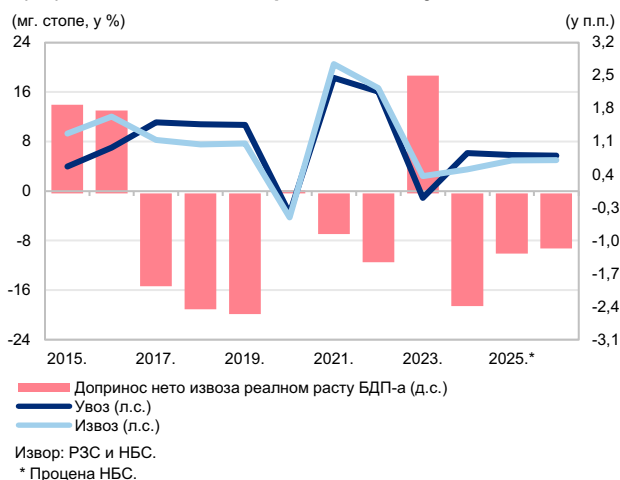
Пројекат	Број пројеката	Вредност (у млрд EUR)
1. Експо, инфраструктура за нове градске четврти, Акватик парк, железница Земун–Аеродром–Експо, стамб. комплекс од 1500 станова и нови кеј на Сави	6	1,3
2. Инфраструктура	121	11,4
2.1. Путна инфраструктура	13	5,3
2.2. Локални путеви		2,0
2.3. Железничка инфраструктура	11	2,0
2.4. Водни и ваздушни саобраћај	97	2,2
3. Индустријализација	81	3,3
4. Урбана модернизација	97	1,7
5. Интегрални развој и туризам	18	0,1
Укупно	323	17,8

Извор: Фискална стратегија за 2025. годину са пројекцијама за 2026. и 2027.



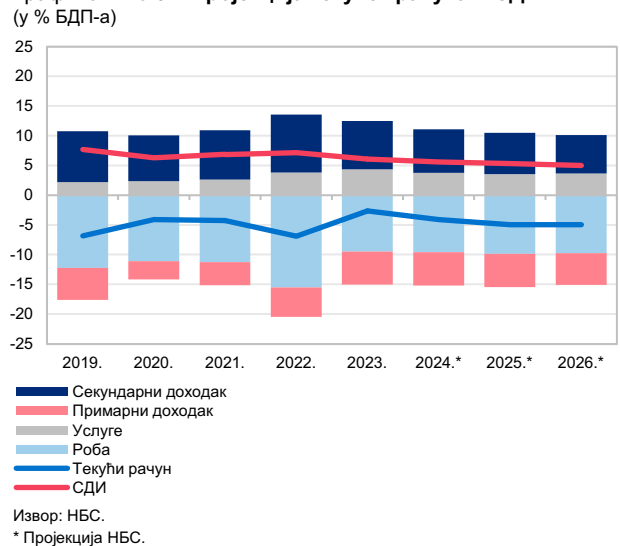
производа и знатно изнад домаћих потреба, допринела је расту извоза пољопривредних производа у досадашњем делу године. Такође, расту укупног извоза позитивно ће доприносити извоз прерађивачке индустрије. Истовремено, очекујемо да се позитивни трендови у размени услуга са иностранством наставе и у текућој и наредним годинама, чему доприноси распрострањени раст извоза услуга посматрано по врстама, а пре свега ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта (и поред очекиваног раста увоза, пре свега туристичких услуга у условима раста личне потрошње).

Графикон V.0.30. Реални раст извоза и увоза



Ипак, уважавајући потребе планираних инвестиционих активности у наредном периоду, за 2024. годину смо пројектовали нешто бржи раст увоза робе и услуга у односу на извоз, и то посебно опреме, чији увоз је у првој половини године забележио снажан раст. Такође, раст расположивог дохотка утиче на раст приватне потрошње и доприноси расту увоза потрошне робе, што такође потврђују подаци о остварењима у досадашњем делу године. Све ће то за последицу имати негативан допринос **нето извоза** у 2024. години, који у новој пројекцији износи  $-2,4$  п.п. С друге стране, у наредним годинама очекујемо убрзани раст извоза у условима очекиваног опоравка зоне евра и раста екстерне тражње, док би увоз требало да расте нешто споријом динамиком (имајући у виду и високу базу из ове године). Наведена кретања за резултат имају мањи негативан допринос нето извоза у 2025. и 2026. од око  $1,2-1,3$  п.п.

Графикон V.0.31. Пројекција текућег рачуна и СДИ



**Пројекцију екстерне позиције Србије** нисмо значајније мењали у односу на мај, јер су платнобилансна кретања у досадашњем току године у складу с пројекцијом. Услед очекиваног убрзања инвестиционог циклуса и тада смо пројектовали да ће се дефицит текућег рачуна у овој години кретати око 4%, а да ће у средњем року износити око 5% БДП-а, што су и наша садашња очекивања.

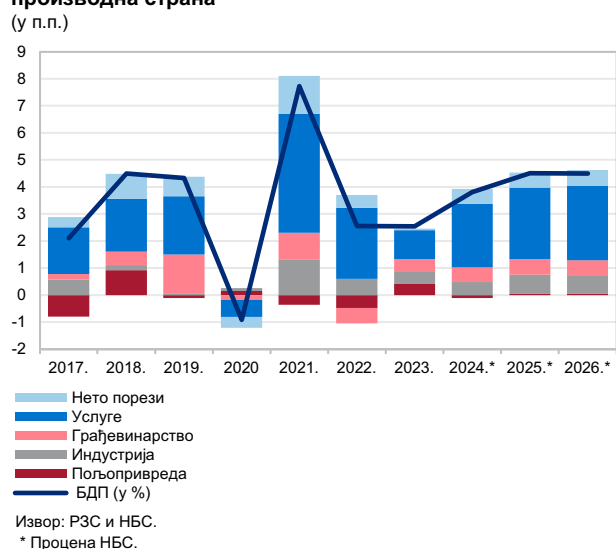
Бржи реални раст увоза робе и услуга од извоза у овој и наредним годинама одразиће се на већи дефицит спољнотрговинске размене него у 2023, али ће то делом бити неутралисано бржим растом извозних цена у односу на увозне. Када је реч о осталим компонентама **текућег рачуна платног биланса**, претпоставка пројекције је и да ће суфицит секундарног дохотка износити око 7% БДП-а, што је близу нивоа који је у просеку бележен пре пандемије. Поред тога, очекивани ниво нето прилива СДИ од око 5–6% БДП-а утицаће на то да принос по основу

њиховог власништва остане солидна расходна ставка на рачуну примарног дохотка, чији ће се дефицит кретати око 6% БДП-а. Када је реч о приливима по основу СДИ, очекујемо задржавање њихове високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе.

Важно је нагласити да ће текући дефицит, према нашим проценама, бити у пуној мери покривен нето приливом СДИ, што је био случај и у претходних девет година и што обезбеђује екстерну одрживост.

Посматрано с производне стране, нова пројекција претпоставља да ће, као и у мајској пројекцији, раст БДП-а у 2024. и надаље водити **услужни сектори**, чији је допринос у 2024. благо коригован навише и износи 2,3 п.п. (допринос у 2025. години износи 2,6 п.п., а у 2026. 2,8 п.п.), чему ће посебно допринети раст приватне потрошње, подржан позитивним трендовима на тржишту рада, растом зарада, као и расположивог дохотка, нарочито у условима успоравања инфлације и почетка ублажавања монетарних услова. У складу с бржим растом потрошње и услужних делатности, што ће за резултат имати и бољу наплату пореских прихода, нова пројекција претпоставља нешто већи позитиван допринос расту БДП-а од **нето пореза**, који би, према нашој процени, требало да износи око 0,6 п.п. годишње. Истовремено, пројектован је и раст производних сектора, чији збирни допринос расту БДП-а у 2024. години, и према августовској пројекцији, износи 0,9 п.п. Највећи позитиван допринос очекиван је од **грађевинарства** (0,5 п.п. у 2024), где показатељи економске активности упућују на бољу реализацију од првобитно претпостављене, а планирана реализација инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре подржаће и њен даљи раст. Позитиван допринос пројектујемо и од **прерађивачког дела индустрије** (0,3 п.п.), у којем очекујемо активирање нових и проширење постојећих капацитета. Благи позитиван допринос очекиван је и од **рударства** захваљујући већој експлоатацији угља и руде метала (посебно бакра), док ће енергетика, због смањене производње у ПП за око 4,7% мг., на нивоу године дати благ негативан допринос. Наредних година позитиван допринос се очекује и од енергетике као резултат планираних структурних реформи у складу са аранжманом с ММФ-ом, као и почетка рада новог погона у термоелектрани Костолац крајем ове године. Када је реч о **пољопривреди**, имајући у виду

Графикон V.0.32. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна



Табела V.0.5. Најважније претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	2024.		2025.		2026.	
	Мај	Авг.	Мај	Авг.	Мај	Авг.
Раст БДП-а у зони евра	0,6%	0,7%	1,5%	1,4%	1,6%	1,5%
Инфлација у зони евра (просек)	2,3%	2,4%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	3,2%	3,3%	2,3%	2,4%	2,3%	2,3%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	1,1%	-3,3%	-1,0%	5,4%	-7,8%	2,8%
Цена нафте типа брент по барелу	84	79	82	78	80	76
<b>Интерне претпоставке</b>						
Регулисана цена (дец. на дец.)	4,3%	4,6%	6,5%	6,5%	5,5%	5,5%

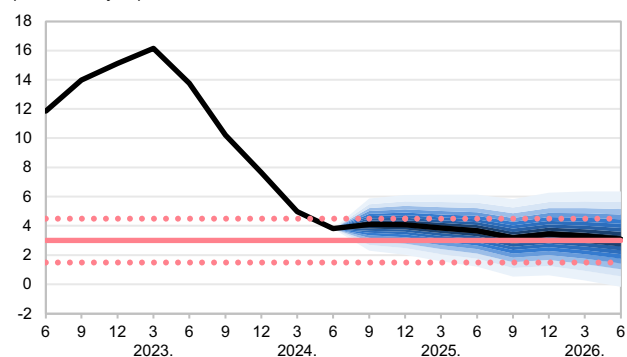
\* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

процене о нижој производњи пшенице и појединих сорти воћа, као и неповољне временске услове током лета, у новој пројекцији смо претпоставили да ће пољопривредна производња имати благи негативни допринос расту БДП-а. С друге стране, модернизација опреме и већа примена агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди, уз претпоставку да ће сезона бити просечна, требало би да се одрази на благи раст пољопривредне производње у наредним годинама. Реализација програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027” утицаће на раст доприноса грађевинарства, прерађивачке индустрије и већине услужних сектора у наредним годинама. У оквиру прерађивачке индустрије позитиван допринос расту БДП-а требало би да пружи и аутомобилска индустрија, услед почетка производње електричних возила у Крагујевцу.

Графикон V.0.33. Пројекција инфлације

(мг. стопе, у %)

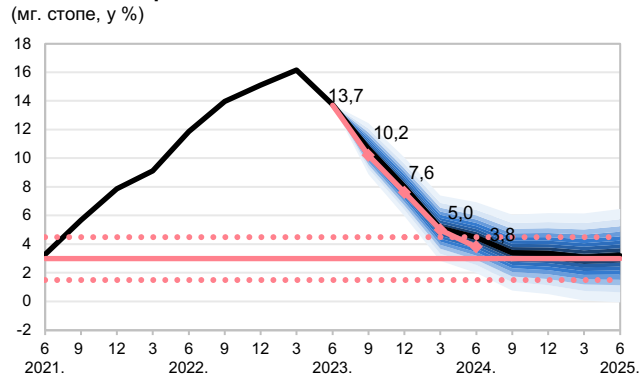


Извор: НБС.

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

Графикон V.0.34. Пројекција инфлације из августа 2023. и њено остварење

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

## Пројекција инфлације

Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација наставити да се креће у границама циљаног распона ( $3 \pm 1,5\%$ ) до краја периода пројекције. Након привременог повећања у јулу и приближавања горњој граници циља услед серије једнократних поскупљења, очекујемо да инфлација успори на око 4% крајем ове године, а затим да се током наредне године постепено приближи централној вредности циља од 3%. Кључни фактори који утичу на успоравање инфлације у новој пројекцији су: и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, очекивано постепено успоравање раста реалних зарада и очекивани пад светске цене нафте у складу с фјучерсима. Јулска једнократна поскупљења индустријско-прехранбених производа (хлеба, кафе, кондиторских производа) и појединих услуга (путарине, слање пакета поштом) уједно су и главни разлог што је наша нова пројекција инфлације нешто виша од мајске пројекције. Додатни разлози су нешто виша домаћа тражња (слабији дезинфлаторни утицај домаће тражње него што се очекивало пре три месеца) и увозна инфлација која ће опадати постепеније него што се очекивало пре три месеца.

У складу са слабљењем инфлаторних притисака, већина централних банака, међу њима и Народна банка Србије, започела је циклус ублажавања монетарне политике. Када су у питању водеће централне банке, ЕЦБ је у јуну започела смањење својих основних каматних стопа, а од ФЕД-а се

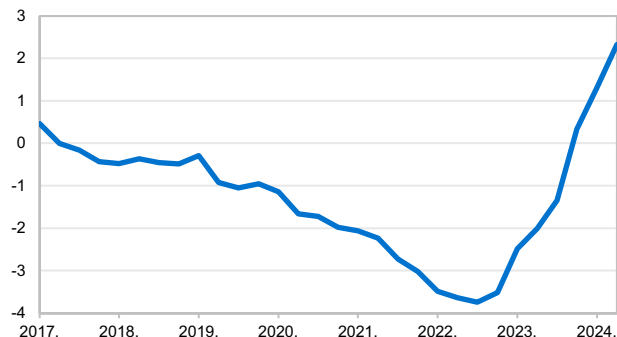
очекује да то учини нешто касније током године. **Иако је Народна банка Србије у јуну започела, а у јулу наставила да ублажава монетарну политику смањењем референтне каматне стопе за по 25 б.п., монетарна политика и даље има рестриктиван карактер, чему доприноси смањење инфлационих очекивања (једнонедељни *BELIBOR* је, реално посматрано, у Т2 износио око 2%).**

Пажљивом калибрацијом мера, Извршни одбор Народне банке Србије настојао је, пре свега, да утиче на **инфлациона очекивања тржишних субјеката** – да убрза њихов повратак у границе циља и да обезбеди да се инфлација нађе на одрживој опадајућој путањи. Смањење инфлационих очекивања нарочито је било изражено код финансијског сектора, при чему се краткорочна очекивања овог сектора налазе у границама циља Народне банке Србије од почетка ове године, док су средњорочна очекивања овог сектора усидрена у границама циља већ дуже време. Са смањењем текуће инфлације очекује се пад инфлационих очекивања и осталих сектора.

Као и у претходним пројекцијама, једна од кључних претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији јесте **наставак смањења увозне инфлације**. Инфлација у зони евра наставиће да се смањује, с тим да ће **динамика тог смањења бити постепенија него што се очекивало пре три месеца**, највећим делом због нешто више остварене базне инфлације од очекиване. Смањењу увозне инфлације и даље ће доприносити фактори и на страни понуде, и на страни тражње. На страни понуде важно је што су претходно снижене цене енергената и хране, као и што је обезбеђено боље функционисање глобалних ланаца снабдевања. На страни тражње дезинфлаторно још увек делују каматне стопе водећих централних банака, које ће, реално посматрано, бити повишене још неко време.

Када је у питању **екстерна тражња**, упркос још увек рестриктивним монетарним условима, светска привреда се опоравља, чак и нешто боље од почетка ове године него што се очекивало. То се пре свега односи на зону евра, нашег најважнијег трговинског партнера. Предвиђа се да привредни раст зоне евра ове године буде 0,7%, а да наредне године убрза на 1,4%. Економска активност зоне евра резултат је, пре свега, кретања у најјачој европској економији и нашем водећем економском партнеру, Немачкој, где индустријска производња још увек бележи слабе резултате, али је изузетак производња аутомобила и резервних делова, која је знатно повећана у мају, а

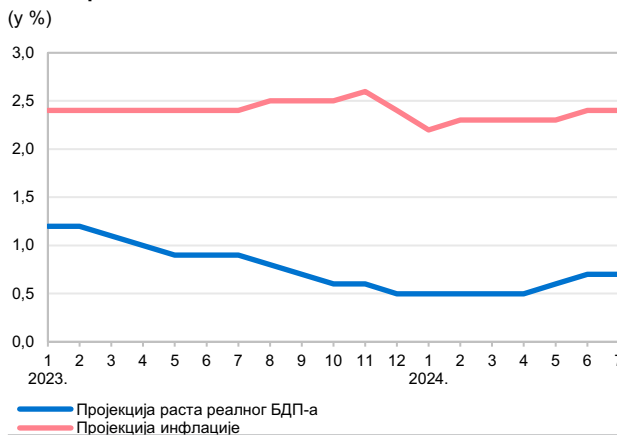
Графикон V.0.35. Реална каматна стопа (у %)



Извор: НБС.

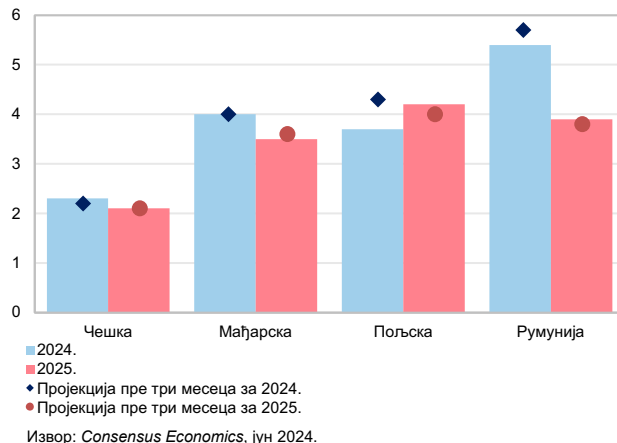
Напомена: Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

Графикон V.0.36. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2024. (у %)



Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.37. Пројекција раста потрошачких цена (мг. стопе, у %)



Извор: Consensus Economics, јун 2024.

Графикон V.0.38. **Пројектовано кретање производног јаза\***  
(у % потенцијалног производа)

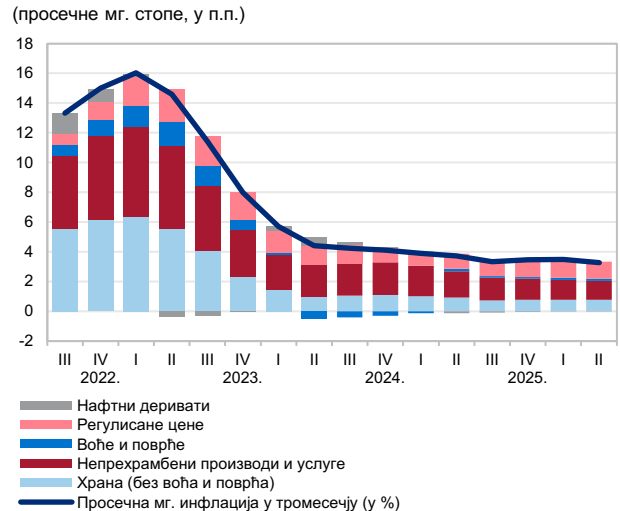


Извор: РЗС и НБС.

\* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.

слично се очекује и у јуну. **Домаћој тражњи** највише доприносе увећана профитабилност привреде, високи приливи по основу СДИ, раст капиталних издатака државе, раст запослености и зарада. У наредном периоду очекујемо ефекте постепеног ублажавања финансијских услова, који би требало да резултирају убрзањем кредитне активности, док би **раст реалних зарада током хоризонта пројекције требало да успори**, јер ће заједно са слабљењем инфлације слабити и притисци на даљи раст зарада, како би се компензовала инфлација. Имајући то у виду, као и да раст инвестиција доприноси и расту производног потенцијала, процењујемо да ће **производни јаз**, који се у III готово затворио, наставити да се креће око неутралног нивоа до краја периода пројекције.

Графикон V.0.39. **Доприноси мг. инфлацији по компонентама**  
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

Очекујемо да пројектованом успоравању инфлације у извесној мери допринесе и **светска цена нафте** због очекиваног постепеног пада, у складу с фјучерсима, као и услед изласка из мг. обрачуна претходних поскупљења.

**Посматрано по појединачним компонентама**, очекујемо смањење доприноса мг. инфлацији свих њених компонената, осим цена воћа и поврћа, чији је допринос тренутно негативан.

Смањења доприноса мг. инфлацији очекујемо од **непрехрамбених производа и услуга**, пре свега од наредне године, с обзиром на то да ће већи остварени раст реалних зарада у T2 од очекиваног успоравати пад непрехрамбене инфлације до краја ове године, пре свега у сегменту услуга. Очекујемо да ће се допринос непрехрамбене инфлације смањити с тренутног нивоа од 2,1 п.п., колико ће износити и крајем ове године, на око 1,3 п.п. до краја хоризонта пројекције. Неколико фактора ће деловати на брже спуштање непрехрамбене инфлације у средњем року. Најпре, цене ове категорије производа у великој мери зависе од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер. Као и у претходној пројекцији, увозна инфлација је фактор чије ће дејство на цене непрехрамбених производа током хоризонта пројекције ослабити. Такође, смањењу притиска на домаће цене непрехрамбених производа допринеће и даље очекивано смањење инфлационих очекивања и успоравање раста реалних зарада. По основу притисака у глобалним ланцима снабдевања не очекујемо знатније притиске на непрехрамбену инфлацију, у складу са индексом који, иако повећан,

Графикон V.0.40. **Притисци у глобалним ланцима снабдевања**

(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

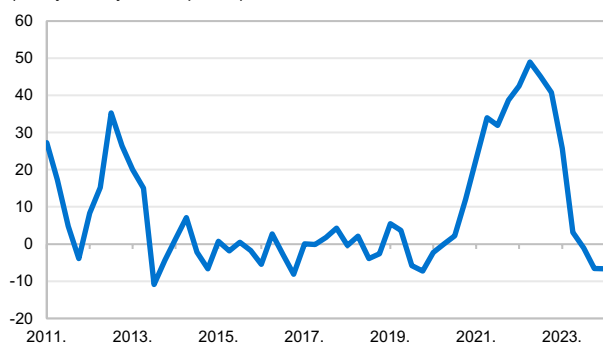
не прелази у позитивну зону. И даље више забрињава раст трошкова међународног контејнерског транспорта, који је још увек знатно испод максимума достигнутог 2022. године, али захтева опрезност.

У складу с претпоставком о кретању светске цене нафте у наредном периоду, пројектовани допринос **цена нафтних деривата** м.г. инфлацији нешто је нижи него што је био у нашој претходној пројекцији. Очекујемо да ће он бити благо позитиван до краја ове и почетком наредне године, а затим благо негативан до краја 2025, да би након тога па до краја хоризонта пројекције био неутралан са становишта утицаја на м.г. инфлацију.

Смањење доприноса м.г. инфлацији очекујемо и од **цена хране (без воћа и поврћа)** – он ће износити око 1 п.п. у наредној години дана, а након тога око 0,8 п.п. до краја периода пројекције. У поређењу с претходном пројекцијом, очекивани допринос цена хране нешто је већи у наредној години дана због снажног раста светских цена појединих сировина (пре свега, кафе и какаоа), који ће се одразити и на раст цена хране на домаћем тржишту током Т3, пре свега у јулу. То повећање је једнократно, али ће се задржати у обрачуну м.г. прехрамбене инфлације у наредној години дана. Након тога, прехрамбена инфлација би требало да успори, пре свега под утицајем ниже увозне инфлације и инфлационих очекивања, пошто се не очекују знатнији трошковни притисци на цене хране по основу цена осталих примарних производа ако се оне буду кретале у складу с фјучерсима. Мерено композитним индексом (кукуруз, пшеница, соја), домаће цене примарних пољопривредних производа требало би да забележе благи пад према фјучерсима, а потом постепени опоравак. На изостанак притиска трошкова сировина на цене хране указује и јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем односа цена инпута и цена финалних прехрамбених производа од тренда), који се налази око неутралног нивоа.

**Цене воћа и поврћа** тренутно су релативно ниске, захваљујући пре свега доброј понуди, смиревању трошковних притисака у производњи и базном ефекту. У складу с тим, допринос цена воћа и поврћа укупној м.г. инфлацији требало би да буде негативан током ове године, тј. да делује у правцу смањења м.г. инфлације. Затим, од Т2 наредне године па до краја периода пројекције требало би да цене воћа и поврћа имају благ позитиван допринос инфлацији од око 0,1–0,2 п.п., јер претпостављамо да ће се ове цене

Графикон V.0.41. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране (одступање у % од тренда)



Извор: НБС.



постепено вратити свом дугорочном тренду (који одговара расту цена непрехрамбених производа и услуга).

Када су у питању регулисане цене, у новој пројекцији нема битнијих измена у односу на претходну. Након што је прошле године извршен највећи део усклађивања цена струје и природног гаса, повећања њихових цена за ову годину нису планирана. Полазећи од тога, у овој години очекујемо знатно мањи раст **регулисаних цена** (4,6%) него у 2023, што ће за резултат имати и мањи допринос инфлацији, који се процењује на око 0,9 п.п. За наредне две године пројектује се раст од 6,5% и 5,5%, уз благо виши допринос инфлацији него у овој години.

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

ММФ је у јулу ревидирао навиге априлску пројекцију привредног раста Србије у 2024. за 0,3 п.п., на 3,8%, што је у потпуности у складу с нашим пројекцијама, а исто очекује и Министарство финансија. У истој мери повећана је и пројекција *Consensus Economics*-а, који процењује да ће реалан раст БДП-а у 2024. износити 3,6%, док нешто нижи раст очекује Светска банка, од 3,5%, што је непромењено у односу на априлску пројекцију. Када су у питању пројекције за 2025. годину, ММФ пројектује убрзање раста на 4,2%, колико износи и пројекција Министарства финансија, док *Consensus Economics* и Светска банка очекују нешто мање убрзање од 3,9% и 3,8%, респективно.

У односу на априлску пројекцију, ММФ је ревидирао навиге дефицит текућег рачуна за ову годину, за 0,2 п.п., на 4,1% БДП-а, што је слично нашим очекивањима (4,0%). Услед очекиваног убрзања инвестиционог циклуса и с тим повезаног раста увоза опреме и репроматеријала, и ММФ очекује повећање дефицита текућег рачуна у 2025, на 4,7% БДП-а.

Услед наставка попуштања глобалних инфлаторних притисака и ефеката заоштравања монетарне политике, међународне институције очекују наставак успоравања инфлације у наредном периоду. При томе, према јулским пројекцијама, ММФ очекује да ће м.г. инфлација на крају 2024. износити 3,6%, док ће на крају 2025. бити на нивоу централне вредности циља од 3,0%.

Табела V.0.6. Пројекције макроекономских показатеља Србије (у %)

		БДП	Текући рачун платног биланса	Инфлација
Народна банка Србије	2024.	3,8	-4,0	4,6
	2025.	4,5	-5,0	3,6
Министарство финансија	2024.	3,8	-4,1	4,9
	2025.	4,2	-4,7	3,5
ММФ	2024.	3,8	-4,1	3,6*
	2025.	4,2	-4,7	3,0*
<i>Consensus Forecasts</i>	2024.	3,6		4,6
	2025.	3,9		3,5
Светска банка	2024.	3,5	-3,6**	5,0**
	2025.	3,8	-3,9**	3,5**

\* Крај периода.

\*\* Подаци из априла 2024.

Извор: Министарство финансија (јул, *Фискална стратегија за 2025. годину са пројекцијама за 2026. и 2027.*), ММФ (јул, треће разматрање економског програма Србије), *Consensus Economics* (јул), Светска банка *GEP* (јун) и *RER* (април).



**Аналитичари Consensus Economics-а** су у јулу пројектовали просечну стопу инфлације у 2024. години од 4,6%, док за 2025. очекују просечну инфлацију од 3,5%.

## Ризици пројекције

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се у највећој мери односе на факторе **из међународног окружења**, а пре свега на геополитичке односе и изгледе за глобални привредни раст, као и њихов утицај на светске цене енергената и других примарних производа. Такође, у извесној мери ризици се односе и на отпорност базне инфлације на глобалном нивоу. Када је реч о факторима **из домаћег окружења**, ризици пројекције су брзина раста домаће тражње, као и утицај временских прилика на карактер пољопривредне сезоне. **Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације током хоризонта пројекције оцењујемо као симетричне.**

Иако је у извесној мери смањен, **геополитички ризик** је и даље извор неизвесности на робним и финансијским тржиштима. Ескалација конфликта на Блиском истоку и у Украјини могла би утицати на раст светске цене нафте и других примарних производа. Такође, напади на глобалне транспортне руте у Црвеном мору, које су од виталног значаја за трговину између Истока и Запада, подигли су трошкове транспорта на највиши ниво од средине 2022. године. Ако ови поремећаји потрају или се погоршају, могли би да ограниче понуду и повећају производне трошкове и тиме продуже трајање повишених инфлационих очекивања на глобалном нивоу. Чак и кад би изостали директни ефекти на цене енергената у Србији, то би се одразило на раст увозне инфлације, а тиме и домаће инфлације. Такође, повећане су трговинске тензије и уведене нове протекционистичке мере на низ производа и услуга у међународној трговини од стране водећих економија, што може пореметити трговинске токове и ланце снабдевања. С обзиром на то да је мала вероватноћа да би се геополитичка ситуација могла знатније поправити у кратком року, ценимо да су **ризиви пројекције БДП-а по основу евентуалне ескалације геополитичких тензија асиметрични наниже, а инфлације навише.**

Светска привреда је избегла рецесију, али би **глобална привредна активност** могла бити слабија него што смо претпоставили у основном сценарију. Утицај претходног заоштравања монетарних политика водећих централних банака могао би бити

већи и постојанији него што се очекује. Такође, високи нивои дуга и изазови у управљању кредитним ризиком у Кини могли би се у већој мери одразити на кредитну активност и привредни раст. Спорији глобални раст од очекиваног могао би да води поновној процени ризика на финансијским тржиштима, паду цена активе и повећању кредитног спреда, што би додатно појачало слабости у светској економији. Ефекти већег успоравања раста светске привреде од очекиваног, а нарочито зоне евра, испољили би се на Србију првенствено путем ниже екстерне тражње и ниже цене енергената и примарних производа. Нижа екстерна тражња одразила би се на успоравање раста активности домаће прерађивачке индустрије и извоза, али би деловала и дезинфлаторније него у основном сценарију. С друге стране, глобални раст би могао бити и виши од очекиваног ако инфлација брже успори, што би омогућило централним банкама да раније и брже ублажавају своје монетарне политике и тиме пруже подршку привредном расту. Могуће је и да раст зоне евра, нашег најважнијег економског партнера, буде нешто виши од претпостављеног, поготово што многе релевантне институције имају нешто више пројекције од *Consensus Economics*-а, коју користимо у нашој пројекцији. Имајући све поменуто у виду, ценимо да су **ризични пројекције БДП-а, а у мањој мери и инфлације, по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње, нешто израженији наниже.**

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

Упркос смањењу, **глобалну инфлацију** и даље прате бројни изазови. Пре свега, затегнутост на тржишту рада, нарочито у развијеним земљама, могла би изазвати већи раст зарада од очекиваног. Једно од кључних питања у зони евра и даље се односи на то у којој мери ће компаније пребацити веће трошкове зарада на потрошаче или ће пак то компензовати смањењем профитних маржи. Поновни раст инфлације довео би до рестриктивне монетарне политике водећих централних банака у дужем периоду него што се очекује. У том случају би и на домаћем тржишту била виша цена задуживања у иностраној валути, што би се преко нижег расположивог дохотка за потрошњу и инвестиције могло одразити на нижу домаћу тражњу, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу евентуално мањих прилива

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

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

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

портфолио инвестиција. С друге стране, глобална инфлација би могла брже да успори услед већих ефеката претходно вођених рестриктивних монетарних политика или бржег успоравања раста реалних зарада, па би централне банке могле да смање своје референтне каматне стопе брже него што се очекује. То би резултирало повољнијим условима финансирања на глобалном нивоу од очекиваних, тако да **по основу глобалне инфлације ценимо да су ризици симетрични.**

Када су у питању домаћи фактори, ризици остварења пројекције односе се на **брзину раста домаће тражње.** С једне стране, мањи доходак од извозне тражње него што смо претпоставили могао би се негативно одразити на тржиште рада, тј. спорији раст

запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. С друге стране, **способност Србије да привуче СДИ** могла би се испоставити као већа од очекиване, што би допринело даљем расту зарада и запослености. Такође, у овом тренутку тешко је проценити колики ће бити ефекат производње електричних возила у фабрици у Крагујевцу, што је позитиван ризик за БДП, пре свега за наредне године. У истом правцу деловало би веће од очекиваног убрзање темпа извођења **инфраструктурних пројеката** које финансира држава, као и приватних инвестиција, нарочито инвестиција планираних у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Имајући то у виду, ценимо да су **ризични пројекције БДП-а по основу домаће тражње асиметрични навише. Такође, бржи раст домаће тражње од очекиваног у одређеној мери повећао би и инфлаторне притиске.**

Ризик пројекције навише на БДП потиче и од улагања у **сектор енергетике**, с обзиром на потребу за обезбеђењем енергетске сигурности, али и постепеном транзицијом на зелену економију, **као и од рударства.**

**Ризик пројекције инфлације и БДП-а представља и пољопривредна сезона.** За инфлацију је важан утицај временских прилика на понуду и цене воћа и поврћа, а за БДП и на понуду јесењих култура. Исход у оба случаја може ићи у правцу и бољих и лошијих временских прилика од очекиваних, па ценимо да су **ризични по овом основу симетрични.**

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

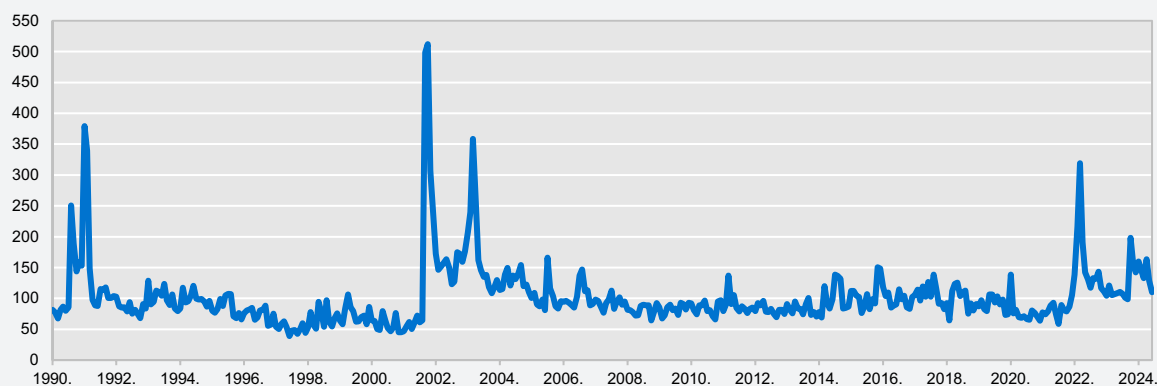
## Осврт 5: Геополитички ризик – канали утицаја и квантификација јачине ризика

Већ дуже време је геополитички ризик један од кључних ризика за економска кретања у глобалној економији који наводе тржишни учесници, релевантне међународне финансијске институције и креатори економске политике. Сукоб у Украјини, криза на Блиском истоку, трговински ратови, протекционизам и др. утицали су на то да геополитички ризик буде кључни ризик и у пројекцијама ММФ-а, Светске банке, већине централних банака, а међу њима и Народне банке Србије. Зато смо овај осврт посветили његовој анализи, а пре свега квантификацији његове јачине и трансмисионим каналима његовог утицаја на инфлацију и БДП.

Заједно са економском и политичком неизвесношћу, геополитички ризик је део „тројства неизвесности“<sup>1</sup> и може се дефинисати као претња, реализација или ескалација догађаја повезаних с ратовима, тероризмом и било каквом тензијом међу државама и политичким учесницима која нарушава миран ток међународних односа.<sup>2</sup> Најчешће епизоде геополитичких сукоба изазивају забринутост за понуду енергената и повезане су с тензијама на светском тржишту енергената. Таква кретања, по правилу, резултирају вишом инфлацијом и нижом економском активношћу, падом инвестиција и запослености на глобалном нивоу. Геополитички ризик може да појача перцепцију катастрофалних исхода, учини улагања у ризичне пројекте мање атрактивним и утиче на пад поверења потрошача. Да бисмо оценили ефекте геополитичких тензија, прво је потребно да се квантитативно измери геополитички ризик.

Најчешће коришћена мера на глобалном нивоу јесте **индекс глобалног геополитичког ризика**, који су осмислили експерти ФЕД-а<sup>3</sup> 2022. године. Циљ је био да се конзистентно током времена мери јачина глобалних геополитичких тензија онако како их виде новинари, јавност, глобални инвеститори и креатори економских политика. Индекс је добијен уз помоћ алгорита којим се рачуна удео чланака у којима се разматрају растући геополитички ризици од глобалног интереса у укупном броју објављених чланака у водећим часописима енглеског говорног подручја (шест из САД, три из Велике Британије и један из Канаде). Претраживање текста је фокусирано на речи које се повезују с геополитичким ризиком, као што су „криза“, „тероризам“, „рат“, „тензије између земаља“ и сл. Индекс је конструисан у дневној и месечној динамици, од 1990. године. Поменути аутори су конструисали **индекс геополитичког ризика и на нивоу појединачних земаља** (за 44 земље), на бази заједничког појављивања кључних речи које се повезују с геополитичким ризиком одређених земаља.

Графикон О.5.1. Индекс глобалног геополитичког ризика  
(у п.п.)



Извор: Caldara i Iacoviello (2022); подаци преузети с <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>.

Ако посматрамо индекс глобалног геополитичког ризика од 1990. до данас, приметимо да је он на релативно непромењеном нивоу током највећег дела посматраног периода, али са истакнутим скоковима у време кључних епизода геополитичких тензија, као што су избијање Заливског рата 1990, терористичког напада на САД

<sup>1</sup> Carney, Mark (2016), “Uncertainty, the Economy and Policy”, Speech, Bank of England, London, June 30.

<sup>2</sup> Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), “Measuring Geopolitical Risk”, *American Economic Review*, April, 112 (4), pp. 1194–1225.

<sup>3</sup> Исто.

11. септембра 2001, инвазије на Ирак 2003. и недавно избијања сукоба у Украјини 2022. и кризе на Блиском истоку 2023. године. Након релативно малих варијација у готово 20 година, када је у просеку износио око 98 п.п., индекс глобалног геополитичког ризика скочио је на 319 п.п. марта 2022. због избијања сукоба у Украјини, а на 198 п.п. октобра 2023. због ескалације кризе на Блиском истоку. Од тада па све до јуна ове године, индекс глобалног геополитичког ризика био је релативно висок (у просеку је износио 147 п.п.), да би се у јуну спустио на 110 п.п., што је и даље повишен ниво, али најнижи од септембра 2023, указујући на извесно смањење геополитичког ризика.

Индекси геополитичког ризика специфични за појединачне земље углавном се померају у складу с глобалним индексом, али могу и одступати када се појави ризик специфичан за посматрану земљу. На пример, сукоб у Украјини резултирао је знатним растом индекса глобалног геополитичког ризика, али је индекс геополитичког ризика за Немачку повећан знатно више.

Раст геополитичког ризика има низ негативних ефеката на БДП и инфлацију, који се преносе **путем различитих трансмисионих канала**. Један од кључних канала је **светско тржиште примарних производа, посебно енергената**. Стручњаци Банке Енглеске<sup>4</sup> истичу управо понуду енергената као кључни трансмисиони канал геополитичког ризика који подстиче инфлацију и може имати значајне негативне ефекте на БДП.

Притом, наглашавају да се геополитички ризик може пренети путем два одвојена и суштински различита канала: а) **дефлаторног канала тражње** и б) **инфлаторног канала понуде енергената**. Наиме, раст геополитичког ризика делује у правцу пада светске цене енергената због контракције економске активности и тражње за енергентима у условима веће аверзије инвеститора према ризику. Супротно томе, преко канала понуде енергената, раст геополитичког ризика делује у правцу раста цене, пошто тражња за енергентима расте из предострожности, услед забринутости да би понуда могла да буде смањена или чак да би испоруке могле да буду и прекинуте. Шок геополитичког ризика може да притиска цене наниже или навише у зависности од тога кроз који од ова два канала се шири. Креатори економске политике треба да познају ова два различита канала утицаја, јер она захтевају различите реакције.

Геополитички ризик такође води знатним поремећајима у светској трговини, што је такође значајан канал утицаја. Анализе показују да су и **обим светске трговине и цене** изузетно осетљиве на глобални геополитички ризик – обим светске трговине три пута више од БДП-а, а извозне цене (представљене корпом разменљивих добара и услуга) знатно више од потрошачких цена.<sup>5</sup>

**У пројекцијама Народне банке Србије**, геополитички ризик већ дуже време фигурира као један од кључних ризика, пре свега преко утицаја на цене енергената на светском тржишту. Притом, ризици пројекције БДП-а по основу евентуалне ескалације геополитичких тензија асиметрични су наниже, а инфлације навише. С обзиром на то да је Србија нето увозник енергената, интензивирање геополитичких тензија и сукоба довело би до раста светских цена енергената, који би повећао трошкове производње, што смањује средства за инвестиције, а на инфлацију може имати секундарне ефекте, што делом може бити компензовано нижом тражњом за овим производима. И у најновијој, августовској пројекцији, геополитички ризик је један од кључних ризика пројекције, који је и даље асиметричан наниже по БДП и навише по инфлацију. Ескалација геополитичких сукоба могла би да води расту нестабилности на тржиштима примарних производа и расту њихових цена, посебно сирове нафте, што би могло да се одрази на спорији процес дезинфлације на глобалном нивоу. Такође, трговинске тензије између Запада и Кине недавно су поново интензивирани увођењем нових царина на кинеска електрична возила. Нове трговинске баријере и протекционистичке политике појединих земаља ремете глобалне ланце снабдевања, чине их неефикасним и доводе до нових трошкова услед померања производње у друге земље како би се избегли нови намети и сл., што представља ризик не само за инфлацију већ и за дугорочни раст на глобалном нивоу. Имајући то у виду, Народна банка Србије с посебном пажњом прати дешавања у међународном окружењу и процењује ефекте геополитичког ризика спровођењем алтернативног сценарија с пројекцијама које претпостављају материјализацију ризика по овом основу. Поред тога, уважавајући овај ризик, Народна банка Србије задржава надаље опрезан приступ у вођењу монетарне политике, како би се ценовна стабилност одржала у средњем року.

<sup>4</sup> Smith, Samuel and Marco Pinchetti (April 2024), "The transmission channels of geopolitical risk", *Bank Underground, Blog for Bank of England staff*.

<sup>5</sup> Julian Reynolds (April 2024), "Quantifying the macroeconomic impact of geopolitical risk", *Bank Underground, Blog for Bank of England staff*.

## Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције

Цене на светским тржиштима примарних производа наставиле су да бележе волатилна кретања током Т2, на шта су утицале и даље повишене геополитичке тензије, услед наставка и ескалације сукоба Израела и Хамаса, као и обостраних напада на енергетску инфраструктуру у Украјини у Русији. При томе, светска цена нафте је средином априла достигла ниво од око 93 долара по барелу, што је за 20,2% више него на крају 2023, након јачања тензија између Ирана и Израела. Поред тога, наставак напада јеменских Хута на бродове у Црвеном мору имао је за последицу висок раст цена контејнерског транспорта, због чега је глобални индекс контејнерског транспорта крајем јула био за чак 272,4% виши него на крају 2023. Међутим, повећани трошкови прекоморског транспорта нису значајно утицали на застоје у глобалним ланцима снабдевања, с обзиром на то да је индекс глобалних притисака у ланцима снабдевања, који конструише њујоршки ФЕД, у јуну био на нивоу вишегодишњег просека.

С тим у вези, као и претходном периоду, кључни ризик остварења пројекција макроекономских показатеља у Србији представља заоштравање геополитичких тензија, а имајући у виду да би ширење сукоба утицало пре свега на светске цене примарних производа, у песимистичном сценарију користили смо претпоставке с вишим ценама нафте и примарних пољопривредних производа. Према оцени Светске банке,<sup>1</sup> потенцијално ширење сукоба на Блиском истоку утицало би на поремећаје у снабдевању нафтом и раст њене цене на светском тржишту, при чему би тај утицај зависио од интензитета сукоба, као и од брзине и обима одговора других произвођача нафте. Ако сукоб ескалира и прошири се на земље из региона, које су значајни произвођачи нафте, Светска банка процењује да би цена нафте у овој години у просеку премашила 100 долара по барелу, што би за последицу имало глобалну инфлацију вишу за 0,8 п.п. него у основном сценарију. У том случају, нови инфлаторни притисци имали би за последицу да каматне стопе остану на високом нивоу дуже него што се очекује, што би се одразило на успоравање глобалног привредног раста. Поред геополитичких дешавања, неповољне временске прилике у најзначајнијим производним регијама у априлу и мају створиле су неизвесност по питању глобалне пољопривредне сезоне, што се може одразити на више цене пољопривредних примарних производа у наредном периоду, ако она буде испод очекивања. У овом осврту смо у песимистичном сценарију, поред глобалних ризика, укључили и потенцијално лошу домаћу пољопривредну сезону, имајући у виду да су температуре у јулу биле изнадпросечне, као и да је влажност земљишта нижа од прошлогодишње.

Насупрот томе, у оптимистичном сценарију користили смо претпоставке с нижим ценама примарних производа. Евентуални прекид сукоба на Блиском истоку одразио би се на ниже светске цене примарних производа, попуштање притисака у глобалним ланцима снабдевања и пад цена контејнерског транспорта, што би утицало на успоравање глобалне инфлације брже од очекивања. До пада цена енергената и примарних производа могло би да дође и уколико изгледи привредног раста Кине буду неповољнији од очекиваних. При томе, због оптимистичних прогноза економских аналитичара по питању инфлације у зони евра, као и очекивања да ће у наредном периоду раст зарада успорити, у оптимистичном сценарију користили смо претпоставке с нижом инфлацијом у зони евра него у основном сценарију, као и да ће раст БДП-а зоне евра бити већи од претпостављеног, што сугеришу и пројекције ЕЦБ-а и ММФ-а.

Ако се материјализују ризици које смо претпоставили у песимистичном сценарију – заоштравање геополитичких односа и лоша глобална и домаћа пољопривредна сезона, очекујемо да светска цена нафте до краја 2024. порасте на око 96 долара по барелу, а затим да се умерено смањи до краја 2025, на 90 долара по барелу. Када је реч о ценама пољопривредних примарних производа, претпоставили смо да би крајем 2024. оне биле за 6,9% више него на крају 2023, док би у 2025. биле благо смањене, за 0,2%. Последице овог сценарија на домаће макроекономске показатеље биле би:

- Просечна инфлација била би виша у односу на основни сценарио за 0,3 п.п. у 2024. и за 0,5 п.п. у 2025. На вишу инфлацију у овом сценарију одразили би се раст цена нафтних деривата и хране на домаћем тржишту због виших светских цена примарних производа и виших цена прерађене хране и воћа и поврћа услед лошије домаће пољопривредне сезоне, као и раст увозне инфлације због више инфлације у зони евра по истом основу;

<sup>1</sup> Светска банка, *GEP* (јун 2024).



- Раст БДП-а био би нижи за око 0,3 п.п. услед успореног глобалног привредног раста и глобалних услова финансирања, због вероватног одлагања смањивања каматних стопа водећих централних банака. Поред тога, на нижи раст БДП-а одразила би се и лошија домаћа пољопривреда сезона, која би за последицу имала нижи допринос пољопривреде расту укупног БДП-а;

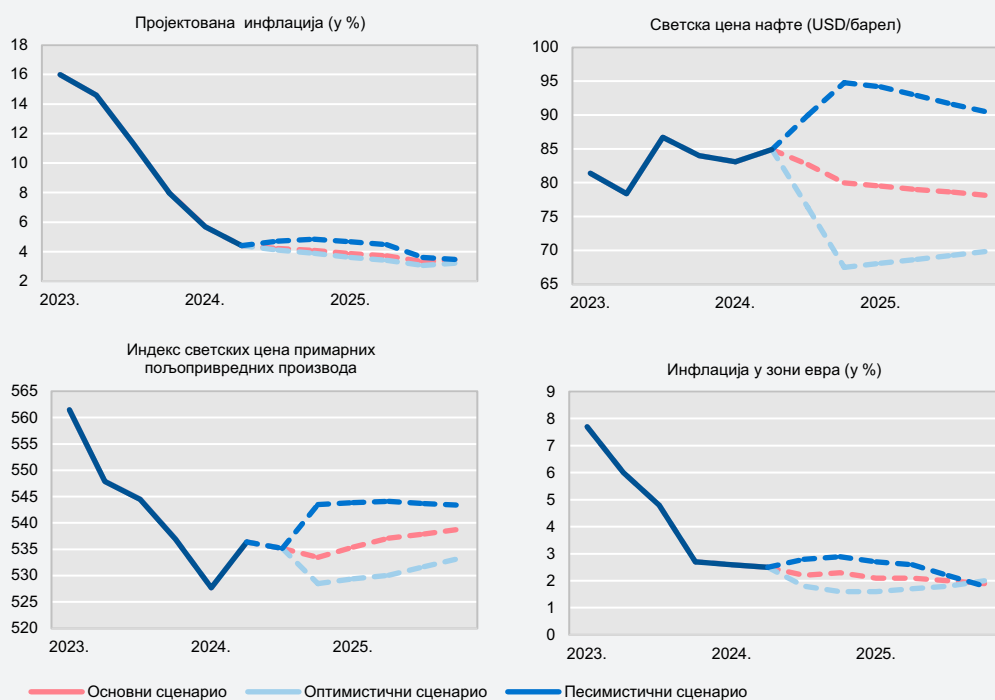
- Ефекти оваквог сценарија на дефицит текућег рачуна не би били велики, јер би се највероватније међусобно неутралисали ефекти ниже екстерне тражње и раста цена метала и примарних пољопривредних производа на извоз. Такође, супротстављено ће на увоз деловати, с једне стране, ефекти виших цена енергената и већих расхода по основу примарног дохотка због и даље високих каматних стопа и, с друге стране, утицај ниже екстерне и домаће тражње на увоз опреме и потрошне робе.

Ако се пак геополитичке тензије разреше раније него што смо пројектовали у основном сценарију, претпоставили смо да ће се светска цена нафте до краја године спустити на ниво од око 68 долара по барелу, а да ће умерени раст забележити у 2025, тако да крајем године износи 70 долара по барелу. Ако глобална пољопривредна сезона буде боље од очекивања, заједно с нижом ценом нафте, очекујемо да цене примарних пољопривредних производа на крају 2024. буду за 8,0% ниже него крајем 2023, док ће се у 2025. опоравити и крајем године бити за 4,8% више него на крају 2024. Истовремено, у оптимистичном сценарију претпоставили смо да ће инфлација у зони евра у овој години у просеку износити 2,1%, а у наредној 1,8%, а да ће раст БДП-а зоне евра у овој години износити 0,9% уместо 0,7%. Ефекти оптимистичног сценарија били би:

- Просечна инфлација била би нижа за 0,1 п.п. у 2024, а у 2025. за 0,3 п.п. него у основном сценарију, услед ниже инфлације у зони евра и пада увозних цена, као и нижих светских цена примарних производа;

- У том случају очекујемо попуштање монетарних услова у већој мери него у основном сценарију, што би утицало на раст производне активности и ублажавање глобалних услова финансирања. Већа екстерна тражња из зоне евра, нижи инфлаторни притисци и нижа премија ризика резултирали би вишом стопом раста домаћег БДП-а за око 0,2 п.п. него у основном сценарију;

Графикон О.6.1. Ефекти алтернативних сценарија на инфлацију



Извор: НБС.

- Када је реч о дефициту текућег рачуна, као и у претходном алтернативном сценарију, ефекти ће зависити од тога који од супротстављених фактора на извоз и увоз преовладају. С једне стране, раст екстерне тражње утицао би на раст извоза, док би пад цена примарних производа деловао у супротном смеру. Слично, када је реч о увозу, пад цена енергената допринео би мањем увозу енергената, док би раст домаће тражње имао супротан ефекат.

Како су сада ризици генерално мањи него што су били у јеку енергетске кризе и избијања конфликта у Украјини, можемо да кажемо да је најтурбулентнији период иза нас и да су макроекономске перспективе повољније. Самим тим, и одступања алтернативних сценарија у односу на основни су мања у поређењу с неким претходним периодима, а с обзиром на то да је наша економија показала висок ниво отпорности и у најизазовнијим временима, реално је очекивати да, и у случају материјализације неповољнијег сценарија, макроекономска стабилност не би била нарушена.

Табела А  
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	I 2024.	II 2024.
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>																					
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	6,7	6,7	7,2
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	288,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	245,4	320,5	338,2	
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	30,8	32,1	35,8	35,1	37,8
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	9,2	9,6	9,8	12,7	
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	17,0	15,3	16,6	20,9	
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>																					
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	68,4	69,3	65,3	64,2	
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	12,6	12,4	13,1	11,2	10,4	
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	126,6	110,2	110,7		
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>																					
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	166,6	171,3	179,1
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	180,2	201,0	214,7	221,5
<b>СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП</b>																					
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	116,7	137,5	123,1	127,2	119,6
<b>МЕМОРАНДУМ (у млн евра)</b>																					
БДП <sup>1)</sup>	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.345	60.426	69.521	16.835	19.002
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.488	41.895	45.378	45.668	
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	4.886	5.801	6.810	2.142	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	24.942	27.507
Краткорочни дуг <sup>2)</sup>	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	876	797	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.810	-410	-824	
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)</b>																					
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.		
	Мај/Јул	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан./Март/Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ./Дец.	Мај	Март/Дец.	Јун	Апр.		
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/позитиван
Fitch	BB-			BB-		BB-		BB-		V+	V+	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

<sup>1)</sup>Према методологији ESA 2010. Подаци за 2023 су добијени као збир четири тромесечја. Подаци за Т2 2024. су процена НБС.

<sup>2)</sup>По оригиналној рочности.

## Напомене:

- РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према значајним 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. су дати 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.	2022.	2023.	I 2024.	II 2024.	
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	7,7	2,5	2,5	4,7	4,2	
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	7,6	5,0	3,8	
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	24.942	27.507	
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	41.009	10.242	10.826	
– стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	7,9	2,1	5,8	
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	44.596	11.171	11.893	
– стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	-1,0	1,7	8,3	
Текући рачун платног биланса⁴)																						
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.810	-410	-824	
у % БДП-а	-8,0	-9,1	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,1	-4,2	-6,9	-2,6	-2,4	-4,3	
Незапосленост по Анкети (у %)⁵)						20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,1	9,5	9,4	9,4		
Зараде (просечне за период, у еврима)⁶)	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	816,0	840,0	
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁷)				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-3,3	-2,2	-1,0	2,1	
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁸)	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-3,2	-2,2	-0,9	2,3	
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁹)	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,5	55,1	52,0	47,6	50,0	
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	108,41	107,89	108,72	
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	105,87	108,69	109,52	
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,25	117,19	117,11	
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,17	117,14	117,05	
МЕМОРАНДУМ:																						
БДП (у млн евра)⁹)	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.345	60.426	69.521	16.835	19.002	

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за Т2 2024. је флеш процена РЗС.

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 ЕСА 2010. Подаци за 2023 су добијени као збир четири тромесеја. Подаци за Т2 2024. су процена НБС.

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

⁷) До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т2 2024. је просек два месеца.

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

Напомене:

- РЗС је ревидирао податке 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.
- Извор за податак о стопи незапослености је Анкета о радној снази РЗС-а.
- Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.



## Списак графикана и табела

### Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	9
III.0.1.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. динамици инфлације	13
III.0.2.	Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март 2023.	14
III.0.3.	Динамика инфлације – укупне, базне и <i>trimmed mean</i>	14
III.0.4.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији	14
III.0.5.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	18
III.0.6.	Доприноси изабраних компонената мг. стопи раста увозних цена у динарима	18
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	21
III.0.8.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	21
III.0.9.	Очекивана инфлација за две године унапред	21
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	23
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	23
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	24
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	24
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	25
IV.1.6.	Показатељи премије ризика	30
IV.1.7.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	30
IV.1.8.	Структура финансијског биланса	31
IV.1.9.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	31
IV.1.10.	Кретање курса динара и евра према долару	32
IV.1.11.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	32
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	32
IV.2.2.	Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита	33
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	33
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	33
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	34
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	34
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	35
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	35
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	36
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	36
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	38
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	38
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	39
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	43
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	43
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	44
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	44
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	45
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	45
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	45
V.0.1.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	48
V.0.2.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025.	48
V.0.3.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	49
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	49

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

## Табеле

IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	25
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	30
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	37
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	37
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	43
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а за 2024. и 2025.	47
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона за 2024. и 2025.	49
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона	52
V.0.4.	Пројекти програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	63
V.0.5.	Најважније претпоставке пројекције	66
V.0.6.	Пројекције макроекономских показатеља Србије	70
V.0.7.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	73

Табела А.	Показатељи екстерне позиције Србије	80
Табела Б.	Основни макроекономски показатељи	81



**Графикони у освртима**

О.1.1.	Индекс светских цена хране	15
О.1.2.	Одступање мг. стопа раста цена од својих дугорочних просечних вредности у датом месецу	16
О.1.3.	Кретање цена одабраних производа на светском и домаћем тржишту	17
О.2.1.	Учешће акцијског промета по изабраним категоријама и поређење с просечним нивоом акцијског промета	19
О.3.1.	Приноси и спредови – српске еврообвезнице у односу на немачке државне обвезнице и обвезнице америчког трезора	28
О.4.1.	Физички обим производње у прерађивачкој индустрији	40
О.4.2.	Доприноси мг. стопа раста индустрије	40
О.4.3.	Кретање реалног раста извоза у 2023. и Т1 2024.	41
О.4.4.	Извоз технолошки напреднијих производа и унутар њих производа високе технологије – удео у укупном извозу прерађивачке индустрије	41
О.4.5.	Мг. стопе раста укупне формалне запослености и продуктивности	41
О.5.1.	Индекс глобалног геополитичког ризика	75
О.6.1.	Ефекти алтернативних сценарија на инфлацију	78

**Табела у осврту**

О.1.1.	Кумулативне стопе раста цена хране	15
--------	------------------------------------	----

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

#### 2023. година

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

#### 2024. година

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

## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 6. 2024.

На данашњој седници Извршни одбор је одлучио да смањи референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 6,25%. Смањена је и стопа на депозитне олакшице – на 5,00%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,50%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду вишемесечну опадајућу путању домаће инфлације и њен повратак у границе циља у мају, у складу с пројекцијама Народне банке Србије, као и очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду. Узимајући у обзир даље смањење глобалних инфлаторних притисака, као и досадашњи дезинфлаторни утицај рестриктивних монетарних мера, Извршни одбор је проценио да су се створили услови за почетак ублажавања монетарне политике путем смањења референтне каматне стопе.

Глобална инфлација наставља да опада и приближава се претпандемијским нивоима, пре свега услед ефеката претходног заштравања монетарних услова централних банака, слабљења трошkových притисака и попуштања застоја у глобалним ланцима снабдевања. Извршни одбор Народне банке Србије не очекује знатнији раст цена производа и услуга које увозимо, али пажљиво прати све факторе који и на страни понуде и на страни тражње могу деловати на кретање инфлације у наредном периоду, од чега ће зависити будуће одлуке монетарне политике.

Већина централних банака предвиђа да ће се инфлација у њиховим земљама вратити у границе циља у другој половини ове или првој половини наредне године, а тржишни учесници очекују да је циклус заштравања монетарних политика завршен. Европска централна банка је на састанку 6. јуна започела са ублажавањем монетарне политике смањењем основних каматних стопа за по 25 базних поена, указујући на то да ће наредне мере зависити од опрезног сагледавања динамике инфлације и пројекција њеног кретања у наредном периоду. Систем федералних резерви у јуну није мењао монетарне услове, при чему су и даље присутна очекивања да би до краја године могао да започне с њиховим ублажавањем. Очекивано постепено смањење цене евроиндексираног задуживања на домаћем тржишту, заједно с почетком снижавања референтне каматне стопе Народне банке Србије, требало би да допринесе постепеном расту кредитне активности и домаће тражње, који неће угрозити опадајућу путању инфлације. Извршни одбор је имао у виду да релевантне институције предвиђају благо опадајући тренд кретања светске цене нафте у наредном периоду и да је раст цена нафте, до којег је повремено долазило претходних месеци услед изражених геополитичких тензија и низа других фактора, био привремен.

Међугодишња инфлација у Србији се, у складу са очекивањима Извршног одбора, у мају вратила у границе циља  $3 \pm 1,5\%$  и износила је 4,5%. Успоравању инфлације допринеле су цене хране, које су у мају забележиле месечни пад од 0,2%, а затим цене енергије услед изласка из обрачуна прошлогодишњег поскупљења струје и гаса, док је базна инфлација остварила благо виши раст него у априлу и износила је 5% међугодишње. У наредном периоду Извршни одбор очекује даље смањење инфлације и њено задржавање у границама циља у средњем року, при чему ће се од почетка 2025. инфлација кретати око централне вредности циља од 3%. Таквом кретању инфлације допринеће и даље рестриктивни монетарни услови, смањени глобални инфлаторни притисци, као и нижа инфлациона очекивања тржишних субјеката.

Према подацима Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у првом тромесечју ове године убрзао је на 4,7% међугодишње, што је повољније у односу на прву процену. Раст је био вођен већом активношћу у услужним секторима, индустрији и грађевинарству, а према подацима за април, повољна кретања су настављена и на почетку другог тромесечја. Расту домаће потрошње доприносе раст реалних доходака по основу виших зарада и пензија и смањење инфлације. Расту инвестиција у основна средства доприносе повећана профитабилност привреде из претходних година, висок прилив страних директних инвестиција и капитална издвајања државе, пре свега за потребе улагања у саобраћајну инфраструктуру. Према оцени Извршног одбора, иако ће домаћа тражња водити раст и у наредном периоду, не очекује се да ће она знатније утицати на инфлацију.

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

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

**Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 7. 2024.**

На данашњој седници Извршни одбор је одлучио да настави да ублажава монетарне услове смањујући референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 6%. Смањена је и стопа на депозитне олакшице – на 4,75%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,25%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду вишемесечну опадајућу путању домаће инфлације и њен повратак у границе циља у мају, у складу с пројекцијама Народне банке Србије, као и очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду. Узимајући у обзир даље смањење глобалних инфлаторних притисака, као и досадашњи дезинфлаторни утицај рестриктивних монетарних мера, Извршни одбор је проценио да постоје услови за наставак ублажавања монетарне политике путем смањења референтне каматне стопе.

Иако нешто постепеније него што се претходно очекивало, успоравање глобалне инфлације се наставља. Већина централних банака предвиђа да ће се инфлација у њиховим земљама вратити у границе циља у другој половини ове или првој половини наредне године. У складу с тим, Извршни одбор очекује даље успоравање раста цена производа и услуга које увозимо. Европска централна банка је смањила основне каматне стопе у јуну, а тржишни учесници очекују да би ново смањење могло да уследи крајем ове године, док за Систем федералних резерви очекују једно или два смањења референтне каматне стопе до краја године. Очекивано постепено смањење цене евроиндексираног задуживања на домаћем тржишту, заједно са снижавањем референтне каматне стопе Народне банке Србије, требало би да допринесе постепеном расту кредитне активности и домаће тражње, који неће угрозити опадајућу путању инфлације. Извршни одбор је имао у виду да релевантне институције предвиђају благо опадајући тренд кретања светске цене нафте у наредном периоду и да је раст цена нафте, до којег је повремено долазило претходних месеци услед изражених геополитичких тензија и низа других фактора, био привремен.

У складу са очекивањима Извршног одбора, међугодишња инфлација у Србији у мају се вратила у границе циља и износила је 4,5%. Извршни одбор процењује да ће инфлација наставити да се креће у границама циља од  $3 \pm 1,5\%$  у целом хоризонту пројекције, чему ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, снижена увозна инфлација и пад инфлационих очекивања.

Према подацима Републичког завода за статистику, већина показатеља реалног сектора наставља да бележи позитивна кретања у априлу и мају, при чему показатељи услужних сектора и грађевинарства, као и бржи од очекиваног опоравак производње након ремонта нафтне рафинерије у Панчеву, указују на то да би раст у другом тромесечју могао бити виши од процена Народне банке Србије. То повећава вероватноћу да би раст бруто домаћег производа у овој години могао бити већи од пројектованог у мају на нивоу од 3,5%. Позитивна кретања у реалном сектору очекују се и у наставку године, вођена растом домаће тражње. Већој приватној потрошњи требало би да допринесе раст реалних доходака по основу виших зарада и пензија и смањење инфлације, а расту инвестиција у основна средства повећана профитабилност привреде из претходних година, висок прилив страних директних инвестиција и капитална издвајања државе, пре свега за потребе улагања у саобраћајну инфраструктуру. Према оцени Извршног одбора, иако ће домаћа тражња водити раст и у наредном периоду, не очекује се да ће она знатније утицати на инфлацију.

Извршни одбор Народне банке Србије наставиће да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука водиће рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. августа 2024. године.

**Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 8. 2024.**

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 6,0%. На непромењеним нивоима задржане су и каматне стопе на депозитне (4,75%) и кредитне олакшице (7,25%).

Приликом доношења одлуке да задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, Извршни одбор је истакао да је референтна каматна стопа на претходна два састанка смањена за укупно 50 базних поена и да је потребно сагледати ефекте донетих мера, као и да је, и поред повратка инфлације у границе циља, и даље неопходна опрезност монетарне политике Народне банке Србије.

Извршни одбор је истакао да опрезност монетарне политике Народне банке Србије налажу кретања у међународном окружењу, пре свега и даље повећани геополитички ризици и њихов утицај на светске цене енергената и других примарних производа. На изражене варијације у процени различитих институција у погледу кретања светске цене нафте, поред присутне међународне неизвесности, утичу и бројни други фактори на страни понуде и тражње, а пре свега променљиви изгледи за раст кинеске економије. У извесној мери опрезност у доношењу одлука о монетарној политици захтевају и изгледи за глобалну инфлацију у наредном периоду, који указују на то да ће њено успоравање бити постепеније него што се претходно очекивало, а у складу с тим спорији ће бити и темпо ублажавања монетарних политика водећих централних банака. Такође, опрезност је потребна због неизвесног утицаја временских прилика на карактер овогодишње и глобалне и домаће пољопривредне сезоне.

У складу са очекивањима Извршног одбора, међугодишња инфлација се у мају вратила у границе циља, након чега је у јуну додатно успорила на 3,8%. Успоравању инфлације претходних месеци доприносиле су све компоненте инфлације. Извршни одбор очекује да ће инфлација наставити да се креће у границама циљаног распона ( $3 \pm 1,5\%$ ) у целом хоризонту пројекције. Према августовској централној пројекцији, након привременог раста у јулу, инфлација би требало да успори и да се током наредне године приближи централној вредности циља од 3%. На привремени раст инфлације у јулу у највећој мери ће утицати серија једнократних поскупљења појединих прехранбених производа, на шта се одражава раст цена ових производа на светском тржишту или сировина у њиховој производњи, као и појединих услуга које припадају категорији регулисаних цена. Поновном смањењу инфлације након јула допринеће и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација, као и очекивани пад светске цене нафте у складу с фјучерсима. Поред тога, допринос ће дати пад инфлационих очекивања, који указује и на висок кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије.

Према првој процени Републичког завода за статистику, економска активност је и у другом тромесечју забележила већи међугодишњи раст него што смо очекивали у мајској пројекцији – тај раст је износио 4,2%. Позитивна кретања у реалном сектору очекују се и у наставку године, вођена растом домаће тражње. Већој приватној потрошњи требало би да допринесе раст реалних доходака по основу виших зарада и пензија и смањење инфлације, а расту инвестиција у основна средства повећана профитабилност привреде из претходних година, висок прилив страних директних инвестиција и капитална издвајања државе, пре свега за потребе улагања у саобраћајну инфраструктуру. Према оцени Извршног одбора, иако ће домаћа тражња водити раст и у наредном периоду, не очекује се да ће она знатније утицати на инфлацију.

Извршни одбор Народне банке Србије ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

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

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. септембра 2024. године.

**CIP** - Каталогизација у публикацији  
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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