



Народна банка Србије

2022
носембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2022
носембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. новембра 2022. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
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
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
ОПЕС – 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
ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

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

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	9
III. Кретање инфлације	13
<i>Осврт 1: Анализа фактора који су утицали на одступање остварене од пројектоване инфлације у Србији у 2021. и 2022. години</i>	17
IV. Детерминанте инфлације	25
1. Кретања на финансијском тржишту	25
2. Новац и кредити	31
3. Агрегатна тражња	35
4. Економска активност	38
5. Кретања на тржишту рада	39
6. Међународно окружење	42
<i>Осврт 2: Заоштравање глобалних финансијских услова</i>	53
V. Пројекција	63
<i>Осврт 3: Процена инфлаторних притисака коришћењем текстуалне анализе</i>	81
<i>Осврт 4: Алтернативни сценарио пројекције с претпостављеном вишом светском ценом енергената и примарних производа</i>	87
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	90
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	91
Списак графикана и табела	92
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	95
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	96

I. Резиме

Дешавања у међународном окружењу, која су у великој мери опредељивала и домаћа макроекономска кретања и одлуке монетарне политике Народне банке Србије, у периоду од претходног извештаја карактеришу даље заостравање геополитичких тензија, наставак раста глобалне инфлације и повећање степена рестриктивности монетарних политика великог броја централних банака, и по том основу неповољнији изгледи глобалног привредног раста. Према оцени Међународног монетарног фонда, процена **глобалног привредног раста за ову годину није мењана** због тога што су кретања у првој половини године била повољнија од очекиваних. Међутим, повећани трошковни притисци и раст глобалне инфлације, уз ефекте повлачења монетарних и фискалних подстицаја примењиваних у првој фази пандемије и поостравања глобалних финансијских услова, као и спорији раст у Кини од очекиваног услед политике нулте толеранције према вирусу корона, одражавају се на **неповољније изгледе глобалног раста у остатку ове године**, као и на изгледе раста за наредну годину, који се сада пројектује на 2,7%. При томе, када је реч о **зони евра, и према оцени Међународног монетарног фонда и Consensus Forecasts-а, привредни раст за 2023. знатно је коригован наниже**, на 0,5% и 0%, респективно, при чему се и за Немачку и Италију, које су наши најзначајнији спољнотрговински партнери унутар зоне евра, очекује рецесија.

У већини земаља инфлација наставља да се креће изнад очекивања, на шта се и даље највише одражавају геополитичке тензије и по том основу знатно више светске цене енергената и хране, али у појединим земљама инфлаторно делују и домаћа тражња и фактори с тржишта рада. У таквим условима, **многе централне банке су протеклих месеци заостравале своје монетарне политике динамичније него што се претходно очекивало**, коригујући притом навише своје пројекције кретања инфлације, као и очекивања који ће бити највиши ниво инфлације и када би он требало да буде достигнут. Европска централна банка се у септембру и октобру одлучила за до сада највеће повећање своје

У периоду од претходног извештаја, светску економију карактеришу неповољнији изгледи привредног раста, пре свега за 2023, наставак раста инфлације и заостравање финансијских услова, које је последица повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту, и повећање рестриктивности монетарних политика великог броја централних банака.

Јачи и постојанији инфлаторни притисци од претходно очекиваних, уз притиске и с тржишта рада, утичу на брже од очекиваног заостравање монетарних политика водећих централних банака.

основне каматне стопе (за по 75 базних поена). У истој мери, у септембру и новембру основне каматне стопе повећао је и Систем федералних резерви. Наставак пооштравања монетарне политике водећих централних банака очекује се и у наредном периоду, јер, према пројекцијама, инфлација у зони евра и Сједињеним Америчким Државама не би требало да се врати на циљ пре краја 2024. Уз неповољније изгледе глобалног привредног раста, даље заостравање монетарних политика водећих централних банака може утицати и на повећање волатилности на међународном финансијском тржишту и наставак већ присутног усмеравања глобалних токова капитала од земаља у развоју ка развијенијим земљама. Ипак, преовлађују очекивања да ће се постепено смањивати глобални инфлаторни притисци, чему би требало да допринесу ефекти заостравања монетарних политика централних банака, као и стабилизација тржишта примарних производа и постепено решавање проблема застоја у глобалним ланцима снабдевања. При томе, иако су и даље волатилне и знатно више него пре годину дана, светске цене нафте и других примарних производа смањују се претходних месеци, што је последица јачања глобалних рецесионих притисака, а попуштају и застоји у међународним ланцима снабдевања. Током септембра и октобра светске цене природног гаса, угља и електричне енергије, које од краја 2021. године имају снажан негативан утицај на макроекономска кретања у Србији, такође су снижене, чему су допринеле повољне временске прилике и већа попуњеност складишта у Европи од очекиване.

Узимајући у обзир чињеницу да инфлацију у Србији у највећој мери опредељују трошковни притисци из међународног окружења, Народна банка Србије наставила је да умерено заострава монетарне услове.

Наставак глобалних трошковних притисака и даљи раст увозне инфлације у периоду од претходног извештаја утицали су на **одлуку Извршног одбора Народне банке Србије да настави да повећава референтну каматну стопу** за по 50 базних поена у септембру, октобру и новембру, тако да она тренутно износи 4,5%. У истој мери повећане су и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице, на 3,5% и 5,5%, респективно. Даљим повећањем својих каматних стопа Народна банка Србије настоји да ограничи секундарне ефекте раста светских цена хране и енергената на остале цене на домаћем тржишту преко инфлационих очекивања како би се инфлација нашла на опадајућој путањи и вратила у границе циља до краја периода пројекције. Истовремено, ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности изазване првобитно пандемијом, а потом и геополитичким тензијама и конфликтом у

Украјини, Народна банка Србије доприноси у знатној мери и **одржавањем релативне стабилности курса динара према евр**у. Посматрано од почетка године закључно с крајем октобра, динар је према евр у номинално ојачао за 0,2%, при чему је од маја до краја октобра Народна банка Србије на међубанкарском девизном тржишту интервенисала нето куповином девиза у износу од 2.370 милиона евра, чиме је надокнадила целокупан износ продаје девиза из првих неколико месеци, тако да је од почетка године закључно са октобром била нето купац девиза у износу од 100 милиона евра. Финансијску и укупну макроекономску стабилност осигурава и ниво девизних резерви Народне банке Србије, **који је на крају октобра износио 16,9 милијарди евра, што је највиши ниво до сада.**

Заоштравање монетарне политике Народне банке Србије утицало је на раст **каматних стопа на тржишту новца и кредита, потврђујући ефикасност деловања трансмисионог механизма монетарне политике.** И нормализација монетарне политике Европске централне банке и по том основу повећање стопа на тржишту новца у зони евра одразили су се на раст каматних стопа на кредит у евро знаку на домаћем тржишту. Међутим, и поред раста трошкова задуживања, **одобравање кредита немонетарном сектору је у трећем тромесечју настављено сличном динамиком као у претходним тромесечјима**, мада је, посматрано на међугодишњем нивоу, раст укупних домаћих кредита под утицајем високе базе из претходне године и доспећа кредита одобрених у оквиру гарантне шеме успорио на 11,7% у септембру. Кредитној активности и даље у већој мери доприносе кредити привреди, који бележе међугодишњи раст од 14%, док је раст кредита становништву успорен на 8,3%. Тромесечно посматрано, раст кредита привреди у трећем тромесечју водили су инвестициони кредити, а раст кредита становништву стамбени кредити. **Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у септембру спуштено је испод 3,2%, што је нови најнижи ниво до сада и за 1 процентни поен ниже него пре пандемије**, што указује на то да квалитет активе банака није погоршан ни након престанка примене мера економске помоћи државе и да не представља препреку за наставак раста кредитне активности.

Дешавања у међународном окружењу утицала су и на домаће **јавне финансије**. Због потребе да се обезбеде средства за набавку енергената и инфраструктурне пројекте, као и да се заштити животни стандард

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

И поред већих од планираних фискалних прихода у досадашњем делу године, због знатно повећаних издатака за набавку енергената и потребе да се заштити животни стандард грађана, консолидовани

фискални дефицит ове године највероватније ће бити виши од пројектованог од 3,0% бруто домаћег производа.

Лошија овогодишња пољопривредна сезона него што се очекивало, уз ефекте успоравања тражње на глобалном нивоу и настављеног раста трошкова у производњи, одразила се на успоравање домаће економске активности у трећем тромесечју.

У нашој новој пројекцији, и ове и наредне године пројектујемо раст бруто домаћег производа у распону 2,0–3,0%, а затим његово убрзање у средњем року, под претпоставком значајног смањења геополитичких тензија, опоравка екстерне тражње и реализације капиталних пројеката.

грађана, учешће дефицита опште државе у бруто домаћем производу ће вероватно бити веће од пројектованог од 3,0%, и поред тога што су остварења прихода у досадашњем току године боља од планираног. Активности око закључивања новог стендбај аранжмана с Међународним монетарним фондом, који би требало да траје две године, уз укупну планирану вредност средстава подршке од око 2,4 милијарде евра, у завршној су фази. Предложени стендбај аранжман служио би за додатну подршку финансирању у условима изазова у међународном окружењу и подржаће економску политику и спровођење структурних реформи, с фокусом на сектор енергетике.

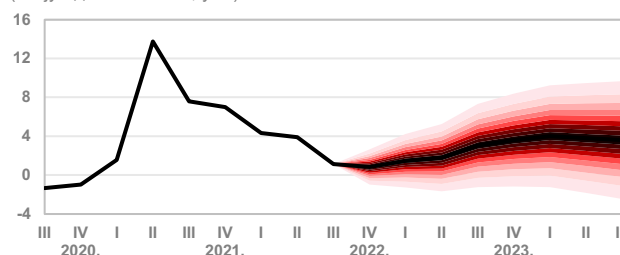
Након релативно високог раста у првој половини године од око 4,1% међугодишње, **економска активност је успорила у трећем тромесечју** и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа Србије износио је 1,1%. Успоравање економске активности било је веће од очекиваног у претходном извештају, на шта су се пре свега одразили знатно лошија овогодишња пољопривредна сезона, смањење екстерне тражње, као и настављен раст трошкова у производњи, који се пре свега одражава на нижу активност у грађевинарству и прерађивачкој индустрији. Такође, због врло ниског водостаја река настављен је и пад активности у сектору енергетике. Посматрано с расходне стране, према нашим проценама, позитиван допринос у трећем тромесечју потекао је од финалне потрошње, али у мањој мери него претходних тромесечја, док су, због високе базе код капиталних издатака државе из претходне године и растућих трошковних притисака у привреди, укупне фиксне инвестиције дале негативан допринос. За разлику од претходних тромесечја, када је забележен знатан негативан допринос нето извоза због високог увоза енергената, према нашој процени, реални извоз робе и услуга током трећег тромесечја растао је нешто брже од увоза, што је резултирало позитивним доприносом нето извоза.

Имајући претходно у виду, **пројекцију раста бруто домаћег производа Србије за ову годину кориговали смо наниже** у односу на очекивања из августа, на распон 2,0–3,0%. Привредни раст ће водити домаћа тражња, док ће због високог увоза енергената, пре свега из прве половине године, допринос нето извоза бити негативан. Услед очекивања да ће наредне године економска активност у зони евра, као и у другим земљама које су наши важни трговински партнери, бити знатно слабија, али и услед мањег ефекта пренетих тенденција из ове

године (тзв. *carry over* ефекат), за 2023. годину снизили смо пројекцију раста бруто домаћег производа Србије такође на распон 2,0–3,0%. Са слабењем негативних ефеката конфликта у Украјини на екстерну тражњу, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање привредног раста, прво на око 3,5%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње у средњем року.

Дефицит текућег рачуна платног биланса од 2,8 милијарди евра у девет месеци ове године био је двоструко већи него у истом периоду 2021. и кључно одређен растом увоза енергената, првенствено због раста њихових цена на светском тржишту. При томе, упркос успоравању екстерне тражње, извоз робе и услуга остварио је високе стопе раста у овој години (32,2% међугодишње), пре свега захваљујући инвестицијама из претходног периода, које су резултирале позитивним доприносом свих области извоза прерађивачке индустрије и руде метала, као и услед раста извозних цена. Иако је, већим делом сезонски, знатно успорен у трећем тромесечју, увоз енергената у девет месеци ове године износио је 4,3 милијарде евра и био је виши за 2,5 милијарди евра међугодишње, што је кључно допринело томе да укупан увоз робе и услуга забележи међугодишњу стопу раста од 36,6%. Знатан негативан утицај на дефицит текућег рачуна имали су и односи размене, тј. бржи раст увозних од извозних цена, а делом и већи расходи по основу доходака од директних инвестиција. **Дефицит текућег рачуна у девет месеци готово у целости је био покривен нето приливом страних директних инвестиција**, при чему су, упркос повећаној глобалној аверзији према инвестирању, приливи у Србију по основу страних директних инвестиција износили 3,0 милијарди евра, као и у истом периоду претходне године. При томе, само у периоду јун–септембар прилив страних директних инвестиција износио је 1,9 милијарди евра. На нивоу године очекујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу износити око 9%, што су очекивања и за наредну годину. Виши ниво текућег дефицита у овој години првенствено је последица високог увоза енергената, а у наредној години, осим увоза енергената који ће извесно остати висок, и смањења екстерне тражње услед очекиваног успоравања привредног раста наших најзначајнијих трговинских партнера. У средњем року, наставак раста извозних капацитета, уз очекивано смањење негативних ефеката екстерне тражње и неповољних односа размене, треба да допринесе постепеном

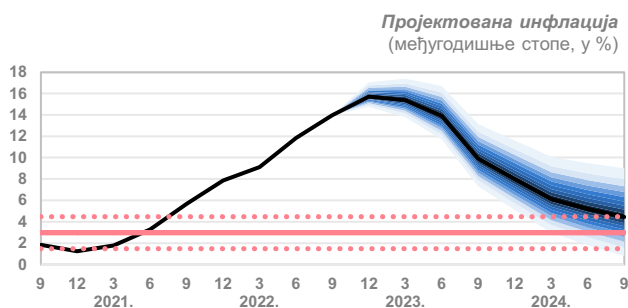
Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Целокупно повећање дефицита текућег рачуна у девет месеци ове године у поређењу са истим периодом претходне године последица је повећаног увоза енергената, али је текући дефицит готово у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција.

Инфлација у Србији се током трећег тромесечја кретала у складу с нашим очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији.

У новој пројекцији очекујемо кретање инфлације на вишем нивоу у кратком року, при чему је и даље пројектован њен снажнији пад у другој половини 2023. и враћање у границе циља у другој половини 2024. године.



смањењу дефицита текућег рачуна и очувању екстерне одрживости. Екстерној одрживости допринеће и наставак релативно високог прилива страних директних инвестиција у Србију, који се у овој години пројектује на око 3,8 милијарди евра, што је више од наших претходних очекивања.

У условима повишених трошковних притисака и наставак геополитичких тензија, **међугодишња инфлација у Србији, као и у другим земљама, током трећег тромесечја наставила је да расте и у септембру је износила 14,0%**, што је било у складу са очекивањима Народне банке Србије. У односу на јун, када је износила 11,9%, највише је порастао допринос цена прерађене хране (на 4,3 процентна поена) по основу још увек високих светских цена енергената, амбалаже, примарних пољопривредних производа и осталих инпута који повећавају трошкове производње и транспорта, као и негативних ефеката суше на домаћем тржишту и у већем делу Европе, док је због високе базе из претходне године смањен допринос цена непрерађене хране (на 2,2 процентна поена), пре свега свежег поврћа. Иако су цене нафтних деривата смањиле допринос међугодишњој инфлацији током трећег тромесечја због корекције наниже светске цене нафте, поскупљења електричне енергије и чврстих горива (дрва и угља), услед присутног ризика у погледу њихове расположивости у зимским месецима, утицала су на то да се допринос цена енергије укупној инфлацији повећа на 3,0 процентних поена. Повишене произвођачке и увозне цене утицале су на то да и међугодишња **базна инфлација** (по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) порасте на 8,6% у септембру, али се она задржала знатно испод укупне инфлације. Нижем нивоу базне инфлације наставила је да доприноси очувана релативна стабилност девизног курса у изузетно неизвесним међународним околностима.

Према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација остати повишена до краја ове и почетком наредне године, да би потом снажно опала у другој половини 2023. и вратила се у границе циља крајем периода пројекције. **Смањењу инфлације ће првенствено допринети ефекти досадашњег заостравања монетарних услова**, успоравање увозне инфлације, слабљење глобалних трошковних притисака и завршетак њиховог преноса на потрошачке цене, као и дезинфлаторно дејство агрегатне тражње, првенствено услед знатно ниже екстерне тражње.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље се

у највећој мери односи на факторе из међународног окружења, а пре свега на утицај конфликта у Украјини на расположивост енергената и њихове цене на светском тржишту, као и на изгледе глобалног привредног раста, који ће у великој мери одредити и светске цене примарних производа. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се у највећој мери односе на исход наредне пољопривредне сезоне (за коју смо први пут претпоставили да ће бити исподпросечна), прилив по основу страних директних инвестиција, опоравак сектора енергетике, као и на евентуалне додатне мере које би Влада могла предузети како би се обезбедио раст домаће тражње у наредном периоду. Укупно посматрано, ризике пројекције раста бруто домаћег производа за ову и наредну годину оцењујемо као изражене, али симетричне, а ризике пројекције инфлације такође као изражене, али и асиметричне навише. Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује да ли има потребе за додатним заоштравањем монетарних услова и у ком обиму. 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.

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

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У условима настављених трошковних притисака, пре свега глобалних, и раста увозне инфлације у периоду од претходног извештаја, Извршни одбор је проценио да је потребно додатно повећати референтну каматну стопу и тиме наставити поштравање монетарних услова. На тај начин ће се ограничити инфлаторно деловање фактора на страни тражње и секундарни ефекти раста цена хране и енергената на остале цене преко инфлационих очекивања. Тиме Народна банка Србије настоји да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и да се врати у границе дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције.

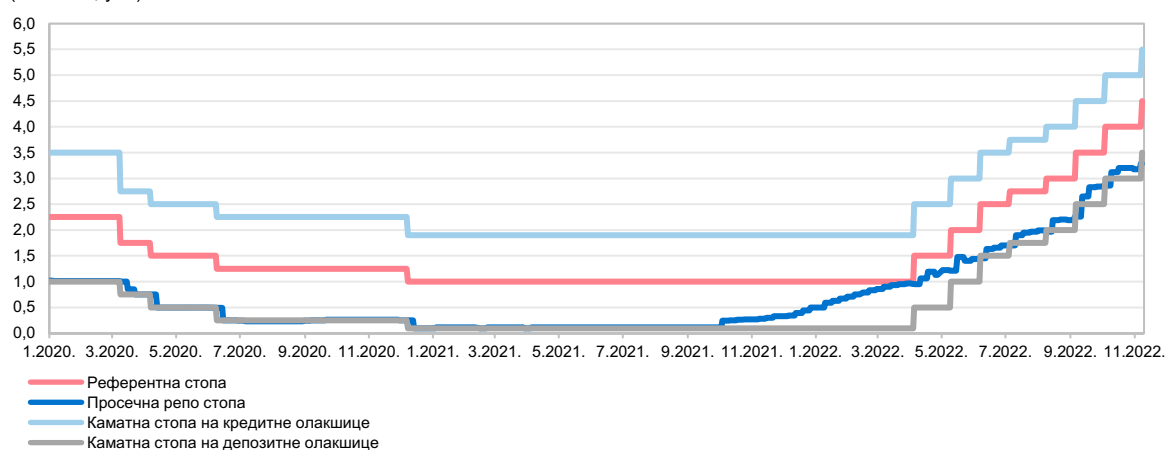
У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије **наставио је да повећава референтну каматну стопу.**

У септембру и октобру стопа је повећана за по 50 б.п., на 4,0%. Од претходног Извештаја о инфлацији повећана је и просечна пондерисана репо стопа за 121 б.п. и крајем октобра износила је 3,2%. Даљим повећањем својих каматних стопа Народна банка Србије реагује на снажне инфлаторне притиске, пре свега из међународног окружења. Истовремено, ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности изазване првобитно пандемијом, а потом енергетском кризом и геополитичким тензијама у вези с конфликтом у Украјини, Народна банка Србије доприноси у знатној

мери и **одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџу.** Посматрано од почетка године закључно с крајем октобра, динар је према еврџу номинално ојачао за 0,2%, док је према долару ослабио за 11,8% услед јачања долара према еврџу на међународном тржишту за 12,0%. Притом, од маја Народна банка Србије је поново нето купац девиза, реагујући на константне апрецијацијске притиске, тако да је до краја октобра (нето куповином 2.370 млн евра) успела да у потпуности надокнади нето продају девиза из прва четири месеца ове године, па је у првих десет месеци 2022. године била нето купац 100 млн евра.

Доносећи одлуку о даљем поштравању монетарних услова, Извршни одбор је пре свега имао у виду да су геополитичка дешавања и ескалација конфликта у Украјини утицали на то да светске цене енергената и

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



других примарних производа у првој половини ове године достигну највише нивое, што је за последицу имало **даљи снажан раст инфлаторних притисака на глобалном нивоу**. Тим притисцима су такође доприносили и даље присутни проблеми у глобалним ланцима снабдевања, још увек релативно снажна глобална тражња и затегнути услови на тржиштима рада у многим земљама. У таквим условима, многе **централне банке су протеклих месеци заоштравале своје монетарне политике динамичније него што се претходно очекивало, коригујући притом навише своје пројекције кретања инфлације**, као и очекивања који ће бити највиши ниво инфлације и када би требало да буде достигнут. Након што је повећала референтну каматну стопу у јулу (за 50 б.п., на 0,5%), први пут у последњих 11 година, **ЕЦБ се на састанку у септембру одлучила за до сада највеће повећање своје основне каматне стопе (за 75 б.п., на 1,25%)**. Такође, због ризика по несметану трансмисију монетарне политике услед рањивости изазване пандемијом, ЕЦБ је задржала флексибилност у реинвестирању портфеља пандемијског програма куповине активе (*PEPP*). Заоштравањем монетарне политике ЕЦБ настоји да смањи агрегатну тражњу, као и ризик перманентног раста инфлационих очекивања с обзиром на високе стопе инфлације. **Инфлација у зони евра је наставила да расте** и у септембру, пети месец заредом, када је достигла нови историјски максимум од 9,9%, уз процену даљег раста у октобру. Раст инфлације код нашег најважнијег економског партнера, зоне евра, последица је пре свега раста цена енергената (40,7% м.г.) и цена хране (11,8% м.г.). Базна инфлација забележила је раст од 4,8% у септембру, јер су, поред знатно виших цена енергената и хране, инфлацију подстицали и притисци веће тражње у појединим секторима услед отварања економије, заострени услови на тржишту рада, као и још увек присутни застоји у ланцима снабдевања. Очекује се да ће инфлација у зони евра остати изнад циља у дужем периоду, а како актуелни покретачи инфлације буду временом слабили и у пуној мери се испоље ефекти монетарне политике, тако ће се и инфлација смањивати. Према септембарској пројекцији ЕЦБ-а, м.г. стопе инфлације у Т4 требало би да буду 9,2% у 2022, 3,3% у 2023. и 2,2% у 2024. години.

Приликом доношења одлуке о референтној стопи, Извршни одбор је имао у виду и значајне промене у монетарној политици **ФЕД-а** због високе инфлације. ФЕД је наставио да знатно пооштрава монетарну политику, подижући у септембру, трећи пут заредом,

референтну каматну стопу за 0,75 п.п., на распон 3–3,25%. Наставак пооштравања монетарне политике најављује се и у наредном периоду, како би више каматне стопе ублажиле раст тражње и у већој мери је ускладили с понудом, која је и даље ограничена, што доводи до раста цена. Након јунског скока од 9,1% (што је највиша стопа од 1981), стопе инфлације у САД нешто су ниже, али и даље изузетно високе, преко 8%. Забрињава висока базна инфлација у септембру (6,6%), која је била на највишем нивоу у последњих 40 година. **Као ни у зони евра, очекује се да инфлација ни у САД неће бити у границама циља пре 2024. године.**

Заоштравање монетарних политика водећих централних банака, уз лошије изгледе за глобални привредни раст, може утицати на **повећање волатилности на међународном финансијском тржишту** и даље усмеравање глобалних токова капитала од земаља у успону ка развијенијим земљама. Међународно окружење је изузетно изазовно за већину земаља у успону, што захтева опрезност у вођењу монетарне политике. Оштра апрецијација америчког долара повећава инфлаторне притиске, јер додатно подиже цене увозних примарних производа изражених у доларима. Суочене с растућом инфлацијом, **земље у успону такође заоштравају своје монетарне политике**, водећи рачуна о економској активности и финансијској стабилности. У земљама региона, с којима остварујемо значајне трговинске везе, поред виших цена енергената и других трошкова у производњи, раст инфлације на двоцифрен ниво води и домаћа тражња, као и услови на тржишту рада, о чему сведочи и базна инфлација у овим земљама, која је виша него у Србији. Због тога су централне банке ових земаља претходних месеци у већој мери заоштравале монетарне услове него што је то чинила Народна банка Србије.

Иако су због појачаних рецесионих притисака на глобалном нивоу **светске цене нафте и других примарних производа смањене претходних месеци**, **Извршни одбор је имао у виду да су оне и даље на знатно вишем нивоу него пре годину дана**. Када је у питању светска цена нафте, њено очекивано кретање у наредном периоду повезано је с низом ризика. Пре свега, неизvestан је ефекат глобалног успоравања економске активности на тржиште нафте, као и споразума земаља *OPEC+* да од новембра до краја 2023. године смање производњу за 2 млн барела дневно у односу на август. Иако се ради о знатном

смањењу, највећем од 2020. године, ефекат на глобалну понуду нафте је неизвесан, јер неколико земаља већ испоручује нафту испод својих квота. **Неизвесност је била присутна и у погледу расположивости природног гаса у Европи и његове цене** током зиме због додатног заштравања геополитичких тензија. Цене гаса у Европи повећане су више од четири пута од 2021, а испоруке гаса из Русије у Европу налазе се на мање од 20% нивоа из 2021. **Цене хране на светском тржишту смањене су последњих месеци, али је њихово кретање у наредном периоду и даље неизвесно.** Тако су светске цене житарица, после неколико месеци пада, у септембру поново порасле, чему је допринела забринутост око тога да ли ће Црноморски споразум о извозу житарица из Украјине из јула бити на снази после новембра.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у периоду од претходног извештаја представљала је августовска средњорочна пројекција инфлације, према којој је очекивано да ће врхунац мг. инфлације у Србији највероватније бити достигнут у септембру. Раст инфлације подстакнут је знатним растом цена енергената на светском тржишту и релативно високом увозном инфлацијом, уз ефекте суше на домаћем тржишту и у већем делу Европе, који су се одразили на даљи раст цена хране. Очекивало се да инфлација у **последњем тромесечју ове и током наредне године буде на опадајућој путањи** и да се крајем периода пројекције врати у границе циља. Према оцени Извршног одбора, у смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заштравање монетарних услова, очекивано постепено слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, а у извесној мери и нижа екстерна тражња у условима неповољних изгледа глобалног привредног раста.

Током Т3 инфлација се у највећој мери кретала у складу са очекивањима у августовској пројекцији и у септембру је износила 14% мг., од чега је око 70% доприноса том расту и даље последица раста цена хране и енергената. Раст увозне инфлације одразио се и на раст **базне инфлације** (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета, на коју мере монетарне политике највише утичу), која је у септембру износила 8,6% мг. Она је и даље била знатно нижа од укупне инфлације, чему наставља да доприноси очувана **релативна стабилност девизног курса у изузетно неизвесним глобалним условима.**

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду и да **актуелно заштравање монетарних услова неће знатније успорити домаћу тражњу.** Међутим, у условима успоравања глобалног привредног раста и јачања рецесионих притисака у зони евра, нашем најважнијем економском партнеру, очекујемо да ће у остатку ове и почетком наредне године успорити и домаћа економска активност. Ипак, према оцени Извршног одбора, раст извозне понуде, као резултат инвестиција у разменљиве секторе из претходних година, у одређеној мери ће компензовати ефекат ниже екстерне тражње на извоз прерађивачке индустрије, што потврђује и **наставак раста робног извоза по високим стопама, који је у августу износио 23,4% мг.** и био је вођен растом извоза прерађивачке индустрије и рударства, као и опоравком извоза пољопривреде.

На састанку у новембру, Извршни одбор је повећао референтну стопу за 50 б.п., на 4,5%. У истој мери повећане су и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице, на 3,5% и 5,5%, респективно. Приликом доношења одлуке о повећању референтне каматне стопе, Извршни одбор је истакао да су глобални инфлаторни притисци јачи и постојанији од претходно очекиваних. Инфлација је у зони евра достигла нови историјски максимум од 10,7% у октобру, а ЕЦБ је и у октобру одлучила да знатно повећа своју основну каматну стопу (за 75 б.п., на 2,00%). У истој мери је реаговао и ФЕД почетком новембра, када је своје основне стопе повећао на распон 3,75–4,00%. Наставак поштравања монетарне политике водећих централних банака очекује се и у наредном периоду, што би, уз неповољније изгледе глобалног привредног раста, могло утицати на раст волатилности на међународном робном и финансијском тржишту.

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује да ли има потребе за додатним заштравањем монетарних услова и у ком обиму. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне стабилности у средњем року и очување постигнуте финансијске стабилности, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

III. Кретање инфлације

У условима изражених трошковних притисака, између осталог и по основу и даље високих светских цена хране и енергије, као и неизвесности у погледу њихове расположивости због наставка геополитичких тензија, **мг. инфлација** у Србији, као и у другим земљама, наставила је да се креће узлазном путањом током ТЗ и у септембру је износила 14,0%.

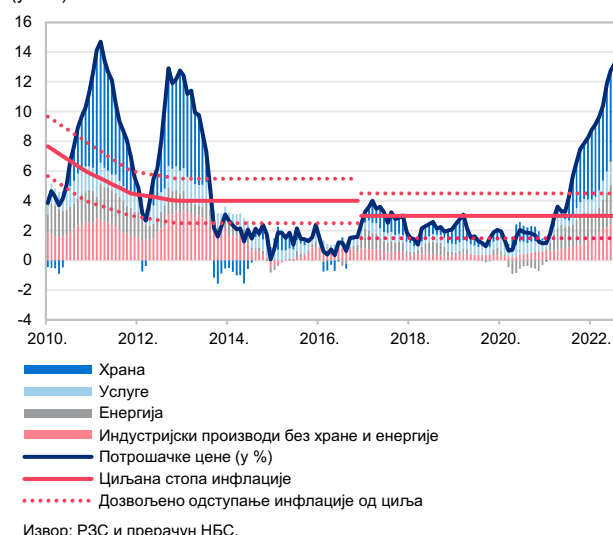
Као и у претходном периоду, базна инфлација, на коју мере монетарне политике више утичу, кретала се знатно испод укупне инфлације и у септембру је износила 8,6% **мг.** Таквој динамици наставља да доприноси очувана релативна стабилност курса динара према еврџу.

Кретање инфлације у ТЗ

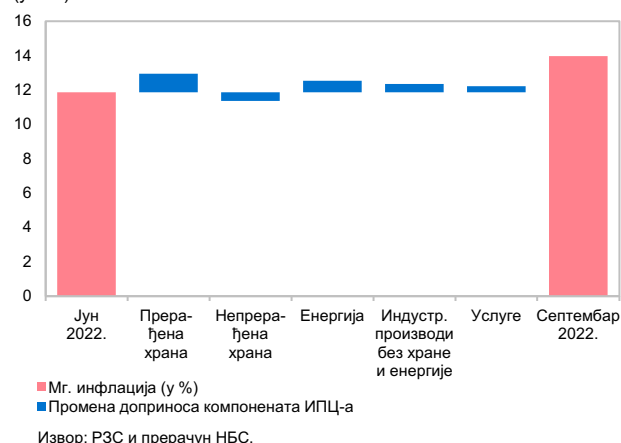
У складу са очекивањима Народне банке Србије изнетим у августовском Извештају о инфлацији, у условима повишених трошковних притисака и наставка геополитичких тензија, **мг. инфлација** у Србији је, као и у другим земљама, током ТЗ наставила да расте и у септембру је износила 14,0% (након 11,9% у јуну). У ТЗ највише је порастао допринос цена прерађене хране **мг. инфлацији** (за 1,1 п.п., на 4,3 п.п.) по основу још увек високих светских цена енергената, амбалаже, примарних пољопривредних производа и осталих инпута који повећавају трошкове производње и транспорта, као и негативних ефеката суше на домаћем тржишту и у већем делу Европе. У истом периоду, допринос цена непрерађене хране је смањен (за 0,5 п.п., на 2,2 п.п.), захваљујући пре свега споријем расту цена свежег поврћа, на шта је утицала и висока база из истог периода прошле године. Иако су цене нафтних деривата смањиле допринос **мг. инфлацији** у септембру у односу на јун (за 0,4 п.п.), цене осталих енергената су повећале свој допринос (за 1,1 п.п.), под утицајем реализованих поскупљења електричне енергије и виших цена чврстих горива (дрва и угља), услед присутног ризика у погледу њихове расположивости у зимским месецима. Више цене енергената су се одразиле и на раст цена индустријских производа (без хране и енергије) и цена услуга, чији је допринос **мг. инфлацији** у септембру у односу на јун повећан за 0,5 п.п. и 0,3 п.п., респективно.

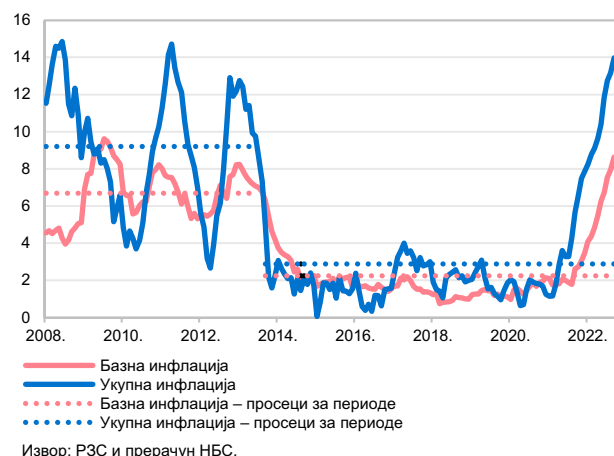
По основу повишених произвођачких и увозних цена, **мг. базна инфлација** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета)

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



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



Графикон III.0.3. Укупна и базна инфлација
(мг. стопе, у %)Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената расту
потрошачких цена у Т3 2022.
(тримесечно)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

бележила је раст током Т3 – са 6,7% у јуну на 8,6% у септембру, али се задржала знатно испод укупне инфлације. Нижем нивоу базне инфлације наставила је да доприноси очувана релативна стабилност девизног курса у изузетно неизвесним међународним околностима.

Тримесечно посматрано, **раст потрошачких цена од 3,8% у Т3** био је у складу с нашом пројекцијом из августовског Извештаја о инфлацији, при чему је у односу на претходно тримесечје евидентирана нешто спорија динамика цена хране и енергије, као и цена у оквиру базне инфлације.

Као и у ранијем периоду, највећи позитиван допринос инфлацији у Т3 потекао је од раста **цена хране и безалкохолних пића** (4,9%, уз допринос инфлацији од 1,6 п.п.), који се првенствено дугује широко распрострањеном расту цена **прерађене хране** (5,8%), пре свега млека и млечних прерађевина, хлеба и житарица, месних прерађевина и безалкохолних пића. На раст цена **непрерађене хране** од 3,2% у Т3 доминантно је утицало веће од очекиваног поскупљење свежег воћа (16,6%), највише због знатно виших цена јужног воћа услед смањене понуде на светском тржишту. Позитиван допринос инфлацији у Т3 по основу поскупљења свежег меса (5,7%) неутрализован је негативним доприносом по основу појефтињења свежег поврћа за 8,0%, које је уобичајено за овај период године.

Раст **цена енергије** од 5,7% у Т3 опредељен је знатним поскупљењем чврстих горива (21,5%, уз допринос инфлацији од 0,6 п.п.), као и реализацијом претходно најављених поскупљења електричне енергије у августу и септембру (10,7%, уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.). Реализовано повећање цене природног гаса за домаћинства од 8,8% у августу није се битније одразило на тримесечну инфлацију, док су цене нафтних деривата, први пут од краја прошле године, пале за 2,7% у Т3 (уз допринос инфлацији од –0,2 п.п.), следећи динамику ових цена на светском тржишту.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) забележиле су раст од 2,7% у Т3 (колико је износио и у Т2), у највећој мери као резултат поскупљења намештаја и производа за одржавање и опремање домаћинства (4,6%, уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), а у мањој мери и виших цена цигарета (због редовног усклађивања акциза у јулу), производа за рекреацију и културу, медицинских и фармацеутских производа, алкохолних пића, возила и

делова. На раст цена индустријских производа одражавају се и високе цене енергената које се користе у њиховој производњи.

Раст **цена услуга** од 2,3% у ТЗ вођен је пре свега поскупљењем оних услуга чије су цене регулисане (комуналне услуге, смештај ученика у домовима и јавни превоз), као и вишим ценама станарина и угоститељских услуга. У мањој мери у ТЗ су порасле и цене осталих услуга.

Регулисане цене су порасле за 4,8% у ТЗ по основу поменутих поскупљења електричне енергије, природног гаса и комуналних услуга, које су определиле и убрзање м. стопе раста ових цена на 5,8% у септембру (са 1,8% у јуну).

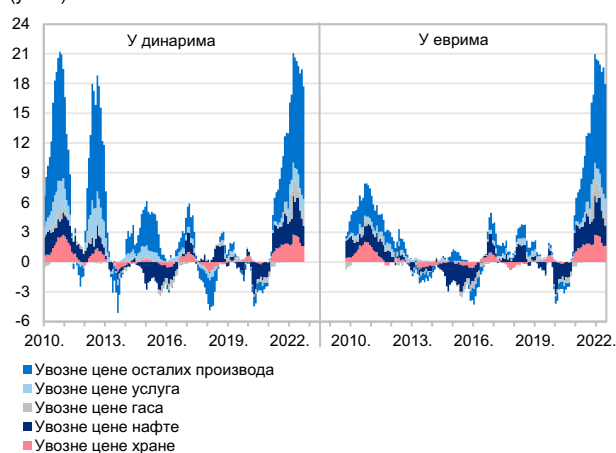
Повећање **цена у оквиру базне инфлације** од 2,5% у ТЗ (уз допринос инфлацији од 1,1 п.п.) највише се дугује вишим ценама индустријских производа (пре свега производа кућне хемије).

Произвођачке и увозне цене

Након што су у јулу благо убрзале раст, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у наставку ТЗ ипак су успориле раст, који је у септембру износио 16,9% м. (наспрам 19,7% м. у јуну). Овакву м. динамику произвођачких цена индустријских производа определио је нижи допринос цена у производњи енергената (нарочито сирове нафте и њених деривата), као и цена интермедијарних производа (металних производа, хемикалија, производа од гуме и пластике), које су успориле м. раст у ТЗ, при чему су цене основних метала чак забележиле м. пад. Насупрот томе, цене производа за широку потрошњу (нетрајних и трајних) благо су повећале допринос м. расту произвођачких цена у ТЗ. Цене елемената и материјала у грађевинарству успориле су раст на 17,8% м. у септембру (са 21,0% м. у јуну). Иако су у ТЗ трошковни притисци на домаћем тржишту донекле ублажени, они су још увек изражени и у индустрији и у грађевинарству.

Слично произвођачким ценама, **увозне цене изражене у динарима**¹ током ТЗ успориле су м. раст – са 19,8% у јуну на 17,7% у септембру, у највећој мери под утицајем нижих доприноса цена нафте и хране на

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



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

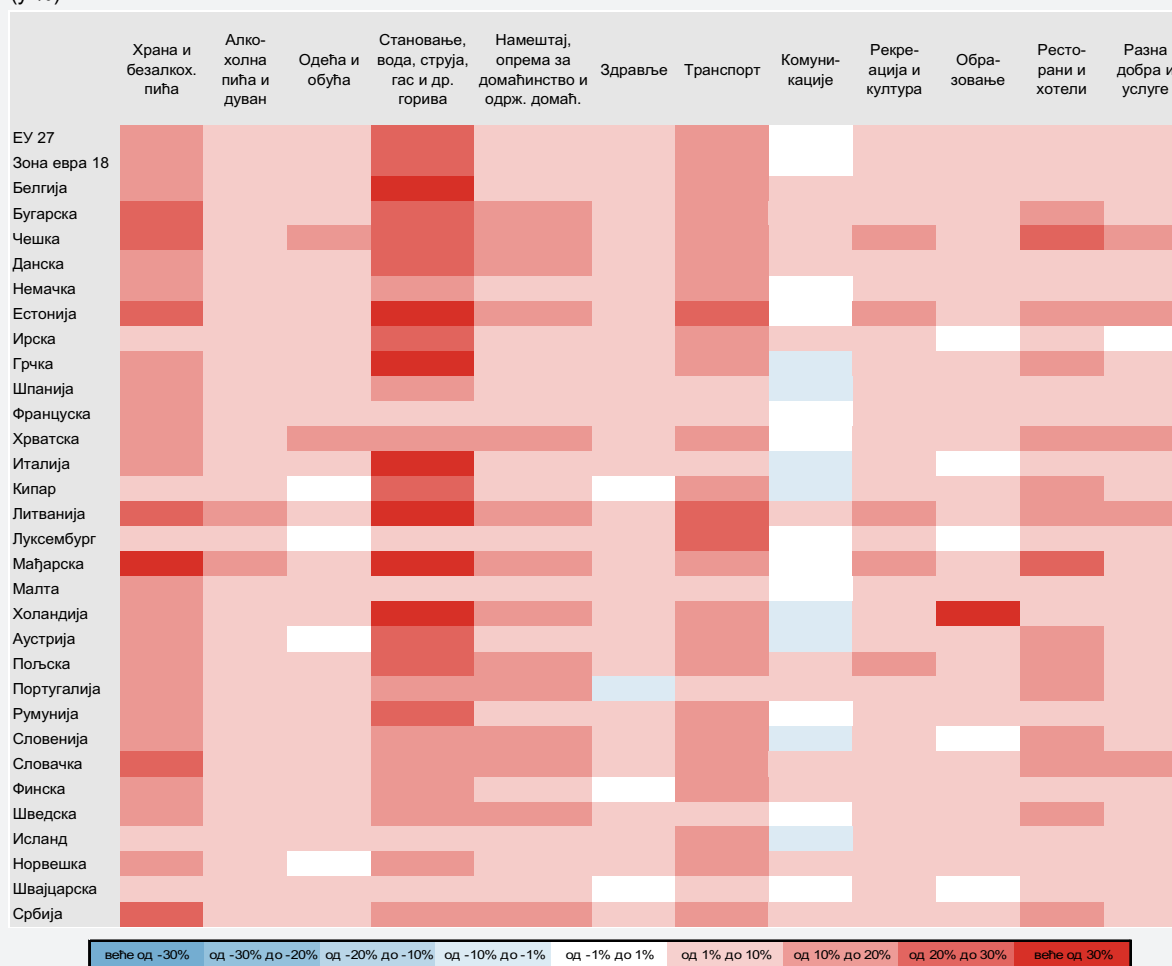
¹ Прелиминаран податак. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент, цена гаса из увоза, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Базна година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

светском тржишту. Насупрот томе, извозне цене Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала) и потрошачке цене у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга) и увозне цене гаса у ТЗ повећале су допринос м.г. расту увозних цена, који је још увек релативно висок. У истом смеру је деловало и слабљење динара према долару, које је условљено слабљењем евра према долару на међународном тржишту.

Осврт 1: Анализа фактора који су утицали на одступање остварене од пројектоване инфлације у Србији у 2021. и 2022. години

Од средине 2021. године инфлација у готово свим земљама света креће се изнад очекивања и пројекција централних банака. Већина централних банака током прошле године процењивала је да је реч о привременом расту инфлаторних притисака, на који су се одразили фискални и монетарни подстицаји и нагли раст тражње на глобалном нивоу након проналаска и шире употребе вакцине против вируса корона и попуштања рестриктивних здравствених мера, којем понуда није могла да се прилагоди у кратком року. Очекивало се да ће инфлаторни притисци ослабити с постепеним уравнотежењем понуде и тражње, што је требало да резултира и постепеним решавањем застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и смањењем светских цена примарних производа. Међутим, избијање енергетске кризе на европском тржишту од октобра 2021. године узроковало је додатни раст произвођачких и увозних цена, што се прелило и на малопродајне (потрошачке) цене широког спектра производа и услуга. Ситуација на светском тржишту енергената и примарних производа додатно се закомпликовала од почетка 2022. са заоштравањем геополитичких тензија и избијањем кризе и сукоба у Украјини, тако да су цене ових производа достигле или престигле историјски највише нивое. Иако су светске цене нафте и других примарних производа, које у великој мери зависе од фазе глобалног пословног циклуса, смањене у последња три месеца под

Графикон О.1.1. Мг. стопе раста компонената инфлације мерене хармонизованим ИПЦ-ом по земљама у септембру 2022. (у %)



Извор: Eurostat.

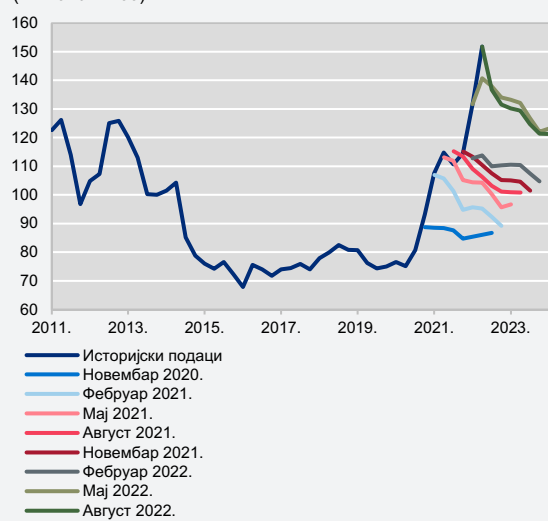
утицајем јачања рецесионих притисака у зони евра и САД, оне се и даље налазе на знатно вишем нивоу него пре годину дана и на вишем нивоу него што су то пројектовале међународне релевантне институције и на шта су указивали тржишни фјучерси током прошле и почетком ове године. Поред тога, криза је овог пута утицала не само на цене нафте и осталих примарних производа већ у много већој мери и на цене и расположивост природног гаса, угља, електричне енергије и бројних индустријских и пољопривредних сировина, што се уједно негативно одразило на пословно, потрошачко и инвестиционо поверење, нарочито у оним чланицама зоне евра које су наши највећи трговински партнери и у чијем ланцу добављача послује значајан део домаће индустрије.

Графикон О.1.2. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент и остварење
(USD/барел)



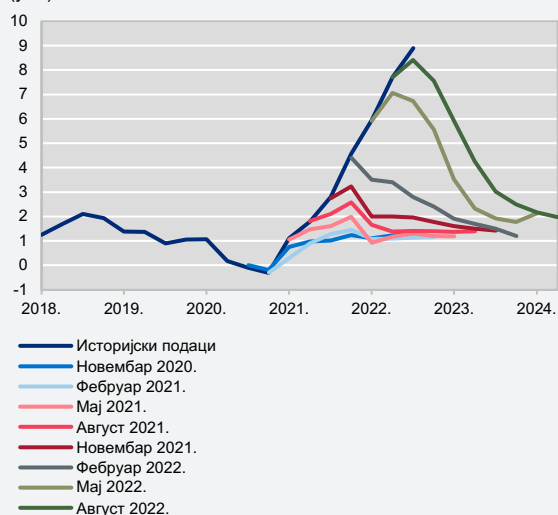
Извор: Блумберг.

Графикон О.1.3. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа и остварење
(T4 2013 = 100)



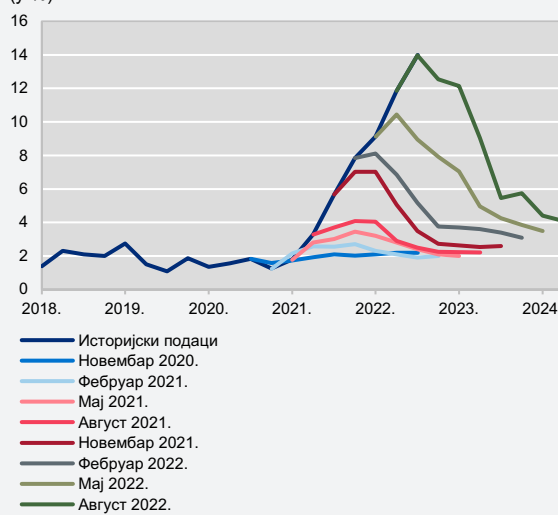
Извор: Блумберг.

Графикон О.1.4. Остварено и пројектовано кретање м.г. инфлације у зони евра
(у %)



Извор: прерачун НБС на бази пројекција релевантних институција.

Графикон О.1.5. Остварено и пројектовано кретање м.г. инфлације у Србији
(у %)



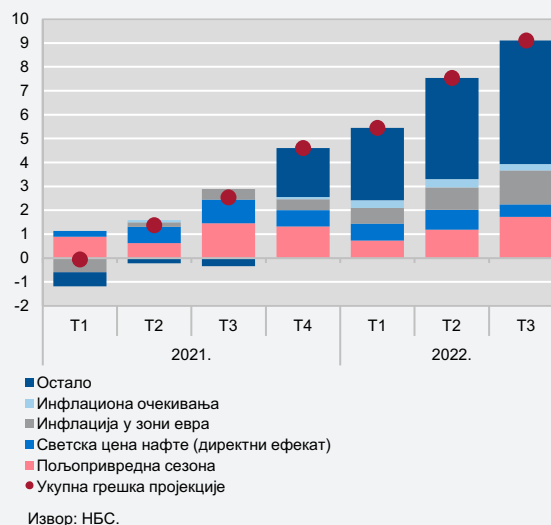
Извор: НБС.

Имајући све претходно у виду, у наставку осврта анализираћемо детаљније због чега је остварена инфлација крајем прошле и током ове године одступила од пројекција Народне банке Србије, пратећи наше средњорочне пројекције мг. инфлације представљене у извештајима о инфлацији од новембра 2020. године до августа ове године.

Остварена инфлација креће се на вишем нивоу од пројектованих стопа мг. инфлације од фебруара 2021, при чему је Народна банка Србије у периоду од новембра 2020. углавном пројектовала да ће инфлација у кратком року бити на сличном или благо вишем нивоу од нивоа оствареног у тромесечју у којем се израђује пројекција, а да ће се у хоризонту од годину дана унапред наћи на нижем нивоу. Највеће разлике између остварене и пројектоване инфлације за једно тромесечје унапред забележене су у овогодишњој фебруарској и мајској пројекцији, тј. баш од избијања кризе у Украјини. На те разлике у највећој мери утицало је управо одступање светских цена енергената и примарних производа од претпоставки коришћених у нашој пројекцији, базираних на кретању тржишних фјучерса за ове производе и оценама релевантних међународних институција. Иначе, то је стандардна пракса и све централне банке у својим пројекцијама за претпостављено кретање цена ових категорија у наредном периоду користе оцене међународних институција попут ММФ-а, Светске банке, *Consensus Economics*-а и др., као и тржишне фјучерсе. Због потреса без преседана у новијој историји – пандемије вируса корона, на коју се надовезала енергетска криза у Европи, а затим конфликт у Украјини, ниједна међународна институција нити тржиште нису могли да предвиде овако драстичан скок цена енергената и примарних производа. Због тога су све централне банке, користећи сличне претпоставке о кретању цена нафте и осталих енергената (природног гаса, угља, струје), затим примарних пољопривредних производа, метала и других индустријских сировина, као и Народна банка Србије, пројектовале инфлацију на нижем нивоу од остварене.

Да су у великој мери одступања остварене од пројектоване инфлације Народне банке Србије последица неостварења тзв. екстерних претпоставки, показују и графикони О.1.1, О.1.2. и О.1.3. Тако, када је реч о светским ценама нафте, фјучерси су указивали на то да ће у 2021. оне порасте услед раста тражње на глобалном нивоу након отварања економија широм света. Међутим, раст светских цена нафте током 2021. био је и већи од очекиваног, јер је истовремено ограничавана понуда нафте одлукама чланица *OPEC+*, а у условима избијања енергетске кризе и конфликта у Украјини, услед раста светских цена природног гаса, не само да је настављен раст светских цена нафте већ је и снажно убрзан и, пре него што је уследио њихов пад у последња три месеца, ове цене су се нашле на нивоу који је за око 70% виши него годину дана пре тога. Слично је било и са светским ценама примарних пољопривредних производа, које су са избијањем конфликта у Украјини (због чињенице да су Украјина и Русија значајне светске извознице житарица) достигле нивое који су за око 50% виши него у истом периоду 2021. Због знатног раста светских цена енергената, којима је највише била погођена зона евра, као и продужетака застоја у глобалним ланцима снабдевања, инфлација у зони евра такође се константно кретала на вишем нивоу него што је то пројектовала ЕЦБ. С обзиром на то да је зона евра наш најзначајнији трговински партнер, све то је имало за последицу и вишу инфлацију у Србији него што смо пројектовали. При томе, ефекат раста светских цена нафте одражавао се и директно на цене нафтних деривата на домаћем тржишту, и индиректно преко раста трошкова производње (будући да је нафта основна сировина у великом броју синтетичких производа, попут пластичне амбалаже) и дистрибуције осталих производа. Раст цена примарних пољопривредних производа кроз више трошкове у производњи хране за последицу је имао и раст цена хране на домаћем тржишту, док је раст цена у зони евра, преко виших цена увозних производа, утицао и на раст цена хране, али и других индустријских производа. На цене хране утицало је и вишеструко повећање

Графикон О.1.6. Декомпозиција грешке предвиђања инфлације за годину дана унапред (у п.п.)



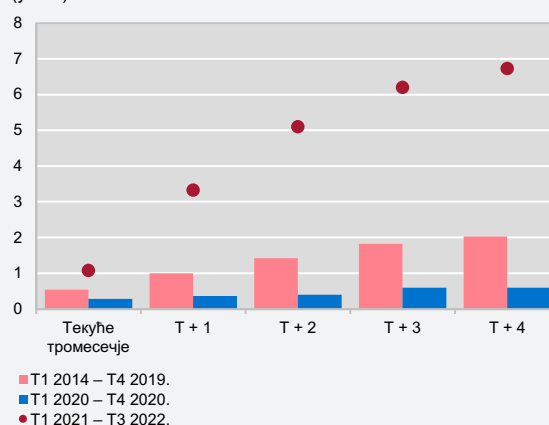
цене природног гаса, које је условило и вишеструко повећање цене ђубрива и укупних трошкова пољопривредне производње. Поред тога, раст цене струје на међународним тржиштима утицао је на повећање veleprodajne цене код нас, што је повећало трошкове производње индустријских производа.

Када је реч о претпоставкама из домаћег окружења, виши ниво инфлације у досадашњем делу ове године последица је и тога што је овогодишња пољопривредна сезона лошија не само од просечне већ и од прошлогодишње, која је такође била исподпросечна. Сезона је била лошија од претпостављене и у већем делу Европе, што је такође онемогућило да се обезбеди задовољавајућа понуда из увоза. То је све за последицу имало да се цене воћа и поврћа претходних месеци нађу на вишем нивоу од пројектованог. Такође, раст регулисаних цена у овој години биће већи него што је то планирано у фебруару и мају, јер је у условима знатног раста светских цена енергената било неопходно кориговати цене енергената за домаћинства.

Графикон О.1.6, који разлаже одступање пројектоване инфлације за годину дана унапред од остварене инфлације за прошлу годину и три тромесечја ове године по факторима, указује на то да је близу 50% тог одступања последица неиспуњења претпоставки у вези са светском ценом нафте, инфлацијом у зони евра, ценама примарних пољопривредних производа, као и домаћом пољопривредном сезоном. При томе, треба имати у виду да остатак одступања остварене од пројектоване инфлације укључује и индиректне ефекте ових фактора, ефекте застоја у глобалним ланцима снабдевања, ефекат поскупљења струје на трошкове произвођача, део увозне инфлације који није објашњен само инфлацијом у зони евра, као и друге факторе на страни понуде.

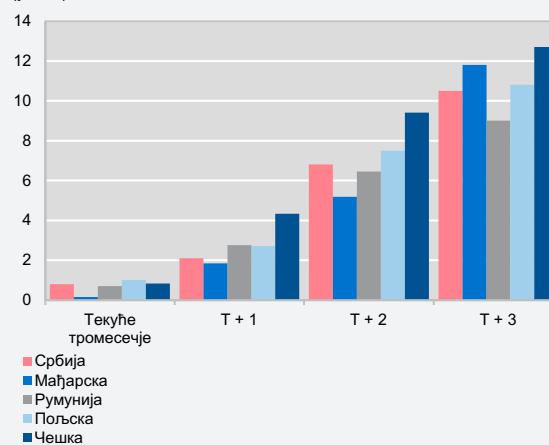
Да је у условима глобално повећане неизвесности и потреса из међународног окружења с којима смо се сусрели током прошле и ове године тешко остварити пројектовану стопу инфлације, потврђује средња квадратна грешка прогнозе Народне банке Србије, али и других централних банака у региону, укључујући и ЕЦБ. Тако средња квадратна грешка прогнозе Народне банке Србије за период Т1 2021 – Т3 2022. за годину дана унапред износи више од 6 п.п., док је за период 2014–2019. у просеку износила 2 п.п., а током пандемије 2020. чак је снижена на свега 0,6 п.п. Слично томе, према оцени ЕЦБ-а,¹ средња квадратна грешка прогнозе инфлације за годину дана унапред за период Т3 2021 – Т1 2022. износи близу 4 п.п. Када се упореди, на пример, одступање остварене инфлације од пројекција с краја 2021. године Народне банке Србије и централних банака у региону у режиму циљања инфлације (Графикон О.1.8), уочава се да су одступања била слична, што је у складу с чињеницом да су управо глобални фактори у највећој мери утицали на то одступање.

Графикон О.1.7. Средња квадратна грешка прогнозе Народне банке Србије (у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон О.1.8. Одступање од пројекција инфлације из Т4 2021. (у п.п.)

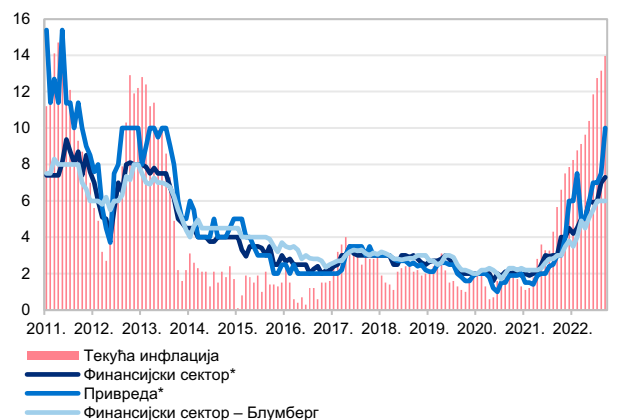


Извор: централне банке изабраних земаља.

¹ https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202203_05~6d1fb8f5b0.en.html.

Да закључимо. У околностима заоштрених геополитичких тензија, знатно повећаних и волатилних цена енергената, као и глобално повећаних трошковних притисака, ризици остварења пројекције инфлације су велики, што свакако представља додатни изазов за носиоце монетарних политика у контексту доношења исправних и правовремених одлука монетарне политике и очувања сопственог кредибилитета. Због тога Народна банка Србије на транспарентан начин објашњава разлоге одступања остварене од пројектоване инфлације и израђује и алтернативне сценарије пројекције инфлације и других макроекономских величина које узимају у обзир потенцијалну материјализацију кључних ризика пројекције и приликом доношења одлука о монетарној политици води рачуна и о њиховим ефектима.

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



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

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

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред наставила су и током ТЗ да прате кретање текуће инфлације, али су ипак била на nižем нивоу.

Према анкети агенције Блумберг, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** у августу и септембру била су стабилна на нивоу од 6,0%, а затим су у октобарској анкети порасла на 7,0%. У анкети агенције Ипсос очекивања финансијског сектора за годину дана унапред у августу су порасла са 6,0% на 7,0%, а у септембру на 7,3%.

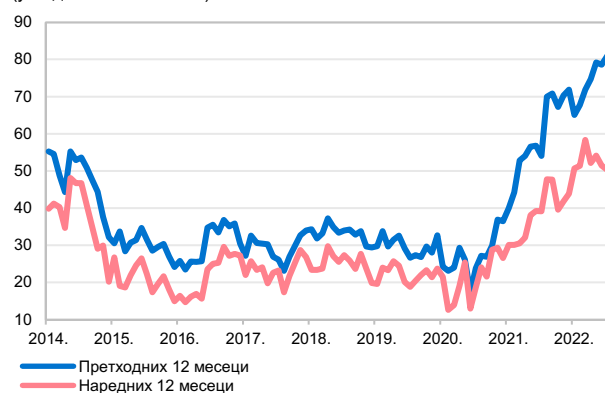
Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред, након јулских 7,0%, у августу су порасла на 7,5%. Услед повишених очекивања привредника из сектора енергетике и предузећа која производе инпуте за пољопривредну производњу, очекивања су наставила да расту и у септембру су износила 10,0%.

Перцепција пословања привредника благо је побољшана током ТЗ. Удео испитаника који пословне услове у претходна три месеца карактерише као погоршане смањено се са око 60% у јуну и јулу на око 54% у августу, а затим на око 51% у септембру. Проценат оних који очекују погоршање пословних услова у наредној години дана и даље се креће око вишемесечног просека од око 30%.

Нето проценат предузећа који очекују раст цена инпута у наредна три месеца у јулској и августовској анкети био је стабилан на нивоу од око 65%, да би у септембру порастао на 71,1%. Када је реч о нето проценту предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена сопствених производа односно услуга, након већег пада забележеног у јулској анкети (са око 70% у јуну на око 58% у јулу), уследио је поновни раст у августу и септембру и приближавање вредностима из јуна – нето проценат сада износи 68%, на шта су се вероватно одразиле више цене енергената – гаса и струје.

Инфлациона очекивања сектора становништва за годину дана унапред остала су непромењена током ТЗ на нивоу од 20,0%, што је приближно стопи раста цена неких основних животних намирница, на које становништво више обраћа пажњу при формирању очекивања – мг. раст цена хране (прерађене и непрерађене) и енергената креће се око 20%. Према резултатима квалитативне анкете, становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације перципиране у претходној години дана.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред налазе се у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и крећу се у интервалу 3,5–4,5% од почетка године. Очекивања за три године унапред од априла до августа била су непромењена и износила су 3,5%, да би се у септембру благо повећала – за 0,1 п.п. Очекивања сектора привреде за две године унапред порасла су са 5,0%, колико су износила у мају, на 6,0% у септембру. С друге стране, за три године унапред, очекивања су се у августу и септембру вратила унутар граница циља и са 5,0%, колико су износила у јулу, смањила се на ниво од 4,0% (за оба месеца). Инфлациона очекивања становништва за две године унапред, према септембарској анкети, износила су 12,0%, што представља пораст у односу на остварења из периода јун–август (10,0%).

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Пооштравање монетарних услова Народне банке Србије наставило је да утиче на раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, као и стопа приноса на државне динарске ХоВ током ТЗ, што се пренело и на каматне стопе на кредите и штедњу у динарима. Нормализација монетарне политике ЕЦБ-а допринела је и расту каматних стопа на кредите у евро знаку.

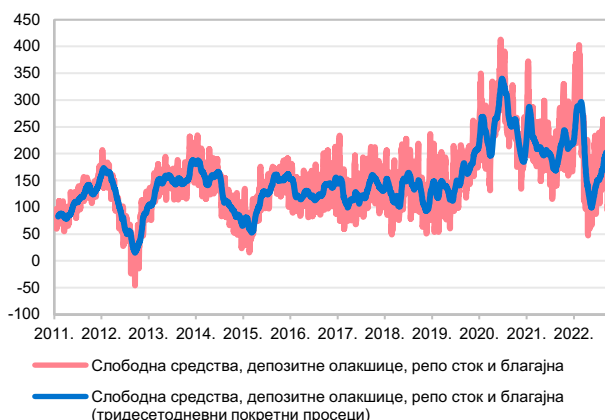
Поред и даље присутне неизвесности на глобалном финансијском тржишту и повећане премије ризика земаља у успону, на шта се одразило и заоштравање монетарних политика водећих централних банака у свету, на домаћем девизном тржишту су преовлађивали апрецијацијски притисци. Томе су у великој мери допринела повољнија платнобилансна кретања – наставак високих прилива девиза по основу извоза и СДИ, али и мањи увоз енергената у односу на ПП.

Каматне стопе

Народна банка Србије је током ТЗ пооштрила монетарне услове повећањем **референтне каматне стопе** за 100 б.п., а затим за додатних 50 б.п. у октобру, на ниво од 4%. У истој мери повећане су и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице, тако да су у октобру износиле 5,0% и 3,0%, респективно. Просечно стање репо продатих ХоВ знатно је повећано – са 12,0 млрд динара у јуну на 56,5 млрд динара у септембру, уз раст просечне пондерисане репо стопе за 114 б.п. у односу на крај јуна, чиме је она достигла ниво од 2,84% на крају септембра. Истовремено, повећан је и просечан дневни износ преконоћних депозита банака код Народне банке Србије – са 51,5 млрд динара у јуну на 81,6 млрд динара у септембру.

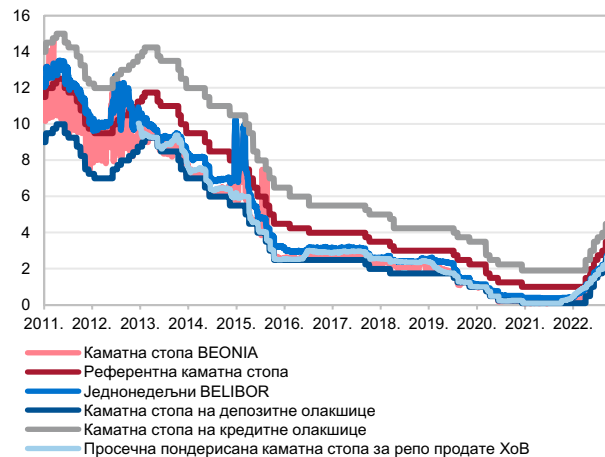
Заоштравање монетарних услова наставило је да утиче на каматне стопе на **преконоћном међубанкарском тржишту новца**, тако да је током ТЗ каматна стопа *BEONIA* забележила раст већи од

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



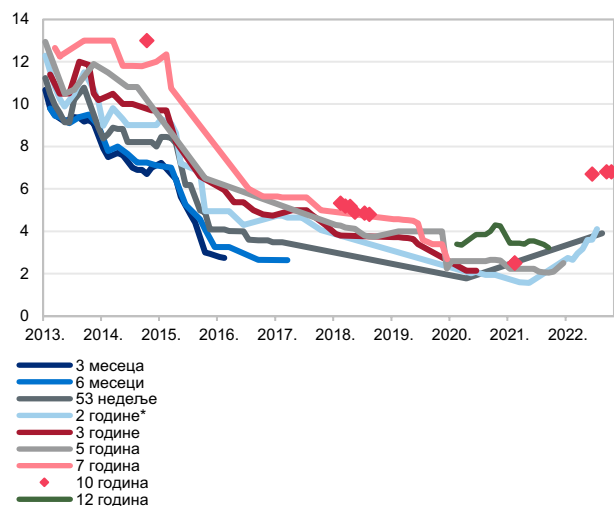
Извор: НБС.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



Извор: Министарство финансија.

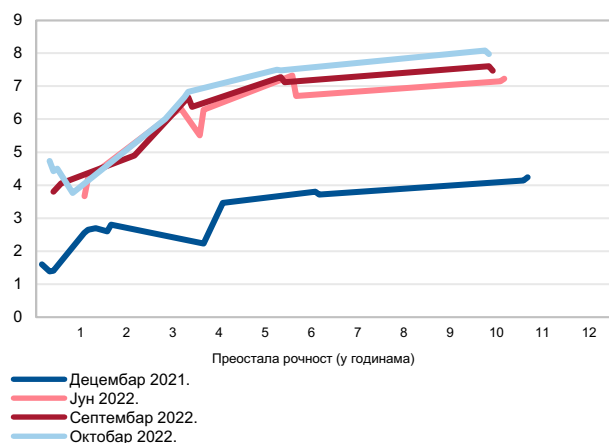
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

повећања референтне каматне стопе (115 б.п.), на ниво од 2,77%, колико је износила крајем септембра. Просечан дневни промет у Т3 незнатно је смањен, за 0,6 млрд динара у односу на Т2 и износио је 3,3 млрд динара. Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности током Т3 повећане су готово у истој мери као и референтна каматна стопа, за око 104 б.п., тако да су се крајем септембра кретале у распону од 2,71% за најкраћу рочност до 3,55% за рочност од шест месеци. Раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца настављен је и у октобру.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ, током Т3 одржана је једна аукција за продају динарских ХоВ рочности од једне године, једна аукција за рочност од две године и две аукције за рочност од десет година. На аукцији једногодишњих ХоВ, одржаној у августу, продате су динарске ХоВ у номиналном износу од 33 млрд динара (при чему је тражња била изједначена с планираним обимом продаје), са стопом приноса од 3,9%. На аукцији ХоВ рочности од две године, стопа приноса је достигла ниво од 4,1%, што представља повећање од 50 б.п. у односу на претходну аукцију ХоВ ове рочности у јуну. Стопа приноса на динарске ХоВ рочности од десет година повећана је за 10 б.п. на првој од две аукције одржане у септембру у односу на претходну аукцију из јуна, док је на другој аукцији остала непромењена на нивоу од 6,8%. У октобру је одржана још једна аукција за динарске ХоВ ове рочности, на којој је стопа приноса остала непромењена.

У Т3 укупно су продате динарске ХоВ у номиналном износу од око 46 млрд динара. С друге стране, како није било доспећа раније продатих ХоВ, стање продатих динарских ХоВ је повећано на 940,5 млрд динара крајем Т3. Током Т3 настављено је смањење стања динарских ХоВ у власништву нерезидената, за 4,7 млрд динара, тако да је крајем септембра чинило око 15% укупног портфеља динарских државних ХоВ.

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Перзистентна неизвесност с међународног финансијског тржишта и заоштравање монетарних политика водећих централних банака одразили су се на домаће **секундарно тржиште динарских ХоВ**. Током Т3, као и у претходном периоду, забележен је раст стопа приноса, уз пад промета на секундарном тржишту, који је преполовљен на 28,1 млрд динара. Просечни пондерисани приноси на динарске државне ХоВ преостале рочности од четири, шест и десет година повећани су током Т3, али у мањој мери него у претходном тромесечју, на нивое од 6,65%, 7,14% и 7,50%, респективно. Стопе приноса код динарских ХоВ краћих рочности кретале су се у распону од 3,8%

за преосталу рачност од пет месеци до 4,9% за преосталу рачност од 26 месеци.

Током Т3 нису организоване аукције за продају државних **ХоВ у еврима**, а како су доспеле раније емитоване ХоВ у износу од 75 млн евра, стање обвезница крајем септембра износило је 2.417,4 млн евра.

У августу су директном погодбом продате две **амортизационе државне ХоВ у еврима**, трогодишња с купонском стопом **6M EURIBOR + 3,75 п.п.** и четворогодишња по купонској стопи **6M EURIBOR + 3,95 п.п.**

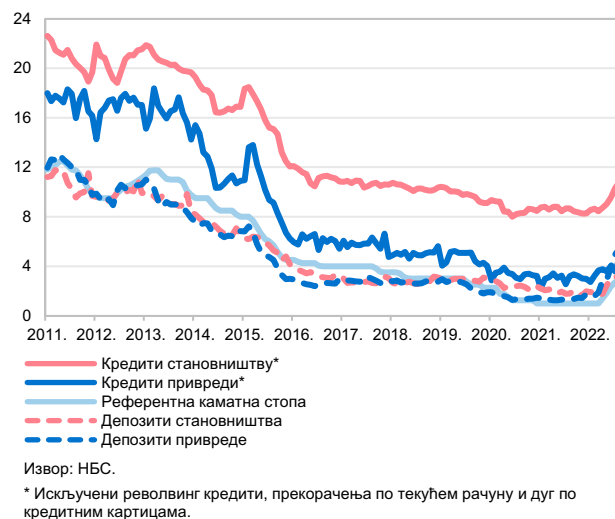
Даље заостравање монетарних услова и раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца наставили су да утичу на каматне стопе на нове **динарске кредите**, које су током Т3 забележиле раст. У односу на јун, каматне стопе на динарске кредите становништву више су за 1,6 п.п. (у септембру су износиле 11,1%), а на кредите привреди за 0,8 п.п. (4,8% у септембру).

Раст каматних стопа на динарске кредите привреди одређен је растом каматне стопе на кредите за обртна средства (за 1,3 п.п., на 6,1%) и на остале некатегорисане кредите (за 0,6 п.п., на 3,1%). Ове две намене кредита имају готово истоветно учешће и заједно чине око 95% укупног динарског кредитирања привреде. Раст каматних стопа на динарске кредите становништву последица је раста каматних стопа код кредита свих намена, а пре свега на најзаступљеније кредите – готовинске кредите (за 1,5 п.п., на 11,6%), као и на остале некатегорисане кредите (за 2,6 п.п., на 9,7%), при чему ове две намене кредита заједно чине 97% укупног динарског кредитирања становништва.

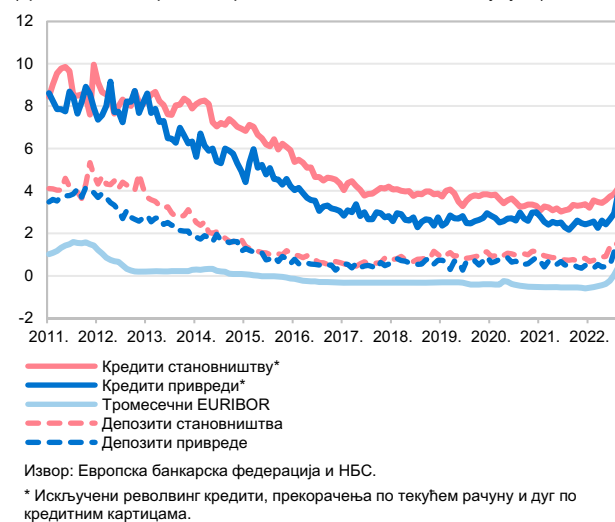
Просечна пондерисана каматна стопа на кредите привреди у **евро знаку** повећана је за 1,1 п.п. у односу на јун, на 3,8% у септембру. Раст укупне каматне стопе претежно је вођен растом каматних стопа на кредите за обртна средства (за 1,4 п.п., на 4,0%) и на инвестиционе кредите (за 0,8 п.п., на 4,1%), који заједно чине преко 80% укупног кредитирања привреде. Просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву повећана је за 0,9 п.п., на 4,6%, вођена растом каматних стопа на евроиндексиране стамбене кредите (за 0,9 п.п., на 3,8%), као и на остале некатегорисане кредите (за 0,7 п.п., на 7,1%).

У односу на јун каматна стопа **на штедњу** становништва у динарима повишена је за 0,4 п.п., на

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

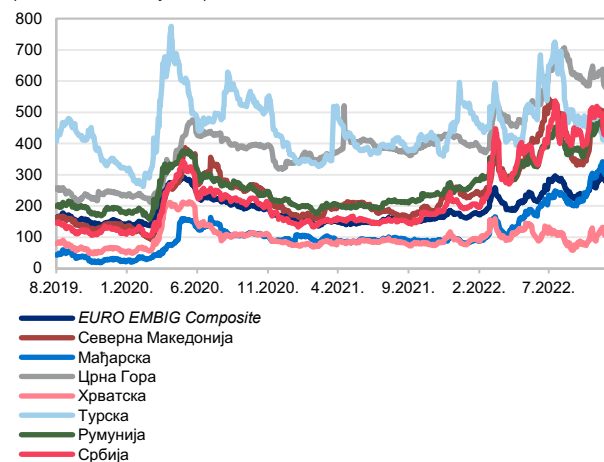


Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Графикон IV.1.7. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – **EURO EMBIG**

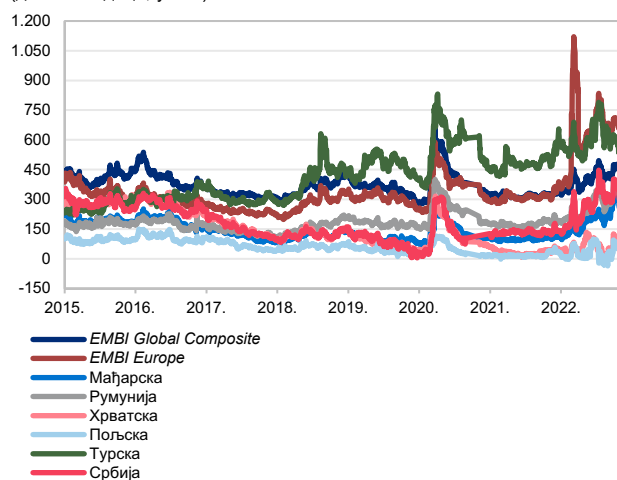
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – **EMBI**

(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

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

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

Извор: НБС.

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

3,5% у септембру, док је каматна стопа на штедњу у еврима порасла за 0,3 п.п., на 1,7%. Каматна стопа на орочене депозите привреде у еврима повишена је за 1,2 п.п. у односу на јун (на 1,7%), док је каматна стопа на орочене динарске депозите привреде повећана за 1,5 п.п., на 5,5% у септембру.

Премија ризика

Повећање степена рестриктивности монетарних политика водећих централних банака, уз додатно заоштравање геополитичких тензија, раст инфлације и лошије изгледе за раст светске привреде, утицало је на пораст аверзије инвеститора према ризику, што се одразило и на кретање премије ризика земаља у успону током ТЗ.

EURO EMBIG, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, повећана је током ТЗ за 62 б.п. и крајем септембра је износила 502 б.п. Сличан раст забележиле су и премије ризика земаља у региону – премија ризика Мађарске на бази дуга у еврима повећана је током ТЗ за 65 б.п., а Румуније за 32 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је порасла током ТЗ (за 75 б.п., на 387 б.п.), при чему је и даље наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је крајем септембра износила 467 б.п.

Агенција *Fitch Ratings* задржала је у августу кредитни рејтинг Србије на корак до инвестиционог, на нивоу *BB+*, упркос израженим геополитичким ризицима. Истовремено, агенција је задржала и стабилне изгледе кредитног рејтинга Србије у наредном периоду. Као кључне факторе такве одлуке агенција је навела кредибилан оквир макроекономске политике која се води у Србији, као и снажније спровођење политика, развој људског капитала и виши ниво БДП-а по глави становника у односу на земље са сличним кредитним рејтингом. У одлуци се наглашава и значај очуваног здравља банкарског сектора, уз висок показатељ адекватности капитала, адекватну ликвидност и даље смањење учешћа *NPL*.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала у ТЗ односио се на СДИ, које су вишеструко премашиле дефицит текућег рачуна у овом периоду. Истовремено, приливи остварени по основу портфолио инвестиција, раста кредитног задужења у иностранству и повећања депозита нерезидената код банака били су довољни да покрију трговинске

кредите одобрене нерезидентима и раст средстава банака на рачунима у иностранству.

Прилив СДИ у Србију додатно је убрзао током лета, након привременог успоравања током марта и априла и опоравка у каснијим месецима. Према прелиминарним подацима, СДИ у Србију у ТЗ износило су 1,4 млрд евра (1,3 млрд евра у нето изразу), чиме је прилив по овом основу у девет месеци достигао 3,0 млрд евра (нето прилив СДИ је износио 2,8 млрд евра). При томе, у девет месеци 2022. око три петине улагања било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, а највише улагања било је усмерено у разменљиве секторе, пре свега у прерађивачку индустрију.

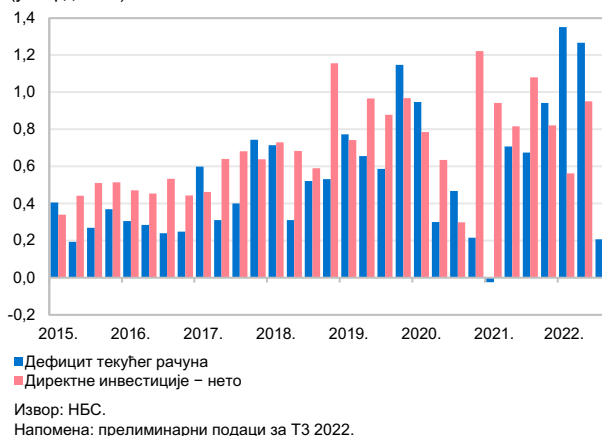
У оквиру портфолио инвестиција, највећи део прилива остварен је у августу на примарном тржишту, емисијом 340,0 млн евра државних ХоВ путем директне погодбе. Истовремено, нерезиденти су на секундарном тржишту више продавали него што су куповали ХоВ, док су резиденти повећали улагања у ХоВ на иностраним тржиштима. Таква кретања утицала су на то да по основу портфолио инвестиција у ТЗ буде остварен нето прилив капитала у износу од 205,1 млн евра.

Обавезе резидената према иностранству по основу **финансијских кредита** повећане су током ТЗ за 381,4 млн евра, услед раста задужења банака, предузећа и Владе. И по основу **готовог новца и депозита** регистрован је нето прилив (11,8 млн евра), пошто је повећање средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака премашило раст средстава на рачунима домаћих банака у иностранству. С друге стране, нерезидентима су одобрени трговински кредити у износу од 485,9 млн евра.

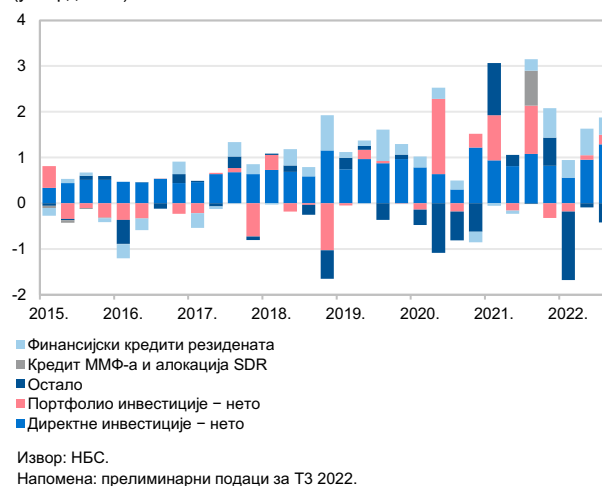
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Током ТЗ понуда девиза на МДТ-у вишеструко је премашивала тражњу, због чега су ојачали апрецијацијски притисци на домаћем тржишту. Те притиске Народна банка Србије ублажавала је интервенцијама на девизном тржишту нето куповином девиза, што је резултирало одржавањем релативне стабилности курса динара према евра. Посматрано крајем периода, динар је према евра у ТЗ номинално ојачао за 0,1%, а од почетка године за 0,2%, док је под утицајем даљег слабљења евра према долару на међународном тржишту динар током ТЗ ослабио према долару за 6,1%, а од почетка године за 13,1%.

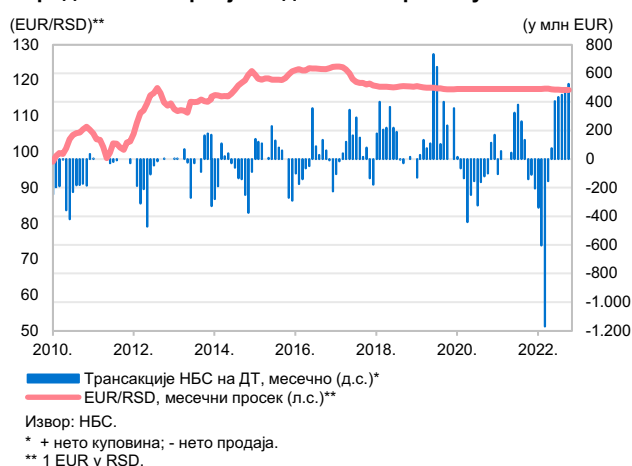
Графикон IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ (у млрд EUR)



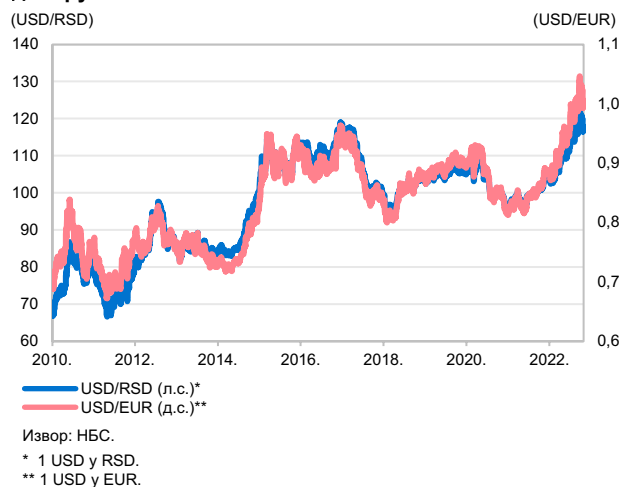
Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



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



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

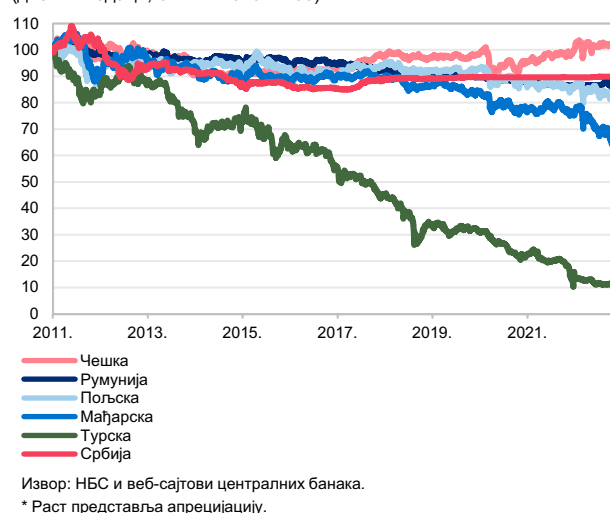


Расту понуде девиза највише је допринео висок откуп ефективног страног новца, као и раст валутно индексиране aktive банака.² Поред тога, расту понуде доприносило је и продужење позиције банака по основу послова с платним картицама, при чему је прилив по овом основу премашио уобичајено високе износе из летњих месеци ранијих година. Истовремено, тражња за девизама била је нижа него у Т2, пошто су банке продале знатно мање износе девиза и домаћим предузећима и нерезидентима. При томе, нерезиденти су у јулу, а резиденти у септембру више продавали него куповали девизе. Таквим кретањима допринела су и повољнија спољнотрговинска кретања, највише услед мањих плаћања за увоз енергената, као и наставка раста извоза и прилива СДИ.

Ради очувања релативне стабилности курса динара према евр, Народна банка Србије је током Т3 на МДТ-у интервенисала нето куповином девиза у износу од 1.365,0 млн евра. Куповине девиза су услед апрецијацијских притисака настављене и у октобру, тако да је Народна банка Србије од почетка године до краја октобра нето купац девиза на МДТ-у у износу од 100,0 млн евра.

Промет на МДТ-у³ у Т3 у просеку је износио 42,6 млн евра и био је сличан као у Т2 (43,6 млн евра). На редовним девизним своп аукцијама које је организовала Народна банка Србије током јула није било промета. Од августа редовно организовање ових аукција замењено је билатералним своп трансакцијама које је Народна банка Србије увела почетком године и које су се показале као ефикасније средство за пружање подршке банкама у управљању ликвидношћу и превазилажењу проблема недовољних лимита за закључивање међубанкарских трансакција, нарочито ако се има у виду већа флексибилност у односу на редовне своп аукције у погледу тренутка закључивања трансакција и њихове рочности.

За разлику од динара, већина валута земаља региона које су у режиму циљања инфлације наставила је да слаби према евр током Т3, упркос томе што њихове централне банке и даље заоставају монетарну политику – мађарска форинта је ослабила за 5,9%, пољски злот за 3,9%, а румунски леј за 0,1%. Једино је чешка круна ојачала (0,8%). Турска лира је ослабила у

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

² У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

³ Без Народне банке Србије.

мањој мери него у претходним тромесечјима ($-2,2\%$), и поред тога што је централна банка два пута током Т3 снизила референтну каматну стопу.

2. Новац и кредити

Успоравање м.г. стопа широкх монетарних агрегата заустављено је током Т3, чему је допринело повећање орочених динарских депозита привреде и становништва. Домаћа кредитна активност и даље бележи двоцифрену стопу раста, при чему је успоравање на м.г. нивоу у одређеној мери било очекивано и последица је високе базе из претходне године и доспећа кредита одобрених у оквиру гарантне шеме.

Новац

Посматрано на нивоу Т3, најшири монетарни агрегат, М3, повећан је за $4,3\%$, уз позитиван допринос свих компонената. Динарска новчана маса, М2, повећана је у истом периоду за $6,2\%$, чему је највише допринело повећање орочених динарских депозита.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу повећани су у Т3 за 26,3 млрд динара, вођени растом трансакционих депозита становништва и привреде. Истовремено, **орочени динарски депозити** су у Т3 повећани за 59,7 млрд динара, чему је највише допринело повећање депозита привреде (49,3 млрд динара). Посматрано по делатностима, највише су порасли орочени депозити предузећа из области прерађивачке индустрије. **Динарска штедња становништва** од јуна поново бележи узлазни тренд, што је резултат и очуване финансијске стабилности и релативне стабилности девизног курса чак и у кризним временима. Током Т3 динарска штедња је повећана за 2,3 млрд динара и крајем септембра је износила 87,6 млрд динара.

Девизни депозити су у Т3 повећани за 517,5 млн евра. Највише су порасли девизни депозити привреде (за 404,9 млн евра), захваљујући приливима девиза по основу извоза, СДИ и задуживања у иностранству. Посматрано по делатностима, издваја се раст девизних депозита саобраћајних, прерађивачких и трговинских предузећа. Истовремено, девизна штедња становништва повећана је за 74,5 млн евра и крајем септембра је износила 12,8 млрд евра.⁴

⁴ Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају септембра износила 88,2 млрд динара, а девизна 13,5 млрд евра.

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

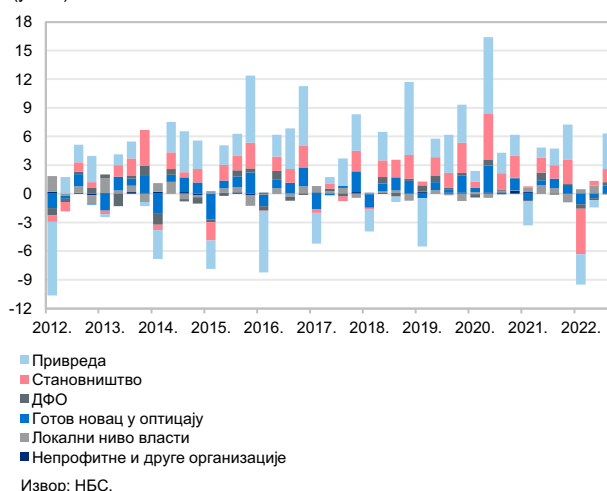
(номиналне м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

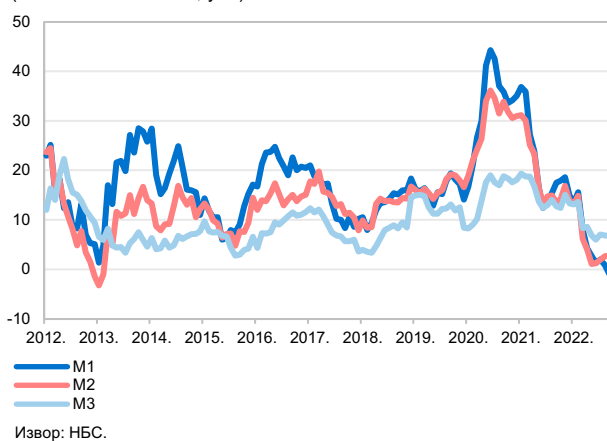
(у п.п.)



Извор: НБС.

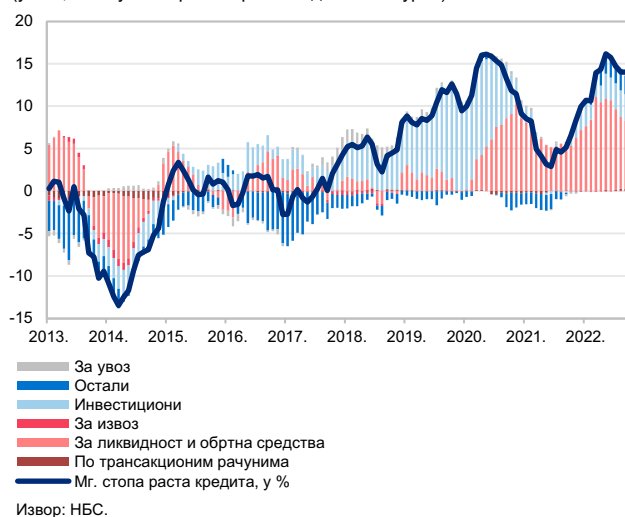
Графикон IV.2.3. **Кретање монетарних агрегата**

(номиналне м.г. стопе, у %)

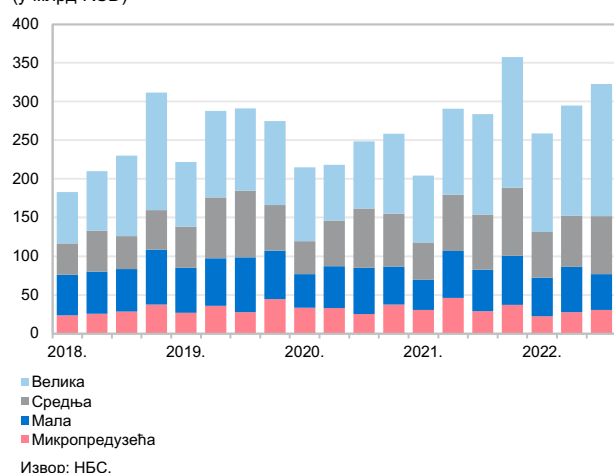


Извор: НБС.

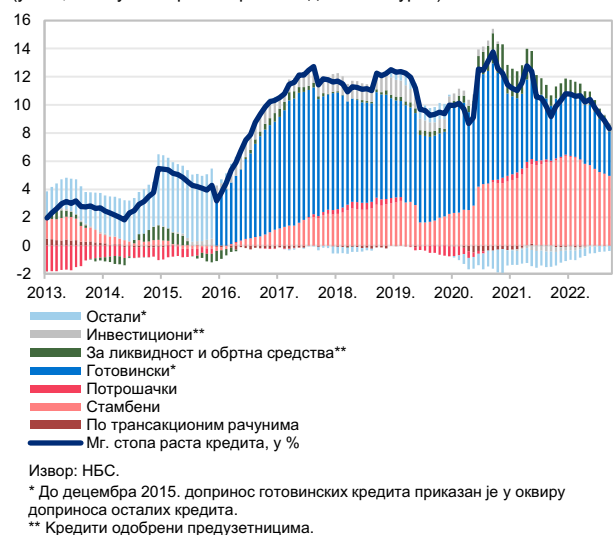
Графикон IV.2.4. Доприноси м. расту кредита привреди (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



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



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



Посматрано на м. нивоу, у Т3 је заустављено успоравање монетарних агрегата, које је било последица високе базе из претходне године и трошења претходно кумулиране штедње из предострожности. Новчана маса М1 је у септембру била мања за 0,9%, док су М2 и М3 већи за 2,7% и 6,8%, респективно. Стабилан раст кредитне активности наставио је да позитивно доприноси расту монетарних агрегата и током Т3, као и раст каматних стопа на штедњу.

Кредити

Посматрано на м. нивоу, **домаћа кредитна активност** наставила је и током Т3 да бележи двоцифрен раст, који је у септембру, по искључењу ефекта промене девизног курса, износио 11,7%. Умерено успоравање раста укупних кредита на м. нивоу последица је високе базе из претходне године, као и доспећа кредита из гарантне шеме. Највећи допринос м. расту укупних домаћих кредита наставили су да пружају кредити привреди (7,2 п.п. у септембру), који су за 14,0% већи него у истом периоду прошле године, а следе кредити становништву с доприносом од 3,9 п.п., односно с м. стопом раста од 8,3%.

Посматрано на нивоу Т3, **кредити привреди**, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани су за 31,7 млрд динара. Највећи раст остварили су инвестициони кредити (11,9 млрд динара), чије је учешће у укупним кредитима привреди у септембру износило 39,2%. Кредити за ликвидност и обртна средства чинили су 47,4% укупних кредита привреди у септембру, а њихов прираст у Т3 износио је 9,3 млрд динара. Некатегорисани кредити повећани су за 6,8 млрд динара, док су остале врсте кредита привреди релативно мање мењале стања у односу на крај Т2. Посматрано по делатностима, највећи раст остварен је код кредита одобрених предузећима из прерађивачке индустрије, трговине и пољопривреде. Истовремено, смањење кредитног задужења забележено је код предузећа из области грађевинарства, снабдевања електричном енергијом и пословања некретностима, док су код осталих делатности релативно мање промене стања у односу на крај Т2. Посматрано по величини предузећа, кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 60,1% стања укупних кредита привреди у септембру. Раст девизно индексираних пласмана привреди и смањење динарских пласмана (великим делом под утицајем доспећа кредита из гарантне шеме) утицали су на то

да степен динаризации пласмана привреди у Т3 буде смањен за 2,0 п.п., на 20,5% у септембру.

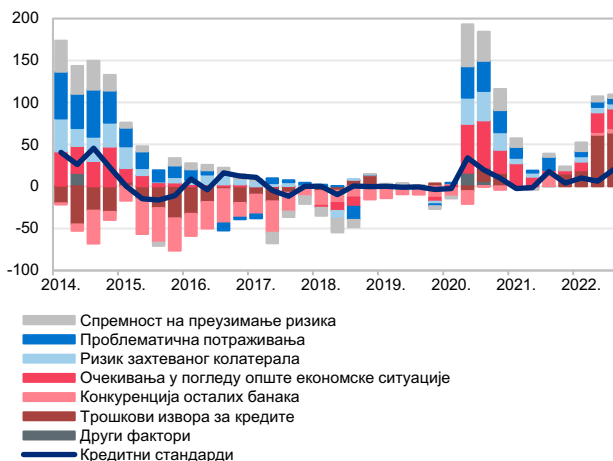
Обим новоодобрених кредита привреди у Т3 износио је 322,8 млрд динара, што је за 13,7% више него у истом периоду претходне године. Предузећа су и током Т3 највише користила кредите за ликвидност и обртна средства (59,2%), при чему су готово половину ових кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа. На инвестиционе кредите односило се 24,7% нових кредита привреди у Т3, при чему се на микропредузећа, мала и средња предузећа односило 57,3% ових кредита.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су у Т3 за 21,5 млрд динара. Највеће повећање забележили су стамбени кредити (15,9 млрд динара), чиме је настављен тренд њиховог стабилног раста, а затим готовински кредити, који су повећани за 7,6 млрд динара. У структури кредита становништву најзаступљеније категорије су управо готовински и стамбени кредити, са учешћем од 43,8% и 39,9% у септембру, респективно. У оквиру кредита одобрених предузетницима, кредити за ликвидност и обртна средства смањени су у Т3 за 2,4 млрд динара, док су кредити за инвестиције повећани за 0,7 млрд динара. Бржи раст девизно индексираних пласмана током Т3 од динарских утицао је на то да степен динаризации пласмана становништву буде смањен за 0,6 п.п., на 53,8% у септембру.

Износ новоодобрених кредита становништву у Т3 од 132,9 млрд динара мањи је за 1,7% у односу на исти период прошле године. Готовински кредити чинили су 59,8% нових кредита у Т3, док се на стамбене кредите односила готово четвртина нових кредита становништву. Обим нових стамбених кредита у Т3 од 30,9 млрд динара, што је готово непромењено у односу на исти период претходне године, сведочи о стабилној тражњи становништва за стамбеним кредитима.

Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁵ показују да су банке у Т3, у складу са очекивањима, наставиле са умереним поштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди и становништву. Раст трошкова извора финансирања и виша перцепција ризика, која се одражава и на мању спремност за његово прихватање, кључни су фактори који делују у смеру поштравања стандарда, што банке очекују да

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



Извор: НБС.

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

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



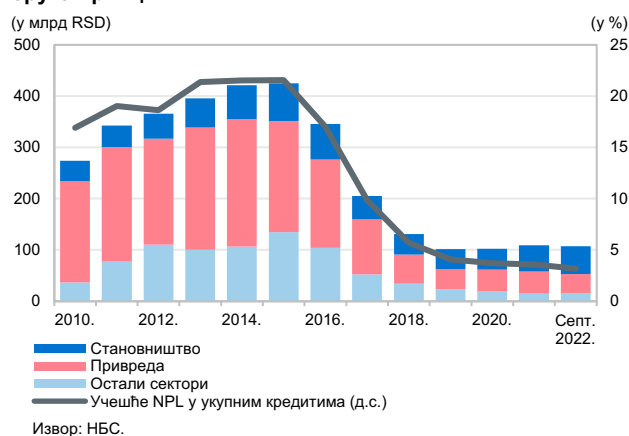
Извор: НБС.

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

⁵ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

се пренесе и у Т4. Оцена банака је да је домаћа привреда повећала тражњу за кредитима током Т3, али у мањој мери у поређењу с претходним тромесечјем, а даљи благи раст је очекиван за Т4. Потребе за финансирањем обртних средстава и капиталних инвестиција били су кључни фактори раста тражње привреде за кредитима. С друге стране, банке су оцениле да је становништво смањило тражњу за кредитима током Т3, а даље смањење је очекивано током Т4. Ситуација на тржишту непокретности, уз мању потребу за куповином трајних потрошних добара, највише је утицала на мању тражњу становништва за кредитима у Т3, према мишљењу банака. Поред тога, коришћење претходно кумулираних средстава на штетним рачунима такође је деловало у смеру ниже тражње за кредитима.

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



Бруто *NPL* показатељ је током Т3 снижен за 0,07 п.п., на ниво од 3,19% у септембру, што је до сада најнижа забележена вредност овог показатеља. У поређењу с крајем Т2, бруто *NPL* показатељи сектора привреде⁶ и становништва⁷ готово су непромењени и у септембру су износили 2,2% и 4,2%, респективно. Истовремено, бруто *NPL* показатељ осталих сектора⁸ смањен је за 0,5 п.п., на 3,9% у септембру. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у септембру износила је 93,4% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 57,2% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала⁹ на крају Т3 износио је 19,5%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

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

⁷ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* је на нивоу од 4,1% у септембру.

⁸ Укључује сектор финансија и осигурања, предузетника, опште државе, сектор страних лица, приватних домаћинстава и других правних лица.

⁹ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

3. Агрегатна тражња

Према процени РЗС-а, раст БДП-а успорио је са 4,1% м.г. у П1 на 1,1% м.г. у Т3. Према нашим проценама, позитиван допринос агрегатној тражњи у Т3 потекао је од финалне потрошње, али у мањој мери него претходних тромесечја, док су, због високе базе код капиталних издатака државе из претходне године, укупне фиксне инвестиције дале негативан допринос. За разлику од претходних тромесечја, када је забележен знатан негативан допринос нето извоза због високог увоза енергената, према нашој процени, реални извоз робе и услуга током Т3 растао је нешто брже од увоза, што је резултирало позитивним доприносом нето извоза.

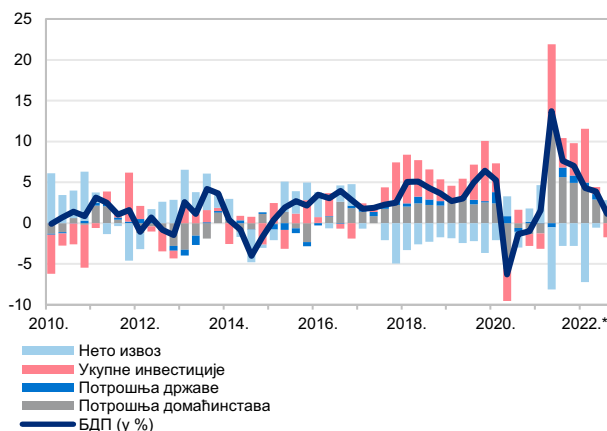
Домаћа тражња

Раст приватне потрошње, који је према нашој процени у Т3 износио 2,5% м.г., определио је раст домаће тражње. Ипак, након ишчезавања базног ефекта проузрокованог пандемијом вируса корона, тренд раста приватне потрошње је успорен, на шта се одражава и нижи расположиви доходак за потрошњу у условима глобалног раста трошковних притисака и заоштрених финансијских услова. На успоравање раста потрошње указује успорен раст реалног промета у трговини на мало – са 5,9% у Т2 на 4,6% у Т3, док је увоз потрошне робе номинално повећан за 19,6% м.г., што се пре свега може довести у везу с растом увозних цена. С друге стране, потрошња становништва у сектору туризма задржала је високе стопе раста, па је тако број долазака и ноћења туриста у Т3 м.г. повећан за 20,6% и 22,6%, респективно, док је раст реалног промета у угоститељству повећан за 22,6% м.г. (податак за јул).

Када је реч о изворима потрошње, маса зарада је реално повећана за 2,7% м.г., што је спорија динамика раста него у П1. Поред тога, заоштравање монетарне политике и постепени раст каматних стопа утицали су на успоравање раста кредита намењених потрошњи, са 7% м.г. из П1 на 5,6% м.г. у Т3. С друге стране, прилив дознака у Т3 виши је за скоро 70% м.г., што се пре свега може довести у везу с готово потпуним укидањем рестриктивних мера у Европи и знатно већој мобилности сезонских радника током летњег периода.

Према нашој процени, и раст **потрошње државе** у Т3 био је нижи него у Т2 (1,0% м.г., наспрам 4,5% м.г.),

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т3 2022.

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

	2021.	2022.		
	T4	T1	T2	T3
Потрошња домаћинства	7,2	6,9	4,0	2,5 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	8,4	11,0	5,9	4,6
Промет у угоститељству	118,5	72,4	80,1	22,6 ***
Број домаћих туриста	39,6	29,6	40,2	20,6
Број ноћења домаћих туриста	23,5	18,5	28,0	22,0
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	13,0	21,8	20,0	19,6
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	14,8	16,4	15,9	16,0 **
Нето прилив дознака, номинално	14,8	16,9	53,5	69,6
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	6,7	6,8	7,1	5,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јул–август.

***Јул.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2021.	2022.		
	T4	T1	T2	T3
Реалне м.г. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	9,8	1,1	1,7	-6,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	10,9	-5,5	-7,6	-16,0 *
Инвестиције државе	26,4	-10,2	19,1	-23,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	34,4	28,2	4,2	-3,7 **
Производња грађевинског материјала	-0,2	3,5	0,2	-5,2
Вредност изведених радова	10,4	-5,9	-8,8	-13,5
Увоз опреме, номинално	14,1	11,8	29,7	12,2
Производња домаћих машина и опреме	7,7	7,1	12,2	6,5
Залихе готових производа у индустрији	4,0	-0,2	1,6	-0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јул–август.

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



тако да је допринос укупне потрошње расту БДП-а смањен са 3,6 п.п. у Т2 на 1,9 п.п. у Т3.

Након Т2, када су инвестиције приватног сектора у фиксне фондове смањене за 2,5% мг. по избијању сукоба у Украјини и последичном расту неизвесности на глобалном нивоу, процењујемо да су се у Т3 опоравиле и да је њихов раст износио 2,5% мг. На то указује пре свега раст производње машина и опреме од 6,5% мг., док је увоз опреме номинално повећан за 12,2%. И извори финансирања инвестиција, упркос повећаној глобалној неизвесности, бележе позитивну динамику, тако да је нето прилив СДИ од 1,3 млрд евра у Т3 био већи за 19,4% мг., док је стање инвестиционих кредита повећано за 7,0% мг.

Према нашој процени, инвестиције државе у Т3 смањене су за преко 20% мг., што се пре свега може довести у везу с преусмеравањем средстава ка набавци енергената, тако да су **укупне инвестиције у фиксне фондове** смањене за 6,0% мг., што је негативно допринело економској активности са 1,4 п.п.

Процењујемо да је током Т3 смањен **прираст залиха** у односу на исто тромесечје претходне године (уз негативан допринос од 0,3 п.п.).

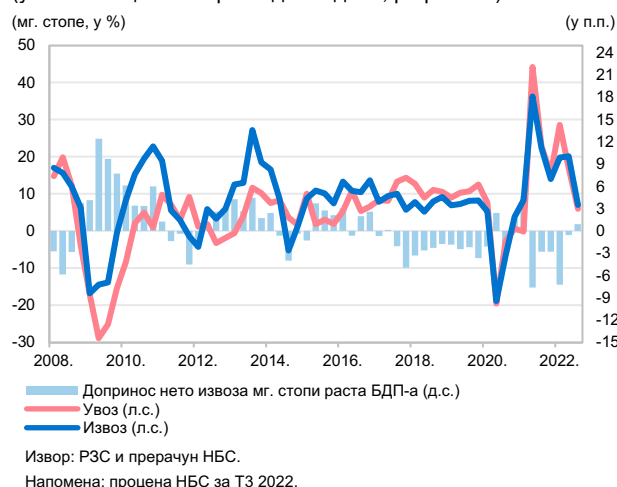
Тромесечно посматрано, према нашој процени, пад домаће тражње од 0,3% дсз. био је одређен смањењем потрошње и инвестиција у фиксне фондове, док су залихе деловале у супротном смеру.

Нето екстерна тражња

Према нашој процени, реални извоз је у Т3 остварио нешто израженији мг. раст од увоза (7,0% наспрам 6,0%), што је утицало на то да нето извоз допринесе мг. расту БДП-а са 0,9 п.п.

У условима даљег успоравања екстерне тражње и јачања геополитичких тензија, **робни извоз** наставио је да расте, мада нешто споријим темпом него у претходном периоду. Према платнобилансним подацима, робни извоз изражен у еврима повећан је у Т3 за 23,7% мг., вођен извозом прерађивачке индустрије. Извоз прерађивачке индустрије повећан је за 22,3% мг., уз широко распрострањен раст (у 21 од 23 гране), при чему је највећи допринос потицао од извоза електричне опреме, моторних возила, прехранбених производа, осталих машина и опреме и производа од гуме и пластике. Истовремено, на нижи извоз основних метала утицало је привремено гашење једне високе пећи у железари у Смедереву

Графикон IV.3.3. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



крајем јула, док су мањем извозу нафтних деривата допринеле мање извезене количине, делом и због одлуке Владе о привременој забрани извоза дизел-горива. Вођено извозом бакра, и рударство је наставило позитивно да доприноси расту извоза, док је извоз пољопривредних производа био сличан као у истом периоду претходне године.

И **робни увоз** изражен у еврима успорио је раст у ТЗ на 20,9% м.г. (са 43,6% у П1). Према класификацији увоза према општим економским категоријама (*BEC*), расту увоза највише је допринео повећан увоз средстава за репродукцију (24,4% м.г.) услед већег увоза енергената, који се налазе у овој категорији. Иако је знатно смањен увоз енергената у односу на Т2, пре свега услед мањег увоза гаса, увоз сирове нафте, деривата нафте и природног гаса и даље је већи него у истом периоду претходне године (за 250,2 млн евра). То повећање у потпуности је опредељено вишим увозним ценама, док су мање увезене количине деловале у супротном смеру. Расту увоза доприносили су и увоз потрошне робе и увоз средстава за рад, који су повећани за 19,6% м.г. и 12,2% м.г. Таква кретања потврђује и класификација увоза по наменама, где су расту увоза највише доприносили интермедијарни производи и енергенти, а затим производи за широку потрошњу и капитални производи.

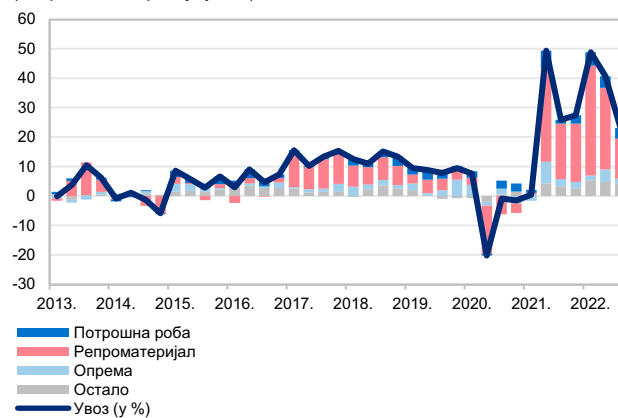
Размена услуга са иностранством додатно је повећана током ТЗ, уз израженији м.г. раст извоза (46,2%) него увоза (38,3%), што је утицало на то да суфицит у размени услуга са иностранством буде више него удвостручен у односу на исти период претходне године и достигне 473,5 млн евра. Повећана је размена свих врста услуга, при чему су расту извоза, као и раније, највише доприносиле туристичке и ИКТ услуге, а расту увоза – туристичке и транспортне услуге.

Покривеност робног увоза извозом¹⁰ у септембру је износила 75,5%, а по укључењу услуга 84,4%, што је нешто више него у јуну, док су у односу на крај 2021. ови показатељи нижи, пре свега због раста увоза енергената.

Графикон IV.3.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије (тримесечни покретни просек дсз.)



Графикон IV.3.5. Кретање главних компонента увоза (доприноси м.г. расту, у п.п.)



¹⁰ Мерено 12-месечним покретним просеком.

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

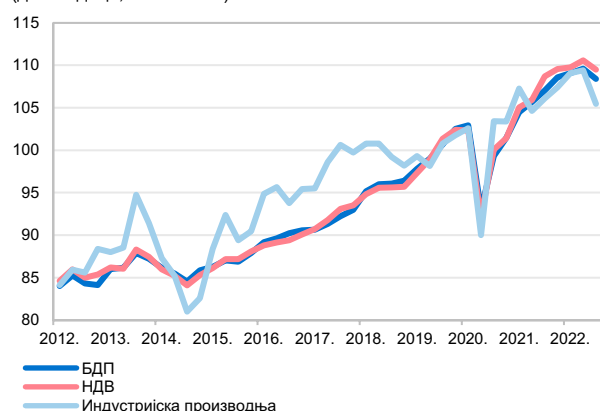
	2021.		2022.		
	T3	T4	T1	T2	T3*
БДП (у %, м.г.)	7,6	7,0	4,3	3,9	1,1
Пољопривреда	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,8
Индустрија	0,5	0,9	0,4	0,9	-0,1
Грађевинарство	0,8	0,7	-0,3	-0,4	-0,9
Услуге	5,2	4,6	3,5	3,0	1,8
Нето порези	1,5	1,3	1,3	0,9	0,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

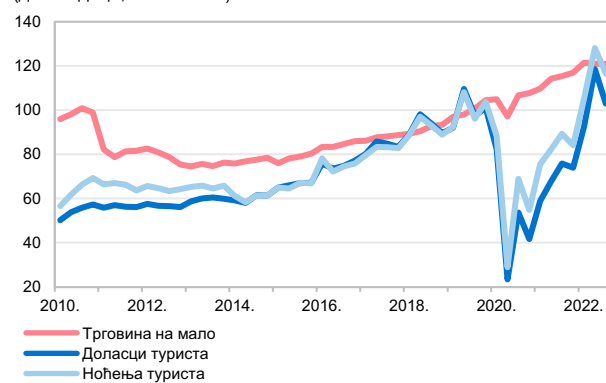
(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.2. Показатељи активности сектора услуга

(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

4. Економска активност

Након релативно високог раста у ПП од око 4,1% м.г., економска активност је успорила у Т3 и, према прелиминарној процени РЗС-а, раст БДП-а Србије износио је 1,1% м.г. Успоравање економске активности било је веће од очекиваног у претходном извештају, на шта су се пре свега одразили овогодишња пољопривредна сезона, која је, према првим проценама, била знатно лошија од претпостављене, смањење екстерне тражње, као и настављен раст трошкова у производњи, који се пре свега одражава на нижу активност у грађевинарству и прерађивачкој индустрији. Такође, настављен је и пад активности у сектору енергетике, између осталог и због ниског водостаја река. У супротном смеру деловао је наставак раста активности у сектору услуга, али је и он успорен.

Посматрано на тромесечном нивоу, раст економске активности, који је континуирано оствариван од Т3 2020, заустављен је током Т3 2022. и, према нашој процени, БДП је смањен за 1,1% дсз., што је последица ниже екстерне тражње и високих трошковних притисака на глобалном нивоу.

Према нашој процени, раст привредне активности у Т3 водили су **услужни сектори**, при чему је, збирно посматрано, раст услуга успорен са 5,9% м.г. у Т2 на 3,6% м.г. у Т3 (уз допринос расту БДП-а од 1,8 п.п.). На то указује пре свега реални промет у трговини на мало, који је остварио нешто нижи раст него у Т2 (4,6% м.г., наспрам 5,9% м.г.), док је снажан двоцифрен раст задржан у сектору туризма и хотелијерства.

Даљи раст неизвесности и погоршани изгледи глобалног привредног раста, подстакнути високим ценама енергената, утицали су на смањење екстерне тражње. То се негативно одразило на **прерађивачку индустрију**, која је током Т3 забележила пад обима производње за 0,9% м.г., при чему је највећи негативан допринос потекао од производње основних метала и прехранбених производа (-1,8 п.п. и -0,5 п.п., респективно). Притом, активност је смањена у 11 од 24 делатности прерађивачке индустрије, док је међу делатностима које су оствариле раст највећи допринос потекао од производње нафте (0,5 п.п.). И неповољни метеоролошки услови током летњих месеци утицали су на смањену производњу струје из хидроцентрала, што је, након проблема у претходном периоду, додатно смањило активност у **електроенергетском сектору**. С друге стране, раст

активности у **сектору рударства** од 8,5% м.г. ублажио је пад обима индустријске производње на 0,6% м.г., уз негативан допринос БДП-у од -0,1 п.п.

Након претходне године, када је остварена рекордна **активност у грађевинарству**, од почетка ове године приметан је њен пад, за који процењујемо да је у Т3 износио око 16% (уз допринос БДП-у од -0,9 п.п.). На пад активности указује смањена производња грађевинског материјала за 5,2% м.г. у Т3, као и број издатих дозвола, који је у периоду јул-август био мањи за 3,4% у односу на исти период претходне године, док је увоз грађевинског материјала номинално повећан за 12,1% м.г., што је последица раста увозних цена. На смањење активности у грађевинарству утицала су и нижа издвајања државе за капиталне инвестиције (пад од 23,0% м.г.).

Позитиван допринос расту БДП-а у Т3 очекујемо и од **нето пореза** (0,9 п.п.), што се делом дугује и увођењу новог система фискализације и последично бољој наплати пореза.

Изузетно неповољне метеоролошке прилике током летњих месеци условиле су пад **пољопривредне активности** у Т3 од 11,0% м.г., тако да смо нашу претходну пројекцију с непромењеним нивоом пољопривредне активности у односу на прошлу годину кориговали наниже. У новој пројекцији, на нивоу 2022. очекујемо пад активности у пољопривреди од 8,0%.

На тромесечном нивоу, економска активност је, према нашој процени, смањена за 1,1% дсз., на шта се одразило смањење активности у свим производним делатностима, док је сектор услуга и током Т3 остварио благи раст (0,2% дсз.).

5. Кретања на тржишту рада

Током Т3 номиналне зараде и формална запосленост даље су расли, уз смањење броја незапослених, који је у септембру спуштен на нови најнижи ниво.

Зараде и продуктивност рада

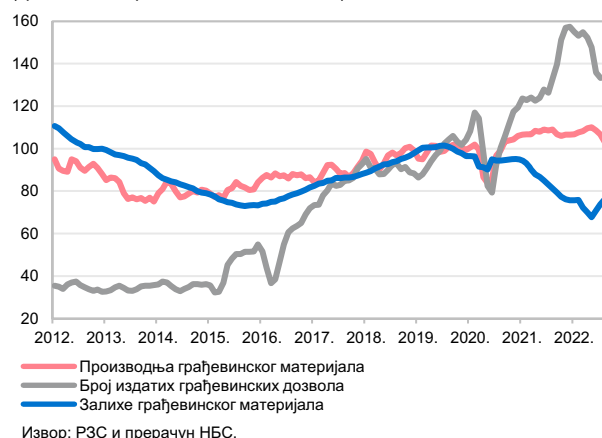
У јулу и августу просечна номинална нето зарада износила је **74.198 динара** (632 евра), остваривши м.г. раст од 14,7%, који је, као и у претходном периоду, вођен знатно бржим растом просечних зарада у **приватном сектору** (18,5%) него у **јавном сектору** (6,9%). Тиме се додатно смањио јаз у просечним

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



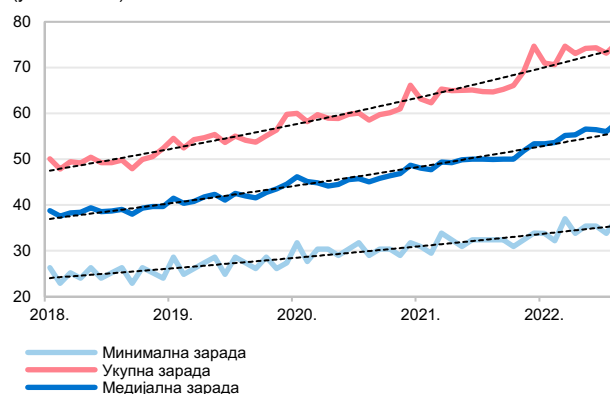
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



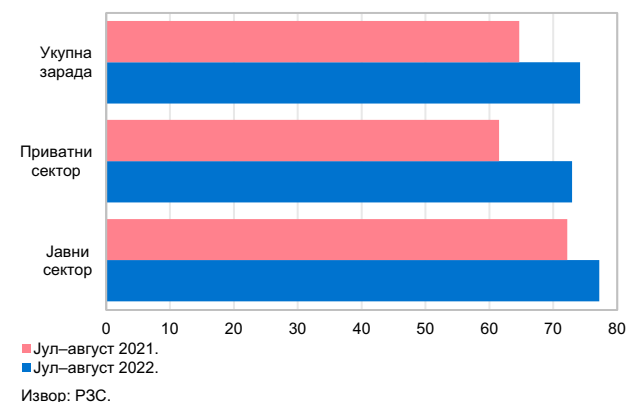
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

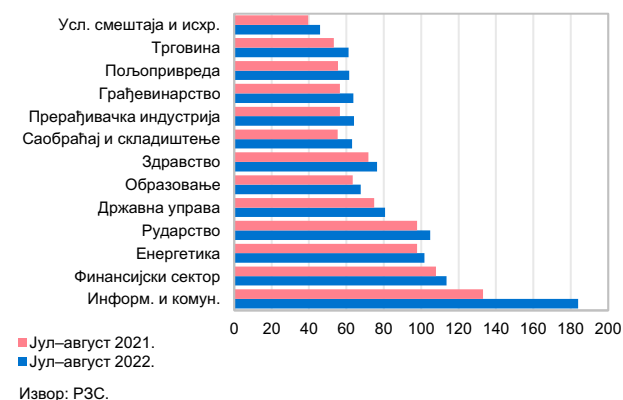


Извор: РЗС.
Напомена: Од јануара 2018. за обрачун зарада користе се подаци Пореске управе.

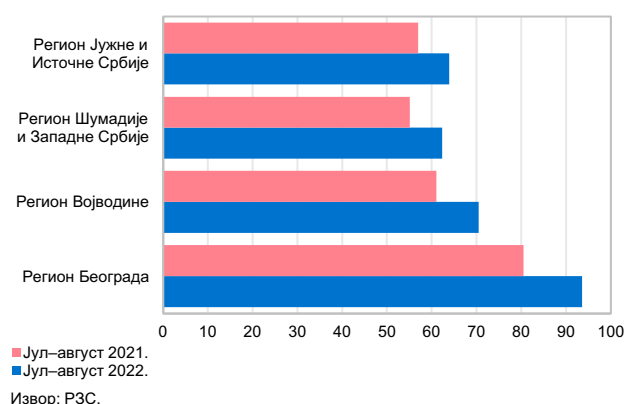
Графикон IV.5.2. Просечна номинална нето зарада (у хиљ. RSD)



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



Графикон IV.5.4. Номиналне нето зараде по регионима Србије (у хиљ. RSD)



зарадама између јавног и приватног сектора на 1,09 у осам месеци ове године (са 1,2, колико је износио у истом периоду 2021, као и у периоду 2017–2020. године). Медијална нето зарада у јулу и августу износила је 56.956 динара, забележивши м.г. раст од 14%. **Влада РС је у септембру донела одлуку о повећању минималне цене рада са 201,22 на 230,00 динара по часу** (почев од 1. јануара 2023), чиме ће минимална нето зарада у наредној години износити око 40 хиљада динара и покривати око 90% минималне потрошачке корпе. Поред тога, најављено је и подизање неопорезивог дела зараде на 21.712 динара и смањење стопе доприноса за пензијско и инвалидско осигурање на терет послодаваца за 1,0 п.п. од следеће године, чиме би се додатно растеретио приватни сектор и отворио простор за даљи одржив раст зарада.

Највиши м.г. раст номиналне нето зараде већ дужи период бележи **ИКТ сектор**¹¹ (38,1% у јулу и августу), чему доприноси изражена тражња за радном снагом овог профила, као и законски обухват прилива из иностранства кроз Пореску пријаву за порез по одбитку, ради сузбијања сиве економије. И у осталим **привредним делатностима** којима доминира приватни сектор у јулу и августу је забележен знатан м.г. раст зарада, пре свега у стручним, научним, иновационим и техничким услугама (20,5%), угоститељству (15,6%), трговини (14,8%) и саобраћају (14%), као и у административним и помоћним услугама, пословању некретнинама, прерађивачкој индустрији и грађевинарству. Више просечне зараде у јулу и августу у односу на исти период прошле године регистроване су и у делатностима претежно јавног сектора (здравству, образовању и државној управи). У наредном периоду очекује се даље повећање плата у јавном сектору у складу с кретањем номиналног БДП-а, како би се сачували животни стандард и куповна моћ становништва.

У јулу и августу забележен је широко распрострањен м.г. раст просечних зарада и по **регионима Србије**, који се кретао од 16,2% у региону Београда до 12,2% у региону Јужне и Источне Србије.

Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 16,0% м.г. у јулу и августу по основу даљег повећања просечних зарада и формалне запослености.

¹¹ По искључењу просечне зараде у ИКТ сектору из статистичког обухвата, м.г. стопа раста укупне номиналне нето зараде у периоду јул–август износила би око 12,0% (према нашем прерачунању).

Према прелиминарној процени, **продуктивност укупне економије** у ТЗ благо је порасла, 0,2% м.г., услед и даље бржег раста привредне активности у односу на раст запослености.

Запосленост

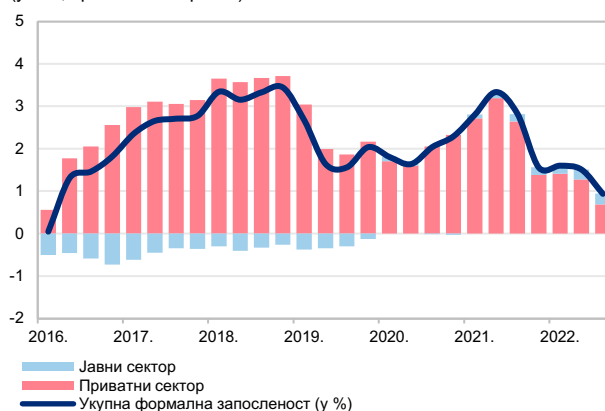
Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, **укупан број формално запослених** приметно је успорио м.г. раст са 1,5% у Т2 на 0,9% у ТЗ. Ипак, у септембру је достигао нови највиши ниво од 2,32 млн лица, што је за око 24 хиљаде више запослених него годину дана раније. Остварени м.г. раст формалне запослености у септембру у целости је био опредељен запошљавањем код правних лица (за око 34 хиљаде лица), док је број предузетника (укључујући и запослене код њих) и регистрованих индивидуалних пољопривредника наставио да се смањује (збирно за око 11 хиљада лица).

Број формално запослених у приватном сектору и током ТЗ се кретао око рекордног нивоа од 1,7 млн лица, што чини око 74% укупне формалне запослености у Србији. У септембру је повећан за близу 14 хиљада лица на м.г. нивоу, од чега је највећи број новозапослених регистрован у услужним делатностима – ИКТ услугама (скоро 13 хиљада лица), стручним, научним, иновационим и техничким услугама (близу 7 хиљада лица) и административним и помоћним услугама (око 4,5 хиљада лица). Насупрот томе, у септембру је забележен м.г. пад броја запослених у прерађивачкој индустрији, трговини, пољопривреди и енергетици (збирно за близу 10 хиљада лица), тј. делатностима које су у већој мери изложене последицама актуелних глобалних неповољних околности, што се уочава и у зони евра, која је наш главни спољнотрговински партнер. **Број формално запослених у јавном сектору** у септембру је био за готово 10 хиљада лица већи него годину дана раније, пре свега у државној управи, услед флексибилније контроле запошљавања код корисника јавних средстава (почев до јануара 2021).

Број регистрованих незапослених је, према евиденцији Националне службе за запошљавање, у септембру смањен на нови најнижи ниво од 427.788 лица, што је за око 64 хиљаде мање незапослених него у истом периоду прошле године. Иако нешто споријим темпом, у септембру је настављен широко распрострањен м.г. пад незапослености по групама занимања.

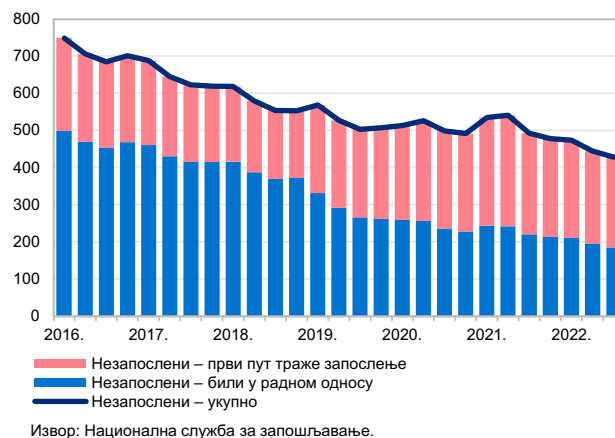
Графикон IV.5.5. Структура м.г. раста укупне формалне запослености

(у п.п., тромесечни просек)

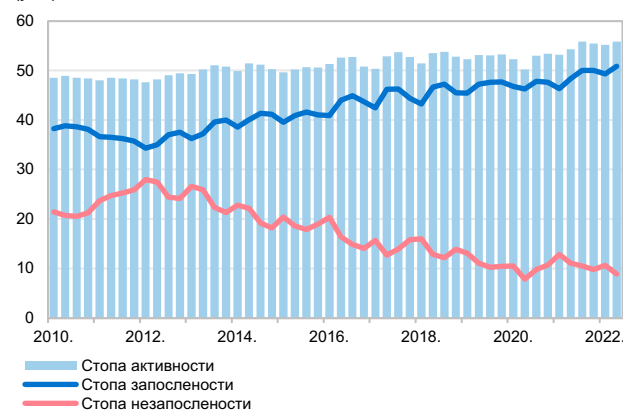


Графикон IV.5.6. Кретање регистроване незапослености

(у хиљ. лица, крај тромесечја)



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



Извор: РЗС.

Доступни подаци из ревидиране **Анкете о радној снази** потврђују повољна кретања на домаћем тржишту рада (формалном и неформалном сегменту), с обзиром на то да су стопе активности и запослености у Т2 2022. достигле рекордне нивое од 55,8% и 50,9%, респективно. У поређењу са истим периодом прошле године, наведени показатељи су у Т2 повећани за 1,5 п.п. и 2,6 п.п., респективно. Стопа партиципације, тј. стопа активности лица радног узраста од 15 до 64 године, у Т2 је износила 72,0%, остваривши м.г. раст од 2,2 п.п. и такође највиши ниво откад се прати по упоредивој методологији (Т1 2010). Упоредо с тим, стопа незапослености је поново смањена на једноцифрен ниво од 8,9% (м.г. пад од 2,2 п.п.). Притом, учешће незапослених који су у потрази за послом годину дана или дуже у укупном броју активних лица у Т2 било је на нивоу из претходног тромесечја (4,5%) и за 0,9 п.п. ниже него пре годину дана.

6. Међународно окружење

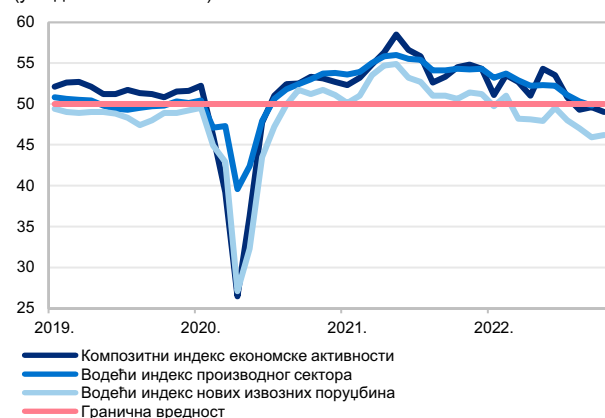
У изазовним и променљивим околностима, које прати висок степен неизвесности, већина земаља суочава се са знатним успоравањем или контракцијом привредне активности, на шта се одражава раст глобалне инфлације, повлачење монетарних и фискалних подстицаја примењиваних у првој фази пандемије и поопштравање глобалних финансијских услова.

Пројектована глобална економска кретања, која су за наредни период оцењена као неповољнија, у великој мери ће зависити од успеха монетарних политика у сузбијању растуће инфлације, као и тока украјинске кризе и могућих даљих поремећаја у снабдевању изазваних пандемијом, пре свега у Кини због политике нулте толеранције према вирусу корона.

Економска активност

Узимајући у обзир **неповољна економска кретања у три највеће светске економије** – пад БДП-а у САД у П1 2022, очекивану привредну контракцију зоне евра у П2 2022, као и даље ширење вируса корона и затварања, уз растућу кризу у сектору некретнина у Кини, ММФ је у октобарском издању извештаја *WEO* остао при јулској пројекцији **успоревања глобалног привредног раста** на 3,2% у 2022. (са 6,0% у 2021), што је уједно најслабија прогноза још од 2001. године (када се изузму периоди светске финансијске кризе и прве фазе пандемије). Притом, ММФ указује на

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



Извор: J.P.Morgan и S&P Global.

географски широко распрострањено слабљење привредне активности, с обзиром на то да се трећина светске економије већ суочава с падом БДП-а у два узастопна тромесечја, чему је знатно допринело повлачење монетарних подстицаја централних банака у настојању да сузбију постојану инфлацију. Поред тога, водећи глобални *PMI* индекси на крају Т3 и на почетку Т4 нашли су се у области која сугерише привредну контракцију. **Ризици пројекције остају изразито асиметрични наниже**, пре свега због и даље перзистентних инфлаторних притисака упркос заостравању монетарних услова, ширења негативних ефеката сукоба у Украјини, као и страха од погоршања здравствене ситуације, уз још увек присутне застоје у ланцима снабдевања. Томе треба додати и даље присутан јаз у степену затезања монетарних политика водећих централних банака, што би водило даљем јачању долара, проблеме у сервисирању дугова у појединим земљама у успону услед заостравања глобалних финансијских услова, као и потенцијално заустављање испорука руског гаса у Европу и наставак геополитичке фрагментације, која омета трговинске и финансијске токове.

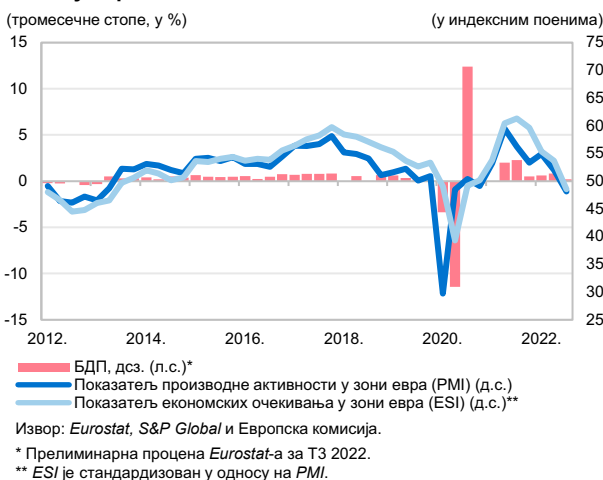
Привреда зоне евра у Т2 забележила је раст од 0,8% дсз., првенствено захваљујући снажној потрошачкој тражњи за услугама након попуштања рестриктивних мера и отварања европских економија, пре свега оних у јужној Европи, које се у знатној мери ослањају на туризам и угоститељство. Насупрот томе, производни сектор је трпео последице високих трошкова енергије, обустава у испоруци гаса и премда мањих, али и даље присутних уских грла у снабдевању. Посматрано с расходне стране, остварени раст БДП-а у Т2 одређен је повећањем домаће тражње (уз допринос од 0,7 п.п.), пре свега потрошње домаћинства, а у мањој мери и повећањем нето извоза (уз допринос од 0,1 п.п.). Привредни раст у Т2 су забележили и наши главни спољнотрговински партнери унутар зоне евра, Немачка и Италија, при чему је раст у **Италији** био доста израженији (1,1% дсз.) него у **Немачкој** (0,1% дсз.).

По ишчезавању позитивних ефеката отварања економија и успешне туристичке сезоне у летњим месецима, **ЕЦБ** је у септембру оценила да је у Т3 економска активност у зони евра знатно успорила. Међутим, према прелиминарној процени *Eurostat*-а, у Т3 је, супротно очекивањима, забележен раст БДП-а зоне евра од 0,2% дсз., иако је кретање водећих економских индекса током Т3 указивало на улазак у

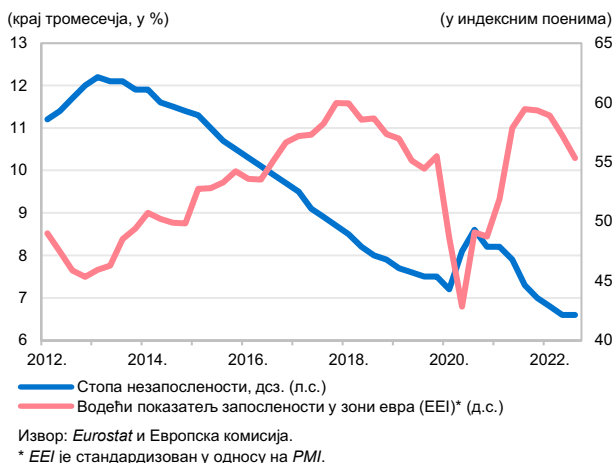
Графикон IV.6.2. Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а зоне евра (тримесечно, у п.п.)



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



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



фазу контракције – *Composite PMI*¹² је смањен са 52,0 поена у јуну на 48,1 поен у септембру, док је истовремено *ESI*¹³ спуштен са 103,2 поена на 93,6 поена, што су њихови најнижи нивои од новембра 2020. Под утицајем високе инфлације, слабљења потрошачке и екстерне тражње, као и повишене неизвесности, која нарушава тржишно поверење, посебно због проблема у снабдевању природним гасом и ширим геополитичким последицама продубљивања украјинске кризе, ЕЦБ очекује даље погоршање привредне активности унутар зоне евра. За 2022. пројектован је раст од 3,1% у основном сценарију (односно 2,8% у лошијем сценарију), при чему су ризици пројекције асиметрични наниже.

Економску активност у зони евра наставља да подстиче и даље повољна динамика на **тржишту рада**, на шта указује повећање стопе партиципације лица радног узраста (15–64 године) и стопе запослености у Т2 на 74,7% и 60,9%, респективно, што су њихови највиши нивои од оснивања зоне евра. У исто време, укупан број радних часова додатно је повећан у Т2, премашивши претпандемијски ниво (Т4 2019), док је стопа незапослености у септембру задржана на историјском минимуму од 6,6%. Међутим, ЕЦБ оцењује да ће се пројектовано успоравање привредног раста зоне евра у наредном периоду одразити на слабије перформансе тржишта рада, на шта указује и кретање водећег индекса запослености за зону евра (*EEI*¹⁴) силазном путањом, који се са 110,2 поена у јуну спустио на 106,6 поена у септембру, првенствено као последица погоршаних планова запошљавања у индустрији.

Друго тромесечје заредом, **привреда САД** је забележила пад, који је у Т2 износио 0,2% д.с. (тј. 0,6% укупно на годишњем нивоу), чиме се технички нашла у фази рецесије. На то је доминантно утицало смањење укупних инвестиција (првенствено залиха), а у мањој мери и пад државне потрошње (уз збирни допринос БДП-у од –0,8 п.п.), док је у супротном смеру деловао раст потрошње домаћинстава и опоравак нето извоза (уз збирни допринос БДП-у од 0,6 п.п.). ФЕД је у септембру оценио да показатељи пословног и потрошачког поверења с краја Т3 указују на врло скроман темпо економске активности, што

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



¹² Вредност индекса *Eurozone Composite PMI* изнад 50 поена указује на експанзију, а испод 50 на контракцију производне активности у зони евра.

¹³ Вредност индекса *Economic Sentiment Indicator* изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

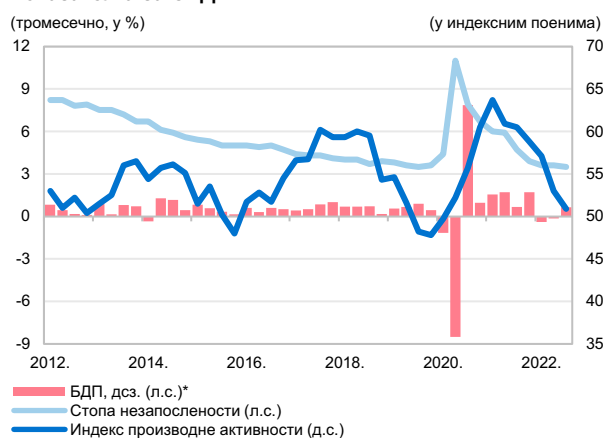
¹⁴ Вредност индекса *Employment Expectations Indicator* изнад 100 поена указује на планове већег запошљавања, а испод 100 на планове мањег запошљавања.

потврђује и композитни индекс индустријске активности за САД (*ISM Manufacturing PMI*¹⁵), који је износио 50,9 поена у септембру (након 53,0 поена у јуну). Према прелиминарној процени америчког Бироа за економску анализу, привреда САД је у Т3 забележила раст од 0,6% дсз., чиме је, за сада, изашла из зоне контракције, највише захваљујући порасту екстерне тражње. Међутим, узимајући у обзир лошија остварења у првом делу године од претходно очекиваних и агресивно поштравање монетарних услова, ФЕД је у септембру изразито ревидирао наниже јунску пројекцију привредног раста у 2022. години – за 1,5 п.п., на 0,2%. Притом, ризици пројекције су остали асиметрични наниже по основу неповољних кретања на глобалном нивоу, пре свега повишеног ризика од рецесије у зони евра, израженог успоравања кинеске привреде и преливања негативних ефеката конфликта у Украјини.

На и даље затегнуте услове на тржишту рада у САД указује рекордно ниска стопа незапослености од 3,5% у септембру, док је број слободних радних места (ван пољопривреде) и број запослених који намеравају добровољно да напусте посао, иако на nižем нивоу него у јуну, у септембру остао знатно изнад претпандемијског нивоа. Притом, стопе активности и запослености од почетка године расту спорије од очекивања, при чему је њихов ниво у септембру (62,3% и 60,1%, респективно) остао за по 1,1 п.п. испод претпандемијског нивоа. Истовремено, у приватном сектору је регистрован секторски широко распрострањен раст просечне номиналне зараде. Ипак, ФЕД процењује да још увек није отворена спирала између зарада и цена у САД, тако да је јунску пројекцију стопе незапослености у 2022. у септембру благо повећао – за 0,1 п.п., на 3,8%.

Упркос последицама украјинске кризе и продужених застоја у снабдевању, динамика привредног раста у већини земаља **региона средње и југоисточне Европе** током Т2 била је боља од очекиване, захваљујући издашној фискалној подршци и још увек повољним условима на тржишту рада. Иако нижи него у претходном тромесечју, у Т2 је на нивоу региона остварен привредни раст од 4,8% мг., као резултат повећања укупних инвестиција и потрошње (уз збирни допринос БДП-у од 5,6 п.п.), на супрот чему је деловао пад нето извоза (уз негативан допринос БДП-у од 0,8 п.п.). Међутим, водећи

Графикон IV.6.6. Кретање изабраних макроекономских показатеља за САД



Извор: U.S. BEA, U.S. BLS и Institute for Supply Management.

* Прелиминарна процена U.S. BEA за Т3 2022.

Графикон IV.6.7. Доприноси мг. стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе*



Извор: Eurostat.

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

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

показатељи указују на успоравање привредне активности у Т3 по основу даљег слабљења екстерне тражње, несташице енергената, као и повећаних трошкова живота услед растућих трошковых и ценовних притисака. Наставак геополитичких тензија, заоштравање монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а, као и ризик од поновног ширења пандемије, чине економске изгледе региона неизвесним, пре свега за наредну годину.

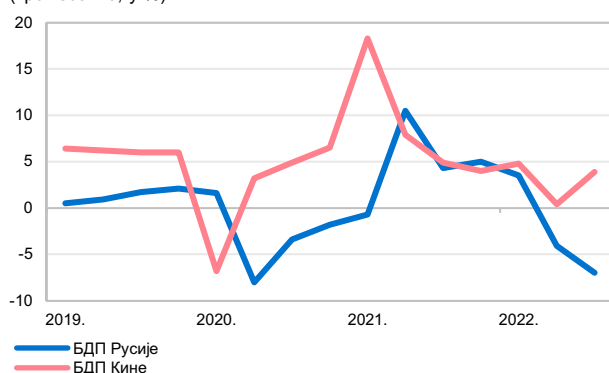
У условима ескалације конфликта у Украјини и уведених санкција западних земаља, **БДП Русије** је у Т2 смањен за 4,1% на мг. нивоу, највише под утицајем пада активности у услужном сектору (трговина и комуналне услуге), а у мањој мери и у секторима прерађивачке индустрије и рударства. Ипак, остварења у досадашњем току 2022. била су изнад очекивања државног статистичког завода и централне банке Русије, чему су допринели снажна подршка домаћег финансијског сектора, повољније извозне перформансе током П1, прилагођавање пословног амбијента измењеним околностима, као и релативно стабилно тржиште рада. Имајући то у виду, ММФ је у октобру кориговао навише пројекцију раста руске привреде у 2022. години – за 2,6 п.п., на -3,4%.

Због спровођења политике нулте толеранције на вирус корона и с тим повезаних затварања, **БДП Кине** је знатно успорио раст – на 0,4% мг. у Т2 (најслабији резултат од контракције у Т1 2020), на шта су знатно утицали и нарасли проблеми у сектору пословања некретнинама, који чини око петину економске активности у Кини. Као последица пада продаје, инвеститори у области станоградње нису у стању да заврше започете грађевинске пројекте, што ствара притисак на ликвидност и пролонгира дужничку кризу, која би се могла одразити и на домаћи банкарски сектор. Према прелиминарној процени Националног статистичког бироа, БДП Кине је у Т3 убрзао раст на 3,9% мг., захваљујући повећаној активности у прерађивачкој индустрији, рударству и трговини на мало. ММФ је у октобру ипак благо ревидирао наниже јулску пројекцију раста кинеске привреде – за 0,1 п.п., на 3,2% у 2022, што је најнижи ниво у протекле четири деценије (изузимајући иницијални пад по избијању епидемије).

Кретање инфлације

Током Т3, **инфлација у зони евра** наставила је кретање узлазном путањом и у септембру је износила 9,9% мг., од чега се око две трећине доприноса дугује снажном поскупљењу енергената (40,7% мг.) и даљем

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



Извор: национални статистички заводи.
* За Т3 2022. дата је процена централне банке Русије.

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



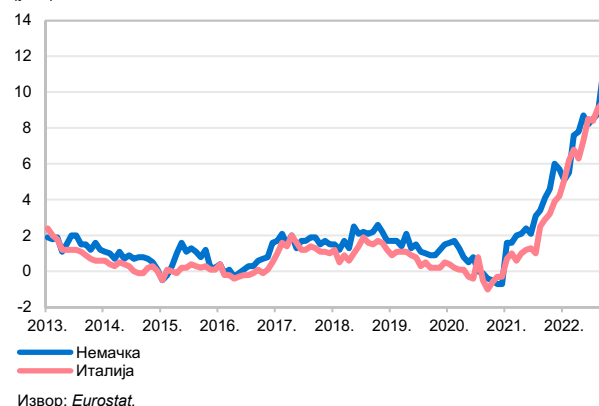
Извор: Eurostat и прерачун НБС.
* Хармонизовани ИПЦ по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета.

расту цена хране (11,8% мг.) у условима суше током летњих месеци у већем делу Европе и виших цена ђубрива и транспорта. И цене услуга и индустријских производа (без енергије) бележиле су мг. раст током ТЗ и определиле повећање базне инфлације на 4,8% мг. у септембру. Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** убрзана је на 10,9% мг. у септембру (више него у зони евра), под утицајем интензивног мг. раста цена хране и енергената, а у мањој мери и виших цена транспортних услуга по истеку важења попушта за услуге јавног превоза. **Инфлација у Италији** је такође убрзана, на 9,4% мг. у септембру, доминантно вођена вишим ценама хране. ЕЦБ је у септембру оценила да су ценовни притисци у зони евра широко распрострањени по компонентама ИПЦ-а као последица растућих трошкова енергије и хране, још увек присутних уских грла у производњи и ефеката отварања европских економија, што шокове на страни понуде и тражње чини већим од првобитно очекиваних и подстиче инфлаторне притиске. Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, мг. инфлација у зони евра у октобру је убрзана на 10,7%, у Немачкој на 11,6%, а у Италији на 12,8%.

Почев од јуна, **укупна инфлација у САД** (мерена променом ИПЦ-а) постепено је успоравала раст и у септембру је износила 8,2% мг. Томе је у највећој мери допринео нижи допринос цена енергије, чији је раст у септембру (19,8% мг.) био двоструко нижи него у јуну, а у мањој мери и нижи допринос цена производа (нарочито нових возила). У супротном смеру су деловали додатно повећање прехранбене инфлације и даљи раст цена услуга (станована, медицинских и транспортних), што је доминантно одредило убрзање **базне инфлације** (по искључењу цена хране и енергије) на 6,6% мг. у септембру, што је њен највиши ниво у протеклих 40 година. Према оцени ФЕД-а из септембра, инфлација у САД ће и у наредном периоду остати повишена, под утицајем присутне неравнотеже између понуде и тражње и још увек високих цена хране и енергије, које се преносе на остале цене и чине инфлаторне притиске распрострањенијим. У истом смеру ће деловати и затегнутост на тржишту рада у САД, која ствара притисак на повећање номиналних зарада, као и продужени застоји у ланцима снабдевања. Према прелиминарној процени америчког Бироа за статистику рада, укупна инфлација је у октобру додатно успорена на 7,7% мг., у највећој мери по основу споријег раста цена енергената и производа.

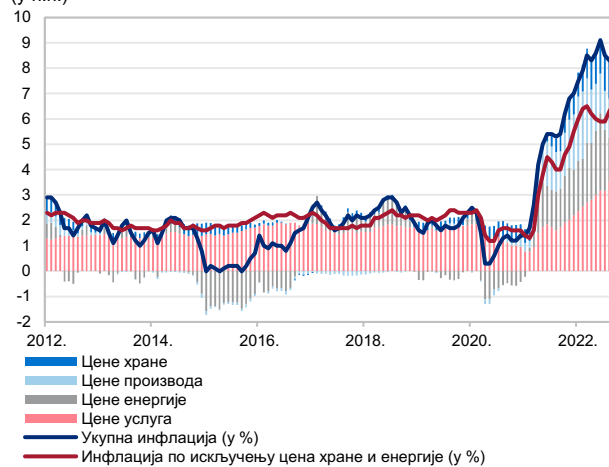
И у посматраним земљама региона средње и југоисточне Европе инфлација је у септембру била на вишем нивоу него у јуну. Највиши ниво мг.

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



Извор: Eurostat.

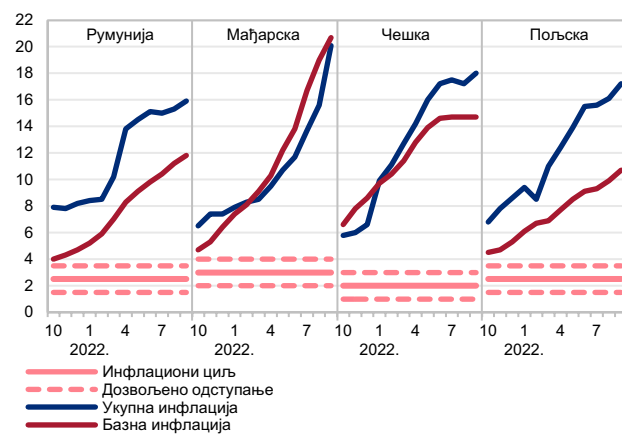
Графикон IV.6.11. Допринос компонента ИПЦ-а мг. инфлацији у САД (у п.п.)



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

Графикон IV.6.12. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са септембром 2022)

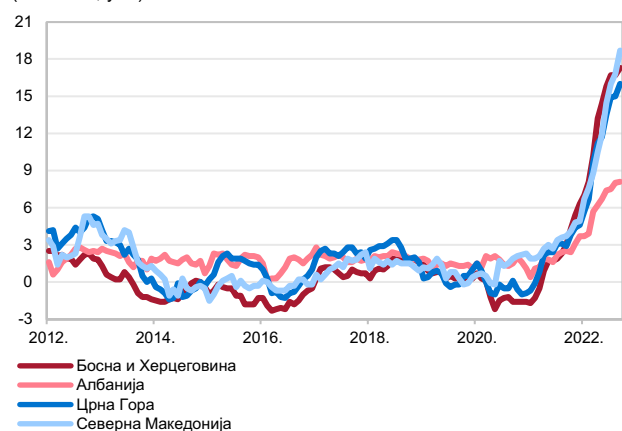
(мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

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

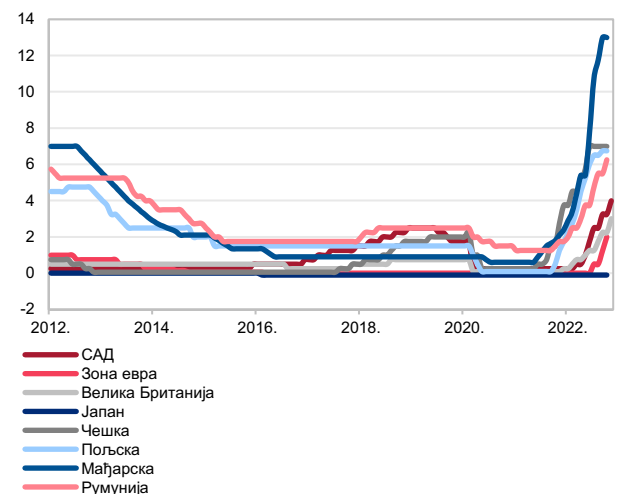
(мг. стопе, у %)



Извор: државни статистички заводи.

Графикон IV.6.14. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

инфлације у септембру забележен је у **Мађарској** (20,1%) по основу даљег раста цена хране, пре свега прерађене хране (упркос ограничавању цена појединих намирница), и цена у оквиру базне инфлације (20,7%), као и одлуке мађарске владе о укидању ограничења на цене гаса и електричне енергије (почев од августа) за домаћинства с већом месечном потрошњом (процењени ефекат на раст инфлације је око 3 п.п.). Иако су цене нафтних деривата деловале дезинфлаторно у **Чешкој** и **Румунији**, мг. инфлација у Чешкој је у септембру убрзала раст на 18,0% услед наставка раста цена осталих енергената (чврстих горива, електричне енергије и гаса), док су раст мг. инфлације у **Румунији** на 15,9% у септембру определиле више цене хране и производа у оквиру базне инфлације, насупрот споријем расту цена услуга. Истовремени раст мг. инфлације у **Пољској** на 17,2% вођен је вишим ценама становања и комуналних услуга по основу поскупљења електричне енергије, гаса и других горива. Према октобарским прогнозама *Consensus Economics*-а, пројектовано приближавање инфлације врхунцу у региону средње и југоисточне Европе могло би бити пролонгирано услед појачавања негативних ефеката украјинске кризе у енергетском сектору, посебно након прекида испоруке руског гаса у ЕУ, што би могло највише да погоди земље без излаза на море (Мађарска и Чешка).

У условима повишених цена хране и енергије, инфлација је у свим **земљама региона Западног Балкана** наставила кретање узлазном путањом током ТЗ, при чему је највећи раст мг. инфлације у септембру остварен у Северној Македонији (18,7%) и Босни и Херцеговини (17,3%). Нешто нижи раст мг. инфлације у септембру забележен је у Црној Гори (16%), а најнижи у Албанији (8,1%).

Монетарна политика

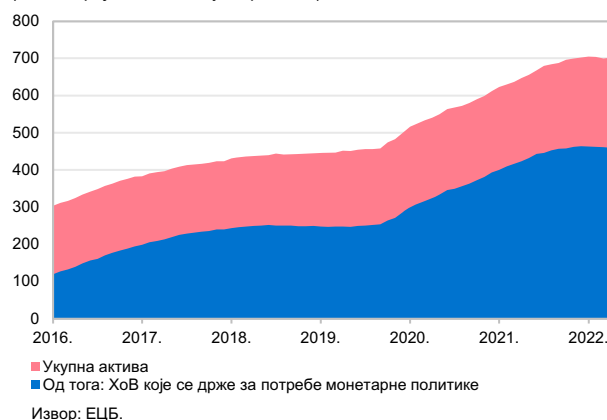
ЕЦБ је започела циклус повећања основних каматних стопа у јулу (за 50 б.п.), док је на састанцима у септембру и октобру то повећање било још израженије (за по 75 б.п.), када је референтна каматна стопа достигла 2,00%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице 2,25% и 1,50%, респективно. У саопштењима после јулског и септембарског састанка наведена повећања стопа означена су као израженије повећање раније током циклуса (*frontloading*), како би касније стопе могле да се повећавају у умеренијем износу. На наредних неколико састанака очекују се даља повећања каматних стопа, како би се ограничио раст тражње и смањено ризик од раста инфлационих очекивања. Пројекције инфлације знатно су

ревидиране навише, при чему ће инфлација вероватно бити изнад циља у дужем временском периоду. Пошто се након септембарског повећања стопа на депозитне олакшице нашла у позитивној зони, ЕЦБ је прекинула праксу по којој се део депозита банака изузима од примене негативне стопе на депозитне олакшице (*two-tier system*). Поред тога, привремено је укинута горња граница каматне стопе на државне депозите (0%), а нова граница биће једнака нижој од две каматне стопе – на депозитне олакшице или краткорочној стопи на тржишту новца (*€STR*). Ова мера, која је усмерена на спречавање наглог одлива депозита за које се не добија камата, примењиваће се до краја априла 2023. године. Поред тога, на састанку у октобру одлучено је да се од децембра ремунација издвојене обавезне резерве врши по стопи на депозитне олакшице, уместо као до сада по референтној каматној стопи.

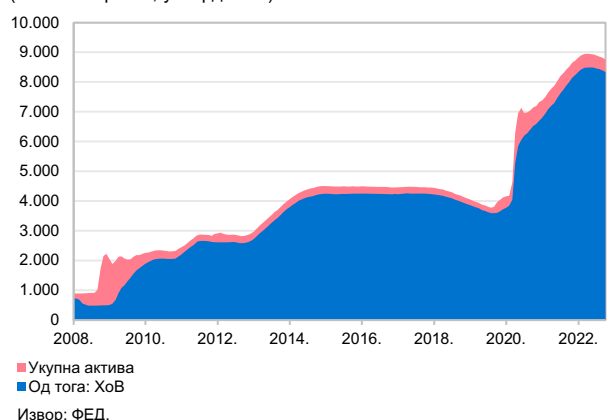
Када је реч о програмима куповине aktive, средства од доспелих ХоВ купљених у оквиру **програма APP** биће реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа, а главница доспелих ХоВ купљених у оквиру **програма PEPP** најмање до краја 2024. године, уз пажљиво руковођење портфолиом и обезбеђење његове конзистентности адекватним монетарним условима. Након што је у јуну омогућено флексибилно реинвестирање у оквиру програма **PEPP**, тј. привремено повећање обима куповине обвезница одређених држава, повећана је изложеност према државама периферије. Иако је предвиђено да флексибилно реинвестирање у оквиру програма **PEPP** буде прва линија одбране у кризним ситуацијама, у јулу је представљен нов инструмент – **TPI** (*Transmission Protection Instrument*), који омогућава куповину на секундарном тржишту дужничких ХоВ јавног сектора¹⁶ оних чланица које се суочавају с погоршањем услова финансирања. Како би се обезбедила конзистентност с нормализацијом монетарне политике и ојачала трансмисија каматних стопа ЕЦБ-а на каматне стопе на кредите банака, у октобру је донета одлука о рекалибрацији **операција рефинансирања дугорочних кредита банкама** (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III*) тако што ће од новембра каматне стопе на ове операције бити индексирани важећим основним каматним стопама ЕЦБ-а. Поред тога, понуђена је и могућност додатних превремених откупа ХоВ у оквиру овог програма.

ФЕД је наставио да заоштрава монетарну политику и у јулу, септембру и новембру повећао је распон

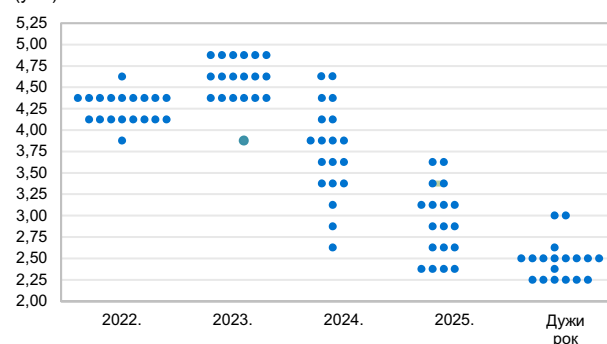
Графикон IV.6.15. Укупна актива ЕЦБ-а
(стање крајем месеца, у млрд EUR)



Графикон IV.6.16. Укупна актива ФЕД-а
(месечни просек, у млрд USD)



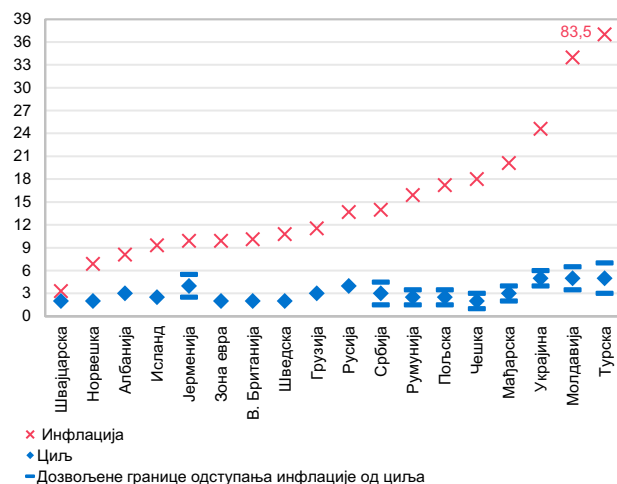
Графикон IV.6.17. ФЕД: Очекивања чланова FOMC о адекватној монетарној политици: Средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе (у %)



¹⁶ Потенцијално и ХоВ приватног сектора.

Графикон IV.6.18. Инфлација и циљ по земљама у септембру 2022.

(на годишњем нивоу, у %)



референтне каматне стопе за по 75 б.п., на 3,75–4,00%, чиме је референтна стопа од марта узастопно повећана шест пута, за укупно 375 б.п. Повећање референтне каматне стопе очекује се и на наредним састанцима, при чему је након новембарског састанка наведено да ће се приликом даљих повећања референтне каматне стопе узимати у обзир и кумулативно досадашње пооштравање монетарне политике, као и време потребно за преношење ефеката пооштравања на економску активност, инфлацију и финансијске услове. Поред тога, у складу са смерницама објављеним у мају, ФЕД је наставио смањење биланса стања за по 47,5 млрд долара месечно, а од септембра је тај износ повећан на 95 млрд долара. Наставак заоштравања монетарне политике ФЕД је образложио даљим јачањем показатеља тржишта рада, док инфлација остаје повишена, одражавајући неравнотежу између понуде и тражње, раст цена хране и енергената, али и ценовне притиске који се све више шире на остале производе и услуге. Оцењено је да дешавања у Украјини утичу на раст инфлације и оптерећују глобалну економску активност.

И **Банка Енглеске** је интензивирала заоштравање монетарне политике и на састанцима у августу и септембру повећала је референтну каматну стопу за по 50 б.п., а на састанку у новембру за 75 б.п., на 3,0%. Поред тога, одлучено је да се стање државних обвезница у портфолију Банке Енглеске у наредној години дана смањи за 80 млрд фунти, делом и директном продајом ХоВ, чиме је постала прва од водећих централних банака која се при смањењу биланса стања неће ослањати само на доспеће ХоВ. Притом, прва операција продаје државних ХоВ која је требало да буде одржана почетком октобра померена је за крај месеца, због поремећаја на тржишту изазваних планом владе о фискалној експанзији. Штавише, због одлуке о фискалној експанзији, Банка Енглеске била је принуђена да интервенише куповином државних ХоВ како би стабилизовала уздрмано финансијско тржиште. Након још једног одлагања, прва операција продаје државних ХоВ одржана је 1. новембра. Централна банка **Швајцарске** додатно је повећала референтну каматну стопу у септембру (за 75 б.п., на 0,50%), чиме се референтна стопа вратила у позитивну зону први пут након осам година, а нису искључена ни повећања на наредним састанцима.

Већина централних банака региона средње и југоисточне Европе наставила је да заоштрава монетарне политике. Централна банка **Мађарске** је

наставила са оштрим повећањима референтне стопе, која је током Т3 повећана за укупно 525 б.п., на 13,0% у септембру. Од јуна 2021. референтна каматна стопа повећана је 17 пута заредом, за укупно 1240 б.п. Након септембарског састанка објављено је да је циклус повећања референтне каматне стопе завршен, али да ће монетарна политика задржати рестриктиван карактер у дужем периоду путем повлачења ликвидности и даљег јачања ефикасности трансмисионог механизма. Од октобра се примењују више стопе обавезне резерве од најмање 5% (наспрам ранијег 1%), а које могу ићи и до 10%. На ванредном састанку у октобру проширен је коридор каматних стопа повећањем стопе на кредитне олакшице за 950 б.п., на 25,0%, а донета је и одлука да ће једнодневни девизни свопови и једнодневни тендери повлачења ликвидности бити реализовани по вишим каматним стопама него раније. Поред тога, ради смањења притисака на форинту централна банка ће у наредним месецима покривати тражњу за девизама која се односи на увоз енергената.

Централна банка **Пољске** повећала је референтну каматну стопу на састанцима у јулу и септембру за укупно 75 б.п., док је на састанку у октобру ову стопу задржала на септембарском нивоу (6,75%). Од октобра 2021. референтна каматна стопа повећана је 11 пута, укупно за 665 б.п. Централна банка Пољске саопштила је да ће предузети све потребне мере ради обезбеђења макроекономске и финансијске стабилности, пре свега да смањи ризик да инфлација остане повишена у дужем периоду, као и да може интервенисати на девизном тржишту како би ограничила флукуације злота у правцу депрецијације. Централна банка **Румуније** је од јула до октобра повећала референтну каматну стопу три пута, за укупно 250 б.п., на 6,25%, тј. укупно за 500 б.п. од октобра 2021. године.

Након повећања у јуну, централна банка **Чешке** на наредна два састанка, у августу и септембру, није мењала референтну каматну стопу (7,0%). Од јуна 2021. референтна каматна стопа повећана је девет пута, укупно за 675 б.п.

С друге стране, упркос снажним инфлаторним и депрецијацијским притисцима, централна банка **Турске** је на састанцима у августу и септембру смањила референтну каматну стопу за по 100 б.п. и за 150 б.п. у октобру, на 10,5%, уз образложење да су инфлаторни притисци последица негативних шокова на страни понуде изазваних растом цена енергената, хране и примарних производа, а не фактора који

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

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	14,0	3,0 ± 1,5	4,50
Пољска	17,2	2,5 ± 1,0	6,75
Чешка	18,0	2,0 ± 1,0	7,00
Мађарска	20,1	3,0 ± 1,0	13,00
Румунија	15,9	2,5 ± 1,0	6,25
Турска	83,5	5,0 ± 2,0	10,50

Извор: централне банке изабраних земаља.

* ИПЦ, мг. стопе у септембру 2022.

** Последњи расположив податак.

потичу од измењених економских фундамената, као и да је важно да финансијски услови наставе да подржавају позитивне трендове у индустријској производњи и запосленост.

Централна банка **Русије** наставила је да смањује референтну каматну стопу, за 150 б.п. у јулу и за 50 б.п. у септембру, на 7,5%. Од априла до септембра референтна каматна стопа смањена је за укупно 12,5 п.п., при чему се од јула ова стопа налази испод нивоа пре ескалације кризе у Украјини (9,5%). Према септембарским оценама централне банке Русије, циклус смањења референтне каматне стопе близу је краја, при чему је на октобарском састанку ова стопа задржана на непромењеном нивоу.

Осврт 2: Заоштравање глобалних финансијских услова

Свет се тренутно суочава са екстремно изазовним међународним окружењем, а посебно земље у успону. Док се ове земље боре с последицама снажних потреса као што су растућа глобална инфлација, енергетска криза, сукоб у Украјини, као и још увек присутним негативним ефектима пандемије, суочене су и с проблемом изразитог раста трошкова екстерног финансирања. Почетком ове године привредни раст земаља у успону узео је замаха, вођен пре свега растом екстерне тражње, вишим ценама примарних производа, опоравком туризма и растом прилива дознака, што је више него компензовало започето заоштравање глобалних финансијских услова. Међутим, са очекиваним даљим растом каматних стопа централних банака и успоравањем светске привреде, заоштравање финансијских услова тешко да ће се моћи компензовати.

Глобални финансијски услови, који одражавају расположивост финансијских средстава на међународном тржишту, знатно су се погоршали када су **водеће централне банке започеле бржу од очекиване нормализацију својих монетарних политика**, с циљем обуздавања снажног раста инфлације и раста инфлационих очекивања. ФЕД је повећао референтну каматну стопу за укупно 3,75 п.п. од марта 2022. и најавио даље повећање. Наставак повећања каматних стопа најавила је и ЕЦБ, која је од јула ове године повећала своју стопу за 2,0 п.п. ФЕД је у већој мери повећао каматну стопу него ЕЦБ, делом због разлика у динамици инфлације и економским условима, а делом и због разлика у нивоу фискалних стимуланса током пандемије и ефеката скока цена примарних производа и промена у приватној штедњи. Више каматне стопе на задуживање и последичан раст трошкова кредита, укључујући хипотекарне, већ имају ефекат на тражњу, пре свега на тржишту некретнина, које показује најраније и најевидентније знаке успоравања, пре свега у САД.

Каматне стопе подижу и друге централне банке, па су номиналне каматне стопе сада изнад нивоа пре пандемије и у развијеним земљама и у земљама у успону. Ипак, с повећаном инфлацијом, реалне каматне стопе се још увек нису вратиле на ниво пре пандемије. Међутим, затезање глобалних финансијских услова не одражава само раст каматних стопа, већ и пад цена активе и апрецијацију америчког долара. **Затегнутост таквих финансијских услова на највишем нивоу је од 2009. године**, према глобалном индексу *Goldman Sachs*-а. Иако разлике постоје по регионима, и према ММФ-у се финансијски услови за већину земаља већ сада су слични онима који су преовлађавали у априлу 2020. због пандемије и почетком 2009. због светске економске кризе.

На затезање финансијских услова у већини региона утицала је у великој мери снажна реална апрецијација долара, која га је довела на ниво с почетка 2000-их. **Међу показатељима за мерење стреса у светској привреди управо је и глобална тражња за доларима**, јер је њен раст вођен нестабилношћу на тржиштима активе и преусмеравањем пласмана инвеститора у америчку валуту као резервну. Јачи долар и више каматне стопе повећавају трошкове задуживања за земље у успону, које су већ суочене с вишим реалним каматним стопама него развијене земље. Поред тога, **јачање долара повећава трошкове многих увозних добара**, пре свега нафте и других примарних производа, чије се цене на међународном тржишту исказују у доларима, а тиме повећава и инфлаторне притиске. С продубљивањем геополитичких тензија ситуација би се могла погоршати даљим растом улагања инвеститора у америчке државне ХоВ, што би могло додатно да ојача долар. Такође, **енергетска криза подгрева повећан финансијски стрес**, с обзиром на то да раст цена на тржиштима енергената повећава захтеве у

Графикон О.2.1. Финансијски услови по регионима (стандардна девијација од средине)



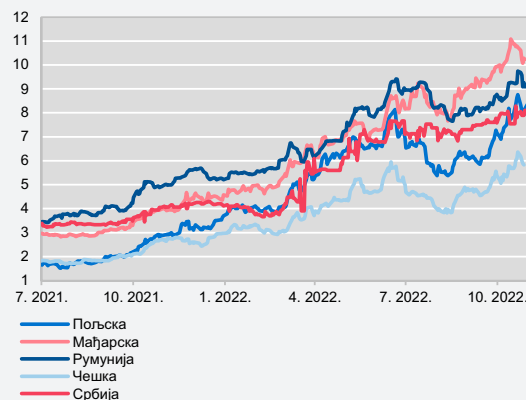
погледу колатерала за трговину енергентима и доприноси рестриктивнијој доларској ликвидности.

Строжи финансијски услови изазивају знатну дивергенцију и међу развијеним земљама у погледу каматних стопа по којима позајмљују средства, а поготово међу земљама у успону. Раст неизвесности и бег инвеститора у сигурну активу повећао је **разлике у приносима** између државних ХоВ одређене земље које су изражене у америчким доларима (или еврима) и приноса на државне ХоВ САД (или Немачке). Ради се о премији ризика, која у последњој години дана бележи раст за готово све земље у успону. Раст је посебно изражен за земље Африке, али и за земље средње и источне Европе, где одражава смањење спремности инвеститора за преузимање ризика и због очекиваних већих ефеката сукоба у Украјини и услед успоравања привредног раста зоне евра, која је овим земљама најзначајнији трговински партнер.

Погоршање финансијских услова утицало је на слабији **излазак на међународно финансијско тржиште и задуживање у чврстој валути** – оно се **одвија по најспоријем темпу од 2015. године**. Обим емисије државних ХоВ у чврстим валутама у периоду јануар–септембар 2022. смањен је за више од 54% у односу на исти период 2021.¹ Србија је претходних година емитовала еврообвезнице на међународном финансијском тржишту по веома повољним условима, а средства су искоришћена за превремену отплату раније емитованих ХоВ по знатно вишим стопама приноса. Захваљујући емисијама у прошлој години по повољним условима, обезбеђена су и значајна средства за финансирање државе у овој години.

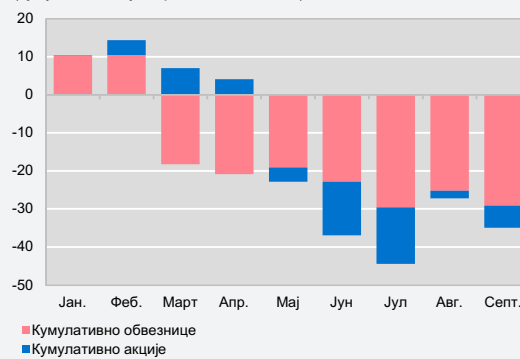
Истовремено, земље у успону суочене су са **заоштравањем услова на тржишту ХоВ у локалној валути**. Приноси на државне ХоВ су посебно повећани у земљама средње и источне Европе. Ако посматрамо рочност од десет година, приноси на државне ХоВ у локалној валути повећани су у Мађарској на 10,40% у просеку у октобру, док су крајем прошле године били на нивоу од 4,48%, колико је износио просек за децембар 2021. године. Приноси исте рочности у Румунији повећани су са 5,40% на 9,09% у посматраном периоду, Пољској са 3,33% на 7,88%, а најмање у Чешкој, са 2,72% на 5,70%. Када је реч о Србији, компаративно посматрано са овим земљама, можемо рећи да су умерено повећани приноси на државне ХоВ у локалној валути, који су, према подацима са секундарног трговања

Графикон О.2.2. Принос на државне обвезнице у локалној валути (приближне рочности 10 година) (дневни подаци, у %)



Извор: Рефинитив, за Србију подаци из секундарног трговања.

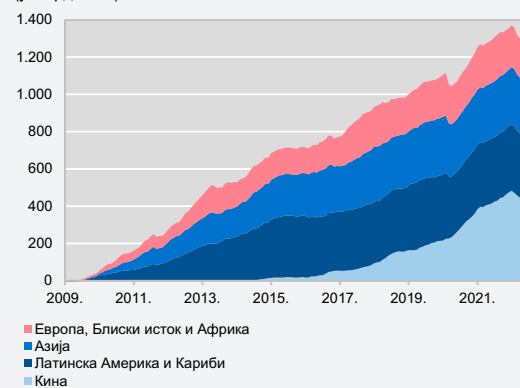
Графикон О.2.3. Портфолио токови у локалној валути у земљама у успону* у 2022. (кумулативно, у млрд USD, месечно)



Извор: ММФ, *Financial Stability Report*, октобар 2022.

* Искључујући Кину.

Графикон О.2.4. Кумулативни портфолио токови у локалној валути по регионима земаља у успону (у млрд USD)



Извор: ММФ, *Financial Stability Report*, октобар 2022.

¹ ММФ, *Financial Stability Report*, октобар 2022, стр. 16.

ХоВ приближне рочности десет година, у просеку износили 7,97% у октобру, док је њихов децембарски просек био 4,20%. Притисци на тржишту ХоВ у домаћој валути у земљама у успону вероватно ће и даље бити присутни, посебно ако се има у виду да се с растом реалних каматних стопа у развијеним земљама смањује каматни диференцијал, тј. распон између приноса на ХоВ земаља у успону и развијених земаља.

Смањење каматног диференцијала може подстаћи одлив капитала с тржишта у успону. Затежање финансијских услова и бојазан од глобалне рецесије већ су **утицали на глобалне токове капитала**, пре свега на портфолио инвестиције у обвезнице и акције у локалној валути. Након нето прилива по основу ових портфолио инвестиција оствареног почетком ове године, страни инвеститори су поново почели да се повлаче из земаља у успону. Иако је у августу приметан умерени опоравак, ситуација се поново погоршала у септембру. Протеклих година су портфолио улагања нерезидената у дуг земаља у успону у локалној валути (искључујући Кину) генерално стагнирала због пандемије. Ипак, знатна средства су акумулирана током последње деценије, па су овогодишњи одливи само релативно мали део укупно акумулираних прилива. У наредном периоду не очекује се знатнији раст портфолио инвестиција према већини земаља у успону, с обзиром на то да су фактори који утичу на смањење ових улагања и даље изразито наглашени: волатилност на финансијским и робним тржиштима (пре свега енергената), перзистентно снажан долар и изражена економска и политичка неизвесност.

На тржишту Србије, закључно са октобром, у поседу страних инвеститора било је око 14% портфолија динарских државних ХоВ. У односу на 2013, када су изласци појединих инвеститора с тржишта (услед смањења квантитативних олакшица ФЕД-а) утицали на веће одливе по основу портфолио инвестиција из Србије, **база инвеститора који улажу у државне ХоВ у међувремену је битно проширена и у погледу броја инвеститора и у погледу географске структуре**. Даљем ширењу базе инвеститора доприноси и укључивање динарских државних ХоВ у индексе *J.P. Morgan*-а у јуну 2021. и у међународни регистар ХоВ *Clearstream* у октобру 2021. године.

Заоштравање глобалних финансијских услова имаће за последицу **нижи привредни раст светске привреде**. Раст већ успорава готово свуда, уз забринутост да би водеће централне банке могле да повећају каматне стопе знатно изнад неутралног нивоа како би обуздале инфлаторне притиске. То смањује наду да је могуће избећи оштар пад и **повећава очекивања инвеститора о последиčnoј рецесији у развијеним земљама**. САД су се већ нашле у техничкој рецесији, док се у зони евра очекује успоравање економске активности и јачање рецесионих притисака. Већина земаља у успону ће бити погођена успоравањем привредног раста у САД и зони евра, као и у Кини, а многе земље ће бити рањиве и у погледу евентуалне депрецијације домаћих валута, која би повећала инфлаторне притиске и финансијске трошкове и додатно отежала приступ кредитном тржишту. У бољој ситуацији су оне земље у успону које су нето извознице енергената, јер се очекује да цене нафте и гаса остану на релативно високом нивоу и у наредном периоду.

Поменути изазови се појављују у тренутку када је **фискална позиција већине земаља прилично напрегнута**, нарочито ако се има у виду да су током пандемије спроводиле снажну контрацикличну фискалну политику, што владама сада оставља мање простора за фискалну подршку привреди и грађанима (око 60% земаља с ниским доходом налази се у високом ризику или се већ суочава с проблемима у отплати јавног дуга и нема нимало простора за фискалне мере). Притисак на јавни дуг долази и услед виших трошкова задуживања и услед очекиваног успоравања привредног раста. ММФ очекује даље смањење глобалног државног дуга ове године на 91% БДП-а, због смањења фискалног дефицита, раста БДП-а и скока инфлације, али је то још увек за око 7,5 п.п. изнад нивоа пре пандемије. У наредним годинама ММФ очекује стабилизацију учешћа јавног дуга у БДП-у и у развијеним земљама и у земљама у успону и развоју. Међутим, чак и уз стабилизацију јавног дуга у БДП-у, издаци за камате у односу на БДП ће расти у наредним годинама. Ти издаци се у земљама у успону и развоју налазе на знатно вишем нивоу него у развијеним земљама, упркос нижем нивоу дуга према БДП-у.

У Србији се удео јавног дуга у БДП-у од 2016. године креће испод мастрихтског критеријума (60%) и нижи је него у другим земљама у региону Западног Балкана (са изузетком Босне и Херцеговине). Према доступним подацима, у септембру је износио 54,2% на нивоу опште државе, односно 53,7% на нивоу централне власти. При томе, **знатно је смањено учешће јавног дуга израженог у доларима** – са 33,9% у 2016. на 12,5% у септембру 2022, чиме је у великој мери смањена изложеност валутном ризику по основу јачања долара у протеклим месецима.

Повећање трошкова сервисирања дуга може да врши притисак на депрецијацију домаћих валута и девизне резерве централних банака. Бруто девизне резерве Србије повећане су са око 11 млрд долара крајем 2016. на око 16,9 млрд евра, колико су износиле на крају октобра 2022, што је њихов историјски максимум. Оне представљају важан елемент отпорности српске привреде на екстерне ризике и дају довољан простор Народној банци Србије да благовремено интервенише на МДТ-у у периоду глобално повећане неизвесности, а да притом не наруши критеријум адекватног нивоа девизних резерви.

Међусобне везе између влада земаља у успону и локалних банака интензивирале су се у протекле две године, пошто су потребе држава за недостајућим средствима доминантно покривале банке ради ублажавања негативног утицаја пандемије. Као резултат тога, банке су у многим земљама у 2021. постале највећи повериоци држава и по том основу знатно повећале изложеност ризицима у отплати јавног дуга. Поремећаји у финансирању земаља у успону услед актуелне кризе могли би да повратном спрегом – због споне јавног дуга и банака (енгл. *lexus*) – доведу у проблематичну ситуацију и државе и банке кроз вишеструке канале утицаја, што се може негативно одразити на финансијско здравље банака и кредитирање привреде и становништва. Тиме се потенцијално угрожава квалитет портфолија банака и укупна макрофинансијска стабилност, пре свега у земљама чији финансијски сектор карактерише мањи степен ликвидности и капиталне адекватности. То је посебно важно ако се има у виду да у условима виших каматних стопа банке, с једне стране, увећавају своје нето приходе, а с друге стране носе губитке по основу смањеног обима одобрених кредита и пораста неизмиренних обавеза од стране клијената. Равнотежа између ових фактора опредељиваће стабилност финансијског сектора у будућности. У случају Србије, потраживања банака од државе тренутно чине око 15% њихових укупних потраживања и њихово учешће смањује се у континуитету од 2016, што говори о томе да *crowding-out* ефекат није изражен и да банке у Србији имају довољно средстава за финансирање приватног сектора. Банкарски сектор у Србији је већ годинама високо ликвидан и капитализован, о чему сведочи просечан месечни показатељ ликвидности банкарског сектора од 2,1 у децембру 2021, односно 2,0 у септембру 2022. (регулаторни минимум је 1,0), као и показатељ адекватности капитала од 20,77% у децембру 2021, односно 19,47% у септембру 2022. године (регулаторни минимум је 8%).

Генерално посматрано, монетарна и фискална политика данас функционишу у условима вишедимензионалне кризе под притиском незавршене пандемије, повишене инфлације услед незапамћеног поскупљења енергената и далекосежних последица конфликта у Украјини и с тим повезаних геополитичких тензија. С таквим развојем догађаја, који подгрева ценовне притиске и подиже неизвесност, контекст у коме функционишу монетарна и фискална политика нагло се променио. До пре годину дана водеће централне банке су у спровођењу монетарне политике биле ограничене ефективном доњом границом каматних стопа, због чега су

Графикон О.2.5. Јавни дуг и издаци за камате у развијеним земљама и земљама у успону и развоју, 2017–2024.*

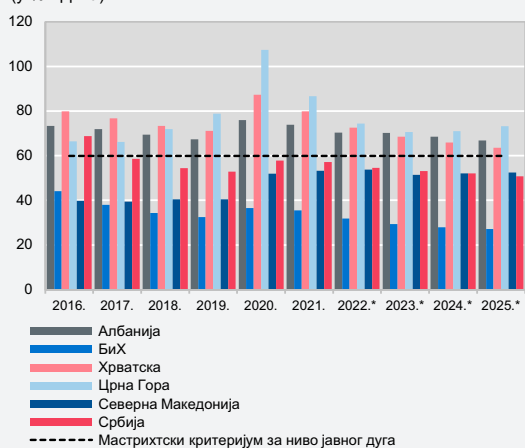


Извор: ММФ, *Fiscal Monitor*, октобар 2022.

* Подаци за 2022–2024. представљају пројекцију.

** Искључујући Кину.

Графикон О.2.6. Динамика јавног дуга опште државе у земљама Западног Балкана



Извор: ММФ *WEO* база података (октобар 2022) и Управа за јавни дуг РС.

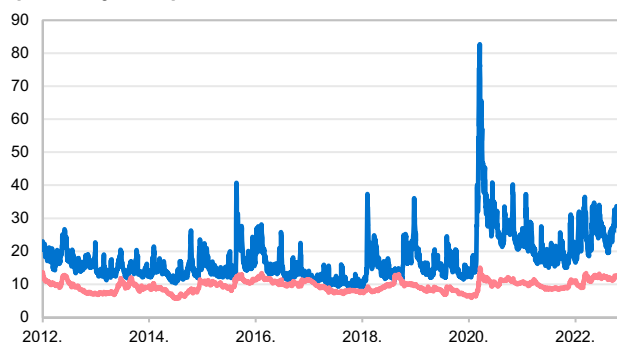
* Процене за 2022. и пројекције за период 2023–2025.

спроводиле програме квантитативног попуштања, а подршку им је пружала и фискална политика како би се приближиле циљаним нивоима инфлације. Такође, централне банке земаља у успону су први пут у модерној историји биле у могућности да спровode контрацикличну монетарну политику као и развијене земље и, у координацији с фискалним мерама, пруже неопходну подршку својој привреди и грађанима. У међувремену се ситуација знатно променила – монетарна и фискална политика данас морају да се боре са снажним растом општег нивоа цена, који премашује вишедеценијске максимуме, у условима геополитичких тензија и сукоба у Украјини, енергетске кризе, успоравања глобалног привредног раста и високих трошкова задуживања, што ствара додатна буџетска ограничења и повећава ризик финансијске кризе и у развијеним земљама.²

Макроекономска стабилност и знатне девизне резерве у многим земљама у успону, уз већи кредибилитет централних банака и влада, помоћи ће да се савладају ефекти поштрених финансијских услова. Приоритет монетарне и фискалне политике сада је у свим земљама исти – повратак ценовне стабилности и очување фискалне одрживости, уз заштиту најрањивијих слојева друштва, како би се олакшао терет огромног раста трошкова живота који се дешава широм света. Општи карактер фискалне политике ипак мора остати у довољној мери рестриктиван, како би монетарна политика могла да испуни свој основни задатак и поврати средњорочну ценовну стабилност, која је услов за даљи одржив привредни раст.

² О томе најбоље говори пример Велике Британије с краја септембра ове године, када је волатилност на тржишту државних ХоВ могла да доведе до колапса многих фондова пензијског система, с последицама на цео финансијски систем. До тога није дошло захваљујући интервенцији Банке Енглеске, која је, након стрмоглавог пада фунте у односу на долар и пораста трошкова задуживања, саопштила да ће купити неограничену количину државних ХоВ у напору да стабилизује уздрмано финансијско тржиште. Волатилност на тржишту је покренуо Владин предлог огромног пакета смањења пореза и раста потрошње током периода већ високе инфлације, који је предвиђао раст задуживања државе у условима растућих каматних стопа. Тржиште је снажно одреаговало, тако да су приноси на дугорочне државне ХоВ скочили и вредност британске фунте оштро пала. Скок каматних стопа брзо се прелио кроз финансијски систем до пензијског система, доводећи у опасност стабилност целог финансијског система.

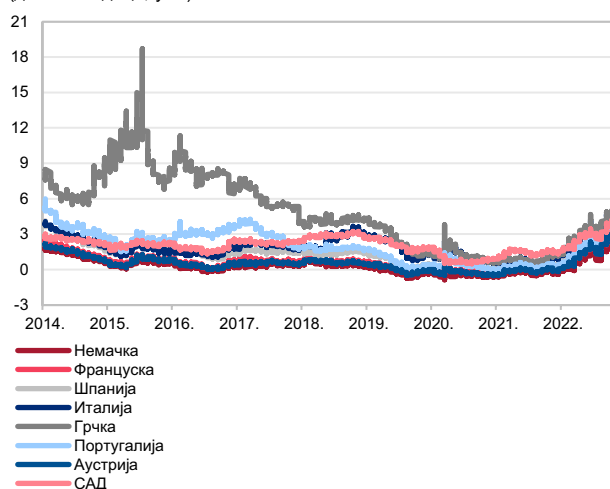
Графикон IV.6.19. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта*



Извор: Блумберг.

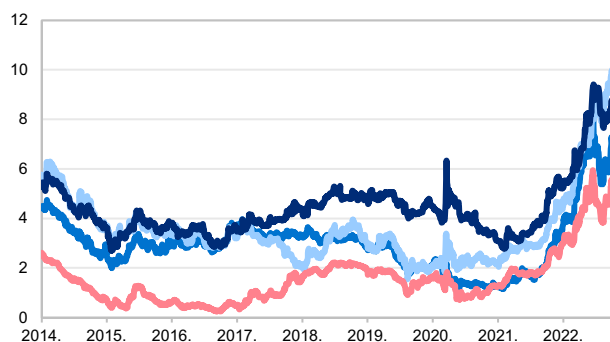
* VIX (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; EM-VXY (J.P. Morgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

Графикон IV.6.20. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.6.21. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (у локалној валути) (дневни подаци, у %)



Извор: Рефинитив.

Финансијска и робна тржишта

Кретања на међународним финансијским тржиштима током ТЗ била су под утицајем растуће неизвесности на глобалном нивоу услед додатне ескалације геополитичких тензија и конфликта у Украјини. Такође, инфлаторни притисци су и даље изражени упркос досадашњем заостравању монетарних политика водећих централних банака, што упућује на неопходност додатног заостравања монетарних услова. С тим у вези, имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (VIX) повећана је током ТЗ за 2,9 п.п., на 31,6%. Истовремено, индекс EM-VXY, који указује на волатилност валута земаља у успону, порастао је за 0,6 п.п. и крајем септембра износио је 12,5%.

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља повећани су током ТЗ у просеку за око 1 п.п. Раст приноса је највећим делом последица досадашњег заостравања монетарних политика водећих централних банака, као и очекивања тржишта да ће централне банке на глобалном нивоу наставити с повећањем степена рестриктивности, како би се избориле с растућом инфлацијом. У прилог томе говоре и изјаве званичника ФЕД-а и ЕЦБ-а у којима се наглашава неопходност обуздавања инфлаторних притисака чак и по цену снажније привредне контракције. Раст бележе и приноси на десетогодишње обвезнице земаља у региону услед заостравања монетарних услова и повећања референтних каматних стопа од стране њихових централних банака.

Током ТЗ настављена је апрецијација долара према осталим водећим валутама на међународном финансијском тржишту. Јачању долара кључно је доприносило брже заостравање монетарне политике ФЕД-а у поређењу с централним банкама осталих водећих економија, као и очекивани даљи раст референтне каматне стопе ФЕД-а. Поред тога, даље продубљивање конфликта у Украјини и забринутост због успоравања глобалне привредне активности појачали су аверзију инвеститора према ризику и подстакли тражњу за долларом као валутом сигурног уточишта.

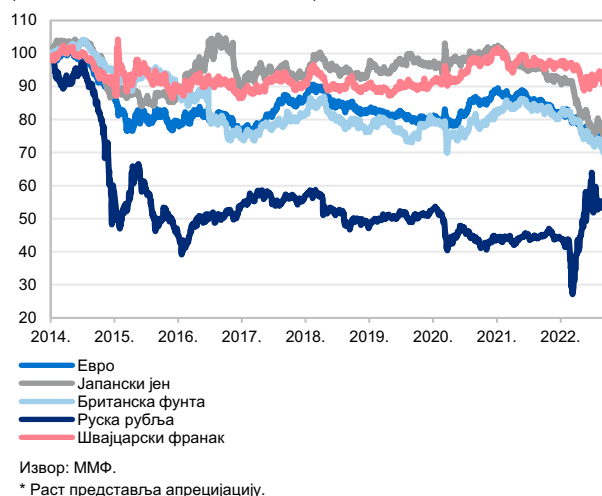
Знатна апрецијација долара према осталим водећим валутама и веће од очекиваног заостравање монетарне политике ФЕД-а утицали су на пад цене злата на светском тржишту током јула и септембра, док су вести о неповољнијим изгледима глобалног раста, а пре свега споријем привредном расту Кине, која је главни купац злата у свету, као и о растућој

инфлацији, утицале на њен пад до краја августа. На крају Т3 цена злата је износила око 1.670 долара по унци, што је за 8,0% ниже него на крају Т2 и уједно најнижи ниво од краја марта 2021. У октобру је цена злата додатно смањена, на око 1.639 долара по унци, највише под утицајем даљег јачања долара на међународном финансијском тржишту.

Започети пад **цене нафте на светском тржишту** у јулу (на око 108 долара по барелу) настављен је у августу услед појачаних глобалних рецесионих притисака и слабљења економске активности у Кини, која је највећи светски увозник сирове нафте, при чему је *OPEC+* повећао производњу, а Русија и Суданска Арабија извоз нафте. Премда је крајем августа цена нафте накратко премашила 100 долара по барелу као последица низа инцидентних догађаја (прекиди у снабдевању ЕУ нафтом из Русије због оштећења ценовода у Казахстану, ванредно техничко одржавање гасовода Северни ток 1, прекиди у експлоатацији гаса у Норвешкој и Великој Британији), она је до краја месеца спуштена на око 96 долара по барелу, под утицајем раста вредности долара и приноса на државне обвезнице САД. Исти фактори су наставили да делују током септембра, што је, уз смањену тражњу за нафтом због страха од рецесије и повећаног извоза горива из Кине, условило пад цене нафте на око 86 долара по барелу, што је за око 25% испод нивоа с краја Т2 и уједно најнижи ниво од почетка године. У октобру је цена нафте била у порасту (на око 93 долара по барелу на крају месеца) након најаве ЕУ о забрани увоза руске нафте од децембра 2022. и евентуалних контрамера Русије, као и договора чланица *OPEC+* о смањењу обима производње нафте за више од 2 млн барела дневно.

Иако су европска складишта гаса била на око 70% попуњености крајем јула, **реперна цена природног гаса за Европу** (на холандском чворишту *TTF*) у јулу је порасла за око 60% по основу пада извоза течног нафтног гаса из САД и смањеног дотока руског гаса. Уследила је потпуна обустава испоруке гаса из Русије преко гасовода Северни ток 1, због чега је цена гаса у последњој декади августа достигла рекордних 330 евра по мегават-сату, пре него што се крајем месеца спустила на око 230 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 2.450 долара за хиљаду кубних метара гаса)¹⁷. Упоредо с вестима о убрзаном пуњењу складишних капацитета на преко 80% крајем

Графикон IV.6.22. **Кретање курсева одређених националних валута према долару***
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



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



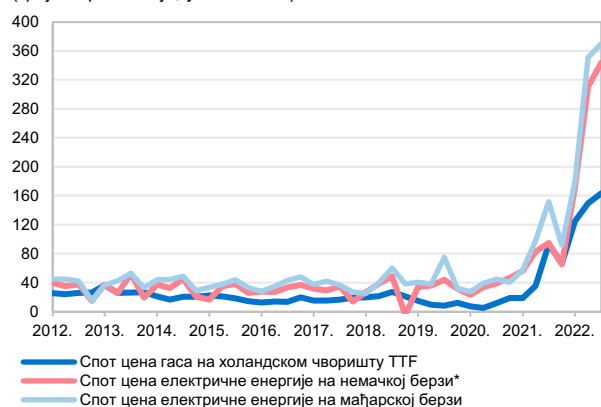
Графикон IV.6.24. **Кретање светске цене нафте**
(крајем тромесечја, у USD)



¹⁷ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh = 1.000 m³).

августа (што је више од планираног нивоа до краја новембра), током септембра су се смирили ценовни притисци на тржишту гаса у Европи, тако да је крајем месеца цена гаса износила око 164 евра по мегават-сату (тј. близу 1.700 долара за хиљаду кубних метара гаса). Међутим, неизвесно је на који начин ће се најављене мере уштеде енергије земаља ЕУ (од којих су неке већ предузете) одразити на цене гаса у наредном периоду, јер расте забринутост око даљих поремећаја у снабдевању током зимских месеци. У октобру, реперна цена природног гаса за Европу пала је на 28 евра по мегават-сату, на шта је највише утицало повећање залиха гаса у европским складиштима и топлије време од уобичајеног за овај период године.

Графикон IV.6.25. Кретање реперних цена природног гаса и електричне енергије за Европу (крајем тромесечја, у EUR/MWh)



Извор: Рефинитив и Светска банка.

* Цена електричне енергије је на крају дана 30. 9. 2022. била 82 EUR/MWh.

Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) пратила је динамику реперне цене природног гаса током Т3, тако да се, највише због снажне тражње и прекида у испоруци гаса из Русије у Немачку, крајем августа попела на историјски максимум од око 700 евра по мегават-сату. У наредна два месеца ценовни притисци су били знатно мањи, упоредо с падом цене природног гаса и благим временом за то доба године, па је цена електричне енергије оборена на 78 евра по мегават-сату крајем октобра. У исто време, **цена електричне енергије на мађарској берзи**, која је релевантна и за домаће тржиште, остала је на релативно високом нивоу од 370 евра по мегават-сату на крају Т3, што је за око 5% више него на крају Т2, али је и она у октобру смањена на 136 евра по мегават-сату.

Услед високих цена гаса у Европи и Азији, енергетски сектор је повећао тражњу за **термалним угљем** као алтернативним извором енергије, што је смањило његове залихе на међународном тржишту, тако да је цена угља током летњих месеци бележила нове рекордне нивое и на крају Т3 је износила око 430 долара по тони, што је за око 12% изнад нивоа с краја Т2. Међународна агенција за енергетику (*IEA*) процењује да ће глобална тражња за угљем ове године порастати на око 8 млрд тона (последњи пут забележено 2013), при чему је позвала европске земље да привремено подстакну производњу угља, како би се спречили потенцијални застоји у снабдевању привреде електричном енергијом у предстојећим месецима, када ће увоз гаса бити ограничен. С обзиром на то да ЕУ инсистира на забрани увоза угља из Русије, неколико европских влада је објавило планове за поновно активирање термоелектрана да би се избегле несташнице струје. Цена термалног угља у октобру пала је на око 356 долара по тони, на шта је

Графикон IV.6.26. Кретање цена термалног угља и минералних ђубрива (крајем тромесечја, у USD по тони)



Извор: *Investing.com* и Светска банка.

* Природна фосфатна стена, фосфат, калијум и азот.

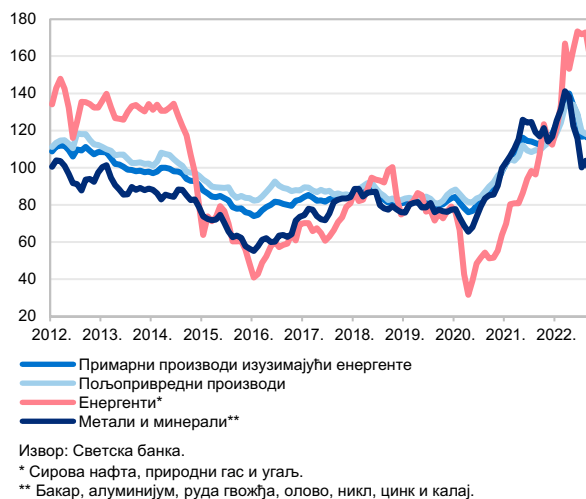
утицала већа производња и извоз угља из Јужне Африке, као и најава повећања производних капацитета Кине.

Вишемесечни раст цена **минералних ђубрива на светском тржишту** у највећој мери је проузрокован конфликтом у Украјини, јер је под утицајем санкција западних земаља извоз ђубрива из Русије (која је у 2021. учествовала са око 20% у глобалној понуди) драстично смањен, а првенствено је био намењен европском тржишту. Цене ђубрива у ТЗ биле су нешто више него у Т2 (0,6%) као последица додатног поскупљења фосфорита (11%). Посматрано од почетка године закључно с крајем октобра, ова цена је виша за 86% него у истом периоду 2021. и око 200% виша него 2020. године. Како би смањили зависност од синтетичких (неорганских) ђубрива, све већи број америчких и афричких пољопривредника одлучује се за употребу природних ђубрива, која се показују као бољи избор са аспекта органске и одрживе пољопривредне производње. У октобру су цене минералних ђубрива смањене (за 3,7%) због смањене тражње пољопривредника, што је повећало њихове залихе у САД и Бразилу.

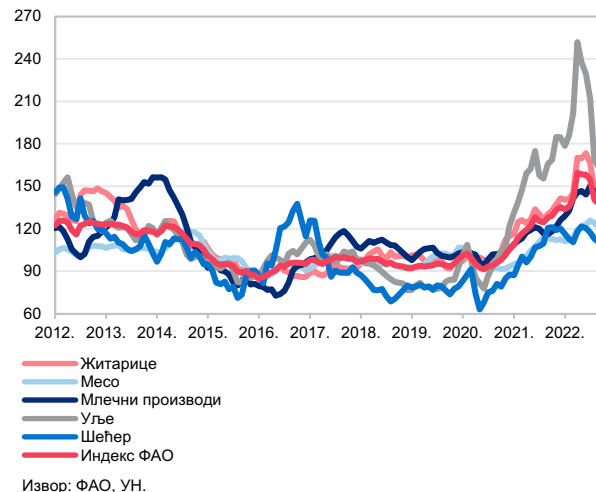
Према подацима Светске банке, **цене метала и минерала** су у јулу, четврти месец заредом, смањене због слабије индустријске активности у Кини и Европи. Пад је заустављен у августу услед смањених залиха индустријских метала на Лондонској берзи (нарочито алуминијума и бакра). Међутим, у септембру су цене свих метала и минерала поново смањене, пре свега гвожђа и гвоздене руде, првенствено под утицајем ниже тражње индустријских сектора из Кине. Посматрано на нивоу ТЗ, цене метала и минерала су биле за 15,4% ниже него у Т2, а највише су смањене цене калаја (33,0%), руде гвожђа (23,7%), цинка и бакра (за по 14,0%). Изузетак од таквих кретања биле су цене никла, које су порасле у августу и септембру због повећане тражње за овим металом у условима транзиције ка зеленој економији. У октобру су цене метала и минерала додатно смањене (за 1,7%), највише по основу нижих цена руде гвожђа, калаја, цинка, никла и бакра, под утицајем појачаних рецесионих притисака.

Мерене индексом ФАО, **светске цене хране** су током ТЗ наставиле кретање силазном путањом, забележивши пад од 12,1%, којем је допринело и појефтинјење сирове нафте на светском тржишту. Као и у претходном тромесечју, у ТЗ је забележен широко распрострањен пад цена биљних уља (за 28,0%) по главним категоријама. Цене палминог уља у

Графикон IV.6.27. Индекс светских цена примарних производа (2010 = 100)



Графикон IV.6.28. Индекс светских цена хране (номинално, 2014–2016 = 100)



септембру су снижене шести месец заредом, јер расте производња у југоисточној Азији, док се пад цена сунцокретовог уља на најнижи ниво у протеклих 14 месеци дугује мањој увозној тражњи и гомилању залиха у црноморском региону. Такође, смањене су и цене сојиног уља и уљане репице. **Цене житарица**, чији је Србија нето извозник, најпре су снижене у јулу и августу (на нивоу ТЗ за 11,1%), доминантно због знатног појефтињења пшенице и кукуруза након деблокаде главних црноморских лука према споразуму између Русије и Украјине. Ипак, у септембру су цене житарица поново порасле услед повишене неизвесности у погледу даљег промета у Црном мору, забринутости око суше у Аргентини и САД, као и повећане увозне тражње међу земљама ЕУ. Цене шећера су пале за 6,5% у ТЗ, пре свега захваљујући повољним изгледима за производњу у Бразилу, највећем светском извознику шећера, као и слабљењу бразилског реала према америчком долару. Јачање долара према евр и осталим светским валутама одразило се и на ниже цене млека и млечних производа (за 5,0%), за којима је и тражња смањена. Пад цена меса од 4,7% у ТЗ опредељен је нижим ценама овчијег, говеђег и живинског меса, док су цене свињског меса додатно порасле услед мање понуде товних свиња у ЕУ. У октобру су светске цене хране биле готово непромењене у односу на септембар. Цене житарица су порасле за 3,0% због повећане неизвесности око транспорта Црним морем и суше у већем делу Европе, док су цене млечних производа, биљних уља, меса и шећера и у октобру смањене.

V. Проекција

Пројекцију раста БДП-а Србије за ову годину кориговали смо наниже у односу на очекивања из августа, на распон 2,0–3,0%. На то су се одразили овогодишња пољопривредна сезона лошија од претпостављене, смањење екстерне тражње, као и настављен раст трошкова у производњи, који се пре свега одражава на активност нижу од очекиване у грађевинарству и индустрији. Због очекивања да ће наредне године економска активност у зони евра бити знатно слабија, као и у другим земљама које су наши важни трговински партнери, за 2023. годину снизили смо пројекцију раста БДП-а Србије, такође на распон 2,0–3,0%. Под претпоставком слабљења негативних ефеката конфликта у Украјини и укупних геополитичких тензија на екстерну тражњу, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста БДП-а на 3,5%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Упркос заоштравању монетарних и финансијских услова на глобалном нивоу и успоравању раста светске привреде, глобални инфлаторни притисци показали су се јачим и постојанијим од очекиваних, што се одражава и на нешто виши ниво домаће инфлације у кратком року од очекиваног. Према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће м.г. инфлација остати повишена до краја ове и почетком наредне године, али да ће се након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у П2 2023. и повратак у границе циља у П2 2024. године, тј. крајем периода пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака требало би да делују досадашње заоштравање монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а и даље се у највећој мери односи на факторе из међународног окружења, а пре свега на ефекте конфликта у Украјини на расположивост енергената и њихове цене на светском тржишту, као и на изгледе глобалног привредног раста, који ће у великој мери определити и светске цене примарних производа. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се у највећој мери односе на исход наредне пољопривредне сезоне (за коју смо први пут претпоставили да ће бити исподпросечна), прилив по основу СДИ, опоравак сектора енергетике, као и на евентуалне додатне мере које би Влада могла предузети како би се обезбедио раст домаће тражње у наредном периоду. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне, а инфлације као израженије навише.

Почетни услови и претпоставке пројекције

ММФ је у октобарском извештају задржао пројекцију глобалног привредног раста за 2022. из јулског извештаја, на 3,2%, док је пројекција за 2023. ревидирана наниже за 0,2 п.п., на ниво од 2,7%. Као кључни фактори неповољнијих изгледа глобалног раста у наредној години наводе се заоштравање услова на међународном финансијском тржишту, на које се одражава затезање монетарних политика великог броја земаља, спорији од очекиваног привредни раст у Кини услед нулте толеранције према вирусу корона и успоравање привредне активности зоне евра као последица ескалације

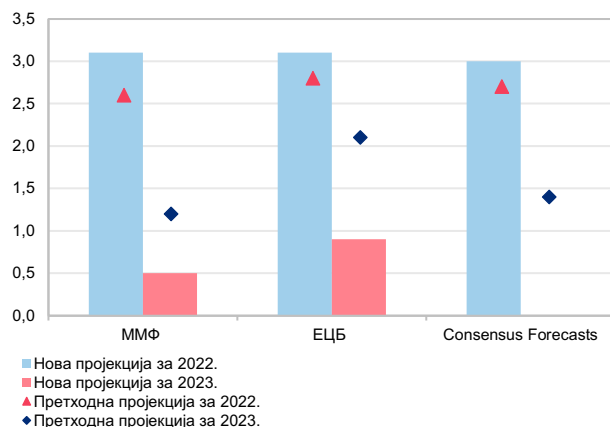
Табела V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а (у %)

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

Извор: ММФ WEO (Октобар 2022) и ММФ WEO (Јул 2022).

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

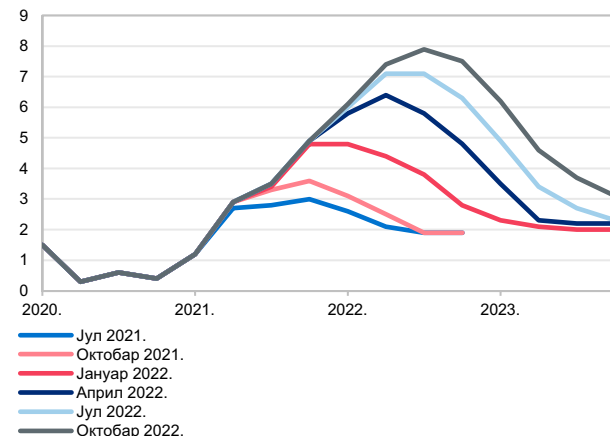
(у %)



Извор: ММФ, ЕЦБ и Consensus Forecasts.

Графикон V.0.2. Прогнозе инфлације за развијене земље

(у %)



Извор: ММФ, WEO.

геополитичких тензија. Привредни раст је највише коригован наниже за ову годину за САД, за 0,7 п.п., услед неочекиваног пада реалног БДП-а у Т2, изазваног падом потрошње и инвестиција услед виших каматних стопа. Пројекције привредног раста Русије знатно су кориговане навише и за ову и за наредну годину, за 2,6 п.п. и 1,2 п.п., на -3,4% и -2,3%, респективно. Као објашњење промене навише наводи се већи извоз сирове нафте, као и већа домаћа тражња, стимулисана мерама монетарне и фискалне политике. Такође, корекција навише за ову годину извршена је и за зону евра због бољих од очекиваних остварења у П1 у условима потпуног отварања и опоравка сектора услуга, али је због знатно виших трошкова производње и заоштравања финансијских услова раст за наредну годину коригован наниже.

Зона евра остварила је боље резултате од очекиваних у Т2, услед бржег опоравка туризма у Италији и Шпанији, након потпуног отварања ових земаља. Због тога је, упркос кретању водећих показатеља (*PMI* и *ESI*), који су указивали на контракцију привредне активности, ММФ ревидирао пројекцију раста БДП-а за зону евра за ову годину навише за 0,5 п.п., на 3,1%. Сличну пројекцију изнела је и ЕЦБ у септембру, као и *Consensus Forecasts* (3,0%) у октобру. Према све три институције, знатно је ревидирана наниже пројекција БДП-а зоне евра за наредну годину. Тако је ЕЦБ у септембру пројектовала раст за наредну годину од 0,9%, ММФ од 0,5%, док *Consensus Forecasts* очекује стагнацију. Имајући у виду да су показатељи економске активности *PMI* и *ESI* додатно погоршани у октобру, у нашој новој пројекцији претпоставили смо да ће зона евра у 2023. забележити благи пад (-0,3%), што је чак за 1,7 п.п. ниже од наших очекивања из августа. Фактори који се наводе као разлог за успоравање привредне активности су перзистентни трошковни притисци и даље убрзање инфлације, због чега ЕЦБ затеже монетарну политику брже од очекиваног, што се одражава и на даље

Табела V.0.2. Најважније претпоставке пројекције

	2022.		2023.		2024.	
	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији						
Раст БДП-а у зони евра	2,7%	3,0%	1,4%	-0,3%	2,0%	1,9%
Инфлација у зони евра (просек)	7,7%	8,3%	4,0%	6,0%	2,0%	2,9%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	1,1%	2,3%	1,2%	3,0%	1,3%	2,9%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	13,7%	14,1%	-7,8%	-5,3%	-6,7%	-7,6%
Цена нафте типа брент по барелу (дец., у USD)	97	94	87	82	82	77
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	6,2%	6,9%	7,0%	13,3%	6,0%	8,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

погоршање финансијских услова. Ризици преливања ефеката кризе у Украјини и даље су на високом нивоу, поготово по питању испоруке гаса, што се такође одражава на привредну активност зоне евра. Због високог учешћа прерађивачке индустрије, виших цена енергената и могућности прекида у снабдевању из Русије знатно је погођена привреда Немачке, за коју *Consensus Forecasts* пројектује рецесију за наредну годину, тј. пад БДП-а од 0,9%. Пројекција за привреду Италије за 2023. такође је ревидирана наниже, на ниво -0,1%, на шта ће се пре свега одразити пад приватне потрошње, а делом и висока база из ове године.

Земље региона средње и југоисточне Европе оствариле су боље резултате у П1 од очекивања, због чега је *Consensus Economics* ревидирао навише пројекције за 2022. за већину земаља овог региона. Ипак, аналитичари *Consensus Economics*-а и *Focus Economics*-а прогнозирају успоравање раста овог региона за 2023, због чега је пројекција за наредну годину знатно ревидирана наниже. На то је утицала неизвесност у погледу трајања кризе у Украјини и енергетске кризе, која је појачана обуставом испоруке природног гаса преко гасовода Северни ток 1 током августа и септембра и најавом о забрани увоза руске нафте, што је нарочито значајно за земље без излаза на море. Неповољнији изгледи раста зоне евра и рестриктивна монетарна политика водећих централних банака такође ће допринети успоравању активности овог региона услед очекиваног смањивања трговинске размене и прилива страног капитала због повећане премије ризика. Поред тога, снажна заостравања монетарних политика централних банака земаља региона средње и југоисточне Европе током претходног периода требало би да утичу на смиривање инфлације, али би услед заострених услова на финансијском тржишту могла негативно да допринесу расту БДП-а. Привредни раст за наредну годину знатно је коригован наниже, и то пре свега за регион средње Европе, у распону од 0,9 п.п. за Румунију до 2,3 п.п. за Мађарску, због јаким трговинских веза са зоном евра. Према оцени *Consensus Economics*-а, привредни раст Србије за 2023. коригован је за 1,1 п.п. и износиће 2,6%.

У већини земаља света инфлација наставља да се креће изнад очекивања, на шта се и даље највише одражавају знатно више цене енергената и хране, а у појединим земљама и домаћа тражња и фактори с тржишта рада. Како раст светске привреде буде слабио и како се буду стабилизovala тржишта примарних производа, очекује се да ће се смањити глобални инфлаторни притисци. ММФ очекује да ће глобална инфлација забележити врхунац у Т3 2022, а

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

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

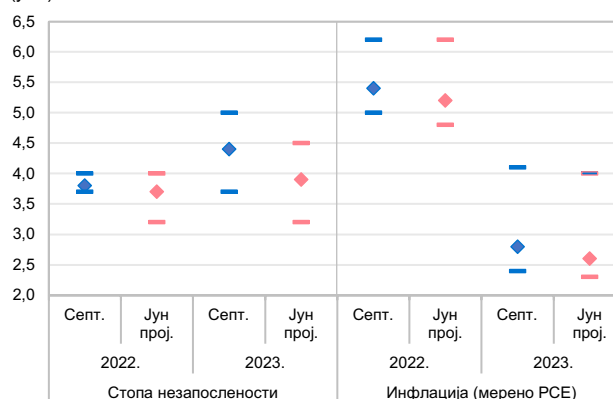
Извор: *Consensus Forecasts*.

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



Извор: прерачун НБС на основу пројекција релевантних институција.

Графикон V.0.4. **Пројекције инфлације и стопе незапослености за САД**
(у %)

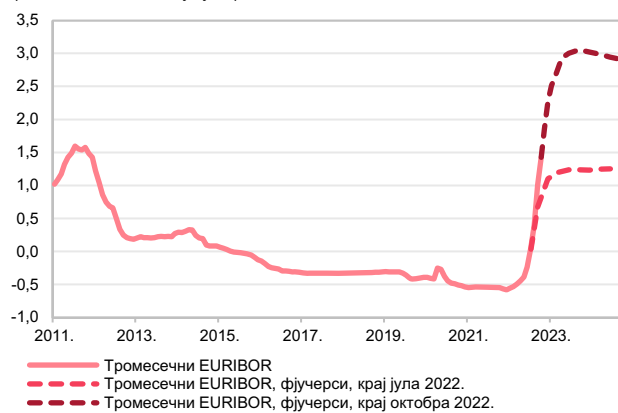


Извор: ФЕД.

да ће успоравати у 2023. години. Када је реч о зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, очекује се да ће **инфлација**, након историјског максимума у септембру, остати изнад 9% до краја ове године. Разлог је истовремено дејство више фактора, пре свега више цене енергената и хране, заједно са инфлаторним притисцима услед отварања економије, још увек присутним застојима у глобалним ланцима снабдевања и заоштреним условима на тржишту рада. Према септембарској пројекцији ЕЦБ-а, која је знатно виша од јунске, мг. стопе инфлације у зони евра у Т4 требало би да буду следеће: 9,2% у 2022, 3,3% у 2023. и 2,2% у 2024. Очекивани пад инфлације с просечних 8,1% у 2022. на 5,5% у 2023. и 2,3% у 2024. години углавном одражава оштар пад у ценама енергената и хране, услед високог базног ефекта и пада примарних производа који се претпоставља према фјучерсима. Искључујући енергенте и храну, инфлација ће највероватније остати релативно висока све до средине 2023. године, када се очекује да ће ослабити трошковни притисци због високих цена енергената као инпута, утицај који је имало отварање економија и негативни ефекти застоја у ланцима снабдевања. У нашој пројекцији смо претпоставили да ће **инфлација у зони евра** ове године у просеку износити 8,3%, а да ће у наредне две године постепено успорити, и то на 6,0% и 2,9% у 2023. и 2024, респективно.

Инфлација на тренутном нивоу представља јасан ризик за макроекономску стабилност, тако да је њена нормализација главни приоритет за носиоце економске политике (централне банке). Висок ниво инфлације и неизвесност њеног средњорочног кретања подстакли су ЕЦБ на заоштравање монетарне политике агресивније од очекиваног. Након јулског повећања за 50 б.п., први пут од средине 2011. (чиме се завршава период негативних каматних стопа), ЕЦБ је у септембру повећала референтну стопу за 0,75 п.п., што је највеће повећање икада забележено. У октобру је референтна каматна стопа повећана за исти износ, тако да сада износи 2,0%. Даља нормализација монетарне политике може се очекивати на неколико наредних састанака, како би се спречио ризик преливања високе инфлације на раст инфлационих очекивања. Извршни одбор ЕЦБ-а сматра да је повећање каматне стопе у већем обиму примерено услед високе инфлације и очекивања да ће се на повишеном нивоу задржати у дужем временском периоду. Тржишни учесници су променили своје процене раста каматних стопа ЕЦБ-а, па сада очекују ново повећање од 0,50 п.п. у децембру. У нашој пројекцији, у складу с кретањем фјучерса, претпоставили смо да ће

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



тримесечни *EURIBOR* крајем ове године износити 2,3%, а крајем наредне 3,0%.

ФЕД је наставио да заоштрава монетарну политику и у новембру је поново повећао распон референтне каматне стопе за 75 б.п., на 3,75–4,0%, чиме је референтна каматна стопа од марта узастопно повећана шест пута, за укупно 375 б.п. У саопштењу са састанка у новембру истиче се да је ФЕД одлучан у намери да стопу инфлације врати на циљани ниво од 2% и да очекује да ће даља повећања референтне стопе бити потребна и на наредним састанцима. На претходном састанку у септембру објављене су пројекције ФЕД-а, према којима се медијана очекиване референтне стопе налази у распону 4,25–4,50% крајем 2022, што је за 1 п.п. изнад очекивања која су изнета у јуну. Даљи раст референтне каматне стопе очекује се у 2023, с медијаном у распону 4,50–4,75% за крај године, док би у 2024. референтна каматна стопа могла да се смањи и нађе у распону 3,75–4,00% крајем године.

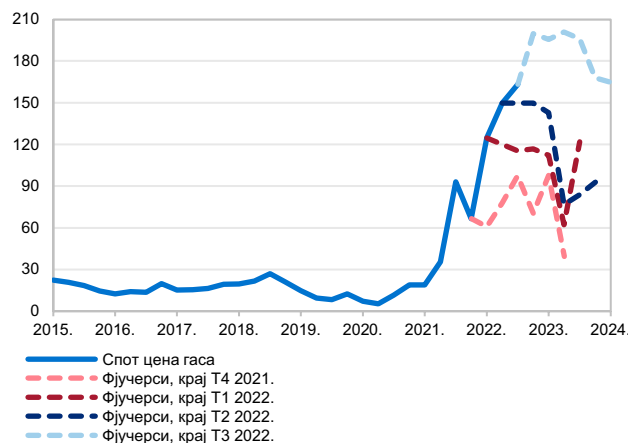
Бржа нормализација монетарне политике ФЕД-а у односу на ЕЦБ, уз изразиту нестабилност на робним и финансијским тржиштима, утицала је на скок тражње за америчком валутом као резервном и **јачање долара према евр**у и другим светским валутама. Знатна апresiasiја америчког долара повећава инфлаторне притиске у већини земаља, па и у Србији, јер додатно подиже цене увозних примарних производа исказане у доларима. За наредни период пројектован је релативно стабилан однос долара и евра на тренутном, готово изједначеном нивоу, јер ће, према најавама, и ЕЦБ заоштравати монетарну политику брже него што се очекивало.

Светска цена нафте смањена је последњих месеци, у највећој мери због повећаних рецесионих притисака на глобалном нивоу, посебно у развијеним земљама, највећим потрошачима нафте. И нафтни фјучерси су смањивани и у септембру су се нашли на најнижем нивоу од почетка године, али су се у октобру опоравили због одлуке земаља *OPEC+* да смање производњу. Наиме, како би предупредиле знатнији пад цене нафте на светском тржишту, земље *OPEC+* договориле су да од новембра па до краја 2023. године смање производњу за 2 млн барела дневно у односу на август. Иако се ради о знатном смањењу, највећем од 2020. године, ефекат на глобалну понуду нафте можда неће бити велики, јер неколико земаља већ испоручује нафту испод својих квота. Светску цену нафте у наредном периоду определиће неколико фактора, с једне стране спорији од очекиваног раст производње

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



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

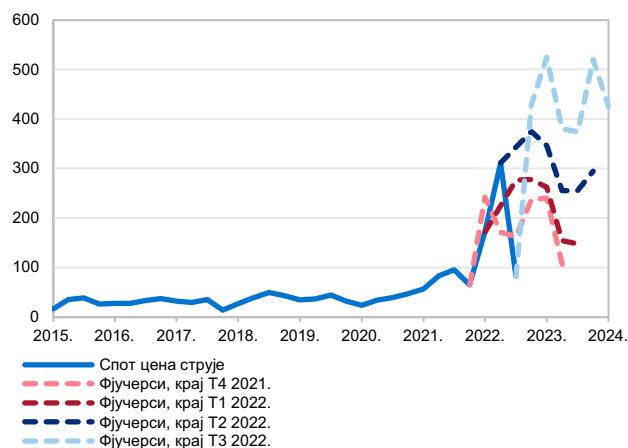


Извор: Ројтерс.

нафте и могући поремећаји на страни понуде, а с друге стране неповољнији изгледи раста светске привреде. Према нафтним фјучерсима за крај октобра, које смо користили приликом израде наше пројекције, очекује се да ће светска цена нафте крајем ове године износити 94 долара по барелу, а да ће се у наредне две године спустити на 82 и 77 долара по барелу, респективно.

Природни гас је међу неколико примарних производа чија је светска цена наставила да расте током Т3, при чему је у августу достигнут нови рекордан ниво од 330 евра по мегават-сату. Разлог раста цене је привремена обустава испоруке гаса Северним током 1. Иако је крајем септембра потпуно обустављена испорука природног гаса, узрокована оштећењима на цевоводима, то се није значајно одразило на раст цене због веће од очекиване попуњености складишта. Цена природног гаса крајем септембра спуштена је на 164 евра по мегават-сату, а крајем октобра на 28 евра по мегават-сату, под утицајем мање тражње услед благог времена за ово доба године и адекватне попуњености складишних капацитета. Почетком новембра, с наступањем грејне сезоне, поново је забележен раст цене природног гаса. Немогућност потпуног преласка на друго тржиште у кратком року или други вид енергије оставља Европу зависну од руског гаса, што ће водити даљој неизвесности по питању цена овог енергента. У наредном периоду *Consensus Forecasts* пројектује пад цене природног гаса након завршетка зимске сезоне, а слично се очекује и према фјучерсима, али не и повратак на преткризни ниво до краја пројекције. Иако Србија има ускладиштене количине гаса за предстојећу сезону и већи део потребног гаса (око две трећине укупних потреба) набавља по повољној цени, постоји опасност од нових трошковних притисака ако цене гаса на светском тржишту нагло скоче у наредном периоду.

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



Извор: Ројтерс.

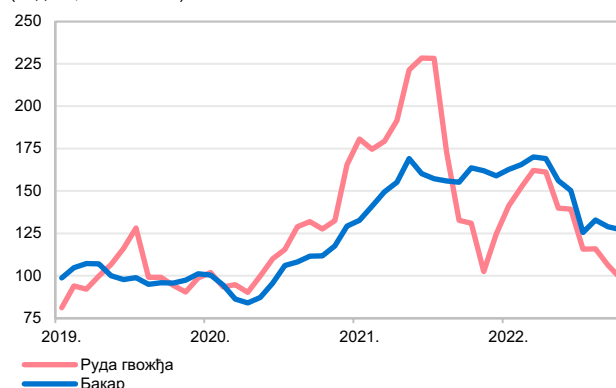
Као алтернативни извор енергије, **цена електричне енергије** (на немачкој берзи) пратила је тренд цене природног гаса и достигла историјски максимум од близу 700 евра по мегават-сату крајем августа, док је у септембру и октобру смањена. Према кретању фјучерса, наставак пада цена електричне енергије очекује се и у периоду пројекције, премда ће се она највероватније задржати на нивоу који је изнад периода пре пандемије. Повећање цене струје на светском тржишту утицало је и на повећање минималне цене електричне енергије за домаћу привреду, са 75 евра по мегават-сату на 95 евра по мегават-сату, с тим да је она и даље знатно нижа од тржишне. Иако се то према кретању фјучерса не

очекује, даљи евентуални раст светских цена струје вероватно би вршио додатне притиске на цене струје за домаћу привреду, поготово ако се има у виду да многим предузећима крајем године истичу уговори склопљени по много повољнијим условима. Поред директних ефеката, више цене енергената имаће и индиректне ефекте на расположиви доходак, а тиме и на инфлацију и привредни раст, који се разликују у зависности од тога у којој мери трошкови енергената учествују у укупним трошковима предузећа и домаћинства, тако да их је теже проценити.

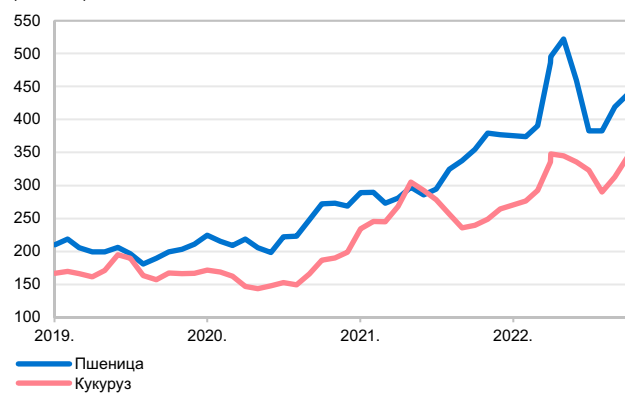
Пораст цена енергената на светском нивоу и њихова смањена расположивост захтевали су да се повећају цене гаса и струје и за домаћинства, како би се избегли већи губици компанија из енергетског сектора, што је за последицу имало пројектовани укупан **раст регулисаних цена** у овој години од близу 7%. Наставак усклађивања цена струје и природног гаса очекује се и у наредној години, а према нашим проценама он ће бити већи него у овој години, што би, уз редовно усклађивање акциза на цигарете и очекивани раст цена комуналних услуга, за последицу имало раст **регулисаних цена** у наредној години од око 13,3%. У 2024. години очекујемо наставак раста регулисаних цена од око 8,0%.

Након достигнутог максимума током марта услед ескалације кризе у Украјини, **светске цене метала и минерала** наставиле су да се крећу опадајућом путањом и током ТЗ. Јачање рецесионих притисака на глобалном нивоу и раст трошковних притисака одражава се на мању тражњу за металима, а тиме и на пад њихових цена, с обзиром на то да ове цене у великој мери зависе од фазе пословног циклуса у којој се налази светска привреда. Посебан утицај на цене метала има успоравање привредне активности у Кини, која је највећи светски купац метала и минерала. Према пројекцијама водећих институција, у наредном периоду очекује се даљи пад цена метала и минерала, што ће допринети и смањењу притисака на цене произвођача у индустрији и грађевинарству. Ипак, очекује се и реакција пре свега произвођача у Европи, који ће се прилагодити нижој тражњи, али и високим трошковима енергената, што ће допринети постепеном уравнотежењу понуде и тражње. Према пројекцији ММФ-а из октобра, цене основних метала ће у просеку у овој години забележити пад од 5,5% (наспрам очекиваног раста од 9,9% из априла), а затим додатни пад од око 12% током 2023, док се за цене племенитих метала пројектује знатно блажи пад — 0,9% у овој и 0,6% у наредној години.

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



Извор: *Commodity Prices*, Светска банка.

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

Извор: Commodity Price Data, Светска банка.

Графикон V.0.11. **Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа** (T4 2013 = 100)

Извор: CBOT, Euronext и прерачун НБС.

Графикон V.0.12. **Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа*** (T4 2013 = 100)

Извор: Продуктна берза у Новом Саду, CBOT, Euronext и прерачун НБС.

* Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

Цене већине **примарних пољопривредних производа** на светском тржишту смањене су последњих месеци. Раст у септембру забележиле су светске цене житарица, после неколико месеци пада, на шта се одразила забринутост око наставка примене Црноморског споразума о извозу житарица из Украјине после новембра. У наредном периоду, пољопривредну производњу на глобалном нивоу оптерећује неизвесност око трошкова инпута и њихове понуде у наредној сезони, пре свега због утицаја сукоба у Украјини на цене енергената, и нафте и гаса, који се користе у производњи минералних ђубрива. У нашој пројекцији, претпоставке о кретању ових цена у наредном периоду базирани смо на двонедељном просеку фјучерса на светским берзама, према којима би крајем године ове цене биле више него крајем прошле године за око 14%, а наредне године требало би да уследи њихов пад за око 5%. У складу с тим, очекујемо да ће се и **цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту**, које прате кретање светских цена, слично кретати.

Суша у летњим месецима имала је већи негативан ефекат на овогодишњу **пољопривредну сезону** него што смо претпоставили у претходном извештају. Такође, не треба искључити ни могућност да је током године, због вишеструког повећања цена, коришћена мања количина ђубрива од оптималне, што је такође могло да утиче негативно на приносе. У августу смо претпоставили да ће овогодишња пољопривредна сезона бити слична прошлогодишњој, док сада процењујемо да ће бити нижа за око 8%. Прелиминарни подаци РЗС-а указују на нижу производњу пшенице за 9,6% у односу на прошлогодишњу, која је била рекордна. Поред тога, знатно већи пад процењује се у производњи кукуруза (-25,0%), шећерне репе (-22,3%) и соје (-26,2%). С друге стране, већа производња очекује се код сунцокрета (5,9%), и то пре свега због већих засејаних површина (18,1%), док су просечни приноси, као и код свих осталих култура, нижи него претходне године (за око 10%). За наредну сезону претпоставили смо да ће она такође бити исподпросечна, због тога што су цене минералних ђубрива и даље на врло високом нивоу, што ће се вероватно поново одразити и на њихово мање коришћење у производњи.

Када је реч о факторима који утичу на домаћу тражњу, треба имати у виду да је **маса зарада** као кључни извор потрошње забележила раст у првих осам месеци 2022. од 16%, чему је у највећој мери допринео раст зарада и запослености у приватном сектору. Расту потрошње допринеле су и дознаке, које ће на нивоу године највероватније остварити

номинални раст од око 50%. Ипак, у наредном периоду очекује се успоравање раста зарада и запослености у приватном сектору, на шта ће се одразити повећана неизвесност на глобалном нивоу услед изражених геополитичких тензија и неповољнијих изгледа глобалног привредног раста. То ће делом бити компензовано очекиваним даљим растом минималне цене рада у 2023, који ће бити праћен пореским растеређењем привреде, као и најављеним повећањем пензија крајем ове и почетком наредне године од близу 20%, као и плата у јавном сектору од 12,5%. Приоритет **фискалне политике** према средњорочној фискалној стратегији биће инфраструктурни и капитални пројекти (издвајања државе за капиталне инвестиције пројектују се на око 6–7% БДП-а годишње), као и политика пензија и плата, при чему ће се водити рачуна да се повећањем ових највећих категорија расхода не повећају њихова учешћа у БДП-у. То све заједно треба да допринесе одржавању животног стандарда становништва и расту средстава за нове инвестиције, али и да се осигура да се јавни дуг нађе на опадајућој путањи.

Према нашој новој пројекцији, **прилив СДИ** ће ове године износити око 3,8 млрд евра, што је више од наших очекивања из августа, на шта се пре свега одразила виша од очекиване реализација претходних месеци. За наредне године очекује се нешто нижи ниво прилива него ове године, али уз задржавање високе географске и пројектне распрострањености. На нижи расположиви доходак за инвестиције, али и потрошњу у наредном периоду одразиће се виша цена задуживања у динарима и еврима, услед заоштравања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, док би у супротном смеру требало да делује очекивано попуштање трошковних притисака из међународног окружења.

Пројекција БДП-а

Након релативно високог раста у П1, који је, према процени РЗС-а, износио 4,1% м.г., у П2 очекујемо успоравање раста домаћег БДП-а, на шта ће се одразити погоршани изгледи глобалног привредног раста и јачање рецесионих притисака у зони евра у условима знатно виших цена енергената, индустријских сировина и заоштрених финансијских услова. Прелиминарна процена РЗС-а о расту БДП-а од 1,1% м.г. у Т3 то и потврђује. Поред тога, иако су застоји у глобалним ланцима снабдевања попустили претходних месеци, они би могли поново да се заоштре у условима и даље високих цена енергената, смањене производње у Кини услед политике нулте

Графикон V.0.13. Секторска структура СДИ

(у млрд EUR)

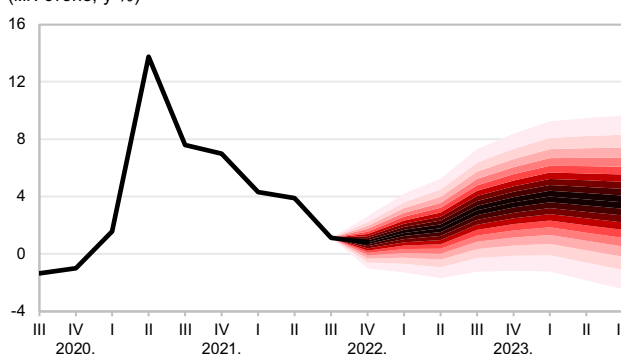


Извор: РЗС и НБС.

* Индустрија, пољопривреда, саобраћај и складиштење, угоститељство.

Графикон V.0.14. Пројекција раста БДП-а

(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

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



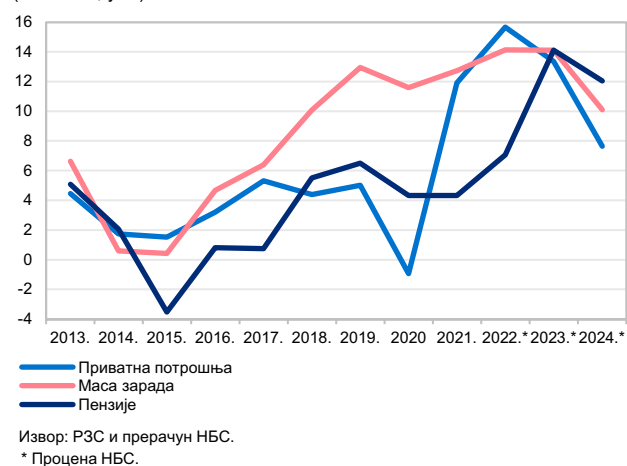
толеранције према вирусу корона и додатног продубљивања геополитичких тензија.

Глобално нижа екстерна тражња, смањена индустријска производња у Немачкој услед проблема са енергентима и наставак раста глобалних трошковних притисака највероватније ће имати негативан ефекат на производњу наше прерађивачке индустрије у наставку године, а тиме и извоз. Поред тога, у Т4 ове и П1 наредне године очекује се успоравање домаће тражње, на шта ће се одразити нижи расположиви доходак за потрошњу и инвестиције, али и мања склоност ка инвестирању у условима високе глобалне неизвесности и јачања рецесионих притисака. Ипак, од П2 наредне године очекује се убрзање динамике привредног раста, чему треба да допринесе слабљење глобалних трошковних притисака и завршетак зимске грејне сезоне, када су због повећаних потреба иначе најјачи притисци у погледу цена и расположивости енергената.

Имајући наведено у виду, а пре свега да су се геополитичке тензије даље продубиле и да је доток гаса у Европу из Русије смањен за око 80%, као и прву процену РЗС-а у погледу овогодишње пољопривредне производње, која је била нижа од прошлогодишње, што су били и кључни ризици наниже наше пројекције из августа, пројектовану стопу раста БДП-а Србије за ову годину снизили смо у односу на наша очекивања из августа, **на распон 2,0–3,0%**. Због нижег очекиваног ефекта пренетих тенденција из ове године (тзв. *carry over* ефекта), као и знатно слабије пројектоване привредне активности зоне евра, кориговали смо наниже пројекцију привредног раста Србије за 2023, такође **на распон 2,0–3,0%**. С претпостављеним слабљењем ефеката конфликта у Украјини и укупних геополитичких тензија на екстерну тражњу, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре, у **2024. очекујемо убрзање на 3,5%, а затим у средњем року повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.**

Посматрано по факторима употребе, према нашим проценама, **приватна потрошња** ће у наредном периоду успорити раст, али ће и даље остати кључан генератор привредног раста (уз допринос од око 2 п.п. у овој и око 1,7 п.п. у наредној години). На успоравање раста потрошње одразиће се очекивано успоравање раста зарада и запослености у приватном сектору, што ће делом бити компензовано растом минималне цене рада, најављеним растом пензија крајем ове и почетком наредне године, као и плата у

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



јавном сектору. Иако се очекује релативно висок раст пензија, а у мањој мери и издатака за запослене у јавном сектору, због раста номиналног БДП-а у овој и наредној години њихово учешће у БДП-у неће прећи ниво из периода пре пандемије. Распожив доходак за потрошњу биће нешто нижи него што смо очекивали у августу и због наставка раста трошкова за енергенте и храну, као и због нешто више цене задуживања на домаћем тржишту по основу заостравања монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а. Са очекиваним исцрпљивањем ефеката трошковних притисака, приватна потрошња ће у 2024. поново убрзати раст и допринос БДП-у на око 2 п.п.

Благ позитиван допринос БДП-у ове године (0,1 п.п.) очекује се од **државне потрошње**, док би наредне године тај допринос вероватно био негативан (–0,3 п.п.), јер ће, услед смањеног фискалног простора, издаци за куповину робе и услуга реално посматрано бити нижи.

Актуелне геополитичке тензије, повећани оперативни трошкови предузећа по основу знатно виших цена енергената и сировина, као и нижа екстерна тражња у условима лошијих изгледа раста светске привреде и раста ризика од стагфлације, одражавају се на нижу стопу инвестирања, глобално посматрано. И заостравање монетарних политика водећих централних банака у свету могло би да смањи склоност ка инвестирању. У таквим околностима пројектујемо смањење **фиксних инвестиција** у Србији у овој години, уз негативан допринос БДП-у од 0,5 п.п., односно стагнацију у наредној години. На то ће се одразити мањи допринос и приватних инвестиција и инвестиција државе због високе базе из претходне године, иако се очекује задржавање релативно високог учешћа капиталних расхода државе у БДП-у од око 6–7% годишње. Када је реч о **приватним инвестицијама**, њихов основни извор финансирања остају сопствени извори, укључујући и прилив по основу СДИ, који се у овој години пројектује на око 3,8 млрд евра (3,5 млрд евра у нето изразу). Процењујемо да ће, захваљујући повољној макроекономској перспективи земље, прилив СДИ у средњем року и даље остати релативно висок (око 4–5% БДП-а годишње) и, као и до сада, пројектно распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе. Средства за нове инвестиције и у станоградњи и у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре обезбеђиваће се и путем кредитних извора, и поред тога што се очекује наставак нормализације монетарне политике ЕЦБ-а, што би за последицу могло имати нешто већу цену задуживања

Графикон V.0.17. Кретање инвестиција у основне фондове
(мг. раст, у п.п.)



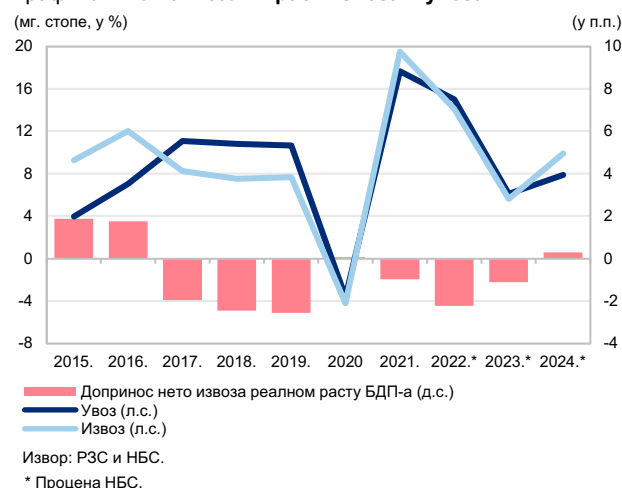
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

у иностранству валути него у претходном периоду. По основу очекиваног смањења трошкова производње и глобалне неизвесности, наставка решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања и убрзања реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре, укупне фиксне инвестиције би од 2024. у знатно већој мери позитивно доприносиле расту БДП-а.

Висок позитиван допринос расту БДП-а у овој и наредној години очекујемо од **залиха**, на чији раст се одражава формирање стратешких робних резерви, пре свега хране и енергената. С постепеном нормализацијом прилика по питању цена и расположивости енергената и хране, као и решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања, од 2024. очекује се и пражњење залиха и њихов негативан допринос БДП-у.

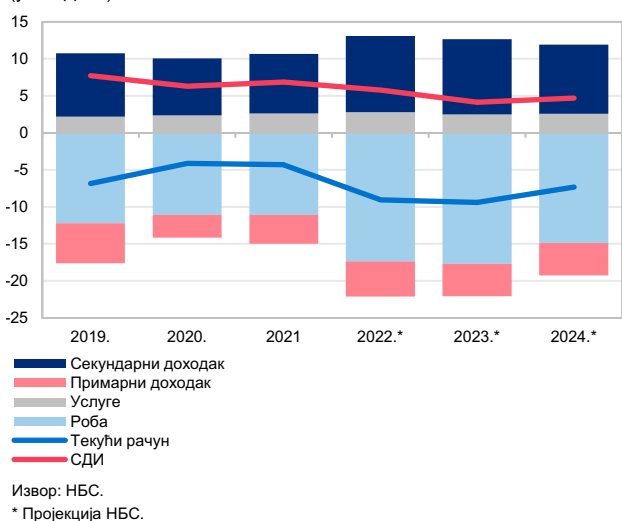
Графикон V.0.18. Реални раст извоза и увоза



Негативан допринос БДП-у у овој и наредној години очекује се од **нето извоза** (-2,2 л.п. и -1,2 л.п., респективно). На то се, пре свега, одражава повећан увоз најважнијих енергената – гаса и нафте. При томе, због проблема у електроенергетском сектору од краја прошле године и мање експлоатације угља, као и због лоше хидролошке ситуације, Србија ће и ове и наредне године највероватније бити увозник и угља и струје. У мањој мери негативан допринос нето извоза последица је и раста увоза опреме за потребе реализације инвестиционих пројеката, као и увоза потрошне робе. Када је реч о извозу робе и услуга, он ће у остатку ове и током наредне године успорити, као последица ниже екстерне тражње услед неповољнијих изгледа привредног раста наших кључних трговинских партнера, а пре свега зоне евра. Мања екстерна тражња делимично ће бити компензована растом извозне понуде прерађивачке индустрије по основу инвестиција из претходног периода. Лошија пољопривредна сезона од очекиване и по том основу нижи приноси одразиће се и на мањи извоз јесењих култура у текућој меркантилној години од очекиваног, а у истом смеру делује и привремено ограничење извоза житарица с почетка ове године, као и формирање стратешких залиха хране на домаћем тржишту.

Поменута кретања робног извоза и увоза, уз неповољније односе размене по основу знатног поскупљења енергената на светском тржишту, утицаће на повећање **дефицита текућег рачуна у БДП-у** у овој години на око 9%. На то би требало да се одрази и раст расхода по основу примарног дохотка у условима даљег раста прилива по основу СДИ и очекиваних исплата добити компанијама у иностранству.

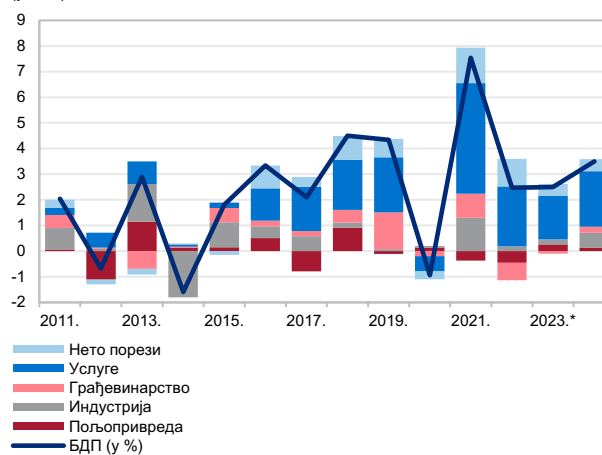
Графикон V.0.19. Пројекција текућег рачуна и СДИ



власништву, а у мањој мери и виши трошкови отплате по основу дужничких инструмената због заостравања монетарних политика централних банака широм света. У супротном смеру деловаће суфицит у размени услугама, пре свега захваљујући расту извоза ИКТ сектора, као и прилив дознака који је у досадашњем делу године знатно премашио ниво остварен у истом периоду 2021. Након што ће и у 2023. години учешће текућег дефицита у БДП-у остати на сличном нивоу, у средњем року се очекује његово постепено смањење на око 6%, чему ће допринети и повољнији односи размене, што треба да очува екстерну одрживост.

Посматрано с **производне стране**, због високог учешћа у структури БДП-а и у складу с наставком раста личне потрошње, према нашој процени, највећи позитиван допринос расту БДП-а ове године очекује се од услужних сектора, од 2,3 п.п. Због очекиваног успоравања раста личне потрошње у наредној години очекујемо и нешто мањи допринос услужних сектора привредном расту (од 1,7 п.п.), а затим убрзање од 2024. Висок позитиван допринос ове године према нашим проценама даће и нето порези (око 1,1 п.п.). Благ позитиван допринос се очекује од индустрије (0,2 п.п.), пре свега као резултат раста активности у рударству услед активирања нових производних капацитета и веће експлоатације руде метала, нарочито бакра. И прерађивачка индустрија ће позитивно допринети расту БДП-а, мада у мањој мери него што смо очекивали у претходној пројекцији због ниже екстерне тражње у условима јачања рецесионих притисака у зони евра и повећаних трошкова производње, и поред тога што је у П1 остварила раст изнад очекиваног. С друге стране, због ниже производње струје и угља у досадашњем делу године и неповољне хидрометеоролошке ситуације, негативан допринос расту у овој години очекујемо од сектора енергетике. Сличан допринос индустрије као у овој години очекује се и наредне године, у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста, а пре свега знатно коригованог привредног раста зоне евра наниже, док ће у супротном смеру деловати активирање нових и проширење постојећих капацитета у прерађивачкој индустрији и раст извозне понуде по том основу. Негативан допринос ове и следеће године, који је и јачи него што смо очекивали у августу, даће грађевинарство, због виших трошкова производње и глобално смањене склоности ка инвестирању у условима повећане неизвесности. Ипак, од 2024. године очекује се убрзање раста активности у овом сектору, чему треба да допринесе планирана реализација инфраструктурних пројеката, пре свега у области саобраћајне и комуналне

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



Извор: РЗС и НБС.
* Процена НБС.

инфраструктуре. Најзначајнији фактор корекције привредног раста за ову годину јесте пољопривредна производња, која ће због јачих од претпостављених ефеката суше ове године дати негативан (–0,5 п.п.) уместо неутралног доприноса БДП-у, како смо очекивали у августу. Под претпоставком исподпросечне сезоне, али ипак боље од овогодишње, наредне године се очекује благ позитиван допринос пољопривреде.

Пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације

Према централној пројекцији, у кратком року м.г. инфлација требало би да остане на повишеном нивоу. Посматрано по компонентама, током Т4 очекујемо даљи раст доприноса базне инфлације, цена поврћа, као и регулисаних цена укупној инфлацији. С друге стране, пад доприноса очекујемо у оквиру категорије индустријско-прехранбених производа због високе базе код цена свежег меса. Смањење доприноса очекујемо и код цена нафтних деривата.

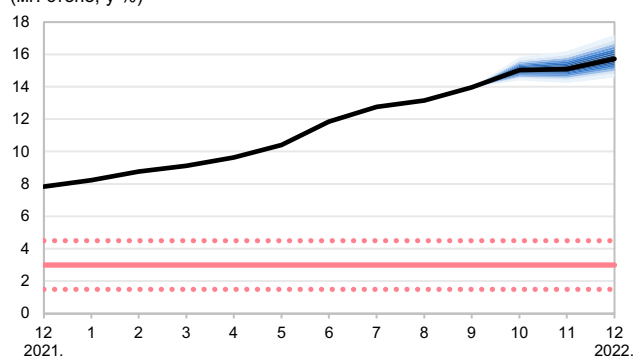
Ризици пројекције у кратком року односе се пре свега на цене хране у условима јаче суше у већем делу Европе од претходно очекиване, као и на цене енергената због заоштравања геополитичких тензија услед сукоба у Украјини.

Средњорочна пројекција инфлације

Период од наше претходне пројекције из августа у највећој мери су обележили глобално јачи и постојанији инфлаторни притисци од очекиваних, додатно затезање монетарне политике водећих централних банака и погоршање изгледа за глобални привредни раст. Индиректни ефекти виших цена енергената и индустријских сировина продужени су и већи од очекиваних на глобалном нивоу, што утиче на раст базне инфлације и, заједно са затегнутом ситуацијом на тржишту рада, у многим земљама доводи до перзистентније инфлације. Притисци на инфлацију због застоја у глобалним ланцима снабдевања постепено слабе, али настављају да генеришу трошковне притиске.

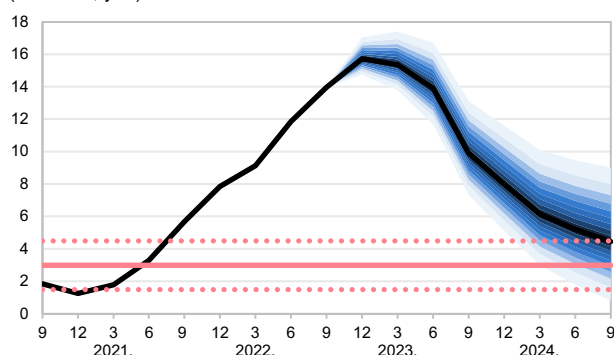
Према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће м.г. инфлација остати повишена до краја ове и почетком наредне године, али да ће се након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у П2 2023. и повратак у границе циља у П2 2024. године. У смеру смиривања инфлаторних притисака требало би да делују досадашње заоштравање

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

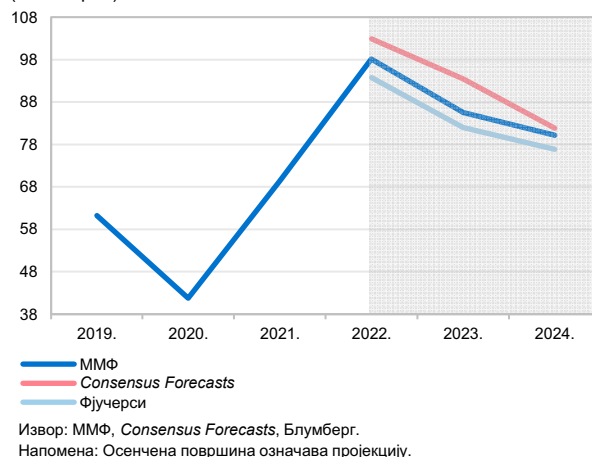
монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста.

Цене из међународног окружења настављају да буду главни генератор инфлаторних притисака у Србији. Инфлација се на глобалном нивоу чак и додатно повећала, упркос успоравању глобалног привредног раста, под утицајем већих индиректних ефеката раста цена енергената, виших инфлационих очекивања, као и даље изражене неравнотеже између понуде и тражње. Томе треба додати и затегнуту ситуацију на тржиштима рада у многим земљама, као и даље релативно високе трошкове транспорта и присутне застоје у глобалним ланцима снабдевања. Знатно виша инфлација, коју су ове године имале готово све земље света, није пролазна, како се првобитно очекивало — она ће бити изнад дугорочног просека и изнад циљева централних банака и током 2023, па и 2024. године, док се повратак на уобичајен ниво инфлације широм света очекује у 2025. години.

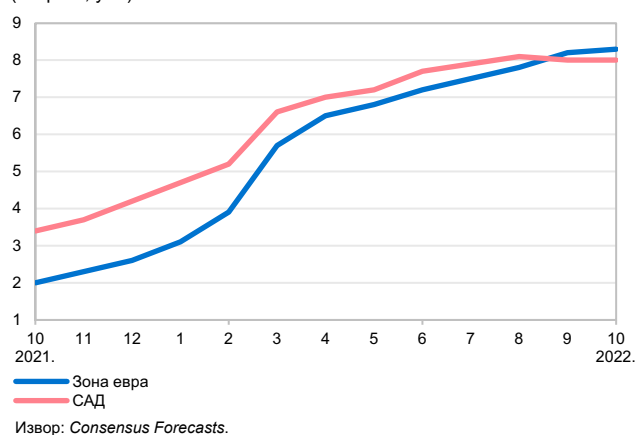
Виша инфлација од очекиване, посебно у САД и водећим европским економијама, условила је **заоштравање глобалних монетарних и финансијских услова.**¹⁸ Затезању финансијских услова допринела је и снажна апрецијација америчког долара, вођена и каматним диференцијалом и повећаним пласманима инвеститора у сигурна уточишта због изразите глобалне неизвесности, која повећава цене примарних производа исказане у доларима. Очекује се да синхронизовано затезање монетарних политика у већини земаља покаже своје ефекте и успори инфлацију у наредном периоду. То ће допринети смањењу притисака по основу увозне инфлације на цене у Србији током хоризонта пројекције, што је један од важних фактора пројектованог враћања инфлације ка циљу.

Глобалне **цене хране** су знатно више него 2021. године, али су се стабилизовале последњих месеци, док су фјучерси у паду. На то је утицала добра жетва у Азији и побољшање времена након суше у САД, што је компензовало притиске на светском тржишту због забринутости да би могло доћи до застоја у испорукама на црноморским лукама. Једино су цене пшенице, кукуруза и говедине недавно повећане.

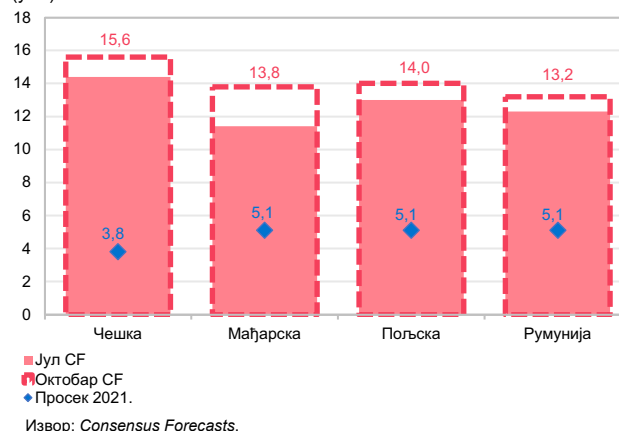
Графикон V.0.23. Пројекције цене нафте на светском тржишту (USD/барел)



Графикон V.0.24. Пројектовани ниво просечне инфлације у САД и зони евра за 2022. у последњој години дана (мг. раст, у %)



Графикон V.0.25. Ревизија пројекције инфлације за 2022. (у %)



¹⁸ Шире о томе у Осврту 2, стр. 53.

Очекујемо да ће **цене пољопривредних производа**, након високог раста од 14% у овој години, у наредној години забележити пад за око 5%, што би постепено снижавало садашње, изузетно високе трошкове у производњи хране. Очекивања су слична и за **светску цену нафте**, која је, након снажног раста све до средине јуна, стабилизована под утицајем појачаних рецесионих притисака на глобалном нивоу и снажног повећања каматних стопа, пре свега ФЕД-а. У наредном периоду очекује се смањивање светске цене нафте, што би знатно допринело паду мг. инфлације у Србији. Ипак, одложени преносни ефекат недавног повећања цена нафте на међународном робном тржишту на потрошачке цене може наставити да подстиче инфлацију у кратком року. У ЕУ енергетска криза услед сукоба у Украјини појачава тај ефекат. Забринутост и даље постоји у погледу кретања **светске цене природног гаса**, али су очекивања у погледу њеног раста ове зиме смањена, захваљујући попуњености залиха у ЕУ од преко 90%. Слично је с **ценама угља и електричне енергије**.

Изгледи за глобални раст су поново лошији него пре три месеца, што је условило да процењени производни јаз, као показатељ **агрегатне тражње**, делује нешто дезинфлаторније него у претходној пројекцији. На то ће у највећој мери утицати нижа екстерна тражња, услед рецесионих тенденција у водећим светским привредама. На нешто нижи расположиви доходак за потрошњу деловаће заостравање монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије, али ће оно делом бити компензовано најављеним растом плата у јавном сектору и пензија, као и наставком позитивних трендова на тржишту рада. Зато, након продубљивања производног јаза у Т2 и Т3 2023, наведени фактори и очекивани раст екстерне тражње треба да резултирају постепеним смањењем негативног производног јаза од Т4 2023, али се он неће затворити до краја периода пројекције.

Посматрано по категоријама инфлације, **цене воћа и поврћа** задржаће се на релативно високом нивоу још неко време, с обзиром на остварење у досадашњем делу године. Утицај суше на цене воћа и поврћа огледа се у томе што се бележи већи раст цена поврћа и мањи пад цена воћа од претходних очекивања и него што је сезонски уобичајено за последње тромесечје у години. При томе, имали смо у виду и да наставак раста трошковних притисака по основу раста цена енергената, пре свега природног гаса, а тиме и минералних ђубрива, додатно повећава трошкове пољопривредне производње. Због тога смо у нашој пројекцији претпоставили да ће цене воћа и

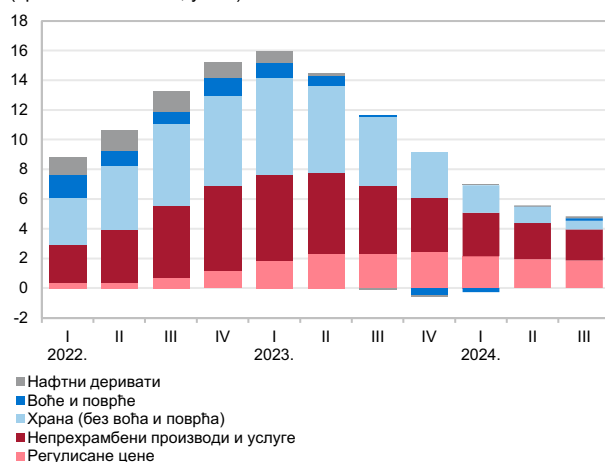
Графикон V.0.26. **Пројектовано кретање производног јаза***
(у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.

Графикон V.0.27. **Доприноси мг. инфлацији по компонентама**
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

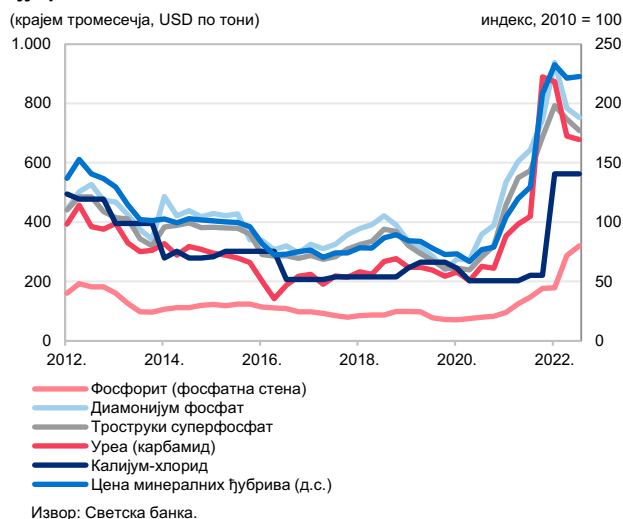
поврћа имати нешто виши позитиван допринос м.г. инфлацији у Т4 ове и Т1 наредне године. С доласком нове пољопривредне сезоне процењујемо да ће се њихов допринос м.г. инфлацији смањити за више од 1 п.п. и након тога постати занемарљив, што је у складу с претпоставком о постепеном враћању цена воћа и поврћа дугорочном тренду.

Раст трошковних притисака у производњи хране, до кога је дошло највише услед раста светских цена нафте и примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје), одразио се и на раст осталих категорија **прехранбене инфлације** (без воћа и поврћа) на домаћем тржишту. Поред трошкова енергената и сировина, на раст цена хране одражавају се и растућа увозна инфлација и инфлациона очекивања. Процењујемо да је показатељ трошковних притисака у производњи хране – јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем односа цена инпута и цена финалних прехранбених производа од тренда) у Т2 ове године достигао највиши ниво од када се прати. У Т3 је почело благо затварање овог јаза, указујући на то да се раст трошкова пренео на цене финалних прехранбених производа, које имају највећи допринос расту м.г. инфлације међу појединачним компонентама инфлације. Знатно одступање јаза реалних маргиналних трошкова од неутралног нивоа уобичајено указује на његов пад у будућности, па очекујемо да ће деловање највећег дела трошковних притисака временом бити слабије, чему треба да допринесе и очекивани пад цена примарних пољопривредних производа, који ће успорити раст цена хране. Силазну путању прехранбене инфлације очекујемо у наредној години, а подржаће је и очекивано смиривање увозне инфлације и инфлационих очекивања.

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

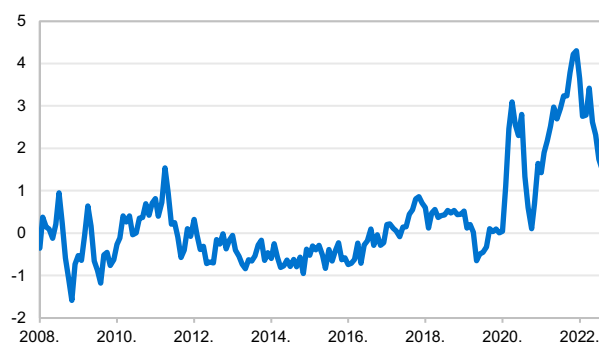
Сличну тенденцију требало би да има **непрехранбена инфлација**, мада ће овогодишњи максимум ове компоненте бити нижи од прехранбене инфлације, а њено опадање нешто спорије. Цене ове категорије производа зависе пре свега од цена бројних увозних производа, нарочито из зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер. Раст непрехранбене инфлације од 2021. готово се у

Графикон V.0.28. Кретање светских цена минералних ђубрива

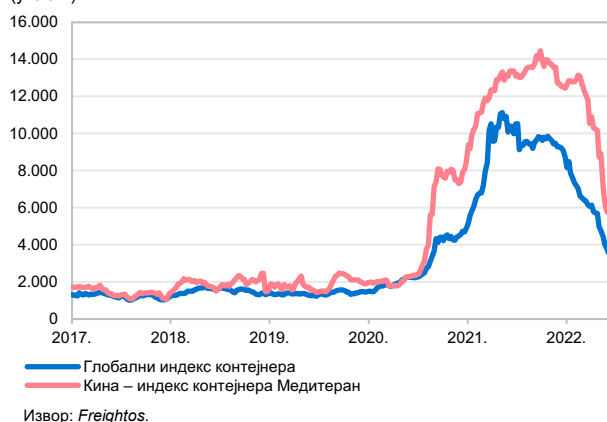


Графикон V.0.29. Притисци у глобалним ланцима снабдевања

(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



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



потпуности подудара с растом увозних цена, које апроксимирамо потрошачким ценама у зони евра. То је последица и директног преноса са европских на домаће цене, али и чињенице да су и у Србији и у зони евра цене под утицајем поскупљења истих примарних производа. Тромесечни раст ових цена највероватније је већ достигао свој врхунац у Т3, док ће на мг. нивоу врхунац достићи у Т1 2023. због ефекта базе. С постепеним смањењем увозне инфлације и инфлационих очекивања, започетим смањењем цена међународног транспорта и индустријских сировина, ублажавањем застоја у глобалним ланцима снабдевања, уз нижу агрегатну тражњу, очекујемо смањење притиска на домаће цене непрехрамбених производа, па би требало да се допринос ове групе укупној инфлацији постепено смањује до краја периода пројекције.

Знатан скок цена енергената на светском тржишту главни је разлог очекиваног већег раста регулисаних цена у периоду пројекције. У складу с нашом претпоставком о повећању **регулисаних цена** у овој години за 6,9%, а у наредној за 13,3%, допринос регулисаних цена мг. инфлацији постепено ће се повећавати. Очекујемо да ће допринос регулисаних цена мг. инфлацији бити 1,2 п.п. крајем ове године, а 2,5 п.п. крајем следеће године.

Осврт 3: Процена инфлаторних притисака коришћењем текстуалне анализе

У периоду високе и нестабилне инфлације, у каквом се тренутно налази већи део планете, показатељи који би могли на време да сигнализирају раст инфлације добијају на значају. Један од метода да се креира такав показатељ јесте тзв. **текстуална анализа**, која се састоји из трансформације текстова, као квалитативних података, у нумеричку меру, која се даље може користити као водећи показатељ неке економске величине. У ту сврху се може употребити велики број текстова расположивих на интернету, попут новинских чланака, изјава, блогова, објава на друштвеним мрежама итд. који разматрају економска кретања у некој форми.

У Народној банци Србије покушали смо да утврдимо да ли новински текстови садрже информације које се могу користити као један од показатеља или наговештаја инфлаторних притисака. Веза између текстова на интернету и инфлације проистиче из једноставне чињенице да у периодима већих и учесталијих промена цена медији више пишу о томе, тј., што је битно за нашу анализу, више користе речи које се односе на промене цена. То може бити помињање промена цена које су се већ десиле, али и оних које тек треба да се десе.

У анализи смо обухватили 120.000 чланака из економских рубрика четири српске дневне новине за период од почетка 2007. до септембра 2022. године, употребом речничког приступа, који се састоји из пребројавања унапред задатог скупа израза. Конкретно, најпре смо дефинисали листе израза – једну која се односи на изразе у вези с растом цена (*поскупљење, раст цене, скок цене, повећање цене, виша цена, инфлација* и сл.) и другу у вези с падом цена (*појефтињење, пад цене, снижење цене, нижа цена, дефлација* и сл.), с речима у разним облицима и врстама (нпр. *поскупљење, поскупљења, поскупети, поскупело...*). Затим смо те изразе пребројали по месецима и упоредили са укупним бројем речи у одговарајућим месецима.

На тај начин добили смо мере које називамо новински инфлациони сентимент, које представљају квантификацију интензитета наратива о инфлацији у српским новинама. На Графикону О.3.1. приказујемо две такве мере – учешће израза повезаних с поскупљењима и разлику учешћа израза повезаних с поскупљењима и појефтињењима.

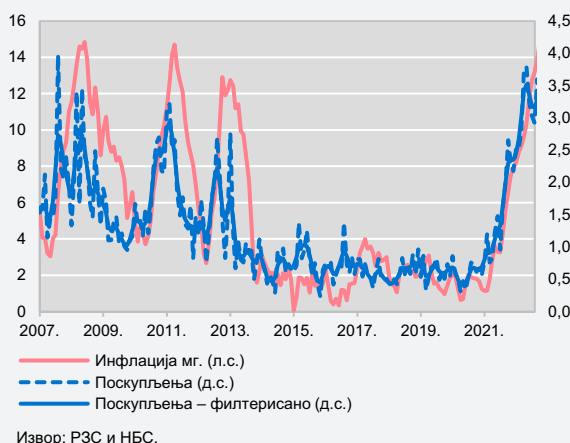
Мада су ове серије веома волатилне, на анализираном периоду могу се јасно уочити четири велика циклуса у инфлационом сентименту. Тако обе серије достижу максимуме 2008, 2010, 2012. и 2022. године, на преко 2,5% у случају поскупљења, односно 2% у случају разлике. У периоду 2013–2021. серије су биле релативно стабилне, углавном у интервалу од 0% до 1%.

Веза мера сентимента са инфлацијом приметна је управо у периодима њених највећих осцилација. Инфлација у посматраном периоду такође бележи четири значајна скока, с двоцифреним максимумима – у 2008, 2011, 2012. и 2022. години (Графикон О.3.2). Свим тим циклусима претходио је или их је пратио снажан раст употребе израза о поскупљењима у новинама, на преко 2,5% укупног броја речи. Приметно је да у текућем инфлационом циклусу инфлациони сентимент бележи снажнији раст у

Графикон О.3.1. Мере новинског инфлационог сентимента на основу бројања израза (учешће у укупном броју речи, у промилима)



Графикон О.3.2. Инфлација и новински инфлациони сентимент



односу на инфлацију него у претходним циклусима. То се може објаснити чињеницом да је текућа инфлација, за разлику од претходних циклуса, вођена глобалним факторима, па мере сентимента делимично одражавају кретања цена у међународном окружењу.

Може се приметити и да је током осмогодишњег периода стабилности инфлације (середина 2013 – средина 2021) новински инфлациони сентимент остао релативно низак, ниједном не премашивши 1,5%. Ипак, кретање серија сентимента и инфлације у овом периоду често није било синхронизовано, као, на пример, у 2015, када повећано коришћење израза о поскупљењима није било праћено растом инфлације, или почетком 2017, када на основу текстова није било могуће предвидети привремени скок инфлације на 4%.

Поред поменуте две мере сентимента, у анализу смо укључили и њихове филтриране верзије (*HP*-филтером), а испитали смо везу сентимента и с мг. инфлацијом и с месечном десезонираном инфлацијом. Економетријска анализа потврдила је јаку везу различитих мера сентимента и инфлације.¹

У наставку издвајамо најзначајније налазе ове анализе:

– Мере сентимента високо су корелисане с мерама инфлације на целом узорку. Степен корелације је снажнији с мг. инфлацијом (око 0,8) него с месечном инфлацијом (око 0,6). С друге стране, ако се посматра само период ниске и стабилне инфлације (середина 2013 – средина 2021), коефицијент корелације између сентимента и инфлације пада на 0,2–0,3, што је знатно ниже него за цео узорак.

– Грејндеров тест узрочности показао је да у свим комбинацијама везе сентимента и инфлације узрочност иде од сентимента ка инфлацији, с тим да у понеким случајевима постоји и у оба смера. Поред тога, функција одговора на импулсе из *VAR* модела с мерама сентимента и инфлацијом сугерише то да постоји једносмерна веза између ове две променљиве, где једнопромилни раст сентимента води расту инфлације од 4%.

– Коефицијент уз меру сентимента која је укључена у оцењени модел инфлације с релевантним факторима инфлације² показао се статистички значајним, што указује на то да сентимент пружа додатне информације за прогнозу инфлације, чак и у односу на њене главне факторе.

Узимајући све у обзир, закључили смо да су мере новинског инфлационог сентимента добар показатељ инфлаторних притисака, пре свега у периодима повишене инфлације, због чега ће Народна банка Србије наставити да га прати.

¹ Детаљи анализе могу се наћи у Зборнику радова Народне банке Србије, септембар 2022.

² Модел из рада „Економетријска оцена утицаја глобалних и домаћих фактора на инфлацију у Србији”, Зборник радова Народне банке Србије, март 2022.

Ризици пројекције БДП-а и инфлације

Главни извор неизвесности наших нових макроекономских пројекција и даље представљају дешавања у међународном окружењу, а пре свега **геополитичка дешавања везана за ситуацију у Украјини**. Утицај геополитичких дешавања најизраженији је на светским тржиштима **енергената**, а највише у Европи. Немогућност потпуног преласка на друге снабдеваче у кратком року или други вид енергије оставља Европу и даље у великој мери зависну од руског гаса, што ће и у наредном периоду генерисати неизвесност по питању цена и доступности овог енергента. Ипак, у поређењу с претходном пројекцијом, ризици по овом основу су нижи, јер су у међувремену повећани дотоци гаса у ЕУ кроз друге канале, што је, уз мању потрошњу због повољних временских прилика и мању тражњу за гасом из Кине, омогућило и повећање залиха гаса у ЕУ, које се налазе на знатно вишем нивоу од очекиваног. Када је реч о ценама нафте, њихово кретање у великој мери зависи и од изгледа глобалног привредног раста, али и понуде других земаља чланица *ОПЕС+*, не само Русије. Ценимо да су **ризичи пројекције БДП-а по основу светских цена енергената и даље асиметрични наниже, а инфлације навише**.

Ризици наниже по **глобални привредни раст** додатно су порасли у периоду од претходног извештаја, на шта се пре свега одражавају геополитичка неизвесност, виши ниво инфлације на глобалном нивоу од очекиване, као и заоштравање глобалних финансијских услова. Нижи глобални привредни раст, а пре свега нижи привредни раст у зони евра, додатно би умањио извозну тражњу за нашим производима, што би за последицу имало успоравање раста домаће прерађивачке индустрије и извоза. Поред тога, политика нулте толеранције према вирусу корона у Кини у случају погоршања епидемиолошке ситуације могла би да погорша застоје у глобалним производним ланцима, који су попустили претходних месеци. С друге стране, нижа екстерна тражња смањила би инфлаторне притиске и у зони евра и код нас. Имајући претходно у виду, оцењујемо да су **ризичи пројекције инфлације и БДП-а по основу глобалног привредног раста и ниже екстерне тражње асиметрични наниже**.

Нижи глобални привредни раст могао би смањити цене примарних производа, које у великој мери зависе од фазе циклуса у којој се налази светска привреда. С друге стране, продубљивање геополитичких тензија, с обзиром на то да су Русија и

Украјина велики произвођачи и извозници **примарних пољопривредних производа, метала и минерала**, могло би утицати на њихову мању понуду на светском тржишту. Русија је и доминантан произвођач компонената минералног ђубрива, чије цене знатно утичу на трошкове производње пољопривредних производа широм света, па и у Србији. Из тих разлога, ценимо да су **ризичи одступања светских цена примарних производа (пољопривредних производа и метала) симетрични и у случају инфлације и БДП-а**. Када је конкретно реч о утицају на БДП, треба имати у виду да су по основу већих светских цена примарних производа виши трошкови производње и да је расположиви доходак за инвестиције нижи, док, с друге стране, то доприноси већем извозу пољопривредних производа и метала, јер је Србија нето извозник ових производа.

По основу могућег продужења застоја у глобалним ланцима снабдевања и енергетске кризе **постоји ризик да инфлаторни притисци у зони евра постану трајнији, што би се одразило и на даљи раст трошкова производње у Србији, нижи привредни раст и вишу инфлацију**.

Снажан раст инфлације у најразвијенијим светским економијама у протеклом периоду знатно повећава вероватноћу да ће **водеће централне банке у већој мери заштити монетарне политике него што тржишта очекују**. Веће од очекиваног затезање монетарне политике водећих централних банака водило би даљем поштравању глобалних услова финансирања, као и смањењу прилива капитала у земље у успону и појави депрецијацијских притисака по том основу. Ценимо да би у том случају и на домаћем тржишту била виша цена задуживања у 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 мањих прилива портфолио инвестиција. Ако се пак инфлација у развијеним земљама врати на ниже нивое раније од очекивања и/или ако се привредни раст знатније успори, водеће централне банке могу успорити темпо заштравања монетарних услова или га у потпуности прекинути, што би резултирало повољнијим условима финансирања на глобалном нивоу од очекиваних, **тако да по овом основу ценимо да су ризици симетрични**.

Када су у питању домаћи фактори, ризик пројекције инфлације и БДП-а у наредној години представља **карактер пољопривредне сезоне**, за коју смо, због и даље високих цена минералних ђубрива,

претпоставили да ће бити исподпросечна. По овом основу ценимо да су ризици пројекције раста БДП-а асиметрични навише, а инфлације наниже, јер би у том случају ниво цена воћа и поврћа на домаћем тржишту био нижи него што смо претпоставили у нашој централној пројекцији.

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину раста домаће тражње**. Мањи доходак по основу ниже извозне тражње могао би се одразити на спорији раст запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. С друге стране, **прилив СДИ** могао би бити виши од очекиваног ако се има у виду да су наше пројекције прилива СДИ прилично конзервативне и да је и претходних година њихова реализација била изнад наших пројекција. То би допринело даљем расту зарада и запослености, а треба имати у виду да расту понуде радне снаге доприноси и пројекат „Отворени Балкан”, који би могао да има додатне позитивне ефекте на наш извоз. Поред тога, могуће је да се **повећа фискална подршка најрањивијим категоријама становништва или убрза реализација инфраструктурних пројеката финансираних од стране државе**, како би се подстакла домаћа потрошња и инвестиције. Имајући све наведено у виду, ценимо да би домаћа тражња могла да расте брже од пројектованог, што би резултирало бржим растом БДП-а, а у мањој мери и инфлације него у основном сценарију пројекције.

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

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из

међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује њихов утицај на нашу привреду. У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и из међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за додатним заостравањем монетарних услова, узимајући у обзир и ефекте досадашњег заостравања монетарне политике, као и време које је потребно да се они испоље у пуној мери. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, јер се на тај начин доприноси и одрживом привредном расту, а тиме и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту. Народна банка Србије је спремна да настави да реагује свим расположивим инструментима монетарне политике ако се материјализују неки од ризика који би за последицу имали да се инфлација до краја хоризонта пројекције задржи изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

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

Ризик	Могући канали утицаја	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Геополитичке тензије и дешавања у Украјини	– Даља ескалација сукоба и поостравање санкција могли би да се одразе на нижу екстерну тражњу за нашим производима; – Заостравање геополитичких тензија повећало би трошкове производње по основу даљег раста цена енергената, примарних производа и продубљивања застоја у глобалним ланцима снабдевања.	↓	↑
Изгледи за глобални привредни раст, пре свега раст у зони евра	– Спорији раст светске привреде, а пре свега привреде зоне евра, имао би за последицу нижу екстерну тражњу за нашим извозом и мање притиске на инфлацију са стране тражње.	↓	↓
Цена нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената)	Раст светских цена енергената за последицу има раст трошкова производње, што смањује средства за инвестиције, а на инфлацију може имати и секундарне ефекте, што делом може бити компензовано нижом тражњом за овим производима.	↓	↑
Светске цене примарних пољопривредних производа и метала (Србија нето извозник)	Раст цена примарних пољопривредних производа и метала има инфлаторне ефекте. Иако то повећава трошкове производње и смањује расположиви доходак за инвестиције, ефекти на БДП највероватније би били неутралисани растом извоза, јер је Србија нето извозник примарних пољопривредних производа и метала.	↑	↑
Раст глобалне инфлације, пре свега инфлације у зони евра, и монетарне политике водећих централних банака	– Виша глобална инфлација, а пре свега инфлација у зони евра, од очекиване делује у правцу више увозне инфлације, што повећава трошкове производње; – Веће и/или брже од очекиваног заостравање монетарних политика водећих централних банака води већој аверзији инвеститора према ризику и мањим токовима капитала према земљама у успону.	↓	↑
Пољопривредна сезона	Боља од претпостављене исподпросечне пољопривредне сезоне води већој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне притиске.	↑	↓
Расположиви доходак	Виши расположиви доходак по основу бржег раста зарада и запослености од очекиваног, услед вишег прилива СДИ и/или убрзане реализације инфраструктурних пројеката од стране државе, као и по основу фискалне подршке најрањивијим категоријама становништва, за последицу би имао бржи раст домаће тражње и инфлаторније притиске.	↑	↑
Регулисане цене, мере Владе за ограничење цена енергената	Виши раст регулисаних цена доприноси вишој инфлацији и нижем расположивом доходу за потрошњу и инвестиције.	↓	↑

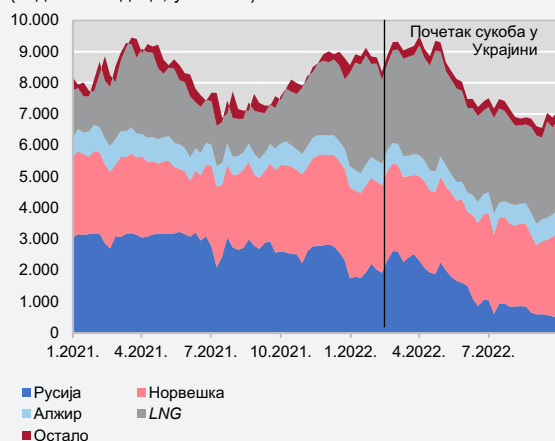
Напомена: ↑ означава инфлаторнији утицај у односу на основни сценарио, ↓ нижи привредни раст, ↑ виши привредни раст, ↓ дезинфлаторнији утицај, а ↓ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.

Осврт 4: Алтернативни сценарио пројекције с претпостављеном вишом светском ценом енергената и примарних производа

Кључни ризици макроекономских пројекција за Србију и даље долазе из међународног окружења и односе се на вишу од очекиване глобалне инфлације и нижи од очекиваног глобални привредни раст, који су последица заостравања геополитичких тензија, раста цена енергената и других поремећаја у снабдевању на глобалном нивоу, као и заостравања глобалних финансијских услова. Имајући то у виду, и овог пута смо израдили алтернативни сценарио пројекције инфлације, БДП-а и дефицита текућег рачуна платног биланса, који узима у обзир ефекте деловања наведених ризика из међународног окружења.

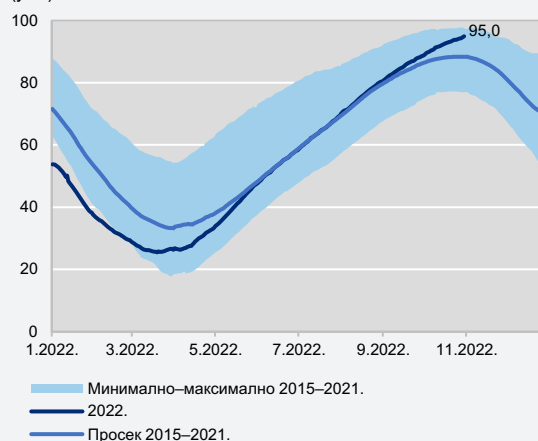
Када је конкретно реч о ризицима макроекономских пројекција по основу раста светских цена енергената и могућих прекида у снабдевању ЕУ гасом из Русије, они су и даље присутни и изражени, мада у мањој мери него што је био случај приликом израде августовске пројекције. На то се одражава чињеница да је снабдевање Европе гасом из Русије већ знатно смањено. Посматрано на недељном нивоу, доток гаса из Русије у Европу је у претходна три месеца сведен на испод 20% нивоа из претходне године, при чему је доток преко Северног тока чак потпуно обустављен. Поред тога, залихе гаса тренутно се налазе на знатно вишем нивоу од очекиваног за ово доба године – попуњеност капацитета тренутно износи око 95%, што је изнад вишегодишњег просека, чему доприносе и повољне временске прилике. Међутим, зимска грејна сезона тек предстоји, а геополитичке тензије између ЕУ и Русије даље се заостравају, пре свега у погледу испоруке нафте, што би ипак за последицу могло да има већи раст цена природног гаса и струје од очекиваног током наредних месеци, као и да изостане очекивани пад светске цене нафте. При томе, због и даље присутне зависности ЕУ од набавке енергената из Русије и немогућности да се у кратком року у потпуности обезбеде алтернативни извори, поставља се питање расположивости и цене гаса у наредној грејној сезони и више него у текућој, за коју су ипак обезбеђене велике количине залиха, пре свега природног гаса.

Графикон О.4.1. Увоз гаса у ЕУ
(недељни подаци, у млн m^3)



Извор: Bruegel.

Графикон О.4.2. Залихе гаса у ЕУ
(у %)



Извор: Bruegel.

Други ризик из међународног окружења, који смо такође идентификовали у августовској пројекцији, био је могућност да зона евра у П2 ове и током Т1 наредне године буде у рецесији. Прелиминарни подаци за појединачне земље зоне евра за Т3 указују на то да је она ипак успела за сада да избегне рецесију и да је она померена за крај ове и почетак наредне године, супротно кретању водећих показатеља доступних на месечном нивоу, који су указивали на то да се економска активност налази у фази контракције. Чини се да су ефекти потпуног отварања економија зоне евра и предузети монетарни и фискални стимуланси током пандемије наставили повољно да се одражавају на раст приватне потрошње и услужних сектора, пре свега на туризам. Међутим, водеће међународне институције кориговале су знатно наниже привредни раст зоне евра за наредну годину и процењују да су ризици пројекције асиметрични наниже, на шта се одражавају јачи и постојанији инфлаторни притисци од очекиваних, брже заостравање монетарне политике ЕЦБ-а, као и високе цене енергената, које се негативно одражавају на инвестиционо и потрошачко поверење.

Имајући у виду да високе светске цене енергената утичу на трошкове производње и инвестиционо и потрошачко поверење, што за последицу има нижи ниво активности на глобалном нивоу, овог пута смо у алтернативном сценарију објединили ризике већег од очекиваног нивоа цена енергената и више инфлације у зони евра по том основу него у основном сценарију, што би било праћено бржим заостравањем монетарне политике ЕЦБ-а од очекиваног, а тиме и јачањем рецесионих притисака у зони евра. Материјализација претходно наведених ризика за последицу би имала неповољнија макроекономска кретања у Србији, уз вишу инфлацију и дефицит текућег рачуна платног биланса него у основном сценарију, као и нижи раст БДП-а.

Конкретно, у овом сценарију претпоставили смо да би се цена природног гаса за Европу на крају ове године нашла на вишем нивоу него што је претпостављено у основном сценарију (где је претпоставка базирана на последњим расположивим фјучерсима за крај октобра) за око 40%, а крајем 2023. и 2024. за око 32%. Светска цена нафте би у просеку наредне године била на вишем нивоу него у основном сценарију за близу 20%. При томе, раст цена горива и минералних ђубрива одразио би се и на раст светских цена примарних пољопривредних производа, које би се крајем наредне године нашле на нивоу који је за око 13% виши него крајем ове године, док се у основном сценарију предвиђа њихов благи пад. У том случају би и просечна инфлација у зони евра у наредној години била виша за око 1,5 п.п. него у основном сценарију, док би БДП у зони евра био у дубљој рецесији (−1,3% уместо −0,3%, колико је претпостављено у основном сценарију).

Табела О.4.1. Екстерне претпоставке пројекције у основном и алтернативном сценарију

		Основни сценарио	Сценарио с вишим светским ценама енергената, вишом инфлацијом и нижим привредним растом у зони евра
Стопа раста БДП-а зоне евра (у %)	2022.	3,0	2,7
	2023.	-0,3	-1,3
	2024.	1,9	1,9
Просечна инфлација у зони евра (у %)	2022.	8,3	8,3
	2023.	6,0	7,4
	2024.	2,9	3,1
Светска цена нафте (просек, у USD по барелу)	2022.	101	101
	2023.	86	102
	2024.	79	83
Светска цена нафте (крај године, у USD по барелу)	2022.	94	94
	2023.	82	92
	2024.	77	81
Светска цена гаса (просек, у USD по кубном метру)	2022.	1.174	1.314
	2023.	1.659	2.230
	2024.	1.190	1.597
Светска цена гаса (крај године, у USD по кубном метру)	2022.	1.799	2.518
	2023.	1.670	2.204
	2024.	1.089	1.437
Светске цене примарних пољопривредних производа (мг. раст у Т4, у %)	2022.	14,1	14,1
	2023.	-5,3	13,3
	2024.	-7,6	-20,0
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (крај године)	2022.	2,3	3,3
	2023.	3,3	4,3
	2024.	3,1	4,0

Извор: *Consensus Forecasts*, ЕЦБ, Блумберг.

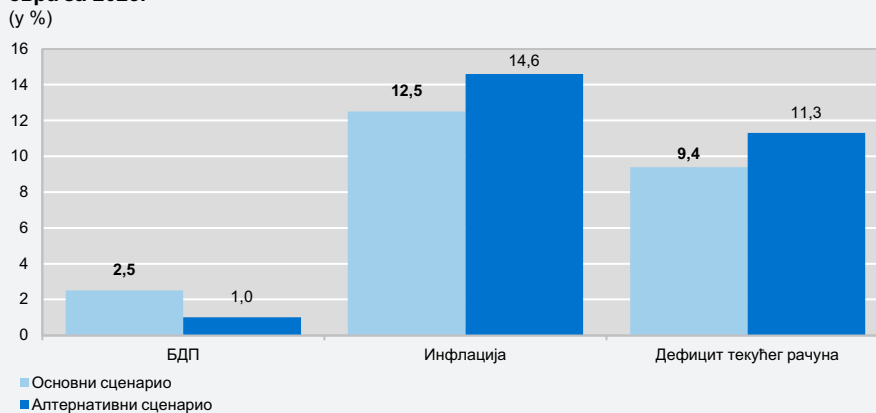
Даљи раст светских цена нафте имао би директне ефекте на **домаћу инфлацију** (кроз више цене нафтних деривата на домаћем тржишту), али и индиректне ефекте (кроз повећане трошковне притиске, односно повећану увозну инфлацију), услед додатног раста светских цена енергената и примарних пољопривредних производа. У том случају дошло би и до веће инфлације у зони евра, што би делом било компензовано ефектима заостравања монетарне политике ЕЦБ-а и ниже тражње с међународног тржишта. Нижа екстерна тражња и раст каматних стопа на евроиндексиране кредите на домаћем тржишту по основу рестриктивније монетарне политике ЕЦБ-а за

последницу би имали и нижу тражњу на домаћем тржишту. Истовремено, раст цена енергената, заостравање глобалних финансијских услова и повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту за последицу би имали већи увоз енергената, вредносно посматрано, раст премије ризика земље и нижи прилив капитала у Србију, пре свега у виду портфолио инвестиција, што би довело и до јачања депрецијацијских притисака. Све наведено би утицало на то да се просечна инфлација нађе за око 2 п.п. на вишем нивоу у наредној години него у основном сценарију, као и да се одложи њен повратак у границе циља.

Због повећаних трошкова набавке енергената и по том основу смањеног расположивог дохотка за инвестиције и потрошњу, ниже екстерне тражње, пре свега из зоне евра, као и због генерално смањеног потрошачког и инвестиционог поверења, мањег прилива капитала и неповољнијих услова финансирања, **привредни раст Србије** би у овом сценарију био нижи, нарочито у 2023. години. Посматрано у структури раста, допринос и приватне потрошње и инвестиција био би нижи него у основном сценарију, као и нето извоза у условима смањене екстерне тражње, која би се негативно одразила на производњу и извоз прерађивачке индустрије. Због потребе набавке енергената, вероватно би се сузио простор за државну потрошњу и инвестиције. С друге стране, услед повећане глобалне неизвесности и мање екстерне тражње вероватно би био повећан допринос залиха, барем у кратком року. Процењујемо да би у том случају раст БДП-а у наредној години због нижег тзв. *carry-over* ефекта из Т4 ове године био нижи и за 1,5 п.п. него у основном сценарију (уз централну пројекцију од 1%). То је ипак нешто мања корекција привредног раста у поређењу с корекцијом за зону евра због тога што снабдевеност енергентима на домаћем тржишту не би била доведена у питање пошто су предузете мере да се обезбеде довољне резерве гаса, укључујући и постизање споразума о знатно повољнијој цени гаса од тржишне за већи део гаса који се увози.

Дефицит текућег рачуна био би на вишем нивоу него у основном сценарију за око 2 п.п. у 2023, на шта би се одразили и неповољнији односи размене због знатног раста цена енергената, као и смањена екстерна тражња, али би то било делом компензовано мањим увозом потрошних добара и опреме. Поред тога, на веће расходе по основу доходака одразили би се већи одливи по основу дивиденди, неповољнији услови финансирања на међународном финансијском тржишту, као и већи степен заостравања монетарне политике ЕЦБ-а.

Графикон О.4.3. **Поређење основног сценарија и сценарија с већим растом цена енергената и примарних производа, вишом инфлацијом и нижим БДП-ом у зони евра за 2023.**
(у %)



Да закључимо – материјализација поменутих ризика из међународног окружења представљала би неповољнији сценарио макроекономских пројекција за Србију, јер би за последицу имала вишу инфлацију и дефицит текућег рачуна, као и нижи привредни раст, него у основном сценарију. Ипак, треба имати у виду да смо по том основу кориговали пројекције и у основном сценарију, јер смо уважили чињеницу да су се они већ делимично материјализовали, тако да се тренутно чини да су неповољни ризици мање изражени него што смо претпоставили у августу.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	T1 2022.	T2 2022.	T3 2022.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																				
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	6,0	4,7	4,5	4,7
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	259,7	232,1	251,3	
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	30,9	26,1	26,1	28,2
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	9,4	12,0	
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	17,1	14,9	19,3	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																				
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,4	67,5	67,7	
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	11,9	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	127,7	121,1	116,2	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																				
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	131,3	136,7	147,8
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	164,4	167,3	172,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																				
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	115,7	139,4	139,1	131,2
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																				
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.329	13.055	14.837	15.676
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	36.986	38.287	
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	1.223	1.784	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	14.296	14.776	16.502
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	1.762	2.029	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.296	-1.351	-1.266	-207
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																				
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.		
	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		
S&P	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/стабилан	BB-/негативан				BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB+/стабилан	BB+/стабилан	BB+/стабилан	BB+/стабилан		
Fitch	BB-/стабилан			BB-/негативан		BB-/стабилан	BB-/негативан		B+/стабилан	B+/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан			BB+/стабилан					
Moody's									B1/стабилан			B1/стабилан	Ba3/стабилан		Ba3/стабилан		Ba2/стабилан			

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁾ Према методологији ESA 2010. Подаци за T1, T2 и T3 2022. процена су НБС.

²⁾ 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 за T1, T2 и T3 2022. процена су НБС.
- Подаци су подложни кориговану према званичним изворима.
- Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (BPM6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
- Од 2007. извоз и увоз робе репостројан 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. Подаци за 2005. и 2006. дати су према специјалном систему трговине.
- Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	T1 2022.	T2 2022.	T3 2022.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	5,5	5,1	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	7,5	4,3	3,9	1,1
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	9,1	11,9	14,0
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	14.296	14.776	16.502
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	28.583	8.200	9.240	9.711
– стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	28,3	31,5	35,1	30,0
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	33.109	9.995	11.405	10.855
– стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	25,6	48,0	39,9	24,7
Текући рачун платног биланса ³⁾ (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	-2.296	-1.351	-1.266	-207
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	-4,3	-10,3	-8,5	-1,3
Незапосленост по Анкети (у %) ⁶⁾						20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,0	10,6	8,9	
Зараде (просечне за период, у еврима) ⁷⁾	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	612,7	627,9	632,1
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а) ⁴⁾				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-4,7	2,1	2,5
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) ⁴⁾	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-4,4	3,0	3,5
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а) ⁵⁾	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	50,9	51,9	53,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	104,94	110,35	116,51
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	105,50	112,26	119,55
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,62	117,56	117,36
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,75	117,41	117,32
МЕМОРАНДУМ:																				
БДП (у млн евра) ⁶⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.329	13.055	14.837	15.676

¹⁾ У сталним ценама претходне године. Подаци за Т1 и Т1 2022. прелиминарна су процена РЗС-а. Податак за Т3 2022. је флеш оцена РЗС-а.

²⁾ Цене на мало до 2006. године.

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

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

⁵⁾ Према методологији ЕСА 2010. Подаци за Т1, Т2 и Т3 2022. процена су НБС.

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

⁷⁾ До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т3 2022. просек је два месеца.

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

Напомене:

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	9
III.0.1.	Доприноси компонената мг. стопи раста потрошачких цена	13
III.0.2.	Промене доприноса основних група ИПЦ-а мг. инфлацији	13
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	14
III.0.4.	Доприноси компонената мг. стопи раста произвођачких цена	14
III.0.5.	Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	15
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	22
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	22
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	23
IV.1.1.	Динарска ликвидност	25
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	25
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	26
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	26
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	27
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	27
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	28
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	28
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	29
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	29
IV.1.11.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	29
IV.1.12.	Кретање курса динара и евра према долару	30
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	30
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	31
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	31
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	31
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	32
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	32
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	32
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	33
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	33
IV.2.9.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	34
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	35
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	36
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	36
IV.3.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	37
IV.3.5.	Кретање главних компонената увоза	37
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	38
IV.4.2.	Показатељи активности сектора услуга	38
IV.4.3.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	39
IV.4.4.	Показатељи грађевинске активности	39
IV.5.1.	Месечна динамика зарада у Србији	39
IV.5.2.	Просечна номинална нето зарада	40
IV.5.3.	Номиналне нето зараде по делатностима	40
IV.5.4.	Номиналне нето зараде по регионима Србије	40
IV.5.5.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	41
IV.5.6.	Кретање регистроване незапослености	41
IV.5.7.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	42

IV.6.1.	Динамика водећих индекса глобалне економске активности – <i>PMI</i> индекси	42
IV.6.2.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	43
IV.6.3.	Кретање БДП-а и водећих показатеља за зону евра	43
IV.6.4.	Кретање стопе незапослености и водећег показатеља запослености за зону евра	44
IV.6.5.	Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а у САД	44
IV.6.6.	Кретање изабраних макроекономских показатеља за САД	45
IV.6.7.	Доприноси мг. стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	45
IV.6.8.	Мг. стопе раста реалног БДП-а Русије и Кине	46
IV.6.9.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	46
IV.6.10.	Кретање хармонизованог ИПЦ-а за Немачку и Италију	47
IV.6.11.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	47
IV.6.12.	Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са септембром 2022)	48
IV.6.13.	Кретање ИПЦ-а у земљама Западног Балкана	48
IV.6.14.	Кретање референтних стопа по земљама	48
IV.6.15.	Укупна актива ЕЦБ-а	49
IV.6.16.	Укупна актива ФЕД-а	49
IV.6.17.	ФЕД: Очекивања чланова <i>FOMC</i> о адекватној монетарној политици: Средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе	49
IV.6.18.	Инфлација и циљ по земљама у септембру 2022.	50
IV.6.19.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	58
IV.6.20.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	58
IV.6.21.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (у локалној валути)	58
IV.6.22.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	59
IV.6.23.	Кретање светске цене злата	59
IV.6.24.	Кретање светске цене нафте	59
IV.6.25.	Кретање реперних цена природног гаса и електричне енергије за Европу	60
IV.6.26.	Кретање цена термалног угља и минералних ђубрива	60
IV.6.27.	Индекс светских цена примарних производа	61
IV.6.28.	Индекс светских цена хране	61
V.0.1.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2022. и 2023.	64
V.0.2.	Прогнозе инфлације за развијене земље	64
V.0.3.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	65
V.0.4.	Пројекције инфлације и стопе незапослености за САД	65
V.0.5.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	66
V.0.6.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	67
V.0.7.	Реперна цена природног гаса за Европу, на холандском чворишту <i>TTF</i>	68
V.0.8.	Реперна цена струје за Европу, <i>German power baseload</i>	68
V.0.9.	Цене руде гвожђа и основних метала на светском тржишту	69
V.0.10.	Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту	70
V.0.11.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	70
V.0.12.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	70
V.0.13.	Секторска структура СДИ	71
V.0.14.	Пројекција раста БДП-а	71
V.0.15.	Доприноси реалном расту БДП-а	72
V.0.16.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	72
V.0.17.	Кретање инвестиција у основне фондове	73
V.0.18.	Реални раст извоза и увоза	73
V.0.19.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	74
V.0.20.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	75
V.0.21.	Краткорочна пројекција инфлације	76
V.0.22.	Пројекција инфлације	76
V.0.23.	Пројекције цене нафте на светском тржишту	77
V.0.24.	Пројектовани ниво просечне инфлације у САД и зони евра за 2022. у последњој години дана	77
V.0.25.	Ревизија пројекције инфлације за 2022.	77
V.0.26.	Пројектовано кретање производног јаза	78

V.0.27. Доприноси мг. инфлацији по компонентама	78
V.0.28. Кретање светских цена минералних ђубрива	79
V.0.29. Притисци у глобалним ланцима снабдевања	79
V.0.30. Цена контејнерског транспорта	79

Табеле

III.0.1. Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т3 2022.	14
IV.1.1. Кредитни рејтинг	28
IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	35
IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција	35
IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а	38
IV.6.1. Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	51
V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а	63
V.0.2. Најважније претпоставке пројекције	64
V.0.3. Процена привредног раста по земљама	65
V.0.4. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	86
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	90
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	91

Графикони у освртима

O.1.1. Мг. стопе раста компонената инфлације мерене хармонизованим ИПЦ-ом по земљама у септембру 2022.	17
O.1.2. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент и остварење	18
O.1.3. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа и остварење	18
O.1.4. Остварено и пројектовано кретање мг. инфлације у зони евра	18
O.1.5. Остварено и пројектовано кретање мг. инфлације у Србији	18
O.1.6. Декомпозиција грешке предвиђања инфлације за годину дана унапред	19
O.1.7. Средња квадратна грешка прогнозе Народне банке Србије	20
O.1.8. Одступање од пројекција инфлације из Т4 2021.	20
O.2.1. Финансијски услови по регионима	53
O.2.2. Принос на државне обвезнице у локалној валути (приближне рочности 10 година)	54
O.2.3. Портфолио токови у локалној валути у земљама у успону у 2022.	54
O.2.4. Кумулативни портфолио токови у локалној валути по регионима земаља у успону	54
O.2.5. Јавни дуг и издаци за камате у развијеним земљама и земљама у успону и развоју, 2017–2024.	56
O.2.6. Динамика јавног дуга опште државе у земљама Западног Балкана	56
O.3.1. Мере новинског инфлационог сентимента на основу бројања израза	81
O.3.2. Инфлација и новински инфлациони сентимент	81
O.4.1. Увоз гаса у ЕУ	87
O.4.2. Залихе гаса у ЕУ	87
O.4.3. Поређење основног сценарија и сценарија с већим растом цена енергената и примарних производа, вишом инфлацијом и нижим БДП-ом у зони евра за 2023.	89

Табела у осврту

O.4.1. Екстерне претпоставке пројекције у основном и алтернативном сценарију	88
--	----

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2021. година

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

2022. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 9. 2022.

На данашњој седници, Извршни одбор је одлучио да повећа референтну каматну стопу за 50 базних поена, на ниво од 3,5%. У истој мери повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 2,5% и стопа на кредитне олакшице – на 4,5%.

Извршни одбор Народне банке Србије наставио је да пооштрава монетарне услове, чиме се на адекватан начин реагује на појачане инфлаторне притиске, не угрожавајући притом даљи раст привредне активности.

Извршни одбор је проценио да је, у условима настављених трошковних притисака, као и раста увозне инфлације, потребно наставити с пооштравањем домаћих монетарних услова. Доношењем овакве одлуке Народна банка Србије ће допринети да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и да се до краја периода пројекције врати у границе дозвољеног одступања од циља. Такође, на овај начин утиче се на ограничавање секундарних ефеката раста цена хране и енергената на остале цене путем инфлационих очекивања. Од октобра прошле године, Народна банка Србије постепено, али континуирано пооштрава монетарне услове на домаћем тржишту. Поред повећања основних каматних стопа и пооштравања услова динарске ликвидности, Народна банка Србије ценовној стабилности у средњем року доприноси и одржавањем релативне стабилности курса динара према евр, ограничавањем ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене.

Приликом доношења одлуке Извршни одбор је имао у виду да су геополитичка дешавања и ескалација конфликта у Украјини утицали на кретање светских цена енергената и примарних производа у првој половини ове године на највишим нивоима, што је за последицу имало даљи раст глобалне инфлације. Због тога су многе централне банке, укључујући и најутицајније – Систем федералних резерви и Европску централну банку – протеклих месеци брже од очекиваног заоштравале своје монетарне политике. Водеће централне банке у свету последњих недеља шаљу јасне сигнале за одлучну борбу против инфлације, уз најаву даљег пооштравања својих монетарних политика. Наведени фактори могу узроковати да изгледи глобалног привредног раста буду неповољнији, утичући притом и на повећање волатилности на међународном финансијском тржишту и усмеравање глобалних токова капитала од земаља у развоју ка развијенијим економијама. Иако су, због појачаних рецесионих притисака на глобалном нивоу, светске цене нафте и других примарних производа смањене у претходна два месеца, оне се и даље налазе на знатно вишем нивоу него пре годину дана, при чему су цене природног гаса и електричне енергије на европском тржишту у августу забележиле чак нове рекордне нивое.

Знатан раст цена енергената на светском тржишту и релативно висока увозна инфлација, уз ефекте суше на домаћем тржишту и у већем делу Европе, који се одражавају на даљи раст цена хране, за последицу има наставак раста инфлације у Србији. Међугодишња инфлација у Србији у јулу је износила 12,8%, од чега је око 70% доприноса и даље последица раста цена хране и енергената. Раст увозне инфлације одразио се и на раст базне инфлације (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је у јулу износила 7,5% међугодишње, при чему је важно истаћи да је базна инфлација и даље знатно нижа од укупне инфлације, али и од базне инфлације у земљама региона са истим режимом монетарне политике. Нижем нивоу базне инфлације наставља да доприноси очувана релативна стабилност девизног курса у изузетно неизвесним глобалним условима, као и усидрена средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, која се крећу у границама циља.

Према августовској пројекцији Извршног одбора, међугодишња инфлација ће током текућег тромесечја највероватније достићи врхунац, а затим ће имати опадајућу путању. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заоштравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста. У кратком року смиривању инфлаторних притисака допринеће и донете економске мере Владе којима је ограничен раст цена хране и енергената на домаћем тржишту.

Упркос смањењу екстерне тражње у условима заоштрених геополитичких тензија, у првој половини ове године задржана је релативно висока стопа раста бруто домаћег производа у Србији, која је износила 4,1%

међугодишње. Томе су допринеле инвестиције у разменљиве секторе из претходних година, које су повећале производњу и извоз прерађивачке индустрије, као и даљи раст запослености, зарада и смањење незапослености, што се одразило на раст личне потрошње и по том основу повећану активност услужних сектора. У условима јачања рецесионих притисака у зони евра, очекујемо успоравање привредног раста Србије у остатку ове и почетком наредне године, тако да пројектујемо да ће, у основном сценарију, раст у овој и наредној години бити у распону 3,5–4,5%, али уз ризике који су израженији него иначе и асиметрични наниже.

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

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 6. октобра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 6. 10. 2022.

На данашњој седници, Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је да повећа референтну каматну стопу за 50 базних поена, на ниво од 4%. У истој мери повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 3%, као и стопа на кредитне олакшице – на 5%.

У условима настављених, пре свега глобалних, трошковних притисака и раста увозне инфлације, Извршни одбор одлучио је да додатно повећа референтну каматну стопу и тиме настави поостравање монетарних услова. Доношењем овакве одлуке, а у амбијенту преовлађујућег инфлаторног деловања фактора са стране понуде, на које мере монетарне политике немају или имају мало утицаја, Народна банка Србије настоји да ограничи инфлаторно деловање фактора на страни тражње и секундарне ефекте раста цена хране и енергената на остале цене путем инфлационих очекивања. Тиме Народна банка Србије тежи да допринесе да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и да се врати у границе дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције. Извршни одбор је истакао да Народна банка Србије постепено, али континуирано поострава монетарне услове на домаћем тржишту од октобра прошле године, водећи притом рачуна и о расту привредне активности. Данашње повећање референтне каматне стопе представља њено седмо узастопно повећање. Референтна каматна стопа је од априла ове године повећана за укупно 300 базних поена. Поред повећања основних каматних стопа и поостравања услова динарске ликвидности, Народна банка Србије ценовној стабилности у средњем року знатно доприноси и одржавањем релативне стабилности курса динара према евр, кроз ограничавање преношења раста увозних цена на домаће цене.

Када је у питању кретање инфлације у наредном периоду, Извршни одбор очекује да ће се она у највећој мери кретати у складу с последњом, августовском пројекцијом Народне банке Србије. Према тој пројекцији, врхунац међугодишње инфлације највероватније је достигнут у септембру и крајем године требало би да она буде на нижем нивоу од тренутног. Наставак опадајуће путање инфлације очекује се и у наредној години, а повратак у границе циља до краја периода пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заостравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста. У кратком року смиривању инфлаторних притисака допринеће и донете економске мере Владе којима је ограничен раст цена хране и енергената на домаћем тржишту.

У условима успоравања глобалног привредног раста и јачања рецесионих притисака у зони евра, нашем најважнијем економском партнеру, очекујемо да ће у остатку ове и почетком наредне године успорити и домаћа привредна активност. У првој половини ове године стопа раста бруто домаћег производа Србије била је релативно висока и износила је 4,1% међугодишње, а на нивоу године Извршни одбор пројектује да ће се кретати у распону 3,5–4,5%, али уз ризике који су израженији наниже по основу могућег нижег од очекиваног привредног раста зоне евра и наших других важних трговинских партнера, као и неповољније домаће пољопривредне сезоне. Ипак, према оцени Извршног одбора, раст извозне понуде, као резултат инвестиција у разменљиве секторе из претходних година, у одређеној мери ће компензовати ефекат ниже екстерне тражње на извоз прерађивачке индустрије, што потврђује и наставак раста робног извоза током јула и августа по двоцифреним међугодишњим стопама раста.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду да су геополитичка дешавања и ескалација конфликта у Украјини утицали на то да светске цене енергената и примарних производа у првој половини ове године достигну највише нивое, што је за последицу имало даљи раст глобалне инфлације. У таквим условима, многе

централне банке су протеклих месеци заоштравале своје монетарне политике динамичније него што се претходно очекивало, коригујући притом навише своје пројекције кретања инфлације, као и очекивања који ће бити највиши ниво инфлације и када би она требало да га достигне. Европска централна банка се у септембру одлучила за највеће повећање своје основне каматне стопе икада забележено (75 базних поена), а слично повећање очекује се и у октобру. На то указује и податак о даљем расту инфлације у зони евра на нови историјски максимум (двоцифрени ниво у септембру). У истој мери у септембру је основне каматне стопе повећао и Систем федералних резерви. Наставак пооштравања монетарне политике очекује се и у наредном периоду, јер, према очекивањима, инфлација у зони евра и Сједињеним Америчким Државама не би требало да се врати у границе циља пре 2024. Уз неповољније изгледе глобалног привредног раста, даље заоштравање монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке може утицати и на повећање волатилности на међународном финансијском тржишту и наставак већ присутног усмеравања глобалних токова капитала од земаља у развоју ка развијенијим економијама. Иако су због појачаних рецесионих притисака на глобалном нивоу светске цене нафте и других примарних производа смањене претходних месеци, оне су и даље волатилне и налазе се на знатно вишем нивоу него пре годину дана. Неизвесност је посебно велика у погледу расположивости природног гаса у Европи и његове цене током зиме због додатног заоштравања геополитичких тензија.

Знатан раст цена енергената на светском тржишту и релативно висока увозна инфлација, уз ефекте суше на домаћем тржишту и у већем делу Европе, који се одражавају на даљи раст цена хране, за последицу има наставак раста инфлације у Србији. Међугодишња инфлација у Србији у августу је износила 13,2%, од чега је око 70% доприноса том расту и даље последица раста цена хране и енергената. Раст увозне инфлације одразио се и на раст базне инфлације (укупна инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је у августу износила 7,9% међугодишње, при чему је важно истаћи да је базна инфлација и даље знатно нижа од укупне инфлације, али и од базне инфлације у земљама региона са истим режимом монетарне политике. Нижем нивоу базне инфлације наставља да доприноси очувана релативна стабилност девизног курса у изузетно неизвесним глобалним условима, као и усидрена средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, која се крећу у границама циља.

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

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 11. 2022.

На данашњој седници, Извршни одбор одлучио је да повећа референтну каматну стопу за 50 базних поена, на ниво од 4,5%. У истој мери повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 3,5%, као и стопа на кредитне олакшице – на 5,5%.

Настављени трошковни притисци и раст инфлације, пре свега услед раста увозних цена, утицали су на одлуку Извршног одбора Народне банке Србије да даље повећа референтну каматну стопу и тиме пооштри домаће монетарне услове. Доношењем овакве одлуке Народна банка Србије утиче на ограничавање секундарних ефеката раста цена путем инфлационих очекивања и тиме доприноси да се инфлација у Србији нађе на опадајућој путањи и врати у границе дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције. Данашње повећање референтне каматне стопе представља њено осмо узастопно повећање, закључно с којим је од априла ове године повећана за укупно 350 базних поена. Преношење ефеката заоштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма путем канала каматне стопе. Истовремено, Народна банка Србије ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности, у знатној мери доприноси и одржавањем релативне стабилности курса динара према евр.

Приликом доношења одлуке о повећању референтне каматне стопе, Извршни одбор је истакао да су глобални инфлаторни притисци јачи и постојанији од претходно очекиваних. Инфлација се у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, налази на највишем нивоу од њеног оснивања и њен повратак у границе циља не очекује се пре краја 2024. године. Висока инфлација је у великој мери последица знатно виших цена енергената и хране, али у појединим земљама инфлаторно делују и домаћа тражња и фактори с тржишта рада.

У таквим условима, многе централне банке су протеклих месеци заостравале своје монетарне политике динамичније него што се претходно очекивало, коригујући притом навише своје пројекције инфлације, као и очекивања који је највиши ниво инфлације и када ће он бити достигнут. Европска централна банка је и у октобру одлучила да знатно повећа своју основну каматну стопу (за 75 базних поена, на 2,00%), а у истој мери је реаговао и Систем федералних резерви почетком новембра с повећањем својих основних стопа на распон 3,75–4,00%. Наставак поштравања монетарне политике водећих централних банака очекује се и у наредном периоду, што би, уз неповољније изгледе глобалног привредног раста, могло утицати на раст волатилности на међународном финансијском тржишту и наставак већ присутног усмеравања глобалних токова капитала од земаља у развоју ка развијенијим земљама. Ипак, преовлађују очекивања да ће се постепено смањивати глобални инфлаторни притисци, чему би, поред ефеката заостравања монетарних политика централних банака, требало да допринесу даље смањење светских цена примарних производа и енергената, пре свега нафте, као и већ присутно попуштање застоја у глобалним ланцима снабдевања.

Одлучујући да постепено и одмерено поштрава монетарне услове на домаћем тржишту, Извршни одбор је имао у виду да кретање инфлације у Србији и даље у највећој мери одређују глобални трошковни притисци, док је базна инфлација (8,6% међугодишње у септембру), која је такође расла претходних месеци под утицајем више увозне инфлације, и даље на знатно нижем нивоу од укупне инфлације (14% међугодишње у септембру). Томе доприноси очувана релативна стабилност девизног курса и у овим изузетно неизвесним међународним околностима. Према новембарској средњорочној пројекцији, укупна инфлација остаће повишена до краја ове и почетком наредне године, али ће се након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у другој половини 2023. и повратак у границе циља до краја периода пројекције. У смеру смиревања инфлаторних притисака деловаће досадашње заостравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста.

Након релативно високог раста у првој половини године од око 4,1% међугодишње, привредна активност је успорила у трећем тромесечју – према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа Србије износио је 1,1%. Успоравање привредне активности било је веће од очекиваног, на шта су се пре свега одразили овогодишња суша и знатно лошија пољопривредна сезона од претпостављене, смањење екстерне тражње, као и настављен раст трошкова у производњи, који се пре свега одражава на нижу производњу у грађевинарству и прерађивачкој индустрији. Такође, због ниског водостаја река настављен је и пад активности у сектору енергетике. Извршни одбор очекује да ће домаћа привредна активност бити успорена и у остатку ове и почетком наредне године, а да ће након тога убрзати, како буду слабили ефекти фактора који су утицали на нижу екстерну тражњу, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у инфраструктуру.

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

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио новембарски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 15. новембра.

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

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