



Народна банка Србије

2023
носембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2023
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 инфлационо таргетирање као режим монетарне политике почевши од 1. јануара 2009. године. Основни принципи и функционисање овог режима утврђени су Меморандумом о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

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

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

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

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

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

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

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	9
III. Кретање инфлације	13
<i>Осврт 1: Кретање цене свињског меса у Србији, фактори који је опредељују и очекивања за наредни период</i>	15
IV. Детерминанте инфлације	21
1. Кретања на финансијском тржишту	21
<i>Осврт 2: Трендови у кретању фактора понуде и тражње за девизама на домаћем девизном тржишту</i>	27
2. Новац и кредити	30
3. Агрегатна тражња	34
<i>Осврт 3: Утицај мера фискалне политике на инфлацију у Србији</i>	36
<i>Осврт 4: Кретања у прерађивачкој индустрији Немачке и утицај на производњу и извоз прерађивачке индустрије Србије</i>	40
4. Економска активност	43
5. Кретања на тржишту рада	44
V. Пројекција	47
<i>Осврт 5: Изгледи у погледу кретања инфлације у свету и Србији</i>	54
<i>Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције – различите претпоставке у погледу кретања светских цена примарних производа</i>	78
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	80
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	81
Списак графикана и табела	83
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	86
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	87

I. Резиме

Упркос последицама пандемије и енергетске кризе, које су изазвале поремећаје на светском тржишту хране и енергената и раст глобалне инфлације, као и заостравању монетарних услова ради обуздавања раста цена, **светска привреда се показала отпорнијом од првобитних очекивања**. Ипак, привредни раст је и даље неуједначен по земљама и регионима, бржи од очекиваног у Сједињеним Америчким Државама, а спорији у Кини и зони евра, која је највише била погођена ефектима сукоба у Украјини и растом цена енергената у претходној години. Међународни монетарни фонд је у октобру задржао јулску пројекцију глобалног привредног раста у 2023. на 3%, док је пројекцију за 2024. ревидирао наниже за 0,1 процентни поен, на 2,9%. Ризици октобарске пројекције глобалног привредног раста мањи су него пре шест месеци, али су и даље асиметрични наниже и односе се на потенцијално додатно погоршање кризе у грађевинском сектору Кине, што за последицу може имати и успоравање раста земаља извозница примарних производа, а тиме и глобалног привредног раста. Додатни ризик представља висок ниво задужености појединих земаља у условима високих каматних стопа.

И поред тога што **глобална инфлација успорава**, доминантно под утицајем нижих цена хране и енергије и заострених монетарних услова, инфлација се у већини земаља које примењују режим циљања инфлације и даље налази изнад циља и за многе од тих земаља повратак на циљ не очекује се пре 2025. године. Поред тога, на опрезност монетарне политике Народне банке Србије упућују изражене геополитичке тензије у свету, које су додатно интензивирале најновијим дешавањима на Блиском истоку и могу поново повећати цене енергената и хране и утицати на раст глобалне инфлације.

Као резултат успостављене опадајуће путање инфлације и ефеката претходног заостравања монетарне политике, **процењује се да се централне банке развијених земаља углавном налазе близу краја циклуса заостравања монетарних**

Иако су ризици пројекције глобалног привредног раста мањи него пре шест месеци, чему доприноси и напредак у смањењу глобалне инфлације, они су и даље израженији наниже.

Успоравање глобалне инфлације углавном је вођено смањењем светских цена енергената и хране.

Процењује се да се циклус заостравања монетарних политика водећих централних банака ближи крају, али да ће рестриктивни монетарни услови бити задржани док се не процени да се инфлација одрживо враћа на циљ у средњем року.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која од јула износи 6,5%, али је монетарне услове поштрио инструментом обавезне резерве.

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

политика. При томе, водеће централне банке, Систем федералних резерви и Европска централна банка, истичу да ће заоштрени монетарни услови бити задржани и у наредном периоду, док не буду сигурни у одрживо смањење инфлације и повратак на циљ од 2%. С друге стране, поједине централне банке региона у режиму циљања инфлације већ су започеле попуштање монетарних услова или га најављују.

Одлуку Извршног одбора о **задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу** у периоду од претходног извештаја определио је наставак попуштања глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њено очекивано кретање у границама циља у хоризонту монетарне политике. Ипак, Народна банка Србије је донела одлуку у септембру да путем инструмента обавезне резерве повуче део високих вишкова динарске ликвидности банака и тиме додатно поштри домаће монетарне услове. Стопе обавезне резерве на девизну основицу повећане су за по 3 процентна поена, на 23% и 16% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно, а стопе обавезне резерве на динарску основицу за по 2 процентна поена, на 7% и 2%. Истовремено, повећани су проценти дела девизне обавезне резерве која се издваја у динарима за по 8 процентних поена, на 46% и 38% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно.

Претходно заоштравање монетарне политике Народне банке Србије **наставило је да утиче на раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита у динарима**. Истовремено, заоштравање монетарне политике Европске централне банке резултирало је даљим растом каматних стопа на тржишту новца у зони евра, а тиме и каматних стопа на кредите привреди у евро знаку на домаћем тржишту, док је каматна стопа на кредите становништву у евро знаку у септембру непромењена, чему је допринела одлука Народне банке Србије о привременом ограничавању каматних стопа на нове стамбене кредите физичким лицима. Не чекајући да се материјализују ризици од раста каматних стопа у зони евра и утичу на могућност отплате стамбених кредита, а тиме и на финансијску стабилност, Народна банка Србије је донела одлуку и да ограничи каматну стопу за дужнике који су корисници првог стамбеног кредита с променљивом каматном стопом, а чији уговорени износ не прелази 200.000 евра у периоду од октобра ове године до краја 2024. године.

Кредитна активност је стагнирала у септембру посматрано на међугодишњем нивоу, док је тромесечно посматрано остварила раст од 23 милијарде динара. Раст кредита привреди у ТЗ воде инвестициони кредити, а раст кредита становништву готовински кредити. Као резултат снажног регулаторног оквира за банке и донетих мера макропруденцијалне политике, које су биле синхронизоване с мерама монетарне политике, **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима** у септембру је задржано близу минимума од око 3%.

На рачуну економских односа са иностранством наставила су се позитивна кретања, која су била присутна и у првој половини године, и у девет месеци забележен је дефицит текућег рачуна од непуних 800 милиона евра, што је за чак 2,5 милијарди евра нижи дефицит него у истом периоду 2022. године и истовремено најнижи дефицит досад. Највећи утицај на смањење текућег дефицита имао је робни дефицит, који је био нижи за 2,8 милијарди евра, уз наставак повећања суфицита на рачуну услуга, док су у супротном смеру деловали повећан дефицит на рачуну примарног дохотка по основу раста стања страних директних инвестиција и благо смањење суфицита на рачуну секундарног дохотка. Смањење робног дефицита резултат је комбинованог утицаја раста извоза (5,8% међугодишње) и нижег увоза (за 6,0% међугодишње) у условима, између осталог, и мањег дефицита енергетског биланса (за око 1,8 милијарди евра), захваљујући смањењу светских цена енергената, мањем количинском увозу и повећаном извозу струје. Смањењу дефицита је допринео и наставак раста извоза прерађивачке индустрије по високим стопама, у оквиру које је 17 од 23 гране забележило раст, а нарочито гране везане за аутомобилску индустрију, производњу машина, опреме и електронике. С обзиром на знатно нижи дефицит текућег рачуна у досадашњем току године, и даље пројектујемо да ће дефицит текућег рачуна у овој години износити око или чак испод 2,5% бруто домаћег производа. Према нашој пројекцији, очекивано убрзање инвестиционог циклуса и с тим повезан увоз опреме и репроматеријала, који ће у великој мери ипак бити компензован растом извозних капацитета и опоравком екстерне тражње, утицаће на то да се дефицит текућег рачуна у следећој години и средњем року креће око нивоа од 4% бруто домаћег производа, што је ниво који обезбеђује екстерну одрживост.

Ефекти претходног заоштравања монетарне политике су и преко кредитног канала доприносили слабљењу инфлаторних притисака, али без негативног утицаја на финансијску стабилност.

Побољшање екстерне позиције у поређењу с претходном годином настављено је и у трећем тромесечју, највише у области робне размене, где је знатно смањен дефицит, али се побољшања остварују и у трговини услугама, где је повећан суфицит.

Прилив капитала из иностранства вишеструко је премашио дефицит текућег рачуна, што је допринело јачању апрецијацијских притисака и достизању рекордног нивоа девизних резерви од 24,4 милијарде евра на крају октобра.

Захваљујући бољим приходима од планираних и смањењу давања сектору енергетике, фискални дефицит ће у овој години бити нижи од иницијално планираног и износиће око 2,8% бруто домаћег производа.

Процена међугодишњег раста бруто домаћег производа у трећем тромесечју износи 3,5%, што је изнад очекивања из претходног извештаја.

Прилив капитала из иностранства и у трећем тромесечју вишеструко је премашио дефицит текућег рачуна, што је доприносило наставку апрецијацијских притисака. Највећи прилив капитала, посматрано од почетка године закључно са септембром, остварен је по основу страних директних инвестиција, који је износио преко 3,2 милијарде евра (3 милијарде евра у нето изразу). Према нашој процени, нето прилив по основу страних директних инвестиција наредних година износиће око 5% бруто домаћег производа и наставиће да у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна и у средњем року, што доприноси одрживости наше екстерне позиције. При томе, очекујемо задржавање високе географске и пројектне распрострањености прилива по основу страних директних инвестиција и њихову претежну усмереност у извозне секторе. Народна банка Србије је у десет месеци ове године била нето купац девиза у износу од 3,4 милијарде евра. То је резултирало растом девизних резерви на до сада највиши ниво од 24,4 милијарде евра на крају октобра.

У девет месеци ове године остварен је суфицит на рачуну опште државе од 0,3% бруто домаћег производа, што је знатно повољније од иницијално пројектованог дефицита. Томе су допринели већи приходи од планираних, пре свега по основу повећане профитабилности привреде у претходној години, и смањена давања енергетском сектору. То је отворило простор за подршку фискалне политике домаћој тражњи, а без угрожавања опадајуће путање јавног дуга, који је на нивоу опште државе крајем септембра износио 51,7% бруто домаћег производа. Бољи фискални резултат од планираног у првој половини године отворио је простор за подршку домаћим инвестицијама и потрошњи, тако да су ребалансом буџета повећане плате у делу јавног сектора и пензије за по 5,5%, а планирани капитални издаци државе повећани су за 23 милијарде динара, што ће имати највећи ефекат на фискални резултат у четвртном тромесечју. Ребалансом буџета планира се дефицит од 2,8% бруто домаћег производа у овој години, што је боље од иницијалног плана од 3,3%. Нацртом закона о буџету за 2024. пројектован је дефицит републичког буџета од 2,2% бруто домаћег производа. И у 2024. знатан део буџетских средстава опредељен је за повећање инвестиција у саобраћајну инфраструктуру и енергетски сектор.

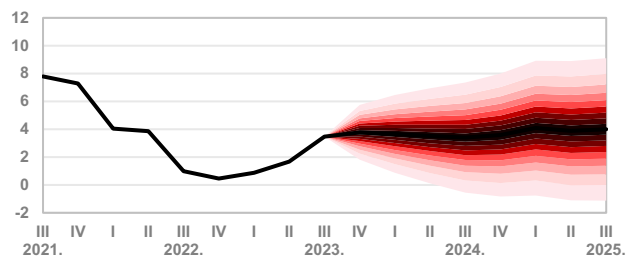
Динамика привредног раста у трећем тромесечју убрзала. Према процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју износио је 3,5%, а највећи допринос том расту дало је грађевинарство,

као резултат убрзања реализације инфраструктурних пројеката. Упркос смањеној екстерној тражњи, пре свега из зоне евра, повољнија кретања од очекиваних остварују се у прерађивачкој индустрији, чему доприносе инвестиције из претходног периода и раст домаће тражње. Такође, подаци о приносима најважнијих култура указују на то да је овогодишња пољопривредна сезона била изнадпросечна и изнад наших очекивања из августа. Позитиван допринос потиче и од већине услужних сектора. Посматрано с расходне стране, раст је био вођен растом инвестиција, и то првенствено приватних. Такође, позитиван допринос, мада у мањој мери него у првој половини године, дао је нето извоз, као резултат наставка реалног раста извоза робе и услуга и пада увоза.

С обзиром на то да је раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју био изнад наших очекивања из претходног извештаја, сада процењујемо да ће **стопа раста бруто домаћег производа у овој години износити око 2,5%**, што је изнад очекивања из августа, када је очекиван раст који је ближи доњој граници пројектованог распона од 2% до 3%. Процењујемо да ће раст на нивоу године бити вођен нето извозом, а затим фиксним инвестицијама, захваљујући повећаној профитабилности привреде и високим приливима по основу страних директних инвестиција, као и услед раста инвестиција државе у саобраћајну инфраструктуру. Позитиван допринос пројектујемо и од личне потрошње, као резултат њеног очекиваног опоравка у четвртном тромесечју, чему треба да допринесе реални раст плата и запослености у приватном сектору, као и раст плата у делу јавног сектора и пензија. Са смањењем глобалних инфлаторних притисака, опоравком зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, а тиме и екстерне тражње, као и услед очекиваног убрзања реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, у 2024. очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа на 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње. Раст ће водити приватна потрошња, као резултат наставка позитивних трендова на тржишту рада, али ће она спорије расти од укупног бруто домаћег производа, а затим инвестиције, пре свега приватне. Услед очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, очекујемо да ће увоз у 2024. години расти нешто брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза, док се након тога очекује неутралан допринос услед даљег опоравка екстерне тражње и ефеката инвестиција у извозне секторе из претходних година.

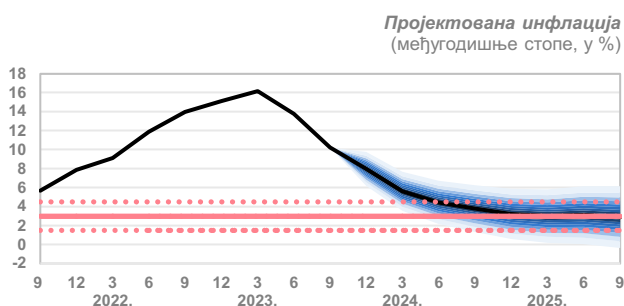
Изгледи раста домаће привреде за ову годину повољнији су него пре три месеца и, према нашој новој пројекцији, реални раст бруто домаћег производа износиће око 2,5%. У 2024. години очекујемо даље убрзање на 3–4%, а након тога повратак на претпандемијску путању раста од око 4%.

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



Међугодишња инфлација у Србији током трећег тромесечја кретала се на nižем нивоу него што смо пројектовали у августу, чему су допринеле ниже цене хране и нижа базна инфлација.

Према нашој новој пројекцији, инфлација ће наставити да успорава и, након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, у границе циља вратиће се средином 2024. године.



Ризике пројекције инфлације и бруто домаћег производа оцењујемо као симетричне, при чему ће Народна банка Србије процењивати да ли има потребе да реагује додатним мерама.

Међугодишња инфлација се од априла налази на опадајућој путањи, при чему је њен ниво у августу и септембру био чак и нешто нижи него што смо пројектовали у августовској средњорочној пројекцији. Успоравање инфлације на 10,2% у септембру резултат је нижег раста цена хране и цена у оквиру базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), чији се међугодишњи раст од јуна креће на једноцифреном нивоу и у септембру је снижен на 8,2%. Паду базне инфлације, поред попуштања глобалних трошковних притисака, доприносило је и заостравање монетарних услова. Опадајућа путања инфлације и њено приближавање једноцифреном нивоу одразили су се и на смањење инфлационих очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, као и на кретање очекивања за две и три године унапред у границама циља Народне банке Србије.

Према нашој новој пројекцији, након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, **међугодишња инфлација ће се у границе циља највероватније вратити средином наредне године, а затим ће наставити да успорава приближавајући се централној вредности циља крајем 2024. године.** Таквом кретању инфлације највише ће допринети ефекти досадашњег заостравања монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака, успоравање увозне инфлације и нижа тражња у условима споријег глобалног привредног раста. Пројектована инфлација за 2024. налази се на незнатно вишем нивоу него што смо пројектовали у августу, пре свега као последица више светске цене нафте.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења, а пре свега од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и примарних производа. Након избијања сукоба на Блиском истоку ризици по основу геополитичких тензија израженији су него у периоду претходног извештаја, док су по основу брзине смањења базне инфлације и степена заостравања монетарних политика водећих централних банака ризици сада мањи. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције се односе на висину прилива по основу страних директних инвестиција, исход наредне пољопривредне сезоне, темпо реализације улагања у инфраструктуру и сектор енергетике, као и на брзину опоравка производње угља. Укупно посматрано, ризике пројекције инфлације и ризике пројекције раста бруто домаћег производа за ову и наредну

годину оцењујемо као симетричне. Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од података који буду пристизали, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходног заштравања монетарне политике на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу у периоду од претходног извештаја определио је наставак попуштања глобалних инфлаторних притисака, успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њено очекивано кретање у границама циља у хоризонту монетарне политике.

У септембру Народна банка Србије одлучила је да путем инструмента обавезне резерве повуче део високих вишкова динарске ликвидности банака и тиме додатно поштри домаће монетарне услове.

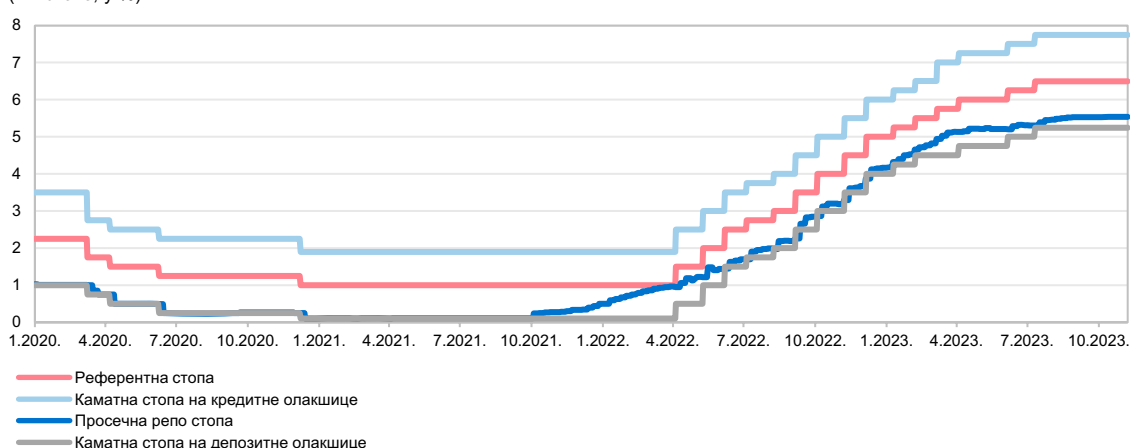
У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која се од јула ове године налази на нивоу од 6,5%. Јулско повећање референтне каматне стопе представљало је њено петнаесто повећање у текућем циклусу (почев од априла 2022), закључно с којим је она повећана за укупно 550 б.п. Од октобра 2021. повећана је и просечна пондерисана репо стопа готово у истој мери и крајем октобра 2023. износила је 5,54%. Након јулског повећања, каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице остале су на нивоима од 5,25% и 7,75%, респективно.

Иако није мењао висину референтне каматне стопе, Извршни одбор Народне банке Србије је у септембру

донео одлуку да повећа стопе **обавезне резерве банака**, и то: а) стопе обавезне резерве на девизну основицу за по 3 п.п., на 23% и 16% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно; б) стопе обавезне резерве на динарску основицу за по 2 п.п., на 7% и 2% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно. Истовремено, повећани су проценти динарског издвајања девизне обавезне резерве за по 8 п.п., на 46% и 38% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно.

Наведене измене обавезне резерве имају за циљ да се у амбијенту високог вишка динарске ликвидности у банкарском сектору подржи досадашње поштртавање

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



Извор: НБС.

монетарних услова, чиме се додатно повећава ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике и доприноси враћању инфлације у границе циља. Банкарски систем у Републици Србији дуги низ година послује у условима **структурног вишка динарске ликвидности**, при чему се тај вишак од маја прошле године, а нарочито у текућој години, постепено повећавао, превасходно као резултат нето куповине девиза Народне банке Србије на домаћем девизном тржишту ради спречавања прекомерног јачања динара према евр у условима изражених апредијацијских притисака на домаћу валуту. Смањење вишка динарске ликвидности у банкарском сектору путем повећања обавезне резерве треба да подстакне и раст промета на међубанкарском новчаном тржишту и тиме допринесе повећању репрезентативности реперних каматних стопа на том тржишту (*BEONIA* и *BELIBOR*).

Основу за доношење одлука Извршног одбора у септембру и октобру представљала је **августовска средњорочна пројекција инфлације**, према којој је било очекивано да ће м.г. инфлација наставити да успорава и да ће се, након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, у границе циља вратити у току Т2 2024. године. Томе ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, даље слабљење глобалних трошковних притисака и висока база код цена хране и енергената, као и успоравање увозне инфлације и нижа тражња у условима споријег глобалног привредног раста.

Доносећи одлуке о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да је **путања м.г. инфлације у Србији опадајућа од априла** ове године, при чему је инфлација у августу и септембру била и нешто нижа од августовске средњорочне пројекције и износила је 11,5% и 10,2%, респективно. Успоравање инфлације је резултат успоравања раста цена хране и цена у оквиру базне инфлације (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), чији се м.г. раст од јуна креће на једноцифреном нивоу и у августу је износио 9,1%, а у септембру је додатно снижен на 8,2%. Смањењу базне инфлације битно су допринели и **заоштравање монетарних услова и смањење инфлационих очекивања**.

У текућем циклусу заоштравања монетарних услова Извршни одбор је пре свега настојао да утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката, односно да убрза њихов повратак у границе циља и да обезбеди да се инфлација нађе на одрживој опадајућој путањи. **Инфлациона очекивања** финансијског

сектора и привреде бележе пад претходних месеци, који је нарочито изражен код финансијског сектора, при чему се очекивања овог сектора и за две и за три године унапред налазе у границама циља Народне банке Србије.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да глобални трошковни притисци настављају да слабе по основу решавања застоја у међународним ланцима снабдевања, као и нижих цена већине примарних производа на светском тржишту, и поред тога што су **изгледи за инфлацију на глобалном нивоу нешто лошији од нашег претходног извештаја из августа**. Ревизије делом одражавају утицај виших цена сирове нафте на светском тржишту, а делом и нешто више цене појединих индустријских производа, мада би требало да оне остану знатно испод максимума достигнутог 2022. године. На опрезност посебно упућује **базна инфлација у великом броју земаља**, посебно у области услуга, због затегнутих услова на тржишту рада, повећаних зарада и раста јединичних трошкова рада. У таквим околностима многе централне банке наставиле су да повећавају референтне каматне стопе, иако споријим темпом него током 2022. године.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, настављено је смањење укупне инфлације, али је она још увек изнад циља. Према септембарској пројекцији ЕЦБ-а, инфлација ће се постепено смањивати током хоризонта пројекције захваљујући очекиваном смиривању цена енергената и хране, ефектима заоштравања монетарне политике и решавању застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и постепеној нормализацији тражње након пандемије. Када је у питању базна инфлација у зони евра, она је такође смањена на најнижи ниво у претходној години дана. Највећи ризик за раст базне инфлације у наредном периоду и даље представља могуће покретање спирале зарада и цена, ако раст зарада не буде апсорбован смањењем профита корпорација, који су повећани у претходном периоду.

Наводећи да се инфлација смањује, али да пројекције указују на то да ће она остати на високом нивоу у дужем периоду, **ЕЦБ** је истакла одлучност да инфлацију благовремено врати на циљ и у септембру је додатно заоштрила монетарну политику, повећавајући референтну каматну стопу и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице на 4,5%, 4,75% и 4,0%, респективно. ЕЦБ је повећала своје каматне стопе на највиши ниво од увођења евра 1999, с циљем обарања инфлације, упркос забринутости

због успоравања економске активности. Пројекције економске активности у овој и наредној години ЕЦБ је ревидирала наниже за по 0,2 п.п. и 0,5 п.п., на 0,7% и 1%, респективно. Немачка, највећа економија у зони евра, оштро успорава, у великој мери због прилагођавања модела раста који се заснивао на јефтином снабдевању енергентима и извозу, пре свега у Кину.

Инфлација је нешто нижа у САД. То оправдава одлуку ФЕД-а да, након повећања у јулу, задржи референтну каматну стопу непромењеном. Ипак, ФЕД је нагласио да је спреман да прилагоди монетарну политику ако се појаве ризици који би могли да ометају остваривање циљева.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да **заоштравање глобалних финансијских услова** може утицати на мањи прилив капитала у земље у успону. Када је у питању Србија, охрабрује **висок прилив СДИ, који вишеструко премашује дефицит текућег рачуна платног биланса, чије ће учешће у БДП-у ове године бити више него двоструко ниже** у односу на претходну. Такође, Извршни одбор је истакао чињеницу да је, у условима бројних изазова из међународног окружења, **кредитни рејтинг Србије** задржан на корак од инвестиционог, упркос неповољним ефектима сукоба у Украјини, успоравању екстерне тражње, као и још увек високој, мада опадајућој, глобалној инфлацији. Оцене рејтинг агенција су да Србија има кохерентан оквир економске политике, кредибилну монетарну политику, очуван умерен ниво јавног дуга, адекватан ниво девизних резерви, као и стабилан банкарски сектор.

Међу изазовима из међународног окружења који упућују на опрезност, Извршни одбор је истакао и **геополитичке тензије и неизвесност у погледу дужине трајања сукоба у Украјини**, и с тим у вези раст светске цене сирове нафте и неизвесност у погледу расположивости енергената и њихових цена у наредном периоду. Недавни раст цене сирове нафте последица је пре свега одлуке земаља *OPEC+* да се продужи ограничење понуде до краја године, али и растуће тражње за нафтом, а у октобру на њено волатилно кретање одразило се и избијање конфликта на Блиском истоку. Расту и цене природног гаса, с обзиром на то да се приближава зимска грејна сезона и да је смањена производња у Аустралији и Норвешкој. Ипак, Извршни одбор је истакао процену да остварени раст светских цена енергената, под претпоставком да не дође до додатног заоштравања

геополитичких тензија, неће имати већи негативан ефекат на инфлацију у Србији и неће угрозити њену опадајућу путању.

Такође, **економске перформансе Кине** утицаће на светске цене не само енергената него и већине других примарних производа и зато су један од важних фактора кретања инфлације у наредном периоду који Извршни одбор има у виду. Након опоравка почетком 2023. због отварања економије, очекује се да привредни раст у Кини успори ове и наредне године због проблема у грађевинском сектору. Бројне мере су донете у Кини како би се подстакла економска активност, укључујући и смањење референтне каматне стопе. То је за резултат имало убрзање привредног раста Кине у Т3 изнад очекивања, али је још увек рано за процену дугорочнијих ефеката тих мера.

Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи, Извршни одбор је водио рачуна и да заоштравање монетарне политике не угрози континуитет привредног раста. Важно је нагласити да је одлука Народне банке Србије о обавезној резерви утицала на смањење вишкова динарске ликвидности банака за око 20%, тако да банкама и даље остају на располагању средства за кредите приватном сектору. Кредитна активност је очекивано успорила од П2 прошле године, на шта се, поред пооштрених финансијских услова на европском и домаћем тржишту и мање тражње за кредитима по том основу, одразило и доспеће кредита привреди одобрених из гарантне шеме. Домаћу тражњу су наставили да подстичу очувано тржиште рада, повећана профитабилност привреде и приливи по основу СДИ, као и даље релативно висока издвајања државе за капиталне инвестиције. Показатељи кретања у реалном сектору на месечном нивоу указују на то да се **динамика привредног раста у Т3 додатно убрзава и да је повољнија од очекивања изнетих у августовској пројекцији** Народне банке Србије, према којој се у 2023. очекивао раст БДП-а у распону од 2% до 3%, али највероватније ближе доњој граници. Упркос смањеној екстерној тражњи, пре свега из зоне евра, повољнија кретања од очекиваних остварују се у прерађивачкој индустрији, чему доприносе инвестиције из претходног периода и раст домаће тражње. Поред тога, подаци о процењеној производњи главних пољопривредних култура указују на то да ће **овогодишња пољопривредна сезона највероватније бити изнад просечне, тј. изнад очекивања Народне банке Србије**. У наставку године очекује се позитиван допринос од грађевинарства, као резултат наставка реализације инфраструктурних пројеката, и од

услужних сектора, чему треба да допринесе даљи раст запослености и зарада, пре свега у приватном сектору. Опоравак личне потрошње у остатку ове године биће подстакнут и повећањем пензија, дела плата у јавном сектору и једнократним давањима пензионерима. Ипак, према проценама Народне банке Србије, домаћа тражња ће расти спорије од укупног БДП-а и по том основу се не очекују већи инфлаторни притисци. У наредном периоду, позитиван ефекат на раст економске активности требало би да има и попуштање инфлаторних притисака на међународном и домаћем тржишту, на које указује смањење произвођачких цена.

Задржавајући референтну каматну стопу на непромењеном нивоу и у новембру, Извршни одбор је истакао да се, и поред волатилног кретања светских цена нафте у претходна два месеца и очекивања да ће се она крајем ове и наредне године наћи на нешто вишем нивоу него у претходној пројекцији, изгледу у погледу инфлације за наредну годину нису битније променили у односу на августовску пројекцију. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница

да се пуни ефекти претходног заоштравања монетарних услова тек очекују.

Ипак, кретања у међународном окружењу и геополитичке тензије, нарочито након избијања конфликта на Блиском истоку, као и волатилно кретање светских цена сирове нафте и неких врста хране, налажу опрезност у доношењу одлука монетарне политике.

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

III. Кретање инфлације

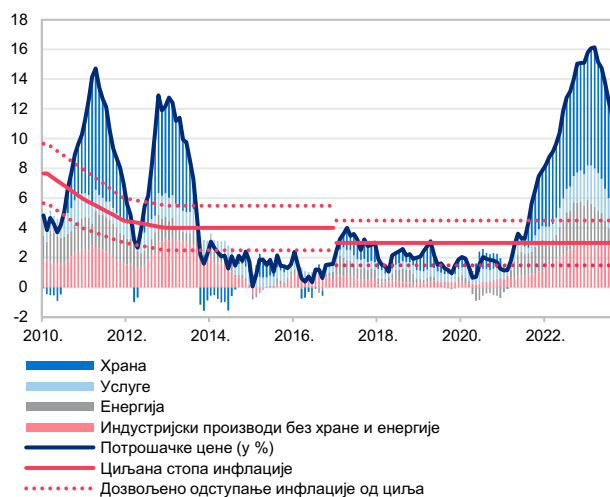
У периоду од претходног Извештаја о инфлацији настављено је успоравање мг. инфлације у Србији, која се у септембру спустила на 10,2%, у условима даљег слабљења глобалних трошковних притисака и испољавања ефеката претходног заостравања монетарне политике, што је определило и успоравање мг. базне инфлације на 8,2% у септембру. При томе, током Т3 снижена су инфлациона очекивања привреде, као и финансијског сектора, код којег се и за две и за три године унапред очекивања налазе у границама циља Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т3

Мг. инфлација је и током Т3 наставила да се креће опадајућом путањом, спустивши се са 13,7% у јуну на 10,2% у септембру, што је нешто бржи пад од наших очекивања изнетих у августовском Извештају о инфлацији. На то је највише утицало успоравање мг. раста цена хране (првенствено цена поврћа), чији је допринос инфлацији у септембру био за 2,4 п.п. нижи него у јуну услед мањих трошкова у производњи због пада светских цена примарних пољопривредних производа, као и очуване понуде поврћа на домаћем тржишту упркос неповољним агрометеоролошким условима током летњих месеци. Иако су цене нафтних деривата повећале свој допринос мг. инфлацији у Т3 услед раста ових цена на светском тржишту, цене енергије су на нивоу групе смањиле допринос мг. инфлацији у Т3 (за 0,3 п.п.), на шта се одразио и излазак из обрачуна прошлогодишњег поскупљења електричне енергије. У односу на јун, и остале компоненте ИПЦ-а у септембру смањиле су свој допринос мг. инфлацији – цене индустријских производа (без хране и енергије) за 0,5 п.п., а цене услуга за 0,3 п.п. Током Т3 додатно је успорена и **мг. базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), која се спустила на 8,2% у септембру (са 9,9% у јуну), подржана даљим падом цена робе и услуга из увоза и ефектима претходног заостравања монетарне политике.

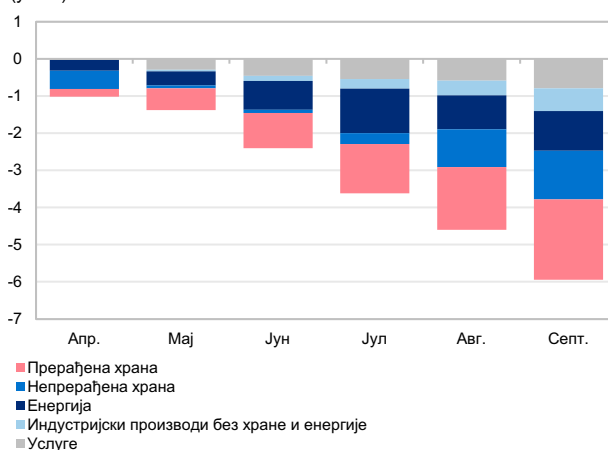
Тромесечно посматрано, **потрошачке цене су у Т3 знатно успориле раст, на 0,6% (са 2,3% у Т2)**, што је њихов најнижи раст у претходних десет тромесечја. На то је доминантно утицао пад **цена хране и безалкохолних пића** од 1,7% у Т3 (уз негативан допринос инфлацији од 0,6 п.п.). Цене **непрерађене хране** снижене су за 6,0% у Т3, као резултат снажног

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



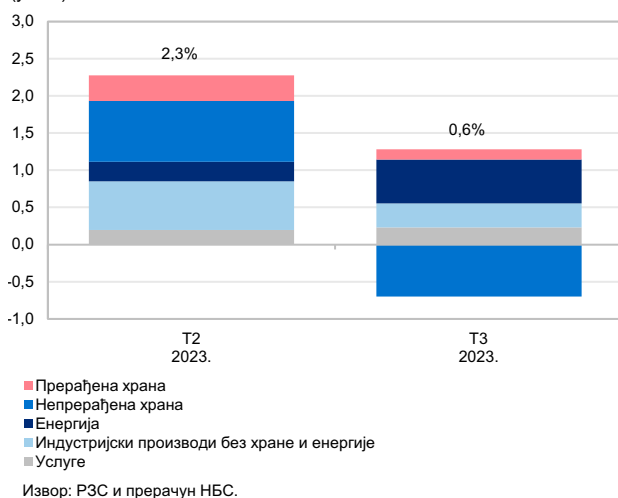
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.3. Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији (у п.п.)



појефтињења свежег поврћа од 18,5% (уз негативан допринос инфлацији од 0,8 п.п.). Иако су цене свежег воћа у T3 повећане за 3,5%, а цене свежег меса за 1,2%, то повећање је било мањег интензитета него у T2 (уз збирни допринос инфлацији од 0,1 п.п.). У T3 је битно успорио и раст цена **прерађене хране**, на 0,6% (са 1,6% у T2), као резултат појефтињења млека и млечних прерађевина, јестивих уља и масти, хлеба и брашна, као и споријег раста цена безалкохолних пића и кондиторских производа, што указује на то да су трошковни притисци у производњи хране ослабили.

Највећи позитиван допринос инфлацији у T3 потекао је од раста **цена енергије** за 3,9%. Он је готово у потпуности био одређен поскупљењем **нафтних деривата** на домаћем тржишту за 10,3% (уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.) услед пораста светских цена сирове нафте током летњих месеци. С друге стране, у T3 су благо снижене цене дрвета за огрев и бутан-гаса.

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



Цене на нивоу групе **индустијских производа (без хране и енергије)** порасле су за 1,2% у T3 због корекције цена цигарета у јулу (за 2,8%, уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), као и виших цена намештаја и опреме за домаћинства, фармацеутских производа и школских уџбеника и прибора (уз збирни допринос инфлацији од 0,2 п.п.). Ипак, раст цена индустријских производа у T3 био је двоструко нижи него у T2.

Цене услуга су повећане за 1,0% у T3 по основу виших цена комуналних услуга, угоститељских, занатских и личних услуга, као и поскупљења туристичких пакет-аранжмана и административних такса (уз збирни допринос инфлацији од 0,2 п.п.). Цене станарина и осигурања моторних возила благо су смањене у T3, док су цене осталих услуга успориле мг. раст.

Раст **регулисаних цена** од 1,7% у T3 (колико је износио и у T2) првенствено се дугује поменутом поскупљењу цигарета и комуналних услуга. Мг. посматрано, регулисане цене су успориле раст, који је у септембру био једноцифрен (8,9%), чему је допринео излазак прошлогodiшње корекције цена електричне енергије и гаса из мг. обрачуна.

Базна инфлација је забележила раст у T3 од око 1%, који је готово у истој мери био одређен растом цена индустријских производа без хране и енергије и растом цена услуга.

Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у T3 2023. (тримесечно)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Осврт 1: Кретање цене свињског меса у Србији, фактори који је опредељују и очекивања за наредни период

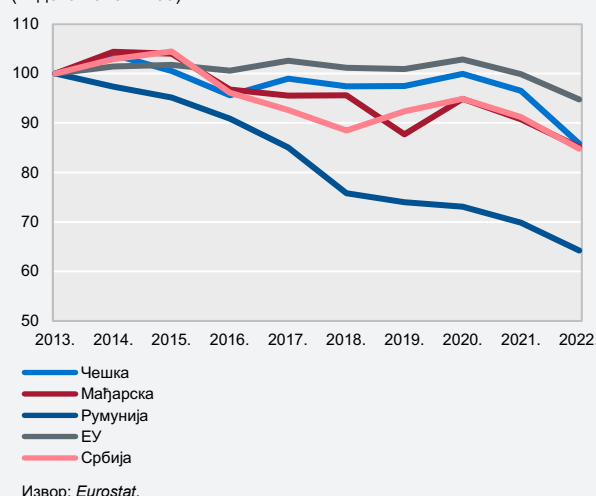
Цене прерађеног и непрерађеног меса, пре свега свињетине, у протеклом периоду забележиле су високе м.г. стопе раста и доминантно су се кретале изнад укупне м.г. инфлације. При томе, појава и ширење вируса афричке куге изазвала је бојазан јавности да ће у наредном периоду доћи до несташице свињског меса и по том основу додатног раста цена. Због тога у овом осврту настојимо да објаснимо динамику кретања цене свињског меса у претходном периоду, факторе који су утицали на активности у ланцу производње меса, као и очекивања за наредни период.

Полазна тачка у овој анализи јесте кретање у свињском сточном фонду у Србији и производња меса. Проблем сточног фонда није новијег датума и није изазван актуелном афричком кугом, већ представља структурни и вишегодишњи проблем и домаћег сточарства, и сточарства у Европи. Према доступним подацима РЗС-а, у последњих готово 20 година број свиња у Србији доминантно се креће силазном путањом и смањен је за трећину. Ако се посматра ситуација само у протеклој деценији, уочава се да је укупан број свиња на крају 2013. године износио око 3,14 млн, а до краја 2022. године смањен је на 2,67 млн, што представља кумулативно смањење од 15,2% (Графикон О.1.1).

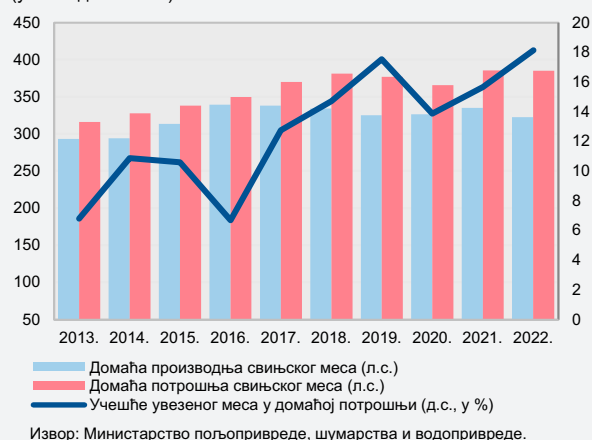
С друге стране, према подацима Министарства пољопривреде, шумарства и водопривреде, домаћа производња меса у периоду 2013–2022. кумулативно је порасла за 9,9% (око 29 хиљада тона). Међутим, услед бржег раста домаће потрошње у истом периоду, који је кумулативно износио 21,7% (око 69 хиљада тона), проширен је јаз између потрошње и домаће производње, у коме се недостајуће количине надомешћују из увоза. Удео увезеног меса у укупној потрошњи је са око 8% у 2013. години повећан на близу 20% у 2022. години (Графикон О.1.2), што наше тржиште чини зависнијим од цене меса на међународном тржишту.

Када је реч о структури увоза свињског меса, у највећој мери се увози смрзнуто, сушено и димљено месо, као и свеже месо. У периоду 2013–2022. ове категорије меса чиниле су у просеку 80% увоза свињског меса. Од тога, највећи део односи се на смрзнуто месо, које је највише увезено из Шпаније, Немачке, Мађарске и Холандије, у просеку са око 60,5%, 16,6%, 10,2% и 4,4% укупног увоза смрзнутог меса, респективно. Истовремено, свеже месо је највише увезено из Хрватске, изузев 2022, када је више увезено из Шпаније, док се сушено и димљено месо највише увози из Црне Горе.

Графикон О.1.1. Фонд свиња у Србији и изабраним земљама
(индекс 2013 = 100)



Графикон О.1.2. Производња и потрошња свињског меса
(у хиљадама тона)

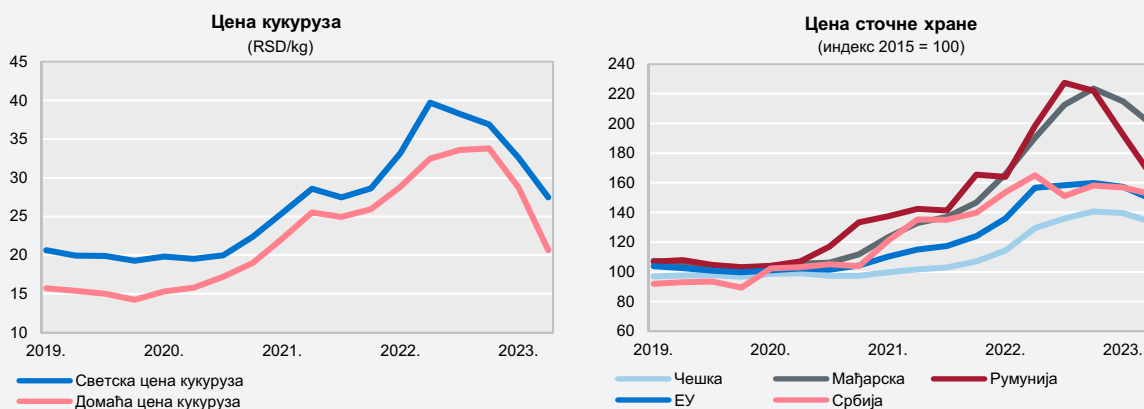


Иако је у питању проблем који је био присутан и ранијих година (2015–2018), кретања у погледу бројности сточног фонда и производње свињског меса, а последично и њихово преливање на потрошачке цене, најдинамичније промене бележе у периоду 2020–2022. Конкретно, пандемија вируса корона је у неколико наврата онемогућила пружање угоститељских и ресторанских услуга, те је смањена потрошња меса, што је знатно смањило потрошачке цене свињског меса у 2020. години. Из угла произвођача меса, поменута кретања негативно су утицала на пословање у смислу проблема пласмана (и количине и цене), а самим тим и мање мотивисаности за нову производњу. Након тог иницијалног шока током 2020, већ у П2 2021. године улазни трошкови у узгоју свиња почињу да расту, што је додатно интензивирало почетком сукоба у Украјини. Трошковни притисци на произвођаче по основу знатно увећаних трошкова производње довели су и до финансијске неисплативости производње.

Највећи део трошкова у узгоју свиња односи се на сточну храну, чије учешће у укупним трошковима износи око 60% (према прерачуна *Agriculture and Horticulture Development Board – AHDB* за Велику Британију, а слично је и код нас), док највеће учешће у сточној храни има кукуруз. С обзиром на то да је у питању берзанска роба, цена кукуруза на домаћем тржишту прати кретање цене кукуруза на међународном тржишту (Графикон О.1.3), на шта указује висок коефицијент корелације у периоду 2020–2022. (0,98). Цена кукуруза на домаћој Продуктној берзи је у посматраном периоду готово удвостручена – у 2021. је увећана за 46%, а у 2022. за додатни 31%.

Истовремено, индекс цена сточне хране (део индекса цена репродукционог материјала, средстава рада и услуга у пољопривреди, који РЗС тромесечно објављује) у просеку је у 2022. био већи за више од 50% у односу на просек из 2020. године (Графикон О.1.3). Као последица збирног дејства поменутих фактора, пад броја свиња у периоду 2020–2022. износио је нешто више од 10%, док је производња меса у истом периоду опала за 1%.

Графикон О.1.3. Цена кукуруза и сточне хране на домаћем и међународном тржишту



Извор: Продуктна берза, Рефинитив и РЗС.

Поред проблема који се односи на домаћи сточни фонд, на цену свињетине у Србији утиче и кретање цена живе ваге и свињског меса на међународном тржишту, а пре свега у земљама ЕУ, при чему допринос овог фактора добија на значају растом увезене количине свиња и свињског меса у протеклом периоду. Цене живе ваге свиња у Србији и у ЕУ релативно су се слично кретале у периоду 2019–2023. (Графикон О.1.4), уз висок позитиван коефицијент корелације од 0,77, што даље утиче на малопродајне цене свињетине на домаћем тржишту (коефицијент корелације између цена живе ваге и малопродајних цена свињетине на домаћем тржишту износио је 0,92).

Графикон О.1.4. Цене живе ваге у Србији и ЕУ и малопродајне цене свињског меса у Србији



Извор: AHDB, Стипс и Министарство унутрашње и спољашње трговине за цене у малопродаји.

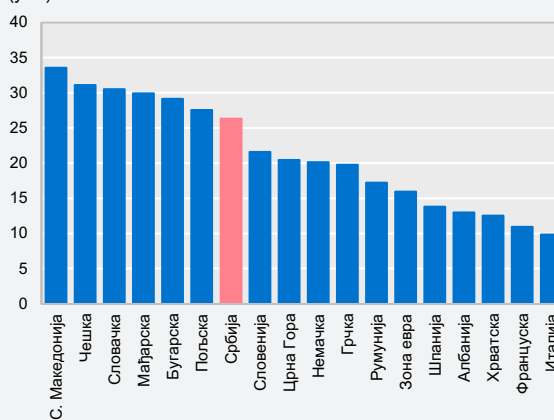
Наведени трогодишњи период и у земљама у окружењу био је обележен сличним кретањима, што указује на то да је проблем карактеристичан за цео регион, не само за Србију. Број свиња у ЕУ и одабраним земљама у окружењу (Чешкој, Мађарској и Румунији) смањено се у распону између 8% и 14% (Графикон О.1.1), а смањена је и производња свињског меса. Поменута негативна кретања у почетним фазама ланца производње одразила су се на цене свињског меса у малопродаји, које су у 18 посматраних земаља забележиле двоцифрене стопе раста током 2022. При томе, тај раст је нарочито био изражен у земљама средње и југоисточне Европе, крећући се у распону 25–30% (Графикон О.1.5), што је за последицу имало и скупљи увоз меса у Србију.

Под утицајем наведених домаћих и међународних фактора, малопродајне цене свињског меса у Србији континуирано расту у претходне две године, при чему је просечан раст цена свињског меса износио 19,7% и 26,3% у 2021. и 2022. години, респективно, и 17,7%¹ м.г. у септембру 2023. Наша пројекција за целу категорију свежег меса, која поред свињског меса обухвата и живинско, говеђе и јагњеће месо, за Т4 претпоставља умерени раст, који је на нивоу остварења из претходне две године. На тај начин, динамика м.г. кретања и допринос ових цена укупној инфлацији остаће блиски остварењима из Т3 (раст од нешто преко 10% м.г., уз допринос м.г. инфлацији на крају године од 0,4 п.п.).

Када је реч о очекивањима о кретању цена свињског меса у наредном периоду, постоји умерена неизвесност услед деловања већег броја фактора. Са стране понуде неизвесност потиче од брзине ширења вируса афричке куге и у Србији и у већем делу Европе, с обзиром на то да смањење сточног фонда ради спречавања ширења заразе може имати и дугорочније негативне последице због мање могућности оплодње. Међутим, ради сузбијања епидемије афричке куге, у Србији је, према подацима Министарства пољопривреде, извршена еутаназација око 55.000 свиња, што чини тек око 2% целокупног сточног фонда и не би требало значајније да утиче на раст цена свињског меса у наредном периоду.

С друге стране, очекујемо да ниже цене инпута у производњи подстакну раст сточног фонда, што би се одразило на пад цена свињског меса. Поред тога, исти фактор требало би да утиче на пад цена свињског меса у ЕУ, што би појефтинило увоз, а самим тим и снизило малопродајне цене меса на домаћем тржишту. Пад цена инпута бележи се од Т2 2023. године под утицајем нове пољопривредне сезоне, која је глобално посматрано била повољна, али и услед нижих цена горива, транспорта прекоморским путем и минералних ђубрива. На тај начин, са стране улазних трошкова створиле су се повољније могућности у узгоју свиња и производњи меса. Томе у прилог говори прерачун исплативости узгоја свиња *AHDB*-а, који показује да је у Т2 ове године, након десет тромесечја, исплативост ушла у позитивну зону. Конкретно, цена кукуруза на домаћем тржишту, пратећи трендове с међународних тржишта, током 2023. године кретала се силазном путањом и у октобру је износила око 15 динара по килограму, што је уједно и најнижи ниво у претходне три године. У сваком случају, цене меса представљају ризик пројекције инфлације у оба смера, али за сада се чини да ризик од раста цене меса није толико велики да би могао да наруши опадајућу путању инфлације која се очекује у наредном периоду и повратак у границе циља средином 2024. године.

Графикон О.1.5. Стопе раста цена свињског меса у 2022.
(у %)



Извор: Eurostat.

¹ РЗС не објављује податке о појединачним категоријама цена меса, због чега је у питању прорачун НБС према подацима Eurostat-а.

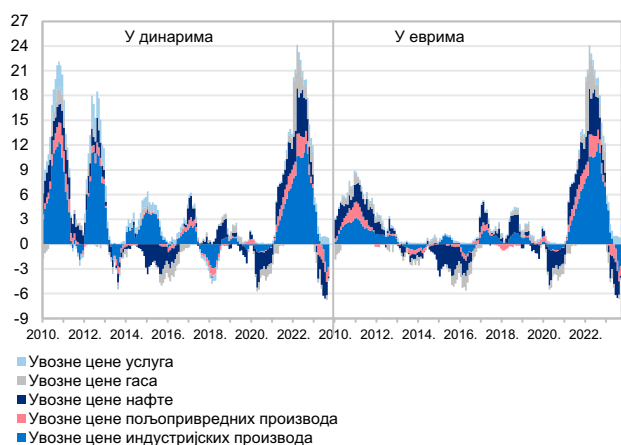
Графикон III.0.5. Доприноси компонената м.г. стопи раста произвођачких цена*
(крај периода, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.6. Доприноси појединих компонената м.г. стопи раста увозних цена
(крај периода, у п.п.)



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

Произвођачке и увозне цене у Т3

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у септембру су забележиле вишу м.г. стопу раста него у јуну (2,5% наспрам 1,2%), доминантно због увећаних трошкова у експлоатацији сирове нафте и производњи нафтних деривата услед пораста светских цена сирове нафте током Т3. У исто време, повећане су и цене капиталних производа, посебно грађевинског материјала. С друге стране, цене нетрајних производа за широку потрошњу, пре свега у производњи хране, наставиле су да успоравају м.г. раст током Т3, што указује на даље слабљење трошkových притисака у прехранбеној индустрији. Цене трајних производа за широку потрошњу, први пут од априла 2021, м.г. посматрано, забележиле су пад у августу и септембру, док су цене интермедијарних производа и током Т3 наставиле м.г. пад (започет у мају), по основу нижих цена у производњи хемикалија, производа од дрвета и папира, гуме и пластике, као и израженог појефтињења основних метала. Слично м.г. динамици произвођачких цена у индустрији, цене елемената и материјала у грађевинарству у септембру су порасле за 4,1% м.г. (након пада од 0,1% м.г. у јуну). На нивоу тромесечја, произвођачке цене индустријских производа повећане су за 1,5% у Т3, а цене елемената и материјала у грађевинарству за 3,0%. Треба напоменути да, иако су трошкови у индустрији и грађевинарству порасли у Т3 у односу на Т2, они су и даље знатно нижи него што су били на почетку 2023. и током целе 2022. године.

Увозне цене изражене у динарима¹ током Т3 наставиле су пад, који је у септембру износио 3,7% м.г. Изузев цена услуга, које су апроксимирани базном инфлацијом у зони евра, остале компоненте су и током Т3 наставиле да пружају негативан допринос м.г. расту увозних цена, при чему је највећи негативан допринос потекао од нижих цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза, које су апроксимирани извозним ценама Немачке (2,8 п.п.). На нивоу тромесечја, увозне цене исказане у динарима порасле су за 1,9% у Т3, пре свега због раста светских цена сирове нафте.

¹ Прелиминаран податак. Базна година је 2010. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек неколико компонената: индекса цене нафте типа брент, цена гаса из увоза, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у оквиру базне инфлације у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Фиксни пондери компонената обрачунати су према вредносном увозу робе и услуга у 2022. години.

Инфлациона очекивања

У складу с кретањем инфлације и нашим претпоставкама, смањују се инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, при чему се очекивања финансијског сектора и за две и за три године унапред налазе у границама циља Народне банке Србије.

Према резултатима октобарске анкете агенције Ипсос, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** снижена су на 5,9% и након 16 месеци враћена су на ниво испод 6,0%. И према октобарској анкети агенције Блумберг, ова очекивања су снижена, на 6,0%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред од маја су у паду и у октобру су износила 9,0%.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред задржана су на истом нивоу од фебруара и износе 15%. Према резултатима квалитативне анкете, вредност индекса очекиване инфлације (33,8 индексних поена) нижа је од вредности индекса перципиране инфлације (72,1 индексни поен), што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред забележила су најнижу вредност у последњој години дана, након што су смањена са 4,5% у августу на 4,0% у септембру и октобру, док су за **три године унапред** снижена на централну вредност циља од 3,0%, при чему се **све време налазе унутар граница циља Народне банке Србије. Очекивања сектора привреде за две године унапред смањена су на 6,0%, док очекивања за три године унапред износе 5,0%. Инфлациона очекивања становништва за две и три године унапред од априла износе 10%.**

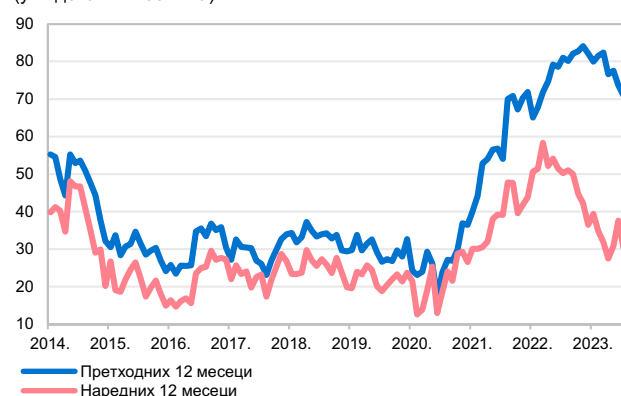
Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (мг. стопе, у %)



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.

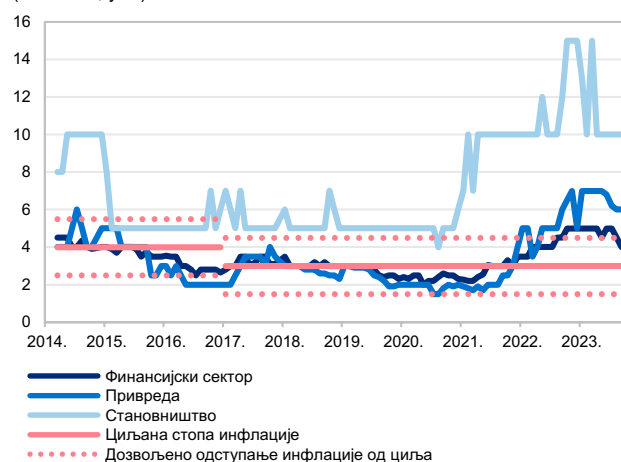
Графикон III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Народна банка Србије је од августа задржала референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, при чему су претходне мере монетарне политике наставиле да утичу на раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита у динарима. Донета мера о повећању стопа обавезне резерве у септембру ради повлачења дела вишка динарске ликвидности одразила се на смањење преконоћних депозита банака код Народне банке Србије и на повећање обима трговине на преконоћном међубанкарском новчаном тржишту.

Настављено заштитравање монетарне политике ЕЦБ-а резултирало је даљим растом каматних стопа на кредите привреди у евро знаку на домаћем тржишту, док је каматна стопа на нове стамбене кредите становништву у евро знаку снижена у септембру након одлуке Народне банке Србије о ограничавању каматних стопа на стамбене кредите физичким лицима.

Каматне стопе

Народна банка Србије је од августа задржала референтну каматну стопу на нивоу од 6,5%. Тиме су и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице задржане на непромењеним нивоима од 7,75% и 5,25%, респективно.

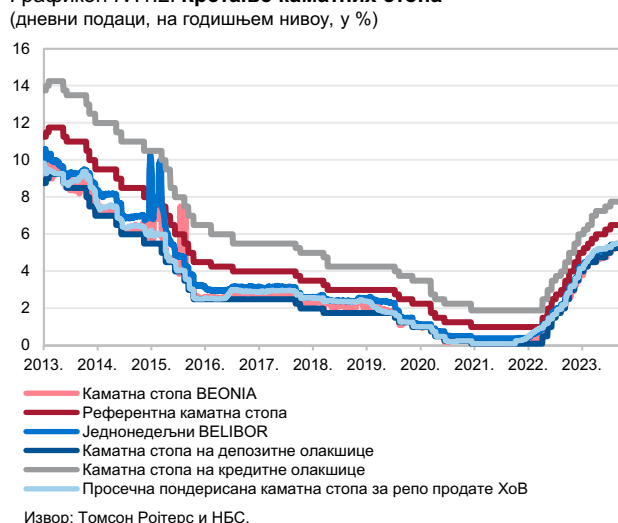
Народна банка Србије је у септембру донела одлуку о повећању стопа обавезне резерве како би се смањио вишак динарске ликвидности банкарског система на тржишту, што се одразило пре свега на смањење износа преконоћних депозита банака код Народне банке Србије, као и на већи обим трговине на преконоћном међубанкарском тржишту, што је и био један од циљева ове мере.

Просечно стање репо продатих ХоВ повећано је са 375,3 млрд динара у јуну на 486,2 млрд динара у септембру, док је просечна репо стопа забележила раст за 22 б.п., на 5,53%. На последњој репо аукцији у септембру продате су ХоВ у номиналној вредности од

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



Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа

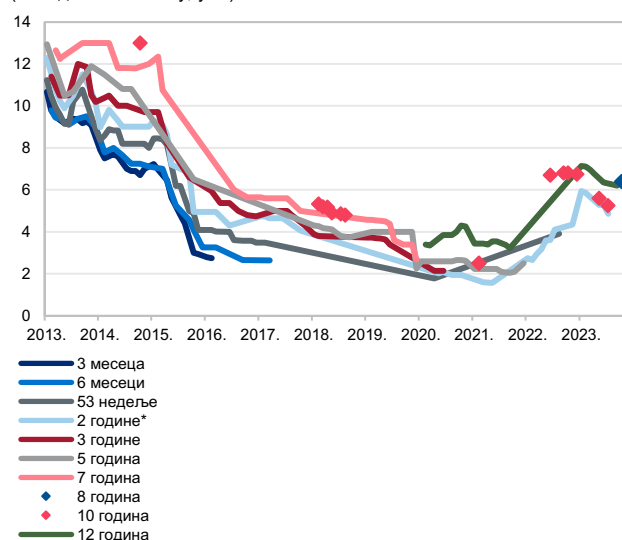


440,0 млрд динара (при чему је исти износ продат и на последњој аукцији у октобру), што представља повећање од 70 млрд динара у односу на последњу репо аукцију у јуну.

Након ступања на снагу одлуке о повећању стопа обавезне резерве, забележен је пад преконоћних депозита пословних банака код Народне банке Србије, тако да је просечни дневни износ у септембру смањен за 22,4 млрд динара у односу на јун и износио је 99,9 млрд динара, при чему је у октобру настављено њихово смањење, на 89,8 млрд динара.

Каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** благо су порасле у периоду јул–октобар. Каматна стопа *BEONIA* повећана је за 24 б.п., на 5,24%, колико је износила крајем октобра, уз раст просечног дневног промета са 1,0 млрд динара у јуну на 4,2 млрд динара у октобру. Каматне стопе *BELIBOR* кретале су се у распону од 5,25% за најкраћу рочност до 5,81% за рочност од шест месеци.

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



Извор: Министарство финансија.

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

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ** током ТЗ одржане су три аукције за продају динарских ХоВ. У јулу су одржане аукције за ХоВ оригиналне рочности две године и десет година, на којима су стопе приноса смањене за 42 б.п., на 4,86% (у односу на аукцију у јуну), и за 35 б.п., на 5,25% (у односу на аукцију у мају), респективно. На обе аукције тражња је надмашила планирани обим продаје, а укупно је продато ХоВ номиналне вредности од 7,0 млрд динара. У септембру је одржана и једна аукција за динарске ХоВ оригиналне рочности дванаест и по година, на којој су продате ХоВ у номиналном износу од 5,1 млрд динара, колико је износио планирани обим продаје, при чему је тражња износила 8,65 млрд динара. Стопа приноса на поменуте ХоВ смањена је за 15 б.п. у односу на претходну аукцију одржану у јуну и износила је 6,20%. У октобру је држава први пут на домаћем тржишту динарских ХоВ емитовала обвезнице оригиналне рочности осам година, по стопи приноса од 6,39%, што је испод купонске стопе од 7,00%. Продате су ХоВ у номиналној вредности од 19,2 млрд динара, док је тражња била готово двоструко већа од продаје и износила је 34,9 млрд динара.

У периоду јул–октобар нерезиденти су учествовали на примарном тржишту куповином динарских ХоВ оригиналне рочности осам и дванаест и по година, у укупној номиналној вредности од око 3,5 млрд динара. Међутим, с обзиром на доспеће седмогодишњих и дванаестомесечних динарских ХоВ

које су имали у портфолију, уз њихову ангажованост као нето продаваца на секундарном тржишту, стање динарских државних ХоВ у њиховом власништву смањено је за 6,5 млрд динара, на 130,9 млрд динара крајем октобра, што је чинило око 16% укупног портфолија динарских државних ХоВ.

Током ТЗ на **секундарном тржишту динарских ХоВ** повећан је промет у односу на претходно тромесечје за готово 30%, на ниво од близу 51 млрд динара на нивоу тромесечја. Промет је додатно повећан и у октобру, на 37,3 млрд динара, што је највећи износ промета на месечном нивоу од новембра 2021. године. Просечни пондерисани приноси на динарске државне ХоВ били су релативно стабилни током ТЗ, да би у октобру били повећани због веће аверзије инвеститора према ризику, на 5,39%, 5,43% и 6,47% за преостале рочности око три године, до пет и од око девет година, респективно.

Током ТЗ нису организоване аукције за продају **државних ХоВ у еврима**, а како није било ни доспећа претходно емитованих ХоВ, стање продатих ХоВ у еврима остало је непромењено на нивоу од 1.919,5 млн евра крајем септембра.

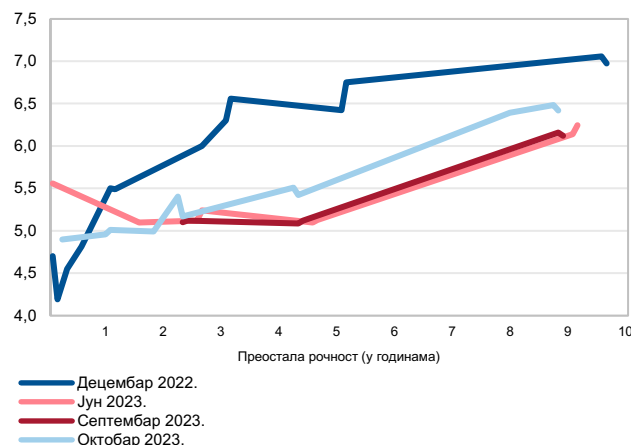
У складу с кретањима каматних стопа на међубанкарском тржишту новца током ТЗ, каматне стопе на **нове динарске кредите** привреди порасле су за 0,1 п.п., на 8,6%, док су каматне стопе на динарске кредите одобрене становништву повећане за 0,3 п.п. и у септембру су износиле 13,4%.

Благ раст просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите привреди током ТЗ одређен је растом каматне стопе на кредите за обртна средства, за 0,4 п.п., на 8,9% (са учешћем од око 62% у динарском кредитирању привреде). То је готово неутралисано падом каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,4 п.п., на 8,1%, док је каматна стопа на инвестиционе кредите остала готово непромењена, на нивоу од 9,0%. Раст каматне стопе на динарске кредите становништву вођен је повећањем каматне стопе на готовинске кредите, за 0,3 п.п., на 14,2%.

Настављено заостравање монетарне политике ЕЦБ-а и раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра одразили су се на каматне стопе на кредите привреди у **евро знаку** на домаћем тржишту, који су током ТЗ повећани за 0,3 п.п., на 6,9%. Каматна стопа на кредите становништву у евро знаку остала је готово непромењена на нивоу од 7,2% у септембру.

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

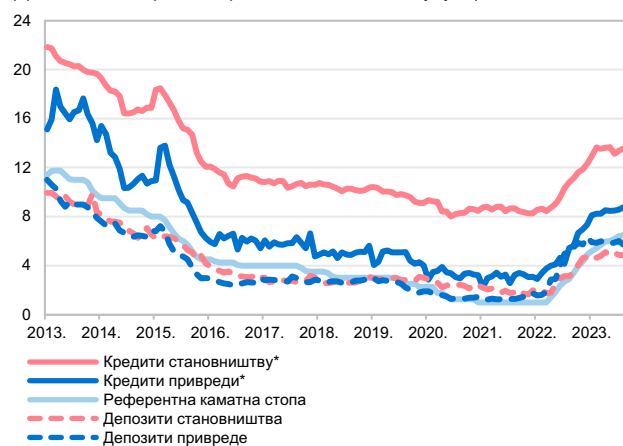
(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

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

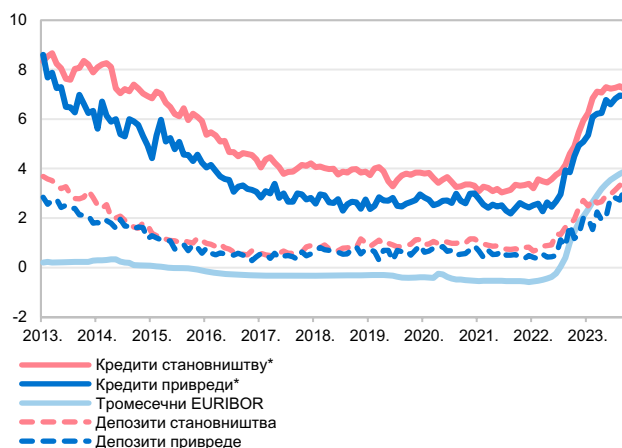
(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

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



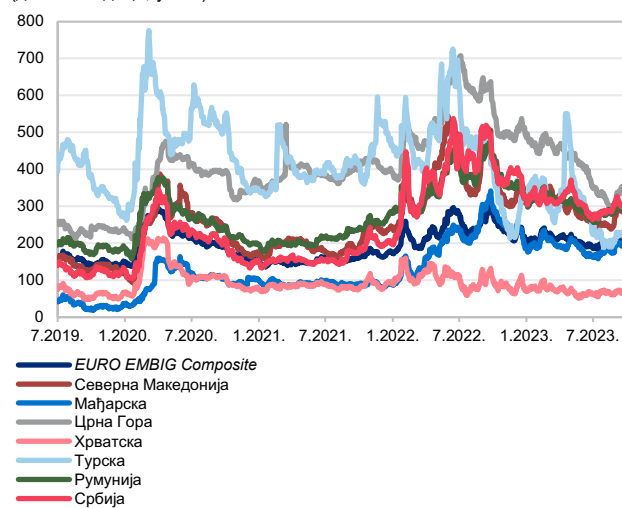
Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

Раст просечне пондерисане каматне стопе на кредитирање привреде у евро знаку одређен је растом каматних стопа на кредите за обртна средства, за 0,5 п.п., на 7,0%, и на инвестиционе кредите, за 0,2 п.п., на 7,1%, који заједно чине око 90% кредитирања привреде у евро знаку. Средином септембра ступила је на снагу Одлука о привременим мерама за банке које се односе на стамбене кредите физичким лицима, што је довело до пада просечне каматне стопе на стамбене кредите за 0,2 п.п., на 6,4%, услед ограничења каматних стопа на нове стамбене кредите. Ефекат пада просечне каматне стопе евроиндексираних стамбених кредита на укупну просечну пондерисану каматну стопу на кредите становништву у евро знаку неутралисан је растом каматне стопе на остале некатегорисане кредите за 0,3 п.п., на 9,8%.

Каматна стопа на **штедњу становништва у динарима** остала је непромењена на нивоу од 5,0%, а на динарске депозите привреде незнатно је снижена и износила је 5,8% у септембру. Истовремено, каматна стопа на **штедњу становништва у еврима** повећана је за 0,6 п.п., на 3,6%, а на **орочене депозите привреде у еврима** за 0,4 п.п., на 3,2%.

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

Премија ризика

У условима и даље присутне неизвесности на међународном финансијском тржишту и заоштравања геополитичких тензија, глобална премија ризика земаља у успону током Т3 умерено је расла, што је настављено и у октобру.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, повећана је током Т3 за 6 б.п., а током октобра за 9 б.п., на 213 б.п., крајем месеца. Премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, остала је непромењена током Т3, док је у октобру незнатно повећана (за 3 б.п.), на 309 б.п. С друге стране, доларска премија ризика Србије током посматраног периода је била у паду (за 26 б.п.) и крајем октобра износила је 214 б.п., настављајући да се креће испод композитне мере, *EMBI Composite*, која је крајем октобра износила 366 б.п., што је за 5 б.п. ниже него на крају Т2.

Агенција *Fitch* задржала је у августу кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ+, на корак до инвестиционог, уз стабилне изгледе. Агенција *Fitch* је посебно истакла кредибилан оквир економске политике, виши БДП по глави становника, боље управљање и виши ниво људског развоја у односу на земље са сличним кредитним рејтингом, као и уређене јавне финансије.

У септембру је агенција *Moody's* потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу Ба2, као и стабилне изгледе за његово даље повећање. *Moody's* наглашава повољне изгледе за привредни раст у средњем року, који су појачани знатним приливом СДИ, изграђену отпорност економије на неповољна кретања из међународног окружења, уређене јавне финансије и фискални простор за реакцију на потенцијалне потресе, као и успех у спровођењу структурних реформи.

У октобру је и рејтинг агенција *Standard & Poor's* задржала кредитни рејтинг на нивоу ББ+ и стабилне изгледе. Као факторе који доприносе таквој оцени наводе се успоравање инфлације, кредибилан оквир монетарне политике, умерени ниво јавног дуга и смањење спољне неравнотеже, упркос негативним дешавањима у међународном окружењу и смањеној екстерној тражњи.

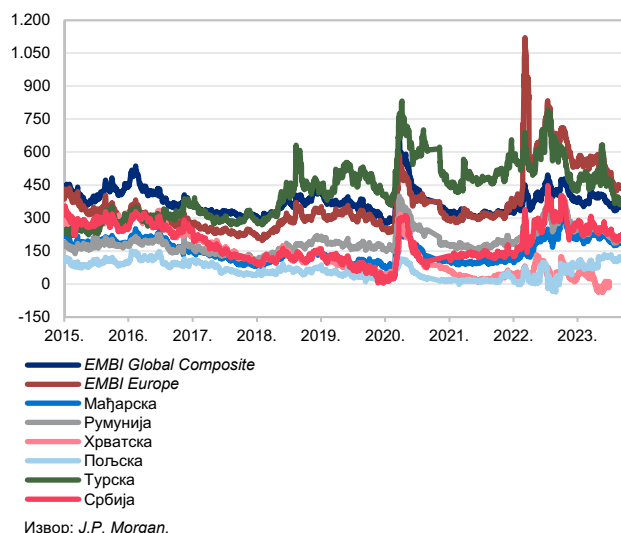
Прилив капитала из иностранства

И у Т3 остварен је суфицит на финансијском рачуну платног биланса, при чему су највећи део прилива капитала чиниле СДИ. То је, уз задржане ниске вредности дефицита текућег рачуна током Т3, доприносило наставку апрецијацијских притисака на домаћем тржишту.

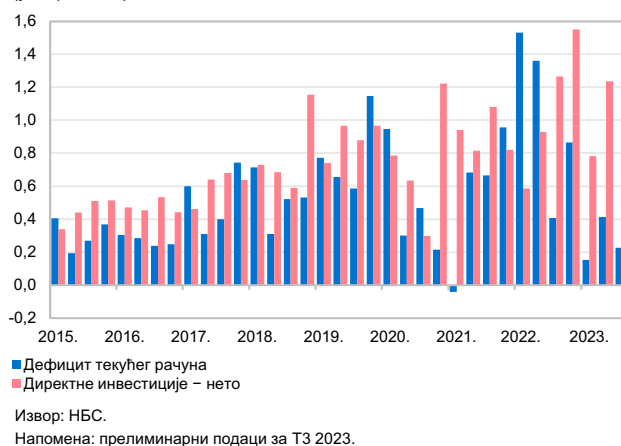
Релативно висок нето **прилив СДИ** (970,9 млн евра) остварен је и у Т3, при чему је прилив СДИ у Србију износио преко 1 млрд евра. Посматрано од почетка године, укупан прилив СДИ у Србију током девет месеци премашао је 3,2 млрд евра, што је за 8% више него у истом периоду претходне године. При томе, више од четири петине СДИ било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, што потврђује опредељење страних инвеститора да наставе да инвестирају у Србију. Посматрано по делатностима, највише улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију, грађевинарство, рударство и стручне, научне, иновационе и техничке делатности.

Резиденти су током Т3 повећали улагања у ХоВ на иностраним тржиштима, док су нерезиденти незнатно смањили улагања у домаће ХоВ, тако да је по основу **портфолио инвестиција** у Т3 забележен нето одлив капитала у износу од 147,2 млн евра. Током девет месеци 2023. остварен је нето прилив по основу портфолио инвестиција од 1,1 млрд евра, захваљујући успешној емисији еврообвезница у износу од 1,75 млрд долара почетком године.

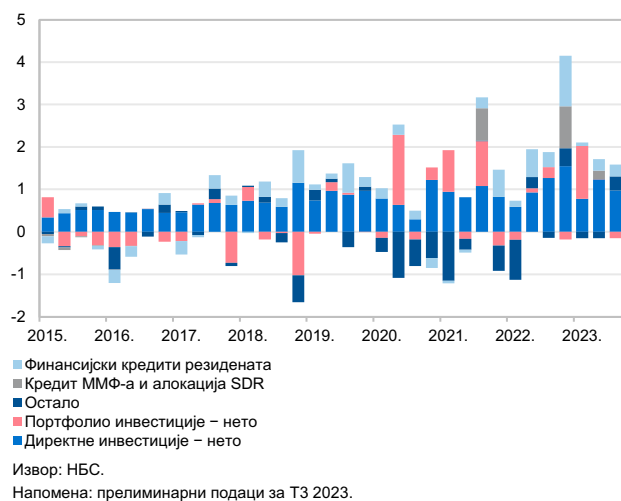
Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – **EMBI**
(дневни подаци, у б.п.)



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



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



По основу **финансијских кредита** током Т3 остварен је нето прилив од 278,3 млн евра, под утицајем раста задужења Владе и привреде, док су банке смањиле краткорочне обавезе према иностраним кредиторима. Прилив је регистрован и по основу **трговинских кредита и аванса** (253,2 млн евра) и **готовог новца и депозита** (35,0 млн евра), пошто је повећање средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака премашило раст средстава на рачунима домаћих банака у иностранству.

Осврт 2: Трендови у кретању фактора понуде и тражње за девизама на домаћем девизном тржишту

У Републици Србији од 2017. године, а након успешног решавања спољних и унутрашњих неравнотежа (снижавање инфлације на ниске и стабилне нивое, смањење текућег дефицита и фискална консолидација, која је допринела уравнотежењу домаће фискалне позиције), захваљујући побољшању макроекономских показатеља јачају **апresiasiјски притисци**, који на домаћем девизном тржишту и даље имају доминантно дејство. Повремени депresiasiјски притисци на динар током последњих седам година најчешће су били узроковани потресима из међународног окружења, као што су пандемија вируса корона и геополитичке тензије, или пак факторима попут сезонски и кризом појачане тражње за девизама увозника енергената.

Током прва четири месеца 2022. године преовладавали су снажни депresiasiјски притисци, узроковани пре свега високом тражњом за девизама домаћих компанија – увозника енергената, највише услед раста светске цене енергената у условима геополитичке и енергетске кризе у свету. Тензије на светским финансијским тржиштима након ескалације сукоба у Украјини пренеле су се и на домаће тржиште и крајем фебруара јавила се снажна тражња нерезидената за девизама, који су путем механизма девизног хецинга на одређено време заштитили своја динарска улагања. Додатне депresiasiјске притиске на домаћу валуту изазвала је и појачана тражња грађана за ефективним страним новцем – у марту је реализована рекордно висока нето продаја ефективног страног новца банака мењачницама и физичким лицима.

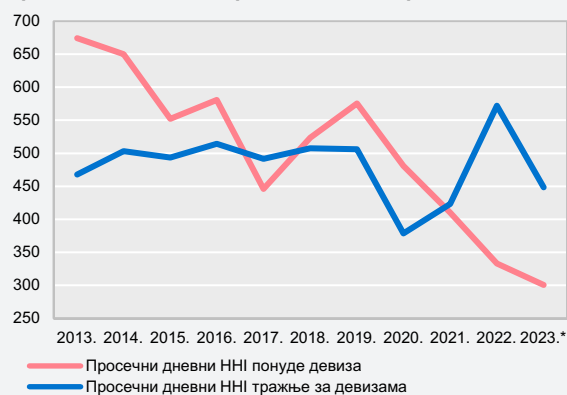
На таква кретања Народна банка Србије је реаговала правовремено и одлучно и током прва четири месеца интервенцијама на девизном тржишту нето продала девизе у износу од 2,3 млрд евра, али и снабдела банке довољном количином стране ефикативности, што је стабилизовало кретања на девизном тржишту, које се вратило у нормалне токове.

Од маја 2022. године **обнављају се апresiasiјски притисци** и снажно делују фактори на страни понуде, који су сваког месеца до краја године стварали вишак понуде девиза у односу на тражњу за њима, поред и даље јаке тражње за девизама увозника енергената. Захваљујући томе, до краја 2022. године Народна банка Србије је успела не само да надокнади целокупну нето продају девиза из прва четири месеца већ и да годину заврши као нето купац девиза у износу од 1 млрд евра, чиме је допринела увећању девизних резерви на нове рекордне нивое.

Фактори на страни понуде девиза, пре свега висок нето откуп ефикативности банака од овлашћених мењача и грађана, као и понуда девиза домаћих компанија (изузимајући компаније из енергетског сектора), до краја октобра 2023. године **надмашивали су дејство фактора на страни тражње за девизама** сваког месеца, изузев јануара, када је сезонски појачана тражња за девизама увозника енергената. Таква кретања су резултат највећим делом **повољних платнобилансних кретања** – снажног прилива СДИ, раста робног извоза, прилива дознака из иностранства и од туризма. Народна банка Србије је током десет месеци 2023. године у интервенцијама на домаћем девизном тржишту нето купила девизе у износу од 3,4 млрд евра како би одржала релативну стабилност курса динара према евра.

С обзиром на значај **понуде и тражње за девизама домаћих и иностраних клијената банака**, као фактора који утичу на појаву апresiasiјских и депresiasiјских притисака на динар, у Народној банци Србије детаљно се анализирају њихова својства и настоји да се уоче потенцијални трендови. Један од аспеката понуде и тражње за девизама јесте **концентрација, односно мера у којој су оне неједнако распоређене међу тржишним учесницима**. За њено мерење најчешће се користи Херфиндал–Хиршманов индекс (*HHI*),

Графикон О.2.1. Просечни дневни *HHI* понуде и тражње за девизама резидената и нерезидената



Извор: НБС.

* Закључно са 30. септембром 2023.

који узима вредности од 0 (понуда или тражња потпуно равномерно распоређене међу тржишним учесницима) до 10.000 (целокупна понуда или тражња потиче од само једног тржишног учесника).¹

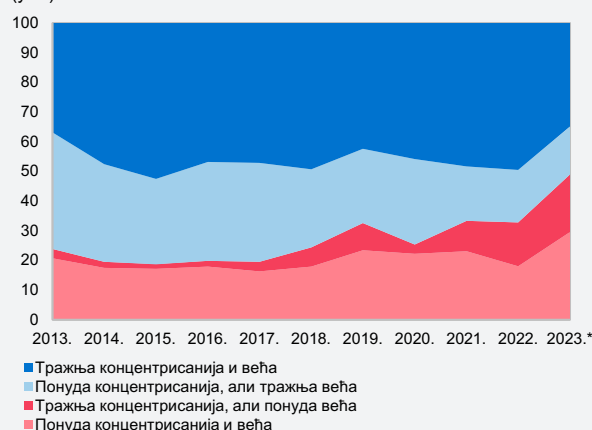
Када се посматра Херфиндал–Хиршманов индекс у дужем периоду, може се закључити да последњих година постепено **опада концентрација понуде девиза** (Графикон О.2.1), чему доприноси динамичан **раст броја резидената који се појављују на страни понуде девиза**. Наиме, од 2015. године раст броја резидената који се појављују на страни понуде девиза био је сваке године бржи од раста броја резидената који су се појављивали на страни тражње за девизама, при чему је број резидената понуђача девиза најбрже растао 2021. (25%) и 2022. године (14%). **Смањивање концентрације понуде девиза одражава позитиван тренд диверсификације извора девиза**, који настаје у условима увећаних СДИ и раста броја извозно оријентисаних предузећа. С друге стране, концентрација тражње за девизама не испољава јасан тренд у посматраном десетогодишњем периоду.

Херфиндал–Хиршманов индекс показао се статистички значајним при објашњавању смера нето тражње, односно разлике између тражње и понуде девиза клијената банака. Детаљнијом анализом утврђено је да је током сваке од последњих десет година око две трећине радних дана било обележено доминацијом концентрисаније тржишне стране. Тако се, на пример, издваја случај неколицине резидената – увозника енергената, који спадају у највеће купце девиза, чије је учешће у укупној тражњи за девизама високо корелисано са уделом дана у години током којих је тражња за девизама концентрисанија од понуде девиза, што указује на могућност да наведени резиденти доминирају на овом сегменту девизног тржишта у одређеним периодима (сезонски карактер тражње увозника енергената) с преовлађујућим утицајем на кретања на девизном тржишту у целини.

Међутим, на овом сегменту девизног тржишта препознаје се тренд раста учесталости дана током којих **понуда девиза успева да покрије целокупну тражњу за девизама у условима када је тражња концентрисанија од понуде** (тамноцрвена површина на Графикону О.2.2). Период током којег је присутан овај тренд поклапа се с периодом у коме преовлађују апрецијацијски притисци на динар (од 2017. године), који је обележен интервенцијама Народне банке Србије претежно на страни куповине девиза услед вишка понуде девиза на домаћем тржишту, и резултат је **ширења базе резидената понуђача девиза, односно повећања броја ових резидената и растућег износа девиза који продају на тржишту**. Посебно је значајно то што купопродаја девиза на овом сегменту тржишта из године у годину расте (изузев пандемијске 2020. године), тако да је 2022. године прешла износ од 40 млрд евра, а већ је извесно да ће и ове године купопродаја бити на сличном нивоу. При томе, расте и бруто продаја и бруто куповина девиза од стране резидената у целини. Међутим, у првих девет месеци ове године бруто продаја је надмашила бруто куповину девиза од стране резидената (која се и даље налази на високом нивоу), што до сада није забележено и резултат је највећим делом повољних платнобилансних кретања.

Повећање броја учесника и вредности закључених трансакција, и на страни тражње и на страни понуде девиза, позитивно делује на раст ликвидности, односно продубљивање и развој овог сегмента девизног тржишта, а самим тим и на даље унапређење и развој девизног тржишта у целини.

Графикон О.2.2. Повећан капацитет понуде девиза да апсорбује тражњу за девизама у данима када је тражња концентрисанија од понуде (у %)



Извор: НБС.

* Закључно са 30. септембром 2023.

¹ Детаљнији приказ овог метода представљен је у *Зборнику радова Народне банке Србије – септембар 2023.*, у раду „Концентрација понуде и тражње за девизама на домаћем тржишту”.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио релативно стабилно кретање према еврџу током ТЗ, тако да је његова вредност крајем септембра била готово непромењена у односу на крај јуна, а за 0,1% номинално већа него на крају 2022. године. Истовремено, под утицајем слабљења евра према долару на међународном тржишту, динар је на крају ТЗ номинално ослабио према долару за 2,7%, а за 0,5% посматрано од почетка године.

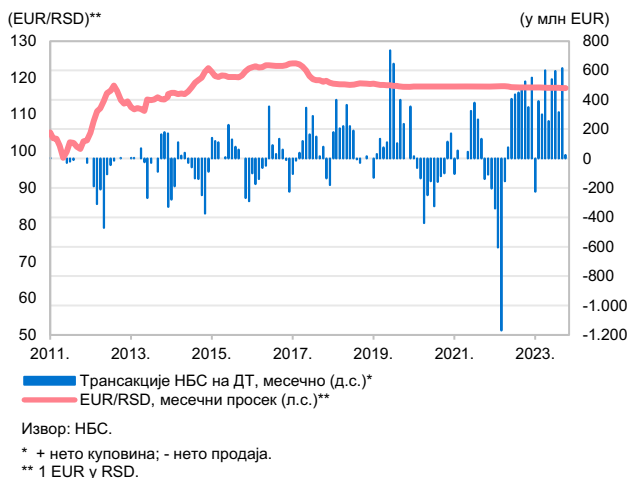
Понуда девиза је вишеструко надмашила тражњу и током ТЗ, што је допринело јачању апрецијацијских притисака. Расту понуде девиза највише су допринели откуп ефективног страног новца, који наставља да бележи високе вредности, и резиденти, који су захваљујући наставку раста извоза и прилива СДИ, били нето продавци девиза током целог ТЗ. У истом смеру деловао је и прилив девиза по основу послова с платним картицама, као и раст валутно индексиране активе банака.² Ти приливи су били више него довољни да покрију тражњу за девизама коју су креирали нерезиденти, пре свега током августа, док су у осталим месецима и они били нето продавци девиза.

Да би одржала релативну стабилност курса динара према еврџу, Народна банка Србије је током ТЗ на МДТ-у интервенисала нето куповином девиза у износу од 1.525 млн евра, а у октобру је нето купила још 25 млн евра. Тиме је износ нето куповине девиза по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у у десет месеци 2023. достигао 3.410 млн евра.

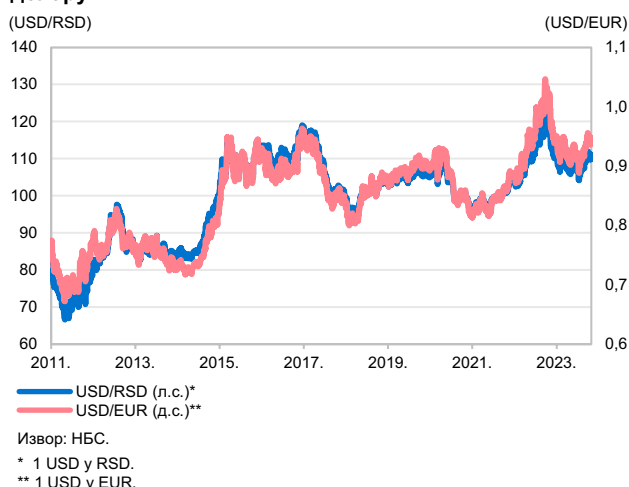
Просечан дневни промет на МДТ-у³ у ТЗ износио је 24,9 млн евра и у односу на Т2 био је нижи за 8,7 млн евра, а за 17,7 млн евра нижи него у истом периоду претходне године. Поред тога, у билатералним своп трансакцијама с банкама, које су уведене почетком прошле године, Народна банка Србије наставила је да купује и продаје девизе банкама и у ТЗ је своп купила и своп продала по 132 млн евра (у Т2 је своп купила и продала по 88 млн евра).

Све валуте земаља региона у режиму циљања инфлације ослабиле су према еврџу током ТЗ. Највише су ослабили мађарска форинта (5,1%), пољски злот (4,0%) и чешка круна (2,5%), што се може довести у везу с почетком циклуса ублажавања монетарне

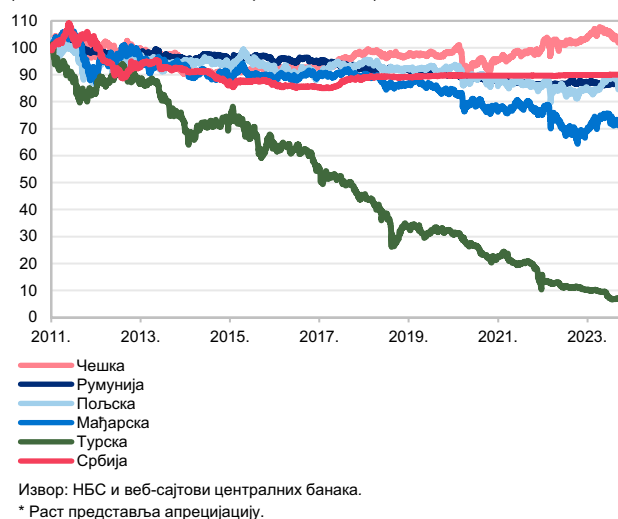
Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



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



Графикон IV.1.13. Кретање курсова одређених националних валута према еврџу* (дневни подаци, 31. децембра 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.

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

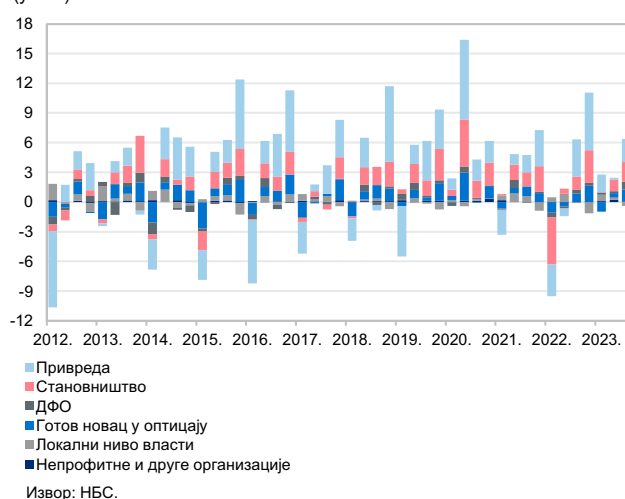
(номиналне мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

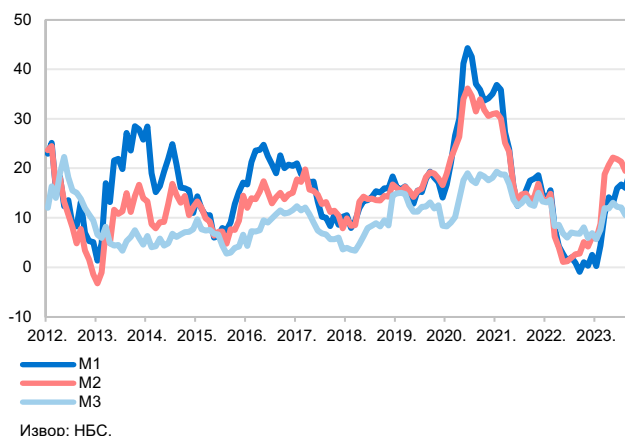
(у п.п.)



Извор: НБС.

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

(номиналне мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

политике или најавама тог почетка, а у случају Чешке и са одлуком централне банке да оконча интервенције на девизном тржишту. Турска лира је ослабила у ТЗ за додатна 2,3%, и поред три повећања референтне каматне стопе (укупно за 15 п.п., на 30,0%), док је румунски леј незнатно ослабио (0,2%).

2. Новац и кредити

Раст динарске компоненте кључно опредељује раст укупне новчане масе у ТЗ, при чему динарска штедња становништва бележи нове рекордне нивое. Домаћа кредитна активност, посматрано на мг. нивоу, стагнира као последица високе базе из претходне године, доспећа кредита из гарантних шема, као и виших каматних стопа на кредите услед заштитних монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије.

Новац

Најшири монетарни агрегат, МЗ, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, порастао је током ТЗ за 3,9%, у највећој мери као резултат повећања најликвидније компоненте — динарских депозита по виђењу (с доприносом од 1,6 п.п.).

Посматрано по појединачним категоријама, динарски **депозити по виђењу** повећани су у ТЗ за 68,1 млрд динара, вођени растом трансакционих депозита привреде (40,6 млрд динара) и становништва (30,8 млрд динара). Раст је у ТЗ забележен и код **орочених динарских депозита**, који су повећани за 25,1 млрд динара, чему је допринео настављени раст **динарске штедње становништва**, за 7,7 млрд динара. У условима очуване финансијске стабилности у периодима повећане глобалне неизвесности, динарска штедња становништва наставила је да бележи рекордне нивое и крајем септембра износила је 115,6 млрд динара.⁴ Релативна стабилност динара према евр, више каматне стопе на динарску у односу на девизну штедњу, као и њен повољнији порески третман, учинили су динарску штедњу исплативијом од девизне, што доприноси њеном динамичнијем расту.

Девизни депозити немонетарних сектора у ТЗ повећани су за 496,8 млн евра, предвођени растом девизних депозита становништва, а затим привреде.

⁴ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају септембра износила 116,4 млрд динара, а девизна штедња 14,1 млрд евра.

Девизна штедна становништва достигла је 13,1 млрд евра, чему доприноси прилив дознака, док се раст депозита привреде доводи у везу с високим приливом СДИ, као и извозом током ТЗ.

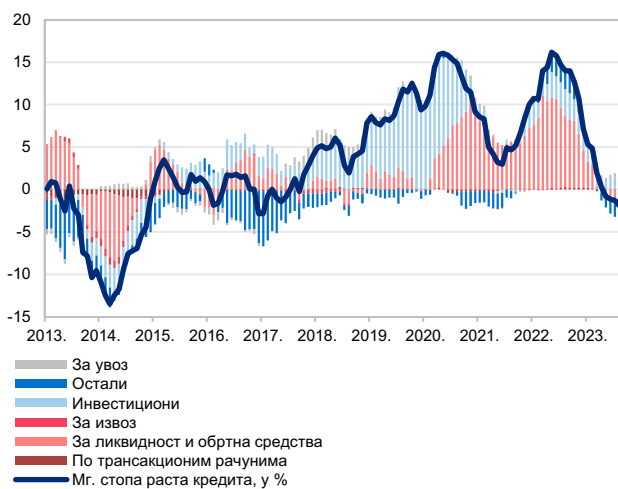
Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе МЗ у септембру је износио близу 12%, што је благо изнад вишегодишњег просека. У поређењу с јуном, динамика мг. раста МЗ успорава, на шта се одражава нижа кредитна активност, док у супротном смеру делују повећана фискална давања.

Кредити

Укупни домаћи кредити наставили су током ТЗ да успоравају на мг. нивоу и у септембру је њихово стање, искључујући ефекат промене девизног курса,⁵ било готово непромењено (ниже за 0,1%) у односу на септембар 2022. Притом, **кредити привреди** били су нижи за 1,8%, а **кредити становништву** виши за 1,6% него пре годину дана. Успоравање домаће кредитне активности последица је високе базе из претходне године, доспећа кредита из гарантних шема, виших каматних стопа на кредите услед заостравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије, као и поштрених кредитних стандарда банака.

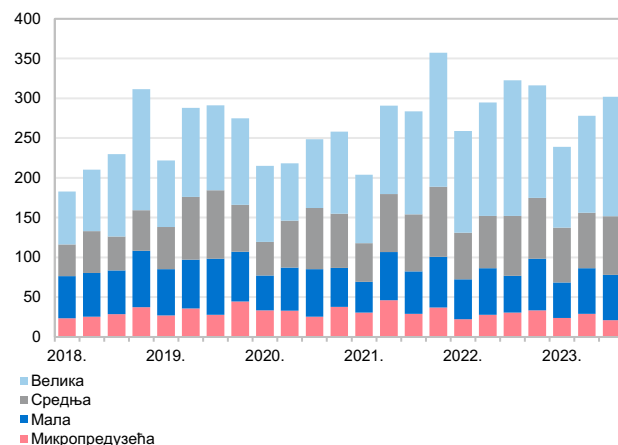
Искључујући ефекат промене девизног курса, **кредити привреди** су у ТЗ повећани за 19,2 млрд динара. Тај раст је вођен инвестиционим кредитима, који су повећани за 19,1 млрд динара, за којима следе кредити за ликвидност и обртна средства (2,8 млрд динара), на чији се мањи раст одражава и доспеће кредита из гарантних шема, при чему тај утицај, који је био најизраженији током П1, постепено слаби са опадањем износа кредита који доспевају. Благо су повећана и задужења по текућим рачунима (1,0 млрд динара), док су пад забележили остали некатегорисани кредити (–1,9 млрд динара) и кредити за увоз (–1,8 млрд динара). Таква кретања утицала су на то да у односу на јун учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде смањено на 46,7% у септембру, а учешће инвестиционих кредита повећано на 41,6%. Посматрано по делатностима, повећање задужења у ТЗ забележено је код предузећа из области прерађивачке индустрије, пословања некретнинама и саобраћаја, док су се највише раздужила предузећа из енергетике. Посматрано по величини предузећа,

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



Извор: НБС.

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

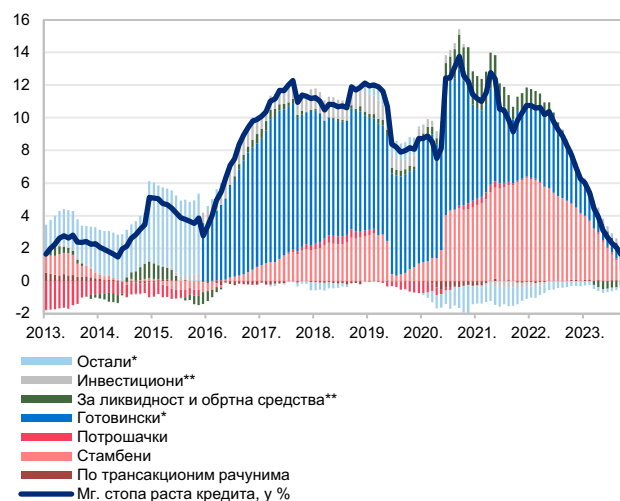


Извор: НБС.

⁵ Рачунато по новом програмском курсу, на дан 31. октобра 2022.

Графикон IV.2.6. Доприноси м.г. расту кредита становништву

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



Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 58,3% стања укупних кредита привреди у септембру. Пад динарских пласмана привреди (делом и услед доспећа кредита из гарантних шема, који су претежно одобравани у динарима) и раст девизно индексираних пласмана за последицу су имали смањење степена динаризације пласмана привреде у ТЗ за 0,7 п.п., на 16,3%.

Обим новоодобрених кредита привреди у ТЗ износио је 302,0 млрд динара, што је за 6,4% мање него у истом периоду претходне године. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства (59,0%), за којима следе инвестициони кредити (26,7%), чије је коришћење, за разлику од кредита свих других намена, благо повећано у односу на исти период претходне године. У оба случаја микропредузећа, мала и средња предузећа користила су нешто више од половине кредита.

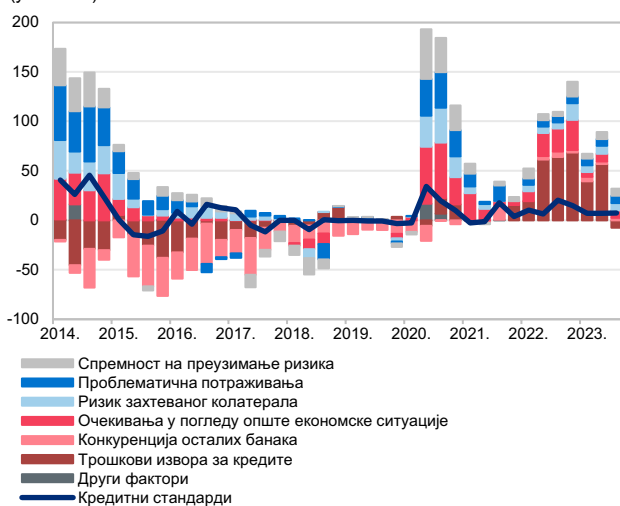
Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су током ТЗ за 6,6 млрд динара, вођени растом готовинских кредита (8,5 млрд динара), док је стање стамбених кредита било за 2,7 млрд динара ниже у односу на крај јуна. У септембру је учешће стамбених кредита у укупним кредитима становништву износило 39,7%, док су готовински кредити најзаступљенија категорија, са учешћем од 44,3%. Таква кретања утицала су на пораст динаризације пласмана становништву за 0,5 п.п., на 53,6%.

Како би у околностима растућих каматних стопа смањила оптерећење корисника стамбених кредита, Народна банка Србије је у септембру донела одлуку⁶ којом је ограничила каматну стопу за кориснике првог стамбеног кредита с променљивом каматном стопом, а чији уговорени износ не прелази 200.000 евра. Тим дужницима је привремено ограничена номинална каматна стопа за наредних 15 месеци, почев од октобарске рате, а банка неће имати право да од дужника потражује разлику у камати услед примене ове одлуке. Ограничењем каматне стопе, рате већине кредита биће умањене између 10% и 25%, чиме ће се повећати расположиви доходак грађана.

Износ новоодобрених кредита становништву у ТЗ од 132,3 млрд динара био је готово исти као у истом периоду претходне године. При томе, на готовинске

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.

⁶ Одлука о привременим мерама за банке које се односе на стамбене кредите физичким лицима, „Службени гласник РС”, бр. 78/2023.

кредите односило се скоро две трећине, а на стамбене кредите 15,5% нових кредита становништву (што је ниже него у 2022, када су у просеку чинили 23,5% нових кредита становништву), услед повишених цена некретнина и трошкова задуживања.

Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁷ показују да су банке у Т3, у складу са очекивањима, наставиле с благим пооштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди и становништву. Виши трошкови извора финансирања, на које се одражава заоштравање монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, кључни су фактор пооштравања кредитних стандарда становништва, а за оба сектора пооштравању стандарда доприносила је повећана перцепција ризика услед неизвесности у погледу опште економске ситуације, ризика захтеваног колатерала и проблематичних потраживања. Банке очекују да ће кредитни стандарди за привреду бити додатно пооштрени у Т4, док би за становништво они требало да буду непромењени. Према оцени банака, тражња привреде и становништва за кредитима смањена је током Т3, при чему је једино повећана тражња за појединим категоријама динарских кредита – краткорочним кредитима за привреду и потрошачким кредитима за становништво. Смањење тражње определиле су мање потребе привреде за финансирањем инвестиција и аквизиције, док је код становништва на мању тражњу деловала ситуација на тржишту непокретности, које карактеришу високе цене станова, мања куповина трајних потрошних добара, као и коришћење раније уштеђених средстава. У Т4 банке очекују раст тражње за кредитима.

Бруто ***NPL*** показатељ наставио је да се креће близу историјски најнижег нивоа током ТЗ и у септембру је износио 3,17%, што указује на то да заоштравање финансијских услова није имало веће последице на квалитет активе банака. У септембру је бруто ***NPL*** показатељ код сектора привреде⁸ износио 2,1%, а код сектора становништва⁹ 4,4%. Покривеност ***NPL*** и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у септембру износила је 100,9% ***NPL***, док је исправка вредности ***NPL*** била на нивоу од 58,7% ***NPL***.

⁷ Поменућу анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

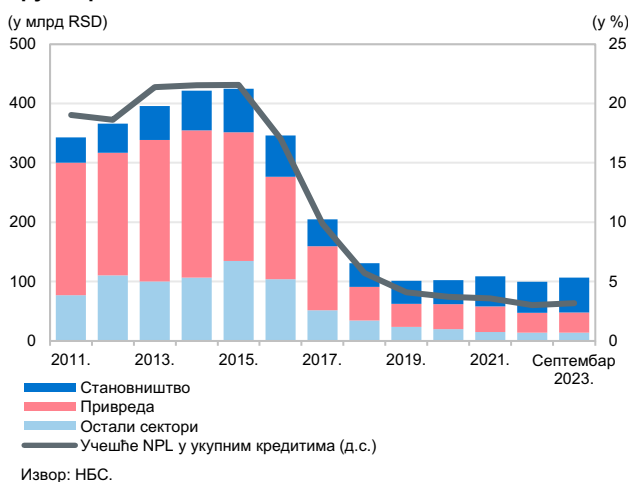
⁸ Обухvata привредna друшtva и javna preduzeća. Ako posmatramo samo privredna društva, učešće *NPL* u ukupnim kreditima u septembru je iznosilo 2,4%.

⁹ Ako se uključe preduzetnici i privatna domaćinstva, učesće *NPL* u septembru je iznosilo 4,3%.

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



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



Показатељ адекватности капитала на крају Т3 2023. износио је 22,2%, што је за 0,1 п.п. ниже него крајем Т2 и указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и локалне ризике.

3. Агрегатна тражња

Према првој процени РЗС-а, раст економске активности у Т3 износио је 3,5% м.г., а према нашим проценама, највећим делом је био заснован на расту инвестиција, и то првенствено приватних. Такође, позитиван допринос, мада у мањој мери него у П1, дао је нето извоз. Укупна потрошња имала је неутралан ефекат на раст економске активности у Т3, уз опоравак државне потрошње, док приватна потрошња и даље негативно доприноси расту, мада мање него у претходном тромесечју.

Домаћа тражња

Према нашој процени, **приватна потрошња** је на м.г. нивоу наставила да се смањује треће тромесечје заредом и у Т3 је била мања за 0,2%. На смањење приватне потрошње указује реални промет у трговини на мало, који је у Т3 смањен за 2,0% м.г., док је увоз потрошне робе изражен у еврима додатно успорио раст на 3,3% м.г. (са 5,3% у Т2). И кретање показатеља из области туризма указује на нижу приватну потрошњу, пошто је број долазака и ноћења домаћих туриста смањен у Т3 за 4,7% м.г. и 10,4% м.г., респективно.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: процена НБС за Т3 2023.

Ако се посматрају извори потрошње становништва, примећује се м.г. пад дознака становништва у Т3 за 6,0%, наспрам готово стагнације у Т2, што се може довести у везу с вишом базом из истог периода претходне године, успоравањем економске активности и растућим трошковима живота у земљама западне Европе. Поред тога, поштривање монетарне политике у претходном периоду и последични раст каматних стопа определили су додатно успоравање раста кредита намењених потрошњи, на 0,9% м.г. С друге стране, основни извор потрошње, маса зарада, наставља да бележи реални раст од 4,0% м.г. у периоду јул–август.

Према нашој процени, **државна потрошња** је у Т3 повећана за 1,0% м.г., услед раст издатака за плате у јавном сектору и набавку робе и услуга, након што је

у П1 смањена за 2,9% мг. Наведена кретања утицала су на то да **укупна потрошња** у Т3 стагнира на мг. нивоу.

Упркос и даље израженим геополитичким тензијама, и током Т3 задржана је позитивна динамика **приватних инвестиција**, које су, према нашој процени, повећане за 5,8% мг. Процењујемо да је већина инвестиција финансирана из сопствених извора, с обзиром на знатан раст профитабилности привреде у претходној години. Поред тога, инвестициони кредити су у Т3 убрзали раст на 4,3% мг. (са 3,0% у Т2). На раст приватних инвестиција упућује и раст производње грађевинског материјала, који је у Т3 повећан за 3,6% мг. (након пада у Т2 од 10,7%). С друге стране, посматрано на мг. нивоу, у Т3 се бележи смањење прилива СДИ, што је највећим делом последица високе базе из претходне године (када је у Т3 2022. дошло до наглог скока СДИ, након њиховог привременог успоравања услед избијања конфликта у Украјини и повећане глобалне неизвесности).

Током Т3 настављена је реализација инфраструктурних пројеката које финансира држава, тако да процењујемо да је раст **државних инвестиција** износио око 10% мг. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 7% мг., уз допринос расту БДП-а од 1,7 п.п. у Т3.

С друге стране, **смањење залиха** је, према нашој процени, у Т3 негативно допринело са 0,9 п.п.

Посматрано на тромесечном нивоу, процењујемо да је раст БДП-а успорен са 1,4% дсз. у Т2 на 0,8% дсз. у Т3, првенствено услед смањења нето извоза у условима слабије екстерне тражње, док је домаћа тражња убрзала раст у Т3 на 3,0% дсз. (са 0,3% дсз. у Т2).

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

	2022.	2023.		
	T4	T1	T2	T3
Потрошња домаћинства	1,5	-0,2	-0,5	-0,2 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	2,6	-4,1	-6,3	-2,0
Промет у угоститељству	33,4	16,9	7,6	18,6 **
Број домаћих туриста	41,0	3,7	1,0	-4,7
Број ноћења домаћих туриста	48,4	3,9	0,8	-10,4
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	24,3	12,4	5,3	3,3
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	15,5	18,1	17,8	16,8 ***
Нето прилив дознака, номинално	19,0	29,5	0,1	-6,0
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	3,6	3,1	1,0	0,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јул.

*** Јул–август.

Табела IV.3.2. **Показатељи кретања инвестиција**

	2022.	2023.		
	T4	T1	T2	T3
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	-2,7	2,2	3,9	7,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-12,5	-1,4	15,1	16,5 *
Инвестиције државе	14,6	11,3	7,2	10,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	-17,5	-7,8	3,0	13,2 **
Производња грађевинског материјала	2,3	-5,7	-10,7	3,6
Вредност изведених радова	-10,8	-4,5	17,9	15,8
Увоз опреме, номинално	11,3	4,5	-20,8	-16,5
Производња домаћих машина и опреме	18,9	27,6	11,0	-2,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јул–август.

Осврт 3: Утицај мера фискалне политике на инфлацију у Србији

У овом осврту представићемо на који начин процењујемо ефекат мера фискалне политике на инфлацију у моделу који користимо за средњорочну пројекцију инфлације. Такође, оценићемо утицај мера које су предвиђене ребалансом буџета за 2023. и Ревидираном Фискалном стратегијом за 2024. са пројекцијама за 2025. и 2026. годину на тражњу, а тиме и на инфлацију.

Ефекат фискалне политике на агрегатну тражњу у моделима за средњорочну пројекцију инфлације уобичајено се апроксимира тзв. **фискалним импулсом**. Битно је знати да фискални импулс није исто што и фискални резултат (дефицит или суфицит у буџету), нити представља разлику два узастопна фискална резултата. Фискални импулс представља разлику између два узастопна **структурна фискална резултата** (нпр. два структурна резултата у две узастопне године).

Структурни фискални баланс је изведена категорија фискалног резултата која се добија када се из јавних прихода искључе приходи који су последица фазе циклуса у којој се привреда налази, тј. деловања аутоматских фискалних стабилизатора, као и једнократни приходи, попут донација. Такође, из расхода се искључују они који нису последица деловања фискалне политике у текућој години (попут камата на јавни дуг, активираних гаранција и буџетских позајмица), јер не утичу директно на тражњу, а тиме и на инфлацију. Другим речима, искључује се ефекат оних фактора који доводе до промене укупног фискалног дефицита, а који нису последица промене карактера фискалне политике. У појединим периодима укупан фискални резултат и структурни баланс могу се знатно разликовати. На пример, раст економске активности може проузроковати пад дефицита, а да то не буде последица промена карактера фискалне политике, већ фазе производног циклуса, у овом случају убрзања привредног раста изнад потенцијалног, што указује на значај искључивања цикличне компоненте фискалне политике приликом анализе утицаја мера фискалне политике на тражњу и инфлацију.

Затим смо оценили циклични фискални баланс, који представља компоненту фискалног биланса која аутоматски реагује на фазу производног циклуса и израчунава се помоћу следеће формуле:

$$PB_{ciklični,t} = \beta * BDPj_{az,t},$$

где β представља коефицијент еластичности прихода у односу на укупни БДП и, према економетријској оцени добијеној за период од 2008. до 2021, износи 0,45, а $BDPj_{az}$ представља оцену производног јаза добијену применом Ходрик–Прескоттовог (*Hodrick–Prescott*) филтера.¹

Разлика примарног фискалног биланса и цикличног фискалног биланса представља структурни фискални баланс:

$$PB_{strukturni,t} = PB_{primarni,t} - PB_{ciklični,t},$$

а разлика два структурна биланса представља фискални импулс, односно структурну промену фискалне политике:

$$fi_t = -\Delta PB_{strukturni,t}.$$

Поређењем знака фискалног импулса и производног јаза може се утврдити карактер фискалне политике. Ако су ова два показатеља истог знака, фискална политика је проциклична, а ако су различитих знакова, фискална политика је контрациклична.

На бази графичког приказа кретања фискалног импулса и производног јаза уочава се да је у годинама пре пандемије фискална политика углавном била проциклична, док је од избијања пандемије контрациклична и доприноси ублажавању ефеката кризе на економску активност и запосленост.

У нашем моделу за средњорочну пројекцију инфлације фискални импулс је укључен у једначину тражње на следећи начин:

$$BDPj_{az,t} = 0,4 * BDPj_{az,t-1} - 0,2 * rmc_{it} + 0,7 * BDPj_{az,t}^{ez} + 0,15 * fi_t + 0,1 * platej_{az,t-1} + \varepsilon_t^{BDPj_{az}},$$

¹ За детаље видети *Зборник радова Народне банке Србије – септембар 2022.*

где су BDP_{jzt} производни јаз, BDP_{jzt-1} јаз с доцњом и BDP_{jzt}^{ez} производни јаз у зони евра. Променљива $rmtci_t$ означава индекс монетарних услова, који представља линеарну комбинацију јаза реалног курса и јаза реалне каматне стопе, а $platejzt-1$ представља јаз у реалним зарадама из претходног периода.

За оцену фискалног импулса за наредне године, који се егзогено уводи у једначину агрегатне тражње, користе се пројекције прихода и расхода из Фискалне стратегије.

Увођење фискалног импулса у модел за средњорочне пројекције захтевало је његову дезагрегацију с годишњих на тромесечне податке, што смо извршили употребом Чоу–Линове (*Chow–Lin*) статистичке процедуре. Поред тога, неопходно је било да одредимо коефицијент уз фискални импулс у једначини агрегатне тражње, који смо преузели из емпиријских радова за малу отворену економију, који углавном износи око 0,2.²

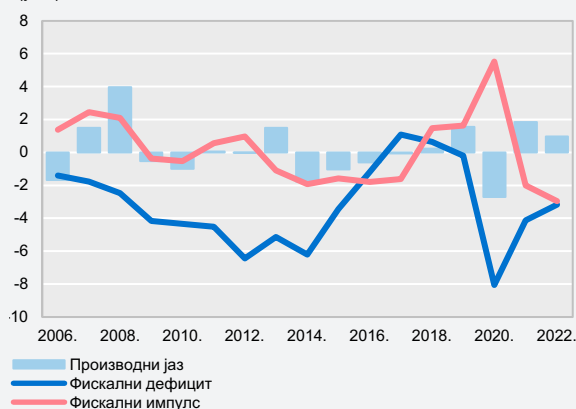
Фискални импулс у једначину инфлације (тзв. Филипсове криве) укључује се потом преко серије производног јаза, који утиче и на инфлацију хране и непрехрамбену инфлацију с коефицијентима 0,35 и 0,2, респективно.

Када се у историјском периоду на бази дате једначине изврши декомпозиција производног јаза, уочава се да је фискална политика била рестриктивна у периоду фискалне консолидације, затим благо експанзивна у 2018. и 2019. години, а знатније експанзивна након избијања пандемије, што је спречило снажнији пад агрегатне тражње. Након тога, у 2021. и 2022. фискална политика је имала рестриктиван карактер, тако да није додатно подгревала инфлациона очекивања.

Полазећи од чињенице да су за ову годину донете одлуке о додатном расту пензија у овој години и расту плата у делу јавног сектора од по 5,5%, као и једнократној исплати 10.000 динара за децу до 16 година и пензионерима у износу од 20.000 динара, што ће се у највећој мери реализовати током Т4, на бази претходно описане процедуре проценили смо колики ће то имати ефекат на тражњу, а тиме и на инфлацију. Ефекат тих мера на раст расхода процењује се на око 90 млрд динара у овој години, али су истовремено и приходи већи него што су били планирани *Фискалном стратегијом за 2024. годину са пројекцијама за 2025. и 2026. годину*, док су износи средстава намењени помоћи енергетском сектору за превазилажење енергетске кризе мањи. Ребалансом буџета за ову годину, усвојеним у септембру, највећи део тих мера на страни расхода је и обухваћен, док је на стани прихода уважено и повећање акциза на цигарете, кафу, алкохолна пића и нафтне деривате за по 8%.

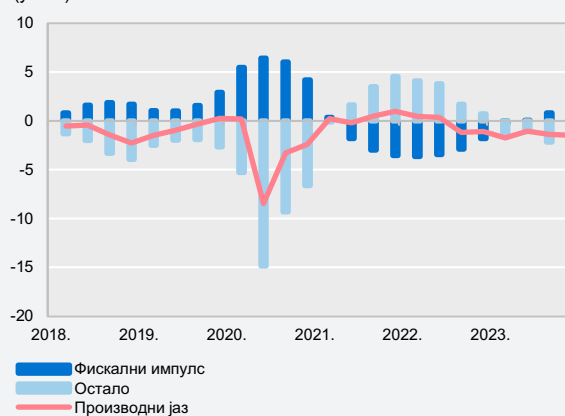
Узимајући у обзир нову оцену фискалног импулса из *Ревидиране Фискалне стратегије за 2024. са пројекцијама за 2025. и 2026. годину*, процењујемо да ће ефекат ових додатних мера на страни расхода, које ће се

Графикон О.3.1. Производни јаз, фискални дефицит и фискални импулс (у %)



Извор: прерачун НБС.

Графикон О.3.2. Учешће фискалног импулса у производном јазу (у п.п.)



Извор: прерачун НБС.
Напомена: процена за Т4 2023.

² Sales, M. (2010). „Bayesian Estimation of a Simple Macroeconomic Model for a Small Open and Partially Dollarized Economy”. Central Bank of Peru Working Paper 2010–007; Karel Musil, Mikhail Pranovich and Jan Vlcek (2018). „Structural Quarterly Projections Model for Belarus”, IMF Working Papers, WP/18/254.

реализовати током Т4, на инфлацију ове године износити око 0,1 п.п. Када је реч о наредној години, повећање плата у делу јавног сектора и пензија од 5,5% из ове године повећава основицу на коју се примењује планирани раст плата (10%) и пензија (14,8%) у 2024, али су истовремено *Ревидираном Фискалном стратегијом за 2024. са пројекцијама за 2025. и 2026. годину* пројектовани већи приходи, тако да по овом основу неће бити додатних ефеката на инфлацију. Повећања плата у делу јавног сектора и пензија, која су била најављена још у јуну, већ су укључена у нашу августовску пројекцију инфлације, док додатан ефекат потиче само по основу једнократних давања пензионерима од 20.000 динара. У августу нисмо рачунали ни на повећање акциза у октобру, чији се директан укупни ефекат на инфлацију процењује на око 0,3 п.п. Реч је о једнократном ефекту на инфлацију, али он због начина обрачуна остаје у м.г. инфлацији у наредној години дана. Другим речима, ефекат фискалних давања и повећања акциза на инфлацију није велики, при чему фискална давања доводе до тога да је дезинфлаторно деловање тражње на инфлацију нешто мање у Т4 ове године него што смо претпоставили у претходној пројекцији. У току 2024. оцењени фискални импулс требало би да има благо негативан утицај на инфлацију тако да не нарушава опадајућу путању пројектоване инфлације и њено враћање у границе циља средином 2024. године.

Нето екстерна тражња

Посматрано на мг. нивоу, нето извоз и даље позитивно доприноси расту БДП-а (2,7 п.п. у Т3). Према нашој процени, реални извоз је, упркос успоравању, повећан и у Т3 (1,2% мг.), док је реални увоз, треће тромесечје заредом, смањен (–2,4% мг.).

Робни извоз изражен у еврима смањен је у Т3 за 1,1% мг. Пад је последица смањења извоза пољопривредних и рударских производа (за 28,5% и 19,0% мг. у Т3), док извоз прерађивачке индустрије наставља да расте, иако успореним темпом (1,8% мг. у Т3, при чему је повећање забележено код 14 од 23 гране).¹⁰

Посматрано на мг. нивоу, највећи позитиван допринос расту извоза прерађивачке индустрије у Т3 потекао је од аутомобилске индустрије (и повезаних грана), а следи их извоз металних производа и основних метала. С друге стране, смањен је извоз хемијске индустрије, производа од гуме и пластике, као и прехранбене индустрије.

Истовремено, **робни увоз** изражен у еврима у Т3 забележио је израженији мг. пад, од 8,6%, што је резултат и нижих увозних цена. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), на пад увоза највише је утицао мањи увоз средстава за репродукцију (–15,1%), што је категорија у оквиру које се региструје увоз енергената. У поређењу са истим периодом претходне године, увоз енергената је нижи за 541 млн евра. Смањен је и увоз средстава за рад (–16,5%), док је увоз потрошне робе био нешто виши него у истом периоду претходне године (3,3% мг.), али се тај раст успорава у односу на претходна тромесечја.

Позитивни трендови у **размени услуга** са иностранством задржани су и у Т3, с обзиром на то да је остварен суфицит од 538,2 млн евра. Ипак, треба имати у виду да је у Т3, први пут од Т2 2022. године, увоз растао брже од извоза услуга, посматрано на мг. нивоу. Расту извоза услуга највише су доприносиле ИКТ и пословне услуге. С друге стране, расту увоза највише су доприносиле туристичке и пословне услуге.

Наставак раста извоза и мањи увоз енергената одразили су се на повећање покривености робног увоза извозом током Т3, која је у септембру¹¹ износила 81,1%, а по укључењу услуга 91,9%, што је за 6,9 п.п. и 7,6 п.п., респективно, више него крајем 2022. године.

¹⁰ Видети Осврт 4, стр 40.

¹¹ Мерено 12-месечним покретним просеком.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: процена НБС за Т3 2023.

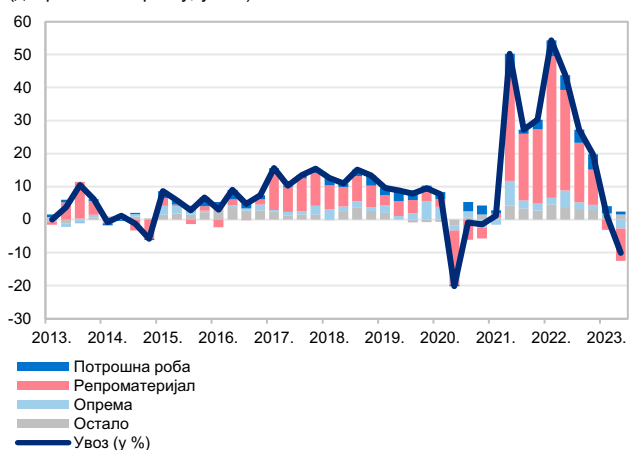
Графикон IV.3.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије
(тримесечни покретни просек дсз.)



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

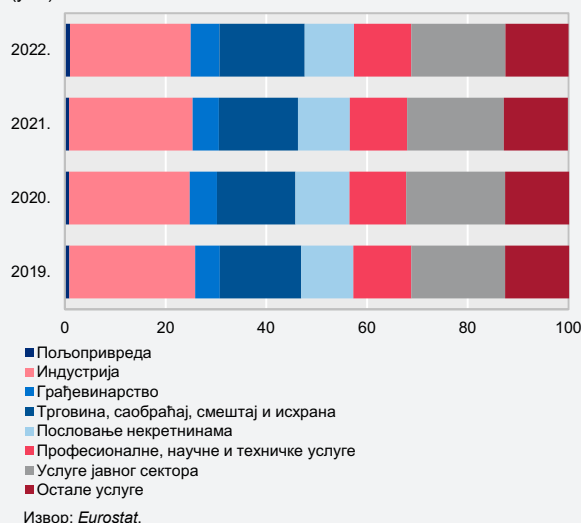
Осврт 4: Кретања у прерађивачкој индустрији Немачке и утицај на производњу и извоз прерађивачке индустрије Србије

Немачка је препознатљива по снажном сектору индустрије, пре свега прерађивачке, која је током деценија била покретач привредног развоја највеће европске економије, као и целокупне зоне евра. О томе сведочи и знатан удео бруто додате вредности индустријског сектора Немачке у БДП-у, који се у току протекле деценије (2013–2022) кретао око 23%, односно око 20% само прерађивачке индустрије. Премда је тај удео био нешто нижи у претходне три године, које је обележила вишеструка светска криза, а чији су негативни ефекти нарочито погодили производни сектор, релативни значај индустрије (посебно прерађивачке) у структури немачке привреде и даље је већи него других делатности.

Прерађивачка индустрија у Немачкој већ у преткризној 2019. години суочила се са одређеним потешкоћама и после пет година раста забележила је пад обима активности од 3,1%. Тај пад је био првенствено последица проблема у аутомобилској индустрији, што се може довести у везу с тадашњим структурним променама (строжа регулација издувних гасова и преоријентација на електрична возила), али и неповољним међународним околностима (мањи извоз у Велику Британију због Брежита и ескалација трговинских тензија између САД и Кине). У 2020, обележеној пандемијом вируса корона, привреда Немачке је после десет година узастопног раста забележила пад реалног БДП-а, при чему је активност прерађивачке индустрије смањена за 8,9% (а производња моторних возила за чак 18,8%). По основу делимичног опоравка тражње и ефекта ниске базе, активност прерађивачке индустрије у 2021. повећана је за 4,8%, али је ипак остала испод преткризног нивоа услед насталих уских грла у глобалном снабдевању инпутима и интермедијарним производима, па су произвођачи моторних возила због недостатка полупроводника били приморани да додатно смање производњу. Рекордан пораст цена гаса и електричне енергије по ескалацији енергетске кризе и украјинске кризе, заједно с повећаним производним трошковима предузећа због постојане инфлације, утицали су на то да прерађивачка индустрија у Немачкој, упркос постепеном отклањању застоја у производним ланцима, у 2022. исказе благи пад (од 0,3%).

Слабија куповна моћ у условима постојане инфлације, умањена екстерна тражња, успоравање раста кинеске привреде и подизање каматних стопа ЕЦБ-а негативно делују на производни сектор Немачке. Слабије перформансе прерађивачке индустрије у досадашњем делу 2023. у великој мери су последица и

Графикон О.4.1. Структура бруто додате вредности по делатностима у Немачкој (у %)



Графикон О.4.2. Кретање производне активности у Немачкој (месечни подаци, мг., стопе, у %)

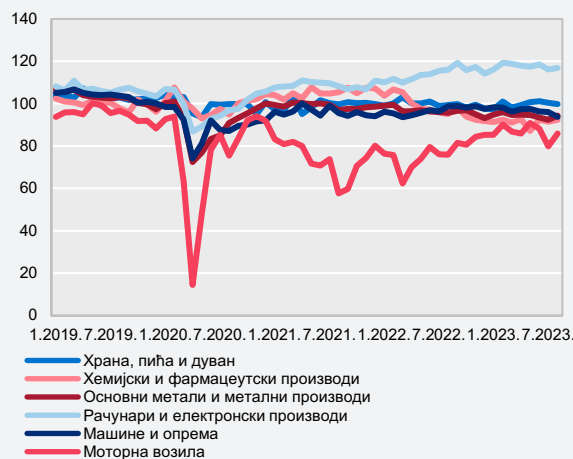


континуираног смањења обима нових поруџбина (које је присутно од марта 2022, а које су у осам месеци 2023. забележиле мг. пад од 6,7% на домаћем тржишту, односно 7,0% на иностраним тржиштима). С тим у вези, активност прерађивачке индустрије је у периоду јануар–август 2023. скромно повећана, за 0,6% мг., и то захваљујући релативно добром почетку године, с обзиром на то да су изгледи за бржи опоравак немачке производње неизвесни ако се посматрају кретања у претходних неколико месеци. Након месечног пада у јуну и јулу (0,9% дсз. и 1,5% дсз., респективно), прелиминарни подаци за август упућују на нешто повољнија кретања у прерађивачкој индустрији, на шта указује раст обима производње од 0,5% дсз., при чему је повећање забележено у 12 области (за разлику од јула, када је раст остварен код само седам области). Ако се има у виду значај аутомобилске индустрије за немачку привреду, охрабрује податак о месечном расту обима производње у августу од 7,6% дсз. (након два месеца узастопног смањења). Такође, у августу се благо опоравила производња металних производа и основних метала, као и електричне опреме и рачунара. Поред тога, очувана је солидна активност у производњи хране, хемијских и текстилних производа. С друге стране, пад активности је додатно продубљен у производњи машина и опрема и грађевинског материјала, а током летњих месеци активност је смањена и у производњи пића и дуванских производа, одеће и обуће, као и у областима прераде дрвета и папира.

Пошто је Немачка један од наших најважнијих економских и спољнотрговинских партнера, слабија остварења немачког производног сектора од 2019. до 2022. године свакако су имала одређеног утицаја и на нашу прерађивачку индустрију, чија је активност у посматраном периоду такође успорила, али ни у једној години није исказала пад. Прерађивачка индустрија у Србији од јануара до септембра забележила је благи пад обима производње од 0,1% мг., који је највећим делом последица мање производње металних производа (осим машина), затим кокса и деривата нафте, папира, као и производа хемијске индустрије. С друге стране, захваљујући знатним улагањима у постојеће производне капацитете и њихово проширење, првенствено у аутомобилској индустрији, ове области наше прерађивачке активности успевају да одрже стабилне и релативно високе стопе раста и у овом турбулентном периоду. Производња моторних возила и приколица у девет месеци 2023. на мг. нивоу већа је за 14,2%, производња машина и опреме за 11,7%, а електричне опреме и рачунара и електронских производа за 3,2% и 52,4%, респективно. Реч је о областима прерађивачке индустрије које је карактерисао пораст обима производње и у претходне две године.

Графикон О.4.3. Кретање производне активности у изабраним областима прерађивачке индустрије у Немачкој

(индекси 2015 = 100, дсз. подаци)



Извор: Destatis и Бундесбанка.

Табела О.4.1. Извоз прерађивачке индустрије Србије у периоду јануар–септембар 2023. (промена у односу на јануар–септембар 2022, у млн EUR)

	Укупан извоз	Извоз у Немачку
Производња електричне опреме	420	175
Производња моторних возила и приколица	413	200
Производња непоменутих машина и опреме	348	124
Производња металних производа, осим машина	202	11
Производња рачунара, електронских и оптичких производа	87	1
Производња намештаја	70	6
Производња кокса и деривата нафте	-160	-2
Производња хемикалија и хемијских производа	-224	-28
Производња основних метала	-286	-24
Остало	330	3
Укупно	1.201	467

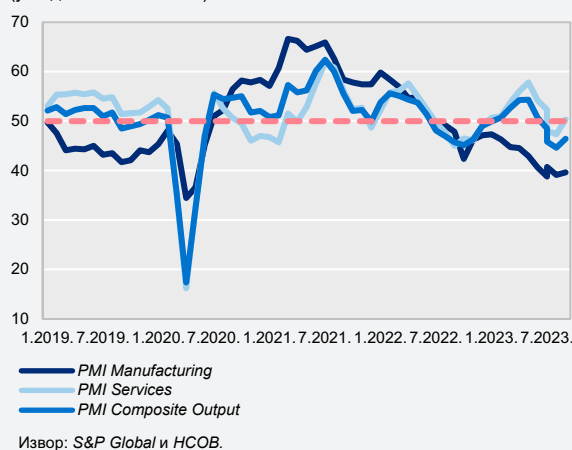
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Снажан домаћи производни сектор битан је и за спољнотрговински биланс наше земље, нарочито због тога што извоз прерађивачке индустрије чини већину укупног робног извоза Србије – више од 85% у претходне три године. **При томе, учешће Немачке у укупном извозу наше прерађивачке индустрије расте из године у годину – са 13% у 2019. на 17% у 2023, што је јасан показатељ важности немачке привредне активности за нашу прерађивачку индустрију и извоз.** За сада, неповољна кретања у прерађивачкој индустрији Немачке нису се у већој мери негативно одразила на наш робни извоз, код којег се и даље бележе релативно високе стопе раста мг. посматрано. Раст извоза прерађивачке индустрије изражен у еврима у периоду јануар–септембар 2023. износио је 7,0% мг., док је извоз прерађивачке индустрије у Немачку повећан за чак 17,5%. Највећи део раста извоза прерађивачке индустрије у 2023. години (већи за 1,2 млрд евра у односу на исти период претходне године) дугује се повећаном извозу електричне опреме (за 420 млн евра), моторних возила и приколица (за 413 млн евра), као и машина и опреме (за 348 млн евра), и то управо захваљујући континуираном расту инвестиција у наведене области, на шта указује висок прилив СДИ у ове гране, и расту извозних капацитета по том основу. Раст извоза ових области само у Немачку чини између 36% и 48% раста извоза у све земље заједно посматрано.

Међутим, треба имати у виду да је евидентно одређено успоравање раста и укупног извоза Србије и извоза у Немачку у протекла три месеца, што се може повезати и с нижом екстерном тражњом и слабљењем немачке производње. На то указује и **водећи индекс производне активности за Немачку (Manufacturing PMI)**, који је и током Т3 и на почетку Т4 наставио да бележи вредности испод 50 поена, тј. да се креће у области која сугерише контракцију, што је пре свега последица даљег пада нових поруџбина. Битно је нагласити да смо успоравање раста нашег извоза у П2 очекивали у августовском Извештају о инфлацији, управо имајући у виду да су изгледи привредног раста Немачке кориговани наниже. С друге стране, активност у прерађивачкој индустрији опоравила се током Т3, с обзиром на то да је у августу и септембру, дсз. посматрано, остварен раст од 1,9% и 0,8%, респективно, при чему је раст обима производње забележен код укупно 11 односно 14 сектора (за разлику од јула, када је производња повећана у само шест сектора).

Од брзине економског опоравка Немачке, као нашег појединачно посматрано најважнијег економског партнера, у значајној мери зависе и изгледи раста наше привреде у наредном периоду. Позитивно је то што се у наредној години прогнозира постепени опоравак привреде Немачке – ММФ пројектује раст од 0,8%, заједничка пројекција четири немачка и једног аустријског института износи 1,3%, а *Consensus Economics* предвиђа раст од 0,5% у 2024, наспрам пада од 0,4% у 2023. години. То би свакако требало да допринесе расту активности наше прерађивачке индустрије и робног извоза, што смо и уважили у новој пројекцији БДП-а за 2024. годину.

Графикон О.4.4. Вodeћи индекси економске активности за Немачку (у индексним поенима)



4. Економска активност

Економска активност је убрзала током Т3 на 3,5% м.г. (са 1,7% м.г. у Т2) вођена опоравком у сектору грађевинарства и прерађивачке индустрије. Истовремено, и остали сектори су позитивно допринели расту економске активности у Т3, уз, такође, убрзан м.г. раст у поређењу с Т2.

Посматрано на тромесечном нивоу, према нашим проценама, економска активност је повећана за 0,8% дсз., што је изнад наших очекивања из претходног извештаја, а водили су је грађевинарство и услуге.

Услужни сектори, који су, према нашој процени, збирно посматрано, остварили раст од 2,1% м.г. у Т3, допринели су расту економске активности са 1,1 п.п. На то указују пре свега подаци из области туризма, јер је током Т3 порастао број долазака туриста за 5,7% м.г. и то нарочито страних туриста (17,2% м.г.). Истовремено, реални промет у угоститељству повећан је у јулу за 18,6% м.г. С друге стране, реални промет у трговини на мало у Т3 смањен је за 2,0% м.г., мада је, дсз. посматрано, повећан за 2,7% у односу на Т2.

Раст **индустријске производње** вођен је опоравком у електроенергетском и прерађивачком сектору и, према нашој процени, у Т3 износио је 3,5% м.г. Након проблема крајем 2021. и почетком 2022, који су условили смањење производње угља и последично струје, у 2023. стабилизација електроенергетског система (делом остварена и повећањем увоза угља) резултирала је растом производње струје у Т3 од 11,0% м.г., уз допринос расту обима индустријске производње од 1,5 п.п. Уз то, за разлику од Т2, повећан је и обим производње у сектору рударства услед веће експлоатације руда метала (за 5,8% м.г.), што је, уз раст активности у прерађивачкој индустрији, утицало на то да раст обима укупне индустријске производње у Т3 износи 3,8% м.г.

Насупрот паду у П1 (1,2% м.г.), прерађивачка индустрија је у Т3 повећала обим производње за 2,0% м.г. првенствено као резултат раста производње рачунара, електронских и оптичких производа и производње прехранбене индустрије (готово у потпуности због њеног снажног опоравка у септембру када је забележила раст за 13,7% м.г.). У Т3 је повећана и производња основних метала (40,6% м.г.), чему је допринела и ниска база с обзиром на то да је у јулу прошле године била угашена једна висока пећ у Смедереву, а чији се пун ефекат испољио од августа.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

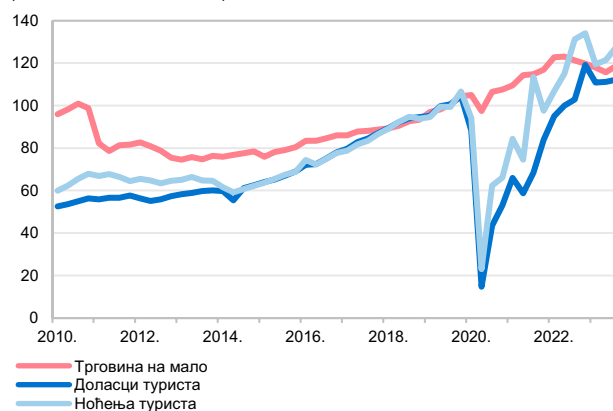
	2022.		2023.		
	Т3	Т4	Т1	Т2	Т3*
БДП (у %, м.г.)	1,0	0,5	0,9	1,7	3,5
Пољопривреда	-0,6	-0,5	0,4	0,4	0,7
Индустрија	-0,1	0,3	0,5	0,2	0,7
Грађевинарство	-0,7	-0,9	-0,1	0,7	0,9
Услуге	1,9	1,3	0,2	0,6	1,0
Нето порези	0,4	0,2	-0,2	-0,2	0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

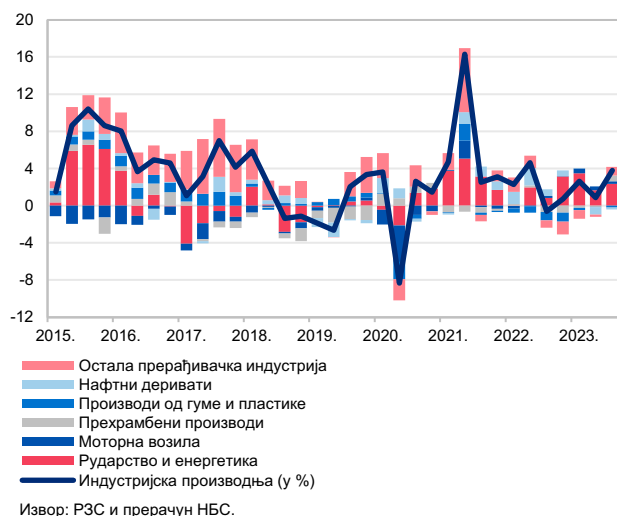
Графикон IV.4.2. Показатељи активности сектора услуга

(дсз. подаци, 2019 = 100)

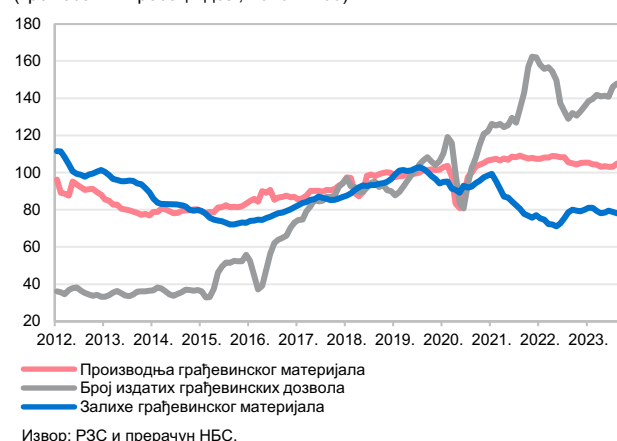


Извор: РЗС и прерачун НБС.

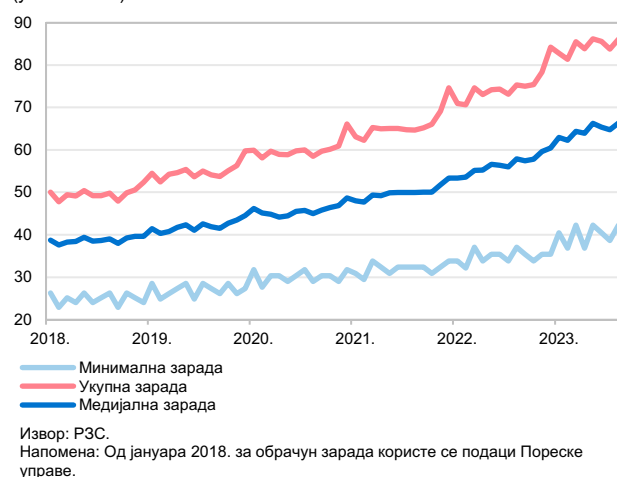
Графикон IV.4.3. Доприноси м.г. стопи раста индустрије (у п.п.)



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



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



Значајније је порасла и производња фармацеутских производа, хемијских производа, као и производња моторних возила и приколица.

Према процени Народне банке Србије, у **грађевинарству** је у Т3 остварен раст активности од око 17% м.г. У прилог томе говори раст вредности изведених радова од 15,8% м.г. и производње грађевинског материјала од 3,6% м.г. Поред тога, број издатих грађевинских дозвола у јулу порастао је за 14,2% м.г. С друге стране, смањен је увоз грађевинског материјала у Т3 за 1,6% м.г.

Потребно је истаћи да прелиминарна процена РЗС-а о расту производње најважнијих пољопривредних култура указују на овогодишњу бољу пољопривредну сезону од просечне, што би, према нашој оцени, требало да резултира двоцифреним растом **пољопривредне производње** у односу на претходну годину (око 11%), када је због неповољних временских услова остварена исподпросечна активност у пољопривреди.

Процена Народне банке Србије је да су нето порези у Т3 благо порасли, за 1,2% м.г., што доприноси расту БДП-а са 0,2 п.п.

Према нашој процени, на тримесечном нивоу, благо је успорен раст економске активности, са 1,4% дсз. у Т2 на 0,8% у Т3. Тај раст воде грађевинарство и услужни сектори, а благ позитиван допринос дају и пољопривреда и индустрија.

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

Просечна номинална нето зарада у јулу и августу износила је **84.947 динара** (725 евра), успоривши м.г. раст на 14,5% (са 15,4% у Т2), који је, као и у претходном периоду, био вођен бржим растом просечних зарада у **приватном сектору** (15,2%) него у **јавном сектору** (12,9%). Тиме је смањен јаз у просечним зарадама између јавног и приватног сектора на 1,05 у осам месеци ове године (са 1,09 у осам месеци претходне године). Медијална нето

зарада у јулу и августу износила је 65.568 динара, забележивши м.г. раст од 15,1%. **Влада РС је у септембру донела одлуку о повећању минималне цене рада, са 230 динара по часу на 271 динар по часу** (почев од 1. јануара 2024. године), чиме ће минимална нето зарада у наредној години износити око 47 хиљада динара, што чини око 90% тренутне минималне потрошачке корпе.

У јулу и августу **настављен је м.г. раст просечних зарада у свим привредним делатностима**, при чему двоцифрен раст није остварен само у областима енергетике и финансијских услуга, које су оствариле раст од по 9,3%. Најизраженији м.г. раст остварен је у трговини (15,8%) и административним и помоћним услугама (15,6%), док је у областима информисања и комуникација¹² м.г. раст успорио на 10,7% (са 16,4% у Т2). Када су у питању делатности које припадају претежно јавном сектору, поред државне управе, зараде су оствариле високе м.г. стопе раста и у здравству и образовању, од по 11,1%.

Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 16,8% м.г. у јулу и августу по основу даљег повећања просечних зарада и формалне запослености.

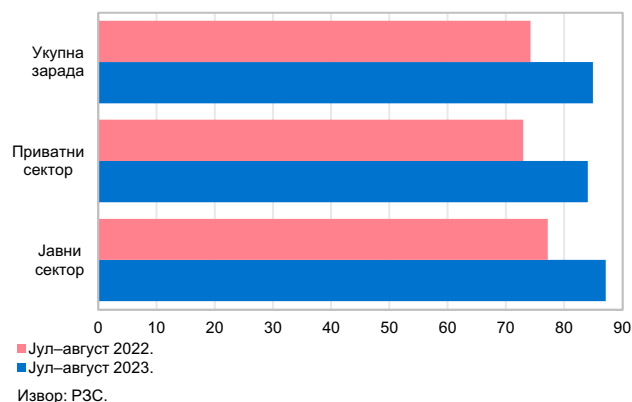
Продуктивност укупне економије, према прелиминарној процени, остварила је м.г. раст од 1,2%, након пада од 0,9% у Т2, услед бржег раста економске активности од запослености.

Запосленост

Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** успорио је м.г. раст са 2,6% у Т2 на 2,2% у Т3 и у септембру је достигао нови рекордан ниво од 2,37 млн лица, што је за око 53 хиљаде запослених више него годину дана раније. Остварени м.г. раст формалне запослености у Т3 опредељен је запошљавањем код правних лица и предузетника, док је број регистрованих индивидуалних пољопривредника наставио да се смањује.

Формална запосленост у приватном сектору у Т3 достигла је нови рекордан ниво од 1,76 млн лица, при чему је у септембру запосленост била већа за око 56 хиљада лица него годину дана раније. Највећи број новозапослених регистрован је у стручним, научним,

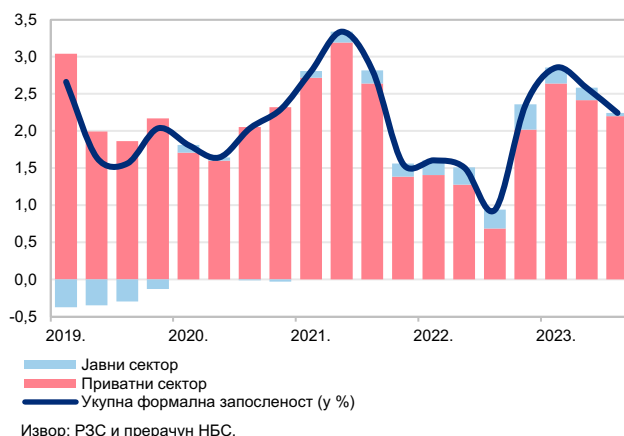
Графикон IV.5.2. **Просечна номинална нето зарада** (у хиљ. RSD)



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



Графикон IV.5.4. **Структура м.г. раста укупне формалне запослености** (у п.п., просек тромесечја)



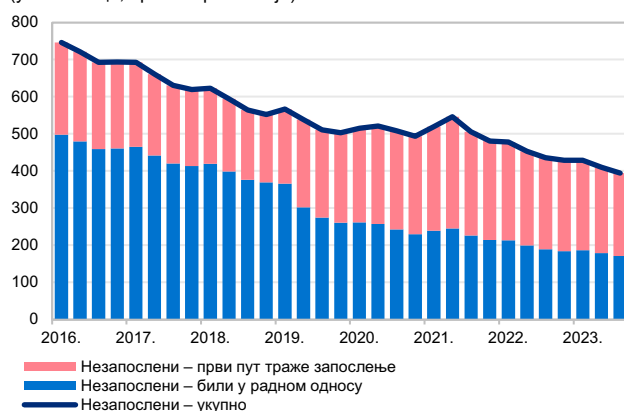
¹² По искључењу зараде у ИКТ сектору из статистичког обухвата, м.г. стопа раста укупне номиналне нето зараде у периоду јул-август износила би 14,1% (према прерачуна Народне банке Србије).

иновационим и техничким услугама (за око 17 хиљада лица), за којима следе ИКТ услуге (готово 12 хиљада лица) и прерађивачка индустрија (око 9 хиљада лица). У исто време, број запослених је повећан и у осталим делатностима које претежно припадају приватном сектору, изузев у области административних и помоћних услуга и пољопривреди, где је број запослених смањен збирно за око 6 хиљада лица. На нижи **број формално запослених у јавном сектору** у септембру него пре годину дана одразила се висока база из претходне године због потреба пописа, док је број запослених повећан у здравству за око 5 хиљада и у образовању за око 2 хиљаде лица.

Број регистрованих незапослених је, према евиденцији Националне службе за запошљавање, у септембру м.г. смањен за око 37 хиљада, на нови најнижи ниво од 391.040 лица, при чему је тај пад незапослености био широко распрострањен по групама занимања.

Према доступним резултатима из **Анкете о радној снази**, који обухватају и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т2 2023. износила је 72%, док је стопа активности (старији од 15 година) износила 55,8%. Стопа запослености је у Т2 2023. м.г. повећана за 0,4 п.п., на 50,4%, док је у исто време стопа незапослености повећана за 0,7 п.п., на 9,6%.

Графикон IV.5.5. **Кретање регистроване незапослености**
(у хиљ. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

V. Пројекција

Изгледи раста домаће привреде за ову годину повољнији су него пре три месеца и, према нашој новој пројекцији, реални раст БДП-а износиће око 2,5%. Раст ће бити вођен нето извозом, као резултат реалног раста извоза и пада увоза робе и услуга у досадашњем току године, а затим фиксним инвестицијама, захваљујући повећаној профитабилности привреде, високим приливима по основу СДИ, као и инвестицијама државе у саобраћајну инфраструктуру. Позитиван допринос очекујемо и од личне потрошње, као резултат очекиваног опоравка у Т4. С претпоставком смањења глобалних инфлаторних притисака и опоравком зоне евра, као и услед очекиваног убрзања реализације планираних инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, у 2024. очекујемо убрзање раста БДП-а на 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Према нашој новој пројекцији, након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, мг. инфлација ће се у границе циља највероватније вратити средином наредне године, а затим ће наставити да успорава, приближавајући се централној вредности циља крајем 2024. године. Таквом кретању инфлације највише ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака, успоравање увозне инфлације и нижа тражња у условима споријег глобалног привредног раста.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења, а пре свега од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и примарних производа. Након избијања сукоба на Блиском истоку, ризици по основу геополитичких тензија израженији су него у претходном извештају, док су по основу брзине смањења базне инфлације и степена заоштравања монетарних политика водећих централних банака ризици сада мањи. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције односе се на висину прилива по основу СДИ, исход пољопривредне сезоне у наредној години, темпо улагања у инфраструктуру и сектор енергетике, а делом и на брзину опоравка производње угља.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Упркос последицама пандемије и енергетске кризе, које су изазвале поремећаје на светском тржишту хране и енергената, а који су појачани конфликтом у Украјини, као и заоштравању глобалних монетарних услова ради обарања високе инфлације, светска привреда се у претходном периоду показала отпорнијом од првобитних очекивања. Ипак, глобални привредни опоравак остао је спор и неуравнотежен. ММФ је у октобру пројектовао успоравање глобалног привредног раста са 3,5% у 2022. на 3,0% у 2023, што је непромењено у односу на јул, и на 2,9% у 2024, што је за 0,1 п.п. ниже од јулске пројекције и испод претпандемијског просека (3,8% у периоду 2000–2019). Пројектовано успоравање привредног раста израженије је у развијеним земљама – са 2,6% у 2022. на 1,5% у 2023. и 1,4% у 2024, него у земљама у успону и развоју – са

Табела V.0.1. Најважније претпоставке пројекције

	2023.		2024.		2025.
	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.	Нов.
Екстерне претпоставке					
Извештаја о инфлацији					
Раст БДП-а у зони евра	0,5%	0,7%	0,9%	1,0%	1,5%
Инфлација у зони евра (просек)	5,4%	5,6%	2,4%	2,6%	2,1%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	3,9%	4,0%	3,2%	3,1%	2,8%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-18,0%	-26,3%	0,0%	4,2%	-1,0%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	81	88	77	84	84
Интерне претпоставке					
Регулисане цене (дец. на дец.)	11,5%	11,1%	7,0%	5,2%	6,5%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

Табела V.0.2. Прогнозе реалног раста БДП-а за 2023. и 2024.

(у %)

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

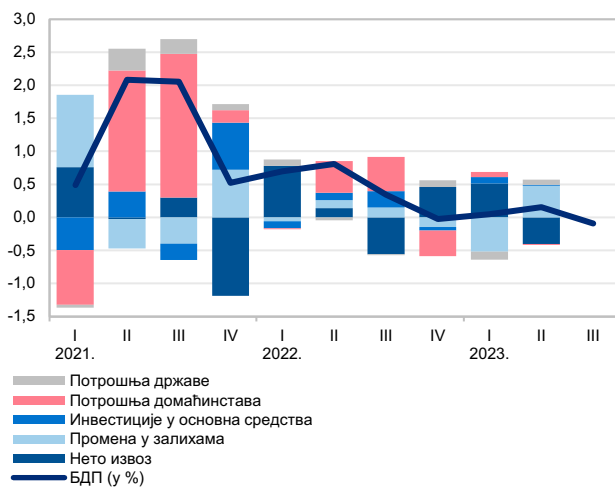
Извор: ММФ WEO Update (јул 2023) и ММФ WEO (октобар 2023).

4,1% у 2022. на 4,0% у 2023. и 2024. Привредни раст је неуједначен по земљама и регионима, бржи од очекиваног у САД, а спорији у Кини услед проблема у сектору некретнина, као и у зони евра, која је највише била погођена ефектима енергетске кризе прошле године.

Ризици ММФ-ове октобарске пројекције глобалног привредног раста мањи су него пре шест месеци, али су **и даље асиметрични наниже**. Кључни ризици наниже односе се на потенцијално погоршање кризе у кинеском грађевинском сектору, што се негативно одражава и на кинеску и на глобалну економију; висок ниво задужености појединих земаља услед пораста каматних стопа; повишена краткорочна инфлациона очекивања која се налазе изнад граница циља. Поред тога, интензивирање геополитичких тензија и климатских промена може утицати на поновни раст светских цена примарних производа, а тиме и раст глобалне инфлације, што би захтевало додатно заоштравање монетарних политика. С друге стране, као ризике навише ММФ је навео брже успоравање глобалне инфлације и интензивнији опоравак домаће тражње.

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

(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

Привреда зоне евра је у Т2 остварила благи раст од 0,2% дсз., захваљујући опоравку државне потрошње и залиха. Према оцени ЕЦБ-а, на слабију економску активност одражавају се мањи извоз земаља зоне евра услед апрецијације евра и пооштрени финансијски и кредитни услови, као и ниже инвестиције у производном сектору и сектору некретнина. Поред тога, услужни сектор, који се показао отпорним у претходном периоду, такође показује знаке успоравања активности. Код наших главних трговинских партнера унутар зоне евра евидентирана су дивергентна економска кретања у Т2 – у **Немачкој** је БДП благо повећан за 0,1% дсз., а у **Италији** је смањен за 0,4% дсз. Водећи показатељи економске активности у зони евра, *PMI* и *ESI*, и током Т3 наставили су да се крећу у области која сугерише контракцију, највише због даљег пада активности у производном сектору, који се дугује константном паду нових поруџбина. Према прелиминарним подацима Eurostat-а, привреда зоне евра у целини посматрано, као и Немачке, у Т3 је исказала благи пад од 0,1% дсз.

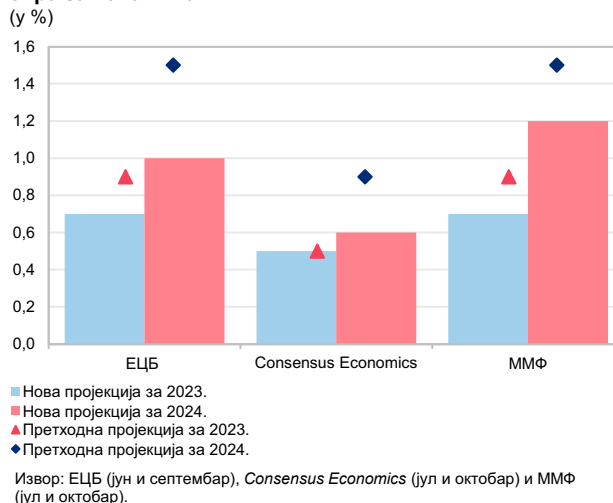
Имајући у виду погоршане краткорочне економске показатеље, строже услове финансирања, као и јачање евра према долару, **ЕЦБ је у септембру** снизила јунску пројекцију привредног раста зоне евра

у 2023. години – за 0,2 п.п., на 0,7%, док је за 2024. пројекција снижена за 0,5 п.п., на 1,0%, због слабијег ефекта пренетих тенденција из 2023. (ове пројекције смо користили у нашим претпоставкама). **ЕЦБ је оценила да су ризици основне пројекције из септембра асиметрични наниже** – пројектовани раст БДП-а зоне евра може бити и нижи ако ефекти монетарног заоштравања ЕЦБ-а буду снажнији од очекиваних или ако светска привреда додатно успори због споријег раста Кине. С друге стране, раст БДП-а може премашити пројекцију ако се повећа поверење приватног сектора по основу смањења неизвесности, пораста реалних доходака и очуваног тржишта рада, с обзиром на то да је стопа незапослености у зони евра још увек на рекордно ниским нивоима (6,5% у септембру). Ипак, раст броја запослених у зони евра постепено успорава, и то не само у производном већ и у услужном сектору, који је од средине прошле године био кључни генератор нових радних места.

Аналитичари *Consensus Economics*-а у октобру су задржали јулску пројекцију раста привреде зоне евра за 2023. (на 0,5%), која је за сада избегла техничку рецесију. Пројекција раста БДП-а за 2024. снижена је за 0,3 п.п., на 0,6%, с обзиром на континуирано слабљење економске активности, посебно у прерађивачкој индустрији водећих економија зоне евра. У Немачкој,¹³ Француској, Италији, Холандији и Шпанији бележи се пад тражње за индустријским производима, а нарочито екстерне тражње, на коју се негативно одражавају пооштрени глобални монетарни услови. У Немачкој, која се од краја 2022. суочава с рецесионим притисцима, у октобру је прогнозиран пад БДП-а од 0,4% у 2023. (за 0,1 п.п. нижа пројекција од јулске), док је за Италију прогнозиран раст БДП-а од 0,7% у 2023. (за 0,4 п.п. ниже од јулске пројекције). Пројекције привредног раста за 2024. такође су ревидиране наниже – на 0,5% у Немачкој, односно на 0,6% у Италији.

Као и у Т1, **привреда САД** је и у Т2 остварила раст од 0,5% дсз. (тј. 2,1% на годишњем нивоу), који се дугује већим инвестицијама у основна средства, а у мањој мери и очуваном расту приватне и јавне потрошње. Исти фактори су, према оцени ФЕД-а, допринели солидној економској активности и током Т3. Композитни индекс индустријске активности за САД у септембру се приближио изласку из области контракције захваљујући убрзаној реализацији претходних поруџбина, док су нове поруџбине

Графикон V.0.2. **Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024.**



Графикон V.0.3. **Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у САД** (дсз., тромесечно, у п.п.)



¹³ За више детаља о ефектима прерађивачке индустрије у Немачкој на производни сектор Србије видети Осврт 4, стр. 40.

наставиле да падају. Неравнотежа између понуде и тражње за радном снагом у САД постепено се отклања, јер је стопа незапослености повећана на 3,8% у септембру, праћена скромним растом стопа запослености и партиципације. У исто време, од јула се смањује број новоотворених радних места и одлазака радника, уз спорији раст номиналних зарада. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, привредни раст САД у Т3 знатно је убрзао на 1,2% дсз. (тј. 4,9% на годишњем нивоу). Иако је оцењено да ће раст БДП-а до краја године бити нижи због штрајка радника у аутомобилској индустрији, **ФЕД је у септембру** снажно кориговао навише јунску пројекцију привредног раста БДП-а у 2023. години – за 1,1 п.п., на 2,1%, јер су се потрошња и инвестиције у приватном сектору показале отпорнијим на пооштрене финансијске услове од претходних очекивања. За 2024. пројектована је стопа раста БДП-а од 1,5%.

Графикон V.0.4. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе* (дсз., тромесечно, у п.п.)



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

Табела V.0.3. Пројекције раста реалног БДП-а по земљама региона (у %)

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

Извор: Consensus Economics.

На нивоу **региона средње и југоисточне Европе**, у Т2 регистрован је благи пад БДП-а од 0,2% дсз., који се у целини дугује паду залиха. Привредна динамика је и у Т2 била дивергентна по земљама региона – Пољска је забележила изражен пад БДП-а од 1,4% дсз., који је у Мађарској био знатно нижи (0,2% дсз.), али је регистрован четврто тромесечје заредом. У Т2 је БДП Чешке стагнирао, док је у осталим земљама повећан у распону од 0,5% у Бугарској и Словачкој до 1,7% у Румунији. Водећи економски показатељи указују на слабије перформансе региона током Т3, што аналитичари *Consensus Economics*-а доводе у везу с још увек повишеним трошковима живота упркос опадању инфлације, уз оцену да ће потенцијални привредни опоравак региона бити спор, неуједначен и под утицајем екстерних шокова. Пре свега конфликти у Украјини и на Блиском истоку угрожавају снабдевање енергентима и стварају забринутост код инвеститора и потрошача због поновног раста цена нафте, што би значило задржавање повишених каматних стопа у дужем периоду, а тиме и трошкова задуживања. При томе, слабије прогнозе за економију зоне евра негативно се одражавају на извоз земаља региона, пре свега прерађивачке индустрије.

Према прелиминарним подацима Федералног статистичког завода, **привреда Русије** је, први пут од ескалације украјинске кризе почетком 2022. и увођења санкција западних земаља, у Т2 ове године остварила раст од 4,9% м.г., као резултат опоравка домаће тражње. Банка Русије је у октобру пројектовала раст БДП-а Русије од 2,5% у 2023, а ММФ од 2,2% (за 0,7 п.п. изнад јулске пројекције), с обзиром на значајан

фискални стимуланс и солидан раст инвестиција и потрошње, као и снажно тржиште рада.

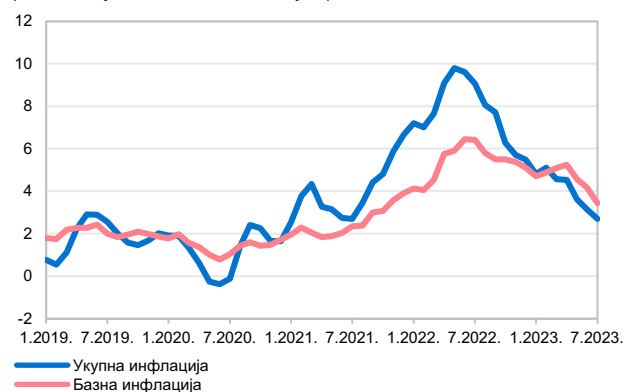
Према прелиминарној процени националног статистичког завода, **привреда Кине** је у Т3 остварила м.г. раст од 4,9% (након 6,3% у Т2), који је био већи од очекиваног и вођен солидном активношћу индустријског сектора и опоравком услужног сектора. Обиман фискални стимуланс одржава економску активност у условима пролонгиране кризе у сектору некретнина и слабије спољнотрговинске размене. Имајући у виду мање инвестиције у грађевинском сектору, који се суочава с нагомиланим дуговима, ММФ је у октобру кориговао наниже јулску пројекцију раста БДП-а Кине за 0,2 п.п., на 5,0% у 2023. години.

Инфлација

Доминантно под утицајем заоштрених монетарних услова и снижених цена енергије у претходном периоду, а у мањој мери и цена хране, **глобална инфлација** је више него преполовљена за годину дана – с рекордног м.г. нивоа од 11,3% у Т2 2022. на 5,3% у Т2 2023. **ММФ је у октобру пројектовао да ће глобална инфлација успорити са 8,7% у 2022. на 6,9% у 2023, а затим на 5,8% у 2024. години.** То је за 0,1 п.п. и 0,6 п.п., респективно, изнад јулских пројекција инфлације за 2023. и 2024, првенствено због више базне инфлације од очекиване. **ММФ пројектује и опадање базне инфлације, али споријим темпом** – са 6,4% у 2022. на 6,3% у 2023, а потом на 5,3% у 2024, услед још увек затегнутих услова на тржиштима рада, постојаних ценовних притисака у сектору услуга, као и релативно високих инфлационих очекивања, посебно краткорочних. При томе, прогнозирано је да се инфлација у већини земаља неће вратити у границе циља пре 2025. године.

Инфлација у зони евра током Т3 наставила је кретање силазном путањом и у септембру је износила 4,3% м.г. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, у октобру је знатно успорила, на 2,9% м.г., услед успоравања раста цена хране и израженог пада цена енергије, код којих се испољио и ефекат високе прошлогодишње базе. **Базна инфлација у зони евра** (мерена хармонизованим ИПЦ-ом по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета) такође је успорила током Т3, на 4,5% м.г. у септембру и додатно на 4,2% м.г. у октобру, што је њен најнижи ниво у претходној години дана. Мерења променом хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој и Италији** знатно је успорена до краја Т3 и додатно у октобру, на 3,0% м.г. и 1,9% м.г., респективно,

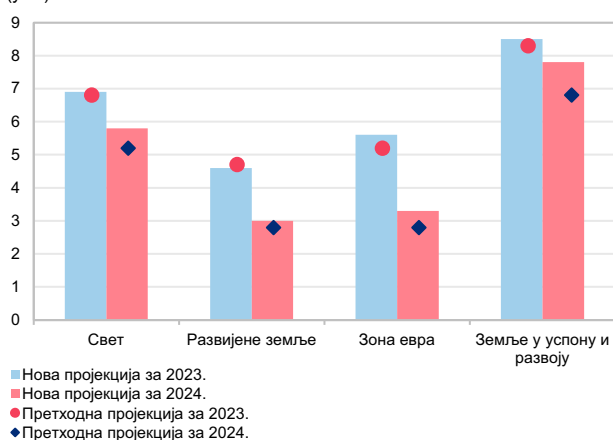
Графикон V.0.5. Кретање укупне и базне инфлације* (дсз., медијана, годишње стопе, у %)



Извор: ММФ WEO (октобар 2023).

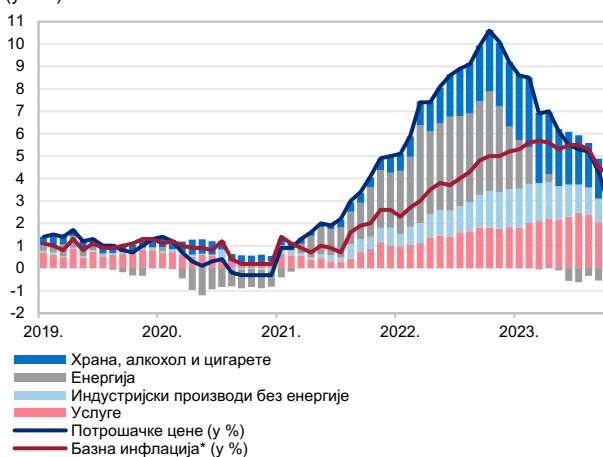
Напомена: Тромесечне медијане укупне и базне инфлације (на годишњем нивоу), за укупно 17 земаља у успону и развоју и 18 развијених земаља, које у збиру чине око 81% светске економије.

Графикон V.0.6. Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2023. и 2024. (у %)



Извор: ММФ WEO (октобар 2023) и ММФ WEO Update (јул 2023).

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

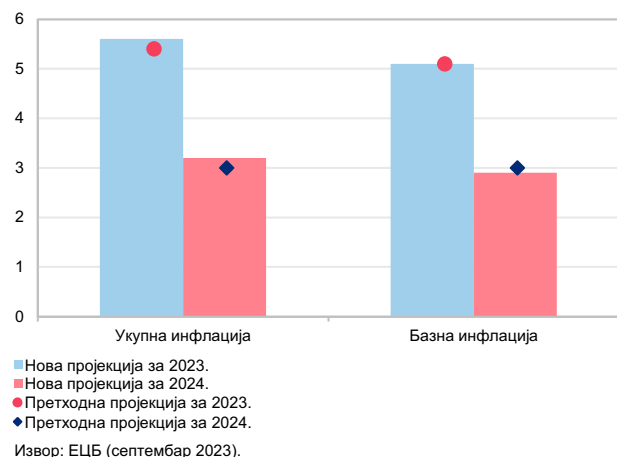


Извор: Eurostat и прерачун НБС.

* Хармонизовани ИПЦ по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета.

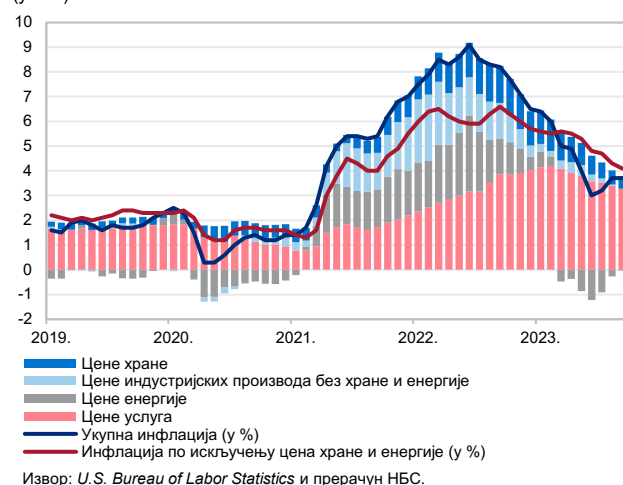
Графикон V.0.8. Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2023. и 2024.

(у %)



Графикон V.0.9. Допринос компонената ИПЦ-а м.г. инфлацији у САД

(у п.п.)



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

првенствено због пада цена енергије услед испољавања базног ефекта.

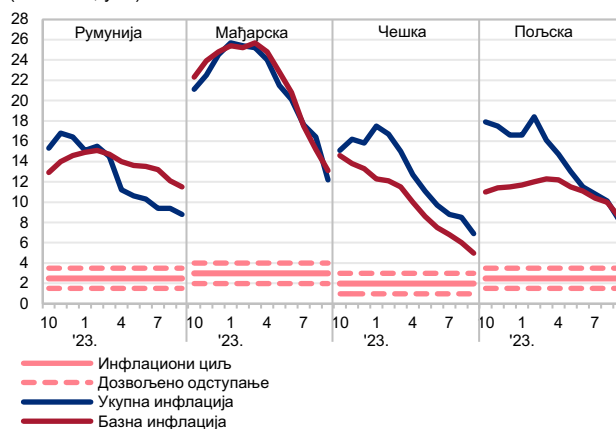
У условима попуштања трошковних притисака и отклањања застоја у снабдевању, као и заоштрене монетарне политике, **ЕЦБ очекује наставак опадајуће путање инфлације у зони евра**, коју је у септембру пројектовала на 5,6% у 2023. и 3,2% у 2024. години, уз враћање на циљани ниво у Т3 2025. године. Ипак, актуелни раст цена енергије, за које се прогнозира да ће остати повишене дуже време, утицао је на то да пројекције инфлације у септембру буду за по 0,2 п.п. више него у јуну. У исто време, пројекција базне инфлације у зони евра за 2023. остала је непромењена на нивоу од 5,1%, док је за 2024. благо ревидирана наниже, за 0,1 п.п., на 2,9%. При томе, ЕЦБ процењује да ће се базна инфлација задржати изнад укупне до почетка 2024, а на њено постепено опадање одражава се ишчезавање ефекта претходних шокова на тржишту енергената и других сировина у производњи, док у супротном смеру делује раст трошкова зарада, који је, иако успорен од средине 2023, и даље изражен због повећања минималних зарада и још увек затегнутих услова на тржишту рада у зони евра.

Након што је у јуну достигла најнижи ниво за годину дана (3,0% м.г.), **укупна инфлација у САД** (мерена променом ИПЦ-а) током Т3 је повећана и у септембру је износила 3,7% м.г., највише због тога што је знатно ублажен м.г. пад цена енергената услед ишчезавања базног ефекта. Ипак, инфлација се задржала испод нивоа које је бележила у највећем делу године, захваљујући даљем успоравању м.г. раста цена хране, као и цена индустријских производа и услуга. С тим у вези, **базна инфлација у САД** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране и енергије) наставила је да се креће опадајућом путањом и у септембру је смањена на 4,1% м.г., чиме се додатно приближила укупној инфлацији. Слична м.г. динамика током Т3 забележена је и код индекса издатака за личну потрошњу – укупно и по искључењу хране и енергије, које **ФЕД** узима као мере укупне и базне инфлације, а за које је у септембру пројектовао раст од 3,3% и 3,7% у 2023, респективно. У наредним годинама прогнозирано је успоравање инфлације, које ће бити подржано ефикаснијим усклађивањем понуде и тражње на тржишту производа и услуга и тржишту рада, при чему се приближавање укупне и базне инфлације циљу од 2,0% не очекује пре 2026. године.

Инфлација у земљама региона средње и југоисточне Европе које су у режиму циљања инфлације наставила је кретање силазном путањом и током ТЗ, највише због успоравања прехранбене инфлације, код које се испољио и ефекат високе базе из истог периода прошле године. Мг. посматрано, инфлација је у **Чешкој** успорила на 6,9% у септембру, у **Пољској** и **Румунији** на 8,2% и 8,8%, респективно, а у **Мађарској** на 12,2%. Изузев Чешке, у осталим земљама региона базна инфлација је у ТЗ била изнад укупне инфлације. Према оцени аналитичара *Consensus Economics*-а, иако се очекује даље успоравање мг. инфлације, она би могла остати повишена још неко време, првенствено због изразитог пораста светских цена енергије и отежаног снабдевања након ескалације конфликта на Блиском истоку. На нивоу 2023. *Consensus Economics* је у октобру пројектовао инфлацију од 9,9% за регион југоисточне Европе (за 0,4 п.п. изнад јулске пројекције), односно 12,1% за регион средње Европе (за 0,2 п.п. испод јулске пројекције), док је за 2024. пројектована просечна инфлација од 5,0% и 4,8%, респективно.

У земљама региона Западног Балкана регистрована су дивергентна кретања мг. инфлације током ТЗ. У Албанији и Босни и Херцеговини додатно је успорена, на 4,1% у септембру, а у Северној Македонији на 6,6%. У исто време, мг. инфлација је у Црној Гори повећана на 7,9%, доминантно као последица поскупљења енергената.

Графикон V.0.10. Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са септембром 2023)
(мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Табела V.0.4. Пројекције инфлације по земљама региона (у %)

	Октобар 2023.		Јул 2023.	
	2023.	2024.	2023.	2024.
Пољска	11,7	5,6	12,2	6,1
Чешка	10,8	2,8	10,8	2,9
Мађарска	17,8	5,3	18,1	5,6
Румунија	10,5	5,8	10,1	5,3
Словачка	10,7	4,4	10,8	4,9
Словенија	7,5	3,6	7,0	3,3
Хрватска	8,1	3,8	7,4	3,4
Бугарска	9,8	4,4	9,9	4,2
Албанија	4,4	3,1	4,6	3,1
Босна и Херцеговина	6,4	2,6	7,4	2,8
Северна Македонија	9,2	4,0	8,9	3,6
Црна Гора	8,7	4,9	8,1	4,4

Извор: *Consensus Economics*.

Осврт 5: Изгледи у погледу кретања инфлације у свету и Србији

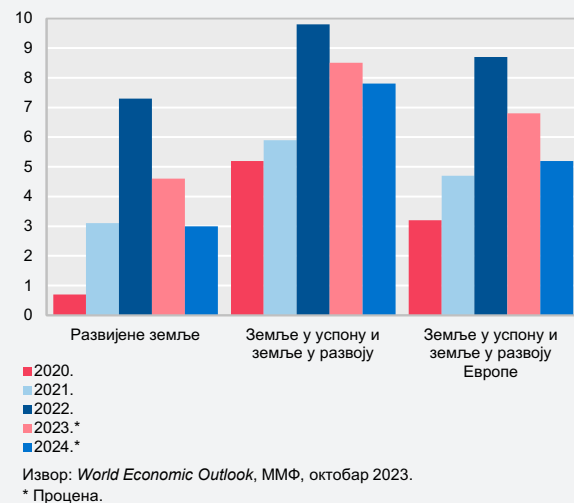
Кључни изазов с којим су суочени креатори економских политика широм света јесте **борба са и даље високом инфлацијом у условима скромног привредног раста**. Да ли су до сада предузете мере заоштравања монетарних политика довољне за одрживи повратак инфлације на циљ и колико је отпоран привредни раст — основна су питања која се намећу централним банкама. Како избећи недовољно монетарно затезање, које ће довести у питање остварење инфлационог циља, али и прекомерно монетарно затезање, које ће непотребно нанети штету економској активности и запослености, а могуће и финансијској стабилности? Доношење оптималних мера монетарне политике никада није лак задатак, а сада је посебно отежано комплексном ситуацијом понуде и тражње након пандемије, геополитичким тензијама и сукобом у Украјини и на Блиском истоку, као и растом цене сирове нафте на светском тржишту.

Иако се смањује, инфлација је још увек релативно висока и изнад циља централних банака у готово свим земљама које циљају инфлацију. Истовремено, постоје и велике разлике у стопама инфлације по земљама: од готово нулте у Кини до преко 50% у Турској и преко 100% у Аргентини. Ипак, већина земаља предвиђа повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. Као доминантан фактор успоравања инфлације наводе се нижи трошковни притисци, успорена домаћа тражња, висока база, као и ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова. Као фактори који и даље подржавају инфлацију у већини земаља наводе се затегнуто тржиште рада и отпорна базна инфлација.

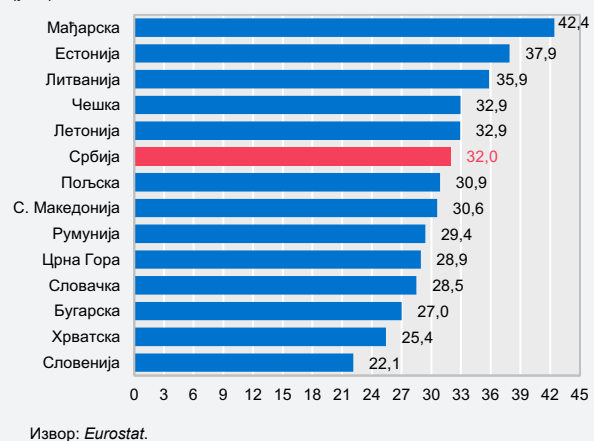
Најповољнија кретања међу земљама региона у погледу инфлације бележе се у Чешкој, где се очекује да се инфлација нађе у границама циља већ почетком 2024. године, а најављена је и могућност смањења референтне каматне стопе током наредне године. Иако је бележила највеће мг. стопе инфлације међу земљама региона (просечна инфлација у овој години требало би да буде у распону 17,6–18,1%), Мађарска очекује повратак у границе циља почетком 2025. године. У Пољској се очекује повратак у границе циља нешто касније, средином 2025. године, док би просечна инфлација у 2023. требало да износи између 11,3% и 11,5%. Након тога, повратак у границе циља у ТЗ 2025. године очекује централна банка Румуније. Када је реч о зони евра, која је наш најважнији економски партнер, иако је инфлација већ дуже време на једноцифреном нивоу, према пројекцији ЕЦБ-а, повратак на циљани ниво од 2% неће се десити пре краја 2025. године.

Инфлација је у Европи почела да расте почетком 2021. године, а у Србији нешто касније — у августу те године, тако да у компаративној анализи има смисла посматрати кумулативну инфлацију у периоду јануар 2021 — септембар 2023, према којој се инфлација у Србији налази негде око просека региона. Од земаља средње и

Графикон О.5.1. Промене потрошачких цена (мг., у %)



Графикон О.5.2. Кумулативна стопа укупне инфлације од почетка 2021. године до септембра 2023. (HICP) (у %)



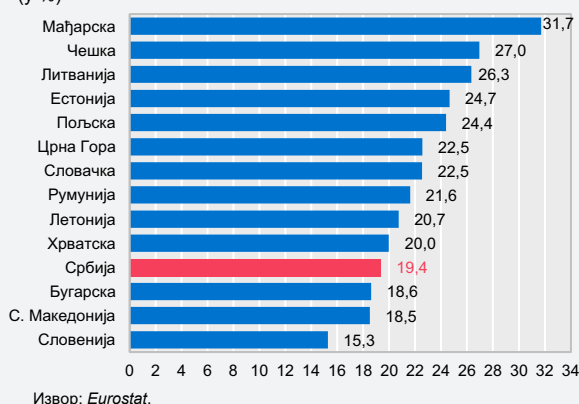
југоисточне Европе и Балтика, пет земаља има већу инфлацију од Србије (међу којима су и Мађарска и Чешка), док осам земаља има нижу инфлацију од Србије. У посматраном периоду, између 60% и 70% м.г. инфлације у Србији константно је последица раста цена хране и енергената, односно долази од фактора са стране понуде, на шта монетарна политика нема велики утицај. Притом, колико цене хране подижу инфлацију зависи не само од раста цена хране већ и од тога колико имају учешће у структури потрошачке корпе, а оно је у Србији релативно високо – око 30%, нарочито у поређењу са зоном евра, где износи 16%.

Када се посматра базна инфлација, тј. инфлација по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета, Србија има четврти најмањи кумулативни раст цена (19,4%) међу 14 посматраних земаља. Значајно већу базну инфлацију од Србије имају земље попут Чешке, Пољске и Мађарске, на шта су се одражавали затегнути услови на тржишту рада и домаћа тражња.

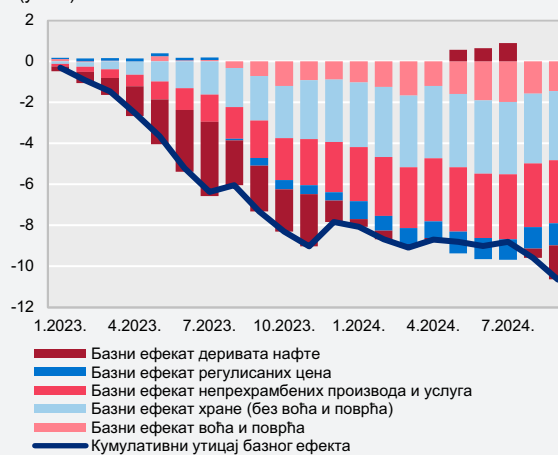
Често су се претходних месеци могле чути оцене појединих аналитичара да м.г. инфлација у Србији опада спорије него у другим европским земљама. Међутим, треба имати у виду да је на такво кретање инфлације у Србији утицала одлука државе да током 2022. не подиже знатније цене енергената за домаћинства и привреду, већ да неопходна повећања распореди у две године, ради заштите животног стандарда грађана. Због тога је у Србији нешто касније достигнут врхунац инфлације него у другим европским земљама, при чему је важно да се нагласи да је врхунац инфлације у Србији остварен на нижем нивоу него у већини посматраних земаља, што значи да је у Србији мањи ефекат високе базе из истог периода прошле године, који такође знатно доприноси тренутном успоравању м.г. инфлације у осталим земљама. Очекујемо да ће м.г. инфлација наставити да се креће опадајућом путањом, тако да би крајем ове године требало да износи око 8%, а да се средином наредне године врати у границе циља. Поред предузетих мера монетарне политике, на такво кретање инфлације утицаће и слабљење глобалних трошковних притисака и излазак поскуплења хране и енергената из П2 2022. године из м.г. обрачуна инфлације.

Када је конкретно реч о утицају базног ефекта у Србији, према нашој процени,¹ он ће, изоловано посматрано, знатно утицати у наредном периоду на смањење инфлације. Кумулативно посматрано, укупан базни ефекат утицаће на пад м.г. инфлације у периоду од септембра ове до септембра наредне године за 4,6 п.п. Посматрано по компонентама инфлације, у наредном периоду најзначајнији ће бити ефекат базе код цена хране и непрехрамбених производа.

Графикон О.5.3. Кумулативна стопа базне инфлације од почетка 2021. године до септембра 2023. (HICP) (у %)



Графикон О.5.4. Кумулативни утицај базног ефекта на м.г. инфлацију у Србији од јануара 2023. (у п.п.)



¹ У нашој процени базног ефекта следили смо методологију ЕЦБ-а, према којој је допринос базног ефекта месечним променама м.г. инфлације израчунат као одступање месечне (недесезониране) стопе инфлације која је остварена пре 12 месеци од процене типичне месечне промене за тај месец. Типична месечна промена је промена која је сезонски уобичајена за тај месец, уз уважавање тренда у кретању инфлације. Више о томе у Извештају о инфлацији – август 2021, Осврт 4, стр. 72.

За Србију, као и за остале земље у свету, **неизвесност у погледу кретања инфлације у међународном окружењу доминантни је извор економске неизвесности током последње две године**. Данас, иако се процес дезинфлације одвија у готово свим земљама, неизвесност повећавају пре свега успоравање привредног раста Кине и раст цене сирове нафте на светском тржишту. Знаци нижег привредног раста Кине изазивају забринутост ако се има у виду њен значај за глобални привредни раст, трговину и финансијска тржишта. Анализе указују на то да неантиципирано једногодишње смањење раста домаће тражње у Кини за 3 п.п. директно смањује глобални раст БДП-а за 0,6 п.п. и потенцијално за преко 1 п.п. у случају да је успоравање у Кини праћено значајним заоштравањем глобалних финансијских услова.²

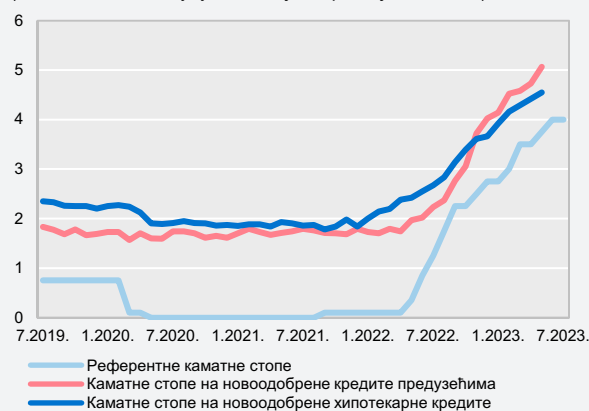
Такође, **недавни раст светске цене нафте и неких врста хране, и јачање долара** могли би вршити притисак на инфлацију у кратком року. Цене енергената и хране имају високе пондере у ИПЦ-у великог броја земаља у успону, па и Србије, и важна су детерминанта инфлационих очекивања становништва. У односу на максимуме достигнуте 2022. године, цене енергената су ниже, али су ризици да може доћи до поремећаја на тим тржиштима и скока цена и даље изузетно високи, што су показала и кретања у претходна три месеца, када су светске цене нафте у кратком року достигле ниво од 95 долара по барелу. Ризици су изражени и када су у питању цене хране.

Ел Нињо,³ који је почео у јуну, вероватно ће негативно утицати на жетву наредне године и увођење извозних ограничења од стране кључних произвођача (пре свега пиринча, чија се светска цена налази на 15-годишњем максимуму), док сукоб у Украјини може изазвати притисак на цене пшенице, кукуруза, јестивих уља и ђубрива.

Ипак, пад светских цена енергената и у нешто мањој мери светских цена хране водили су смањењу глобалне инфлације. Базна инфлација, која искључује цене хране и енергената, такође је смањена, али у мањој мери, одражавајући комбиновани ефекат тражње, на шта указују затегнути услови на тржишту рада у многим земљама и преносни ефекат протеклих шокова, посебно скока цена енергената на трошкове и остале цене. Важан преносни канал јесу краткорочна инфлациона очекивања, која се одражавају на одређивање зарада и цена производа и услуга. **Кључно питање је колико ће брзо зараде расти и да ли ће компаније апсорбовати веће трошкове зарада без даљег повећања цена својих производа и услуга.** У већини земаља номинални раст зарада је изнад стопа које су у складу с циљаном инфлацијом у средњем року. Међутим, инфлација би могла наставити да се смањује и с привремено повећаним зарадама ако виши трошкови рада буду апсорбовани смањењима профита корпорација, јер простор за то постоји с обзиром на знатан раст профита у протекле две године.

Неопходан одговор централних банака на раст инфлације било је заоштравање монетарних услова, што је почело да делује кроз финансијски систем. Задржавање референтне каматне стопе ФЕД-а у септембру и новембру и ЕЦБ-а у октобру означава вероватно приближавање крају циклуса заоштравања њихових монетарних политика. Кредитна активност је већ оштро успорена у зони евра, а чак и ако референтне каматне стопе не буду даље повећаване, ефекти претходних повећања наставиће да се испољавају још неко време. Реалне каматне стопе у развијеним земљама сада су изнад неутралних стопа, што се према ММФ-у⁴ очекује да ће трајати до 2025. Очекује се да би централне банке већ могле полако да почну да ублажавају монетарну политику током 2024. године, како се стопе инфлације буду одрживо враћале на циљ.

Графикон О.5.5. Трошкови задуживања су растући
(на годишњем нивоу, у %, медијана, развијене земље)



Извор: OECD Economic Outlook, Interim Report, септембар 2023.

² OECD Economic Outlook, Interim Report September 2023: Confronting Inflation and Low Growth.

³ Глобални атмосферско-океански феномен који настаје флукуацијом праваца ветрова и температуре воде у тропском делу Тихог океана и који се јавља на сваке 2–7 година.

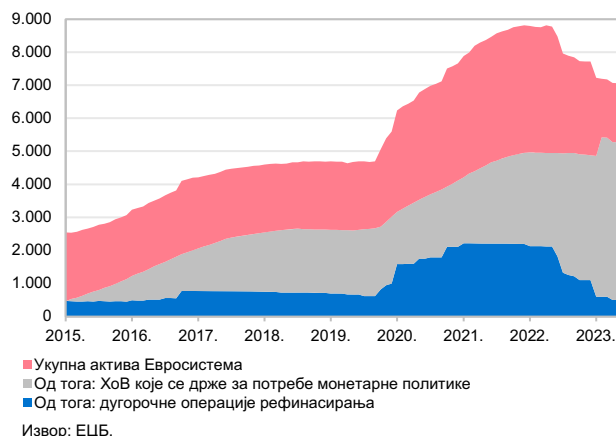
⁴ WEO, ММФ, октобар 2023.

Монетарна политика

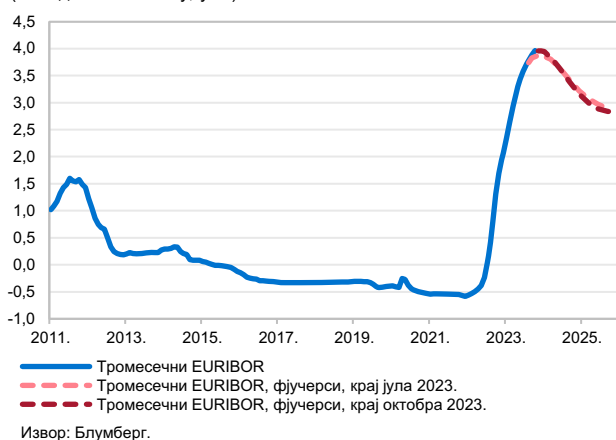
На састанку у септембру ЕЦБ је наставила да повећава основне каматне стопе за 0,25 п.п., тако да је референтна каматна стопа достигла 4,50%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице 4,75% и 4,00%, респективно. Од јула 2022, када је ЕЦБ започела циклус заостравања монетарне политике, референтна каматна стопа повећана је десет пута, укупно за 4,50 п.п. Истовремено, ЕЦБ је наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком. Смањује се портфолио ХоВ купљених у оквиру програма *APP*, јер ЕЦБ више не реинвестира главницу доспелих хартија. Када је реч о хитном програму куповине ХоВ због пандемије, програму *PEPP*, главница доспелих хартија реинвестираће се најмање до краја 2024. године, уз постепено затварање портфолија, како би се избегао неповољан утицај на монетарне услове. Поред тога, редовно се прати утицај на монетарне услове враћања средстава банкама позајмљених у оквиру операција рефинансирања дугорочних кредита (*TLTRO*). Доносећи одлуку у септембру о повећању референтне каматне стопе, ЕЦБ је истакла да је тим повећањем достигнут ниво који обезбеђује рестриктивне монетарне услове који ће водити паду инфлације и повратку на циљ од 2% у средњем року. Додала је и да стопа укупне инфлације наставља да успорава раст, али се и даље очекује да ће остати на високом нивоу у дужем периоду, због чега монетарни услови треба да остану рестриктивни. Управни одбор ЕЦБ-а у септембру је био подељен око одлуке да ли да се настави или паузира тренутни циклус поостравања монетарне политике због даљег слабљења економске активности. Ипак, одлука о паузирању је донета у октобру, уз напомену да ће будуће одлуке о каматним стопама зависити од изгледа за инфлацију у светлу нових економских и финансијских података, динамике основне инфлације и јачине трансмисије монетарне политике.

На састанку у септембру и новембру ФЕД није мењао распон каматне стопе, који је повећао у јулу на 5,25–5,50%. Приликом доношења наредних одлука ФЕД ће узети у обзир и кумулативно поостравање монетарне политике које је до сада предузето, као и кашњење са којим ће оно имати утицај на економску активност, инфлацију и финансијске услове. Према септембарској пројекцији ФЕД-а, медијана референтне каматне стопе износи 5,6% за крај ове године, као и у јунској пројекцији, док је за крај 2024. и 2025. године на нивоу од 5,1% и 3,9%, респективно, што је за обе године више за 0,5 п.п.

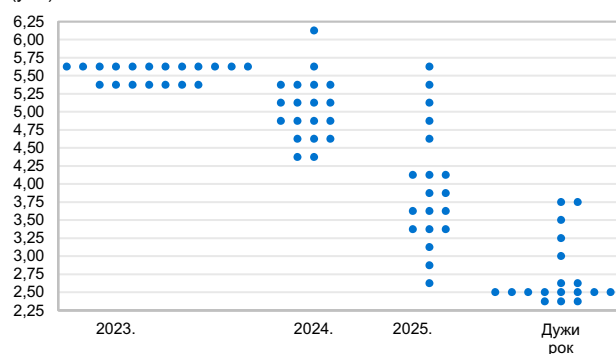
Графикон V.0.11. Консолидовани биланс Евросистема (стање крајем месеца, у млрд EUR)



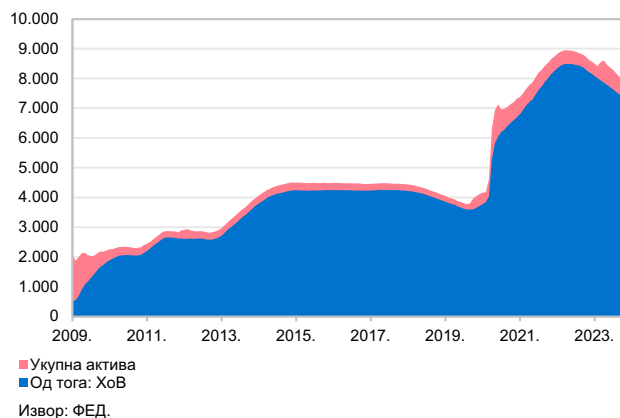
Графикон V.0.12. Очекивани тромесечни EURIBOR (на годишњем нивоу, у %)



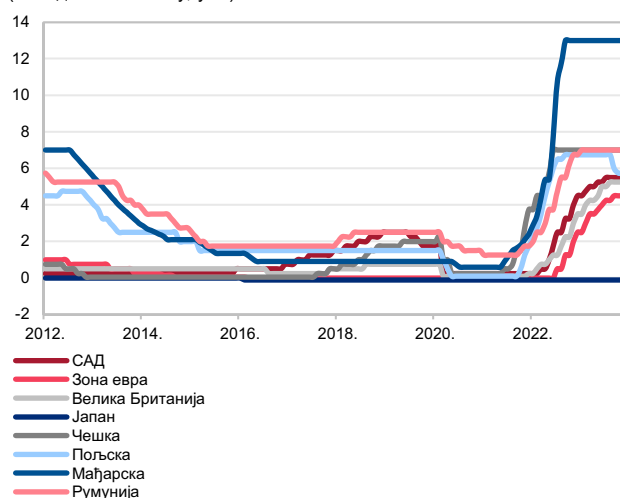
Графикон V.0.13. Очекивања чланова FOMC-а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе (у %)



Графикон V.0.14. Укупна актива ФЕД-а
(месечни просек, у млрд USD)



Графикон V.0.15. Кретање референтних стопа по земљама
(на годишњем нивоу, у %)



Банка Енглеске је задржала референтну каматну стопу у септембру и новембру на непромењеном нивоу од 5,25%, што је њен највиши ниво од 2008. године. То је прва пауза у циклусу поштравања монетарне политике, који траје готово две године, након пристизања података о инфлацији и тржишту рада, који указују на то да претходно предузете мере почињу да дају резултате. Централна банка **Швајцарске** је у септембру такође задржала референтну каматну стопу на непромењеном нивоу (1,75%), правећи паузу у њеном подизању од јуна прошле године.

Од централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације референтну стопу у Т3 2023. повећале су централне банке **Турске** и **Русије**. У саопштењима су истакле да је додатно заштравање монетарне политике било неопходно како би се ограничио раст инфлације и омогућило њено враћање на циљани ниво. Референтне стопе централних банака Турске и Русије тренутно износе 35,0% и 15,0%, респективно. Супротно томе, остале централне банке региона које су у режиму циљања инфлације, по свему судећи, окончаће су циклус заштравања својих монетарних политика, иако ће оцена постојаности тренда дезинфлације, анализа ситуације на тржишту рада и домаће и екстерне тражње свакако бити круцијалне за будуће одлуке о монетарној политици. Централне банке **Чешке** и **Румуније** и даље су држале референтне каматне стопе на непромењеном нивоу – на по 7,0%. Централна банка Румуније истакла је опадајући тренд који инфлација има од фебруара ове године захваљујући успоравању раста цена хране и даљем смањењу цена енергената, док је централна банка Чешке најавила да ће циклус ублажавања монетарне политике највероватније започети наредне године. С друге стране, централне банке Пољске и Мађарске ублажавале су своје монетарне политике. Одлуку о првом снижењу референтне каматне стопе централна банка **Пољске** донела је почетком септембра а потом још једну почетком октобра, тако да укупно снижење за сада износи 1,00 п.п., а стопа 5,75%. Централна банка **Мађарске** је смањила каматну стопу на једнодневне депозите за 100 б.п., на 13% у септембру, након неколико сличних смањења од маја ове године. У октобру је смањила и референтну каматну стопу за 75 б.п., на 12,25%, наводећи да су то омогућили снажна дезинфлација и смањена рањивост земље.

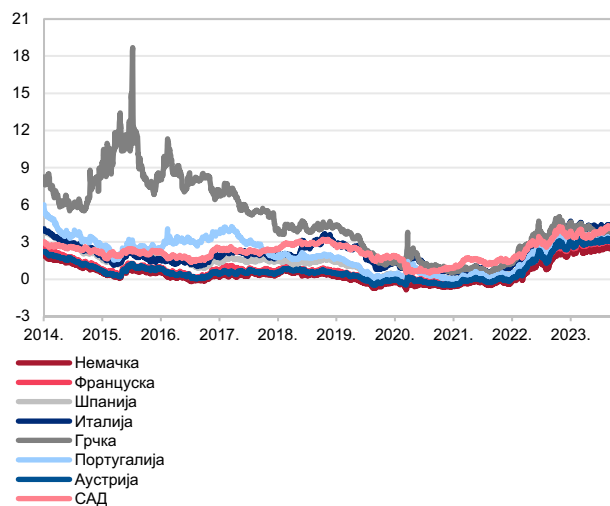
Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља повећани су током ТЗ – у просеку за 54 б.п. у односу на претходно тромесечје, док су приноси на десетогодишње државне обвезнице САД повећани за 73 б.п. Почетком ТЗ забележен је пад приноса, када је објављена статистика о успоравању инфлације створила очекивања о могућем завршетку циклуса поштравања монетарних политика водећих централних банака. Међутим, подаци који су уследили, а који су указали на отпорност тржишта рада и привредне активности у САД и зони евра, учврстили су уверење да ће водеће централне банке задржати референтне каматне стопе на високим нивоима у дужем периоду.

Током ТЗ долар је ојачао према еврџу и већини осталих водећих валута на међународном финансијском тржишту. Раст вредности долара у посматраном периоду може се довести у везу с бољим економским перформансама САД у односу на зону евра, али и улогом долара као сигурног уточишта у условима и даље присутне неизвесности на глобалним тржиштима.

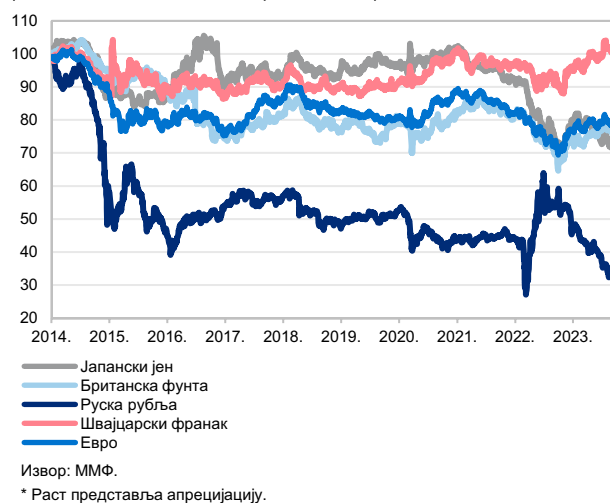
Светска цена нафте кретала се узлазном путањом током ТЗ и до краја септембра достигла је ниво од око 95 долара по барелу, доминантно под утицајем одлуке Саудијске Арабије и Русије да смање производњу до краја 2023. године за 1 млн барела и пола млн барела дневно, респективно. Посматрано на нивоу тромесечја, цена нафте типа брент износила је у просеку око 87 долара по барелу у ТЗ, што је за 10,9% више него у Т2, али је, мг. посматрано, нижа за 14,1%. У октобру је цена нафте смањена и у просеку је износила око 91 долара по барелу услед повећаних залиха у САД и слабије од очекиване производне активности у Кини, и поред тога што је избијање конфликта на Блиском истоку утицало на њен раст за око 5% током друге декаде месеца. Према очекивањима *Consensus Economics*-а, цена нафте типа брент износиће око 90 долара по барелу на крају 2023. и 87 долара по барелу на крају 2024. године. Америчка енергетска информативна агенција (*EIA*) очекује да цена нафте достигне 91 долар по барелу крајем 2023, с обзиром на то да је тражња за нафтом тренутно већа од понуде, а крајем 2024. године 94 долара по барелу. Према нашој пројекцији, базираној на тржишним фјучерсима, цена нафте типа брент на крају 2023. износиће 88 долара по барелу, а на крају 2024. године 84 долара по барелу.

Графикон V.0.16. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

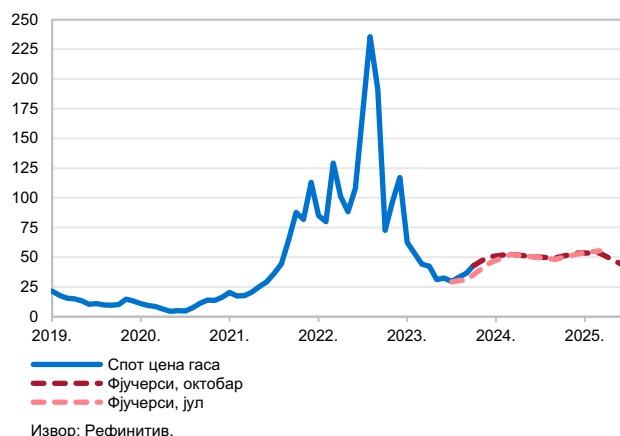
Графикон V.0.17. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)



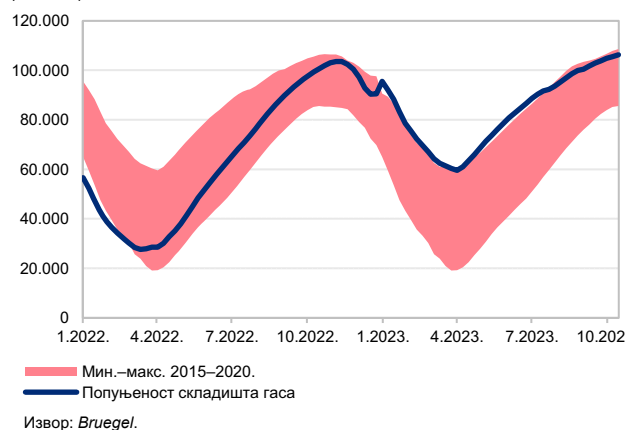
Графикон V.0.18. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Графикон V.0.19. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



Графикон V.0.20. Попуњеност складишта гаса у ЕУ (млн m³)



Графикон V.0.21. Европска цена струје (EUR/MWh)



Реперна цена природног гаса за Европу (на холандском чворишту TTF) спуштена је у просеку на око 33 евра по мегават-сату у Т3 (еквивалентно цени од 380 долара за хиљаду кубних метара).¹⁴ Она је за 5,4% нижа него у Т2 и вишеструко испод рекордног нивоа из Т3 2022. године. На нижу цену природног гаса утицала је висока попуњеност складишта, док су се на повремени раст цене гаса одразили штрајк радника на извозним терминалима течног гаса у Аустралији и смањена производња у Норвешкој. Сезонски уобичајено, цена природног гаса у октобру порасла и у просеку износила око 43 евра по мегават-сату. Услед високе попуњености складишта, која је у септембру достигла 90%, *Consensus Economics* очекује умеренији раст цене природног гаса него раније, тако да би она требало да достигне око 44 евра по мегават-сату на крају 2023. и 46 евра мегават-сату на крају 2024. Према тржишним фјучерсима, цена природног гаса би на крају 2023. и 2024. године требало да износи око 50 и 53 евра по мегават-сату, респективно, што је слично као у претходној пројекцији.

Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) била је стабилна током Т3 и у просеку је износила око 97 евра по мегават-сату. То је готово непромењен ниво у односу на Т2, али је истовремено чак четири пута нижи него у истом периоду претходне године. С друге стране, **цена електричне енергије на мађарској берзи** благо је порасла у односу на Т2 (4,5%) и у Т3 у просеку је износила око 105 евра по мегават-сату. Цена електричне енергије наставила је да умерено расте у Мађарској у октобру и у просеку је износила око 109 евра по мегават-сату, док је у Немачкој смањена на око 86 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, у наредном периоду очекује се спорији раст него раније, тако да ће цена електричне енергије порасти на 128 евра по мегават-сату на крају Т1 2024, да би, после сезонски уобичајеног пада у Т2, поново порасла на око 139 евра по мегават-сату на крају 2024. године.

Цена термалног угља кретала се узлазном путањом током Т3 и у септембру је у просеку износила око 162 долара по тони, што је за 16,5% више него на крају Т2, али је и поред тога, мг. посматрано, нижа за чак 62,3%. Насупрот томе, цена термалног угља је смањена за 12,5% у октобру услед повећане производње у Кини.

¹⁴ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh $\equiv$ 1.000 m³).

Светске цене минералних ђубрива имале су растућу динамику претходних месеци, али су у октобру биле мг. ниже за 25,8%, док су у односу на рекордан ниво из априла претходне године скоро двоструко ниже.

Цене метала и минерала забележиле су дивергентна кретања током ТЗ јер је раст залиха већине метала на Лондонској берзи утицао на пад цене метала, док је у супротном смеру деловала одлука Кине о новом фискалном стимулансу. У септембру су у односу на јун забележене ниже цене никла, калаја и бабра, цене руде гвожђа, олова и цинка биле су више, док је цена алуминијума остала готово непромењена. Цене већине метала и минерала кретале су се силазном путањом у октобру услед кризе у сектору грађевинарства у Кини. *Consensus Economics* очекује да ће индекс светских цена основних метала¹⁵ умерено расти до краја 2024. године.

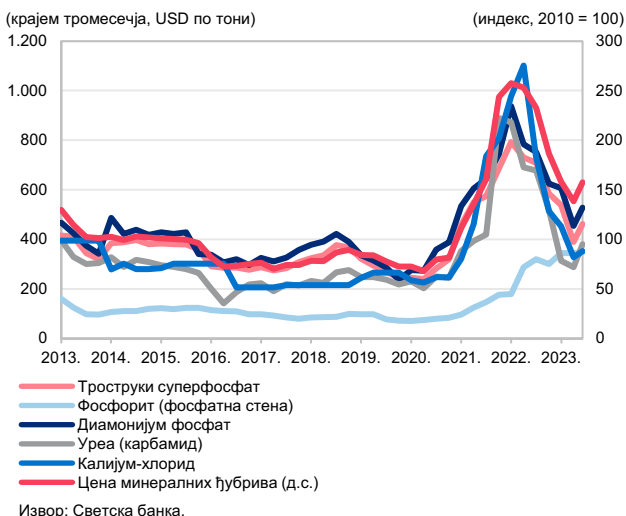
Светске цене хране, мерене индексом ФАО, након првобитног раста у јулу, смањене су до краја ТЗ и у септембру су биле ниже за 1,0% у односу на јун, док су, мг. посматрано, ниже за 10,7%. Паду су допринеле ниже цене млечних производа због високих залиха и слабе тражње, као и ниже цене меса по основу повећаних извозних капацитета и слабије тражње у Кини. С друге стране, под утицајем повећане неизвесности око утицаја Ел Ниња на жетву шећерне трске и мањих падавина од уобичајених на Тајланду, цене шећера су порасле. Повећане су и цене уља због повећане забринутости у погледу снабдевања након што је Русија напустила споразум о транспорту Црним морем. Цене житарица су у септембру биле готово непромењене у односу на јун. Светске цене хране наставиле су да се крећу силазном путањом у октобру, при чему су порасле само цене млечних производа, док су цене осталих категорија смањене.

Након првобитног раста у јулу, доминантно услед одлуке Русије о суспензији споразума о извозу житарица Црним морем, **цене примарних пољопривредних производа** на светском тржишту кретале су се силазном путањом до краја ТЗ и у септембру су биле ниже него у јуну за 3,4%. На ниже цене житарица утицале су повољне временске прилике и нова жетва. У октобру су светске цене примарних пољопривредних производа биле стабилне. Претпоставке о кретању цена примарних пољопривредних производа у наредном периоду

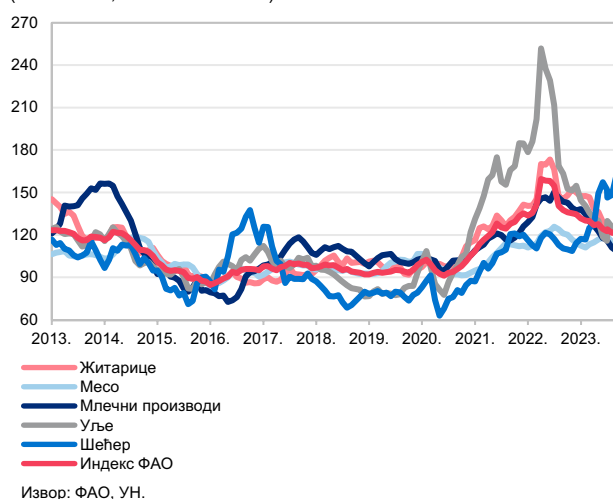
Графикон V.0.22. **Цене изабраних производа на светском тржишту**
(индекс, 2019 = 100)



Графикон V.0.23. **Кретање светских цена минералних ђубрива**



Графикон V.0.24. **Индекс светских цена хране**
(номинално, 2014–2016 = 100)



¹⁵ Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на бази њиховог учешћа у светској трговини металима: алуминијум (47%), бакар (32%), никл (8%), цинк (7%), олово и калај (по 3%).

Графикон V.0.25. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа* (Т4 2013 = 100)



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

базирали смо на двонедељном просеку фјучерса на светским берзама. Према томе, у наредном периоду очекујемо пад светских цена примарних пољопривредних производа, тако да у децембру буду ниже за 26% него на крају 2022. године, док ће до краја 2024. године умерено порастати (око 5%).

Интерне претпоставке

Овогодишња домаћа пољопривредна сезона ускоро ће бити завршена и, по свему судећи, биће боља него што смо првобитно очекивали. Она ће свакако бити изнад вишегодишњег просека, с растом производње од највероватније 10–11%, док смо у августу очекивали да ће тај раст бити на нивоу вишегодишњег просека од око 8%. На бољу сезону указују подаци о већој процењеној производњи главних пољопривредних култура, које је почетком септембра објавио РЗС (кукуруз 55%, соја 50%, пшеница 11%, шећерна репа 22%, сунцокрет 7%). И глобално посматрано, сезона се оцењује као повољна, што би, уз очекивано смањење светских цена примарних пољопривредних производа, требало позитивно да се одрази на **цене примарних пољопривредних производа и цене хране на домаћем тржишту**.

Усклађивање цена струје и природног гаса на домаћем тржишту најављено је за новембар, због пораста светске цене енергената у претходном периоду, како би се избегли већи губици компанија из енергетског сектора. То је у складу с планом дефинисаним аранжманом с ММФ-ом и нашим очекивањима из претходног извештаја. Такође, у октобру су увећане акцизе на цигарете, кафу, алкохолна пића и нафтне деривате, а због најављеног поскупљења гаса очекујемо да ће топлане у Србији благо повећати цене грејања. Имајући све то у виду, очекујемо да ће раст **регулисаних цена** у овој години износити 11,1%. Претпоставили смо даље повећање регулисаних цена у наредној години од 5,2%, а затим у 2025. од 6,5%.

Када је реч о расту потрошачке тражње, њени кључни извори остаће маса зарада, пензије, као и приливи од дознака. У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу до краја ове и током наредне године требало би да делује и ограничавање каматних стопа на нове евроиндексиране стамбене кредите, као и нижи трошкови отплате постојећих кредита за куповину првог стана, одобрених по варијабилној каматној стопи, у вредности до 200.000 евра. Када је конкретно реч о **факторима с тржишта рада**, пројектујемо да ће маса зарада, након раста за око

15% у овој години, у наредној години порасти за око 11%, као резултат раста минималне цене рада (за 17,8%), затим пројектованог наставка раста запослености, као и плата у јавном и приватном сектору, и да ће и даље бити кључан извор потрошачке тражње.

Средњорочни фискални оквир дефинисан *Ревидираном Фискалном стратегијом за период 2024–2026.* није знатније промењен у односу на претходни средњорочни оквир. Према ревидираној фискалној стратегији, фискални дефицит за 2023. годину коригован је наниже, на 2,8%, што је у највећој мери резултат виших пореских прихода од планираних. Посматрано по структури пореских прихода, најзначајније промене забележене су у наплати пореза на рад, односно пореза на доходак грађана и доприноса за социјално осигурање, што је резултат знатнијег раста просечних зарада и запослености, а затим наплате пореза на добит услед профитабилнијег пословања привреде у 2022. години. С расходне стране, на позицијама субвенција и буџетских позајмица забележена су повољнија кретања услед пада цена енергената, што је, уз стабилизацију домаће производње електричне енергије, умањило потребу за финансијском подршком државе.

Постизање бољег резултата јавних финансија од процењеног у П1 омогућило је да држава у септембру ребалансом буџета за 2023. годину реализује мере које повећавају доходак становништва, а које не нарушавају опадајућу путању учешћа јавног дуга у БДП-у. Мере обухватају повећање пензија и плата у делу јавног сектора за по 5,5%, као и једнократна давања за родитеље с децом до 16 година и пензионере. Део буџета који је уштеђен услед опоравка енергетског сектора преусмерен је на повећано субвенционисање пољопривреде. Требало би да поменуте мере допринесу расту приватне потрошње у Т4, али се по том основу не очекује већи инфлаторни ефекат.¹⁶

На консолидованом нивоу, у девет месеци остварен је суфицит од 15,8 млрд динара, или 0,3% пројектованог БДП-а,¹⁷ док је јавни дуг опште државе на крају септембра износио 51,7% БДП-а, што је за 3,9 п.п. ниже него крајем 2022. За крај године пројектовано је учешће јавног дуга од 53,3% БДП-а, што представља смањење од 1 п.п. у односу на претходну фискалну

Табела V.0.5. Нови сет фискалних правила

Општа фискална правила

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

Циљани средњорочни дефицит је 0,5% БДП-а

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

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

Посебна фискална правила

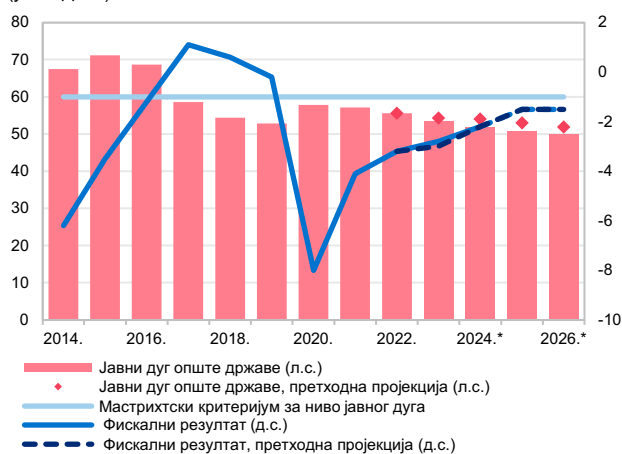
Учешће плата сектора државе у БДП-у до 10%

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

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

Извор: Министарство финансија.

Графикон V.0.26. Фискални резултат и јавни дуг опште државе (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

* Пројекција из Ревидиране Фискалне стратегије за 2024. са пројекцијама за 2025. и 2026.

¹⁶ Видети Осврт 3, стр. 36.

¹⁷ Према пројекцији Министарства финансија за 2023.

стратегију. За 2024. пројектује се дефицит сектора државе од 2,2% БДП-а. Акценат фискалног оквира за период 2024–2026. године остаће одржавање фискалне стабилности и смањење учешћа јавног дуга у БДП-у, с циљем да се он до краја поменутог периода спусти на 50%. Циљ ће бити подржан претходно уведеним фискалним правилима, која ограничавају ниво фискалног дефицита на 1,5% (што је и планирано за 2025. и 2026. годину), али и посебним фискалним правилима која ограничавају учешће плата и пензија у БДП-у. С расходне стране приоритет ће имати инфраструктурни и капитални пројекти, с планираним уделом капиталних расхода у распону 6,6–6,8% БДП-а за 2024–2026. годину. Притом, повећана је реализација јавних инвестиција у 2023. у односу на првобитни план, пре свега због изградње саобраћајне инфраструктуре, тако да је учешће капиталних расхода повећано на 7,2% БДП-а. Држава ће наставити политику смањења пореског оптерећења привреде у сврхе подршке конкурентности приватног сектора.

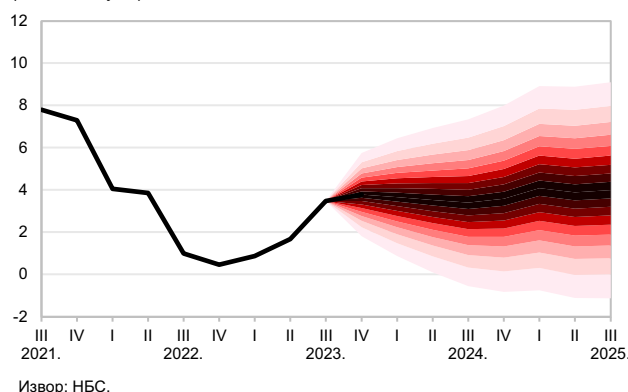
Према нашој оцени, таква кретања у јавним финансијама позитивно би се одразила и на **кредитни рејтинг и премију ризика земље**.

Пројекција БДП-а

Динамика привредног раста додатно је убрзала у Т3. Према процени РЗС-а, м.г. раст БДП-а у Т3 износио је 3,5%, а према нашој процени, том расту највише је допринело грађевинарство, као резултат убрзања реализације инфраструктурних пројеката. Упркос смањеној екстерној тражњи, пре свега из зоне евра, повољнија кретања од очекиваних остварују се у прерађивачкој индустрији, чему доприносе инвестиције из претходног периода и раст домаће тражње. Такође, подаци РЗС-а о приносима најважнијих култура указују на то да је овогодишња пољопривредна сезона била изнадпросечна и изнад наших очекивања из августа. Позитиван допринос потиче и од активности већине услужних сектора. Посматрано с расходне стране, раст је био вођен растом инвестиција, и то првенствено приватних. Такође, позитиван допринос, мада у мањој мери него у П1 2023, дао је нето извоз, као резултат наставка реалног раста извоза робе и услуга и пада увоза.

С обзиром на то да је раст БДП-а у Т3 био изнад наших очекивања из претходног извештаја, **сада процењујемо да ће стопа раста БДП-а у 2023. години износити око 2,5%, што је изнад очекивања из августа**, када је очекиван раст ближи доњој граници пројектованог распона од 2% до 3%. И

Графикон V.0.27. Пројекција раста БДП-а
(м.г. стопе, у %)

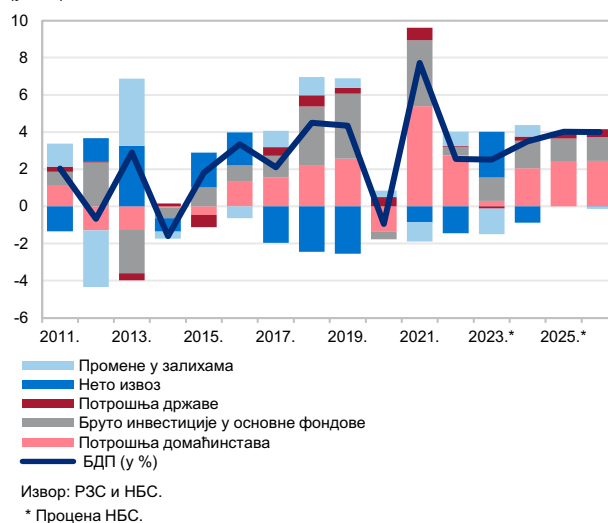


поред очекиваног убрзања увоза робе и услуга и успоравања извоза у Т4, на шта се одражава нижа екстерна тражња, пре свега из зоне евра, што би за последицу требало да има негативан допринос нето извоза, на нивоу године очекујемо да ће кључан допринос расту БДП-а управо потећи од нето извоза (око 2,5 п.п.). С друге стране, домаћа тражња, укупно посматрано, стагнираће. Раст ће остварити фиксне инвестиције захваљујући повећаној профитабилности привреде, високим приливима по основу СДИ, као и инвестицијама државе у саобраћајну инфраструктуру, а затим и приватна потрошња услед њеног очекиваног опоравка у Т4 по основу раста запослености и зарада у приватном и делу јавног сектора, као и већим издацима за пензије, док ће у супротном смеру деловати пражњење залиха. Посматрано с производне стране, услужни сектори, збирно посматрано, и поред дивергентног кретања појединачних услужних области у П1, треба да допринесу расту БДП-а са око 1 п.п. ове године, а исти толики допринос заједно посматрано треба да дају и грађевинарство и индустрија. Додатан позитиван допринос очекује се од пољопривреде, захваљујући овогодишњој изнадпросечној пољопривредној сезони.

Са очекиваним привредним опоравком зоне евра, а тиме и екстерне тражње, као и услед планираног убрзања реализације инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, у 2024. очекујемо убрзање раста БДП-а Србије на распон 3,0–4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње. Постизање пројектоване стопе раста БДП-а у 2024. години олакшаће и већи ефекат пренетих тенденција (тзв. *carry-over* ефекат) него што смо имали у овој години, што је резултат убрзања привредног раста у П2 ове године, а процењује се на око 1,5 п.п.

Када је реч о структури раста БДП-а са становишта његове употребе, највећи позитиван допринос, од око 2 п.п. у 2024, очекује се од **приватне потрошње**, као резултат наставка раста запослености и зарада (укључујући и раст минималне зараде), као и пензија у складу с фискалним правилима. Такође, расту реалног расположивог дохотка за потрошњу допринеће успоравање инфлације и нижи трошкови отплате евроиндексираних стамбених кредита услед одлуке Народне банке Србије да привремено ограничи ове каматне стопе. Ипак, пројектујемо да ће приватна потрошња у 2024. и надаље спорије расти од укупног БДП-а, што треба да допринесе и средњорочној ценовној стабилности.

Графикон V.0.28. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Графикон V.0.29. Стопа раста приватне потрошње и њених извора (номиналне мг. стопе, у %)



Графикон V.0.30. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

У складу с планом дефинисаним у ревидираној фискалној стратегији за 2024. годину, очекујемо да ће **државна потрошња у 2024. и надаље** благо позитивно допринети расту БДП-а. На то указује пре свега кретање издатака за зараде у јавном сектору, које се пројектује у средњем року на око 10% БДП-а, у складу с фискалним правилима, док ће се учешће издатака за робу и услуге у БДП-у чак благо смањивати.

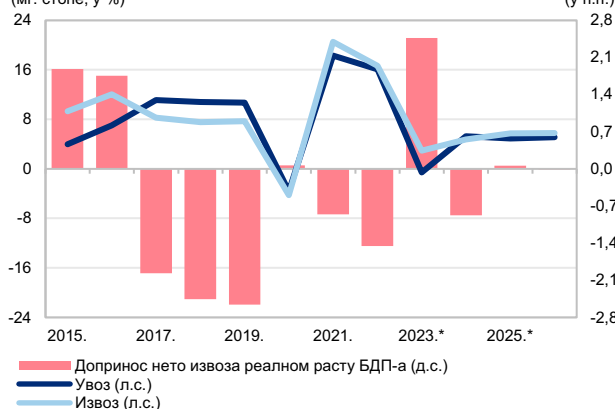
Процењујемо да ће **приватне инвестиције знатно позитивно допринети расту БДП-а у 2024. години и у средњем року** и тај допринос се процењује на око 1,0 п.п. годишње, чему доприносе очувано инвестиционо поверење, повољни изгледи раста наше економије и њена показана отпорност на негативне екстерне шокове у претходном периоду. Основни извор финансирања приватних инвестиција остаје сопствени капитал, као резултат повећане профитабилности привреде, као и високог прилива по основу СДИ, при чему и инвестициони кредити, и поред тога што су постали скупљи, и у овој години су наставили позитивно да доприносе расту инвестиција. Поред тога, планирани су значајни пројекти у саобраћајној инфраструктури и енергетици финансирани средствима државе. Такође, с обзиром на то да је планирано да се изложба Експо одржи 2027. године у Београду, значајна улагања очекују се и у осталу јавну инфраструктуру. Према нашој оцени, све наведено резултираће благим позитивним доприносом инвестиција државе од око 0,3–0,4 п.п. годишње.

Очекујемо да ће се у 2024. постепено опорављати **залихе**, које су се у великој мери испразниле током ове године и које су делом искоришћене за домаћу потрошњу, а делом за извоз. Расту залиха пољопривредних производа доприноси добра овогодишња пољопривредна сезона, посебно јесењих култура. За наредне године пројектујемо да ће допринос залиха бити близу неутралног нивоа.

У 2024. години очекује се негативан допринос **нето извоза** (од око –1 п.п.), услед очекиваног раста увоза опреме и репроматеријала за потребе реализације планираних инвестиционих пројеката. То ће у одређеној мери бити компензовано растом извоза робе, као резултат нових и претходних инвестиција у извозно оријентисане секторе и опоравка екстерне тражње, што би требало да резултира готово неутралним доприносом нето извоза у средњем року. Поред тога, очекује се да ће се наставити благи раст суфицита у трговини услуга, као резултат распрострањеног раста извоза услуга посматрано по

Графикон V.0.31. Реални раст извоза и увоза

(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

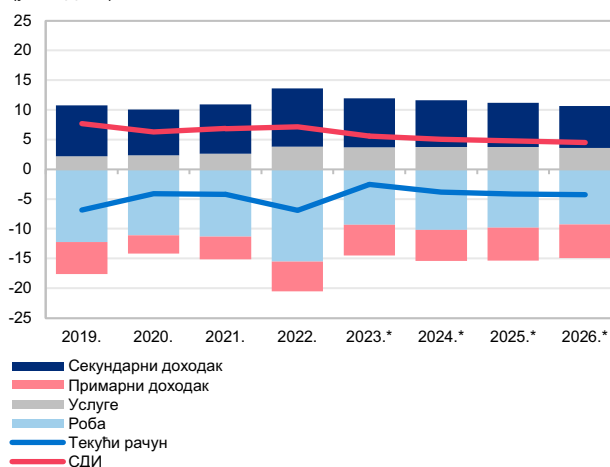
врстама, а пре свега ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта. Боља овогодишња пољопривредна сезона резултирала је вишим приносима примарних пољопривредних производа и знатно изнад домаћих потреба, што ће највероватније у већој мери утицати на раст извоза током наредне године, с обзиром на то да је тренутна понуда на тржишту ових производа висока и да су извозне цене ниске.

Имајући претходно у виду, као и да је и у ТЗ извоз робе и услуга наставио реални раст, док је увоз и даље, м.г. посматрано, нижи, пројекција **учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у** задржана је на 2,5% у овој години, а у наредној години износи 3,8%. Очекујемо да ће ове године односи размене (тј. већи раст извозних од увозних цена) допринети нижем нивоу текућег дефицита, док ће наредне године деловати у супротном смеру, што објашњава и благо виши очекивани дефицит у наредној години него што смо пројектовали у августу.

Кретање салда текућег рачуна платног биланса наредне године и у средњем року у највећој мери биће одређено структурним факторима. Наставак раста инвестиција, а пре свега планирана велика улагања у инфраструктуру, утицаће на раст увоза опреме, тако да се процењује да ће реалан раст увоза робе и услуга у просеку износити око 5% годишње у наредне три године. С друге стране, као резултат инвестиција из претходног периода у разменљиве секторе, а пре свега високог прилива СДИ, као и очекиваног опоравка екстерне тражње, очекујемо да ће реалан раст извоза робе и услуга у средњем року износити око 5,5% годишње у просеку. Претпоставка пројекције је и да суфицит секундарног дохотка неће прелазити 8% БДП-а, што је ниво који је у просеку бележен и пре пандемије, док ће очекивана путања нето прилива СДИ од око 5% БДП-а утицати на то да принос по основу њиховог власништва остане солидна расходна ставка на рачуну примарног дохотка, чији ће се дефицит због тога умерено повећавати. Све наведено требало би да резултира постепеним кретањем учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у ка нивоу од 4% у средњем року, што је ниво који обезбеђује екстерну одрживост. Када је реч о приливима по основу СДИ, очекујемо задржавање њихове високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе.

Посматрано с **производне стране, раст БДП-а у 2024. и надале ће водити услужни сектори, чему ће допринети раст личне потрошње**, као резултат

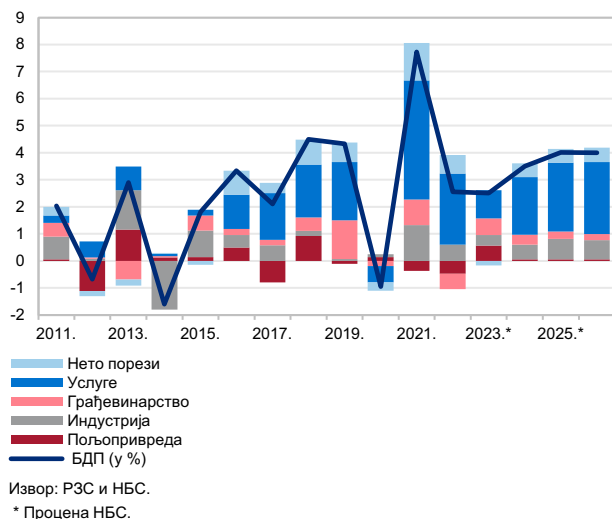
Графикон V.0.32. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



Извор: НБС.

* Пројекција НБС.

Графикон V.0.33. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)

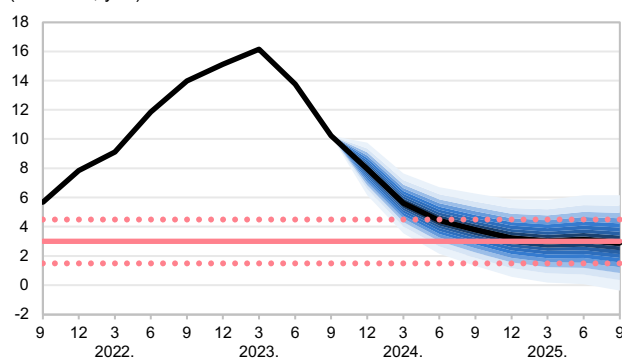


очуваног тржишта рада и ниже инфлације, што ће повећати животни стандард грађана и расположиви доходак за потрошњу. Тај допринос ће се постепено убрзавати са око 2 п.п. наредне године на 2,5 п.п. у 2025. години. Позитиван допринос, према нашим проценама, пружиће и **нето порези** (од око 0,5 п.п. годишње), чему доприносе и ефекти процеса е-фискализације.

Позитиван допринос привредном расту требало би да пружи и производни сектори. Када је реч о **пољопривреди**, претпоставили смо наставак благог раста производње, као резултат модернизације опреме и веће примене агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди. То би требало да резултира благим позитивним доприносом пољопривредне производње БДП-у. Позитиван допринос очекује се и од **грађевинарства** од око 0,2–0,4 п.п. годишње, услед планиране реализације инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Од наредне године очекујемо убрзање раста **индустрије** (уз позитиван допринос БДП-у од око 0,7 п.п. годишње), чему ће допринети активирање нових и проширење постојећих капацитета у **прерађивачкој индустрији** и опоравак екстерне тражње, затим структурне реформе у области **енергетике** планиране у новом аранжману с ММФ-ом, као и раст активности у **рударству** услед веће експлоатације угља и руде метала, нарочито бакра.

Пројекција инфлације

Графикон V.0.34. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

Наша нова пројекција инфлације одражава пре свега чињеницу да се наставља попуштање глобалних инфлаторних притисака и да се ефекти заостравања монетарне политике све више испољавају. Према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће се успоравање мг. инфлације у Србији наставити и да ће се она, **након спуштања на ниво од око 8% крајем ове године, у границе циља највероватније вратити средином наредне године, а да ће се затим приближити централној вредности циља крајем 2024. године.** У поређењу са августовском пројекцијом, наша нова пројекција инфлације је **иста за 2023, а само благо виша за 2024. годину**, пре свега због раста светске цене нафте, који је био нешто виши него што смо очекивали. Такође, у новој пројекцији је нешто виша инфлација у зони евра, а екстерна тражња мање дезинфлаторна него пре три месеца.

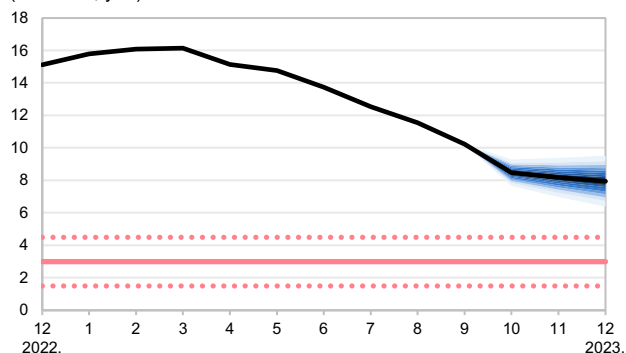
Иако су повећане геополитичке тензије и фрагментација услед избијања још једног сукоба, **неколико је кључних фактора који ће доприносити опадајућој путањи мг. инфлације**: рестриктивни монетарни услови, пад инфлационих очекивања, смањење увозне инфлације, пад цена примарних пољопривредних производа и продубљивање негативног производног јаза. С друге стране, очекујемо да светске цене нафте у наредној години дана делују инфлаторно.

Како би се избориле с таласом високе инфлације, готово све централне банке, па и Народна банка Србије, **заоштравале су монетарне политике**. По свему судећи, већина централних банака налази се близу краја циклуса заоштравања монетарних политика, а неке централне банке у региону у режиму инфлационог циљања су и започеле или најавиле ублажавање монетарне политике. Ипак, ММФ препоручује да **не треба прерано попустити монетарне услове**, већ смањивање каматних стопа започети тек када се процес дезинфлације приведе крају и када се краткорочна инфлациона очекивања смање. У случају водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а, чини се да је текући циклус рестриктивне монетарне политике завршен и да се наредне године може очекивати ублажавање монетарних политика.

У текућем циклусу заоштравања монетарних услова Извршни одбор је настојао пре свега да утиче на **инфлациона очекивања тржишних субјеката**, односно да убрза њихов повратак у границе циља и да обезбеди да се инфлација нађе на одрживој опадајућој путањи. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде бележе пад претходних месеци, који је нарочито изражен код финансијског сектора, при чему се очекивања овог сектора и за две и за три године унапред налазе у границама циља Народне банке Србије. Са смањењем текуће инфлације очекује се њихов даљи пад, што ће се одразити на даљи пад инфлације, истовремено доприносећи расту реалне каматне стопе и рестриктивнијем деловању монетарне политике и без додатног заоштравања монетарних услова.

Као и у претходној пројекцији, једна од **кључних претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији јесте смањење инфлације у свету, пре свега у зони евра**. ММФ очекује да ће глобална инфлација бити смањена са 6,9% у овој на 5,8% у наредној години, захваљујући заоштравању монетарних услова и нижим светским ценама примарних производа. За зону евра очекује смањење

Графикон V.0.35. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



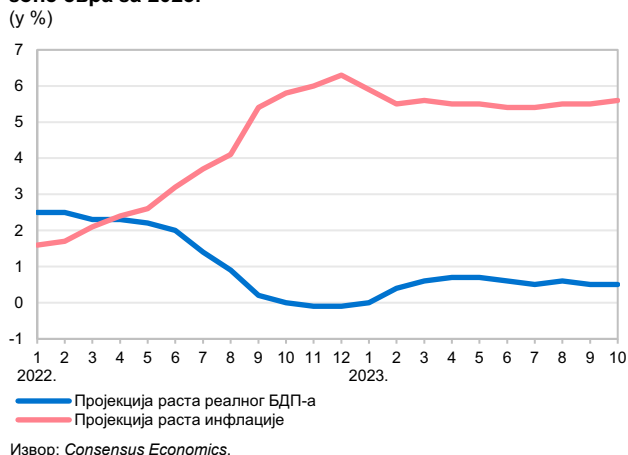
Извор: НБС.

Табела V.0.6. Пројекције просечне инфлације у Србији од стране међународних институција

	Просечна инфлација	
	2023.	2024.
ММФ	12,4	5,3
<i>Consensus Economics</i>	12,4	5,5
НБС	12,5	4,6

Извор: наведене институције.

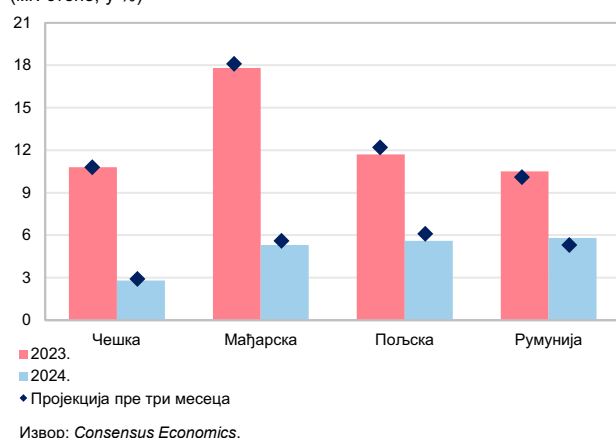
Графикон V.0.36. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2023.



инфлације са 5,6% ове године на 3,3% наредне године, слично ЕЦБ-у, која очекује смањење на 3,2% у 2024. Смањење притисака по основу увозне инфлације на цене у Србији током хоризонта пројекције један је од важних фактора пројектованог враћања инфлације ка циљу, што је већ видљиво када се посматрају месечне стопе раста цена. Смањењу увозне инфлације доприносе фактори и на страни понуде и на страни тражње. **На страни понуде** важни су пад цена примарних производа и цена хране, пад цена енергената у зони евра након драстичног скока услед сукоба у Украјини, као и боље функционисање глобалних ланаца снабдевања и пад цена контејнерског транспорта. **На страни тражње** све више се осећају ефекти раста каматних стопа услед рестриктивних монетарних политика водећих централних банака, док се, с друге стране, исцрпљује штедна становништва која је акумулирана током затварања економија услед пандемије, а окончани су и фискални програми помоћи становништву у великим економијама света.

Иако се инфлација смањује, она се у већини земаља неће вратити у границе циља пре 2025. Забринутост и даље постоји због **споријег пада базне од укупне инфлације**. ММФ је оценио да ће се базна инфлација и даље смањивати споријим темпом и да ће достићи 4,5% у 2024. Она је од посебног интереса за централне банке, које пажљиво прате секундарне ефекте и могуће покретање инфлаторне спирале цена и зарада. Покретање те спирале и даље је највећи ризик за раст базне инфлације у наредном периоду, осим ако раст зарада не буде апсорбован смањењем профита корпорација, који су повећани у претходном периоду.

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



Пад цена примарних пољопривредних производа такође је један од кључних фактора који ће допринети опадајућој пројектованој путањи инфлације. Даљи пад цена хране на светском тржишту очекује се и у наредном периоду, на шта указује очекивано смањење цена примарних пољопривредних производа према фјучерсима. То је у складу и са смањењем трошкова инпута у пољопривредној производњи, пре свега **минералних ђубрива**.

Супротно томе, **светска цена сирове нафте** кључни је инфлаторни фактор у нашој новој пројекцији. Заједно с другим факторима на страни понуде, избијање сукоба на Блиском истоку утицало је на раст цене сирове нафте на светском тржишту. Већи ирански извоз нафте ове године ублажио је знатнији раст цене нафте у условима смањене понуде других произвођача, пре свега Саудијске Арабије и Русије, које су продужиле ограничење понуде до краја

године. Према процени Међународне агенције за енергетику, сукоб на Блиском истоку још увек није ограничио понуду нафте, али је повећао премију ризика и цену нафте за 3–4 долара по барелу. Ипак, фјучерси указују на то да ће светска цена нафте бити опадајућа у наредном периоду, што би требало да ограничи њено инфлаторно дејство.

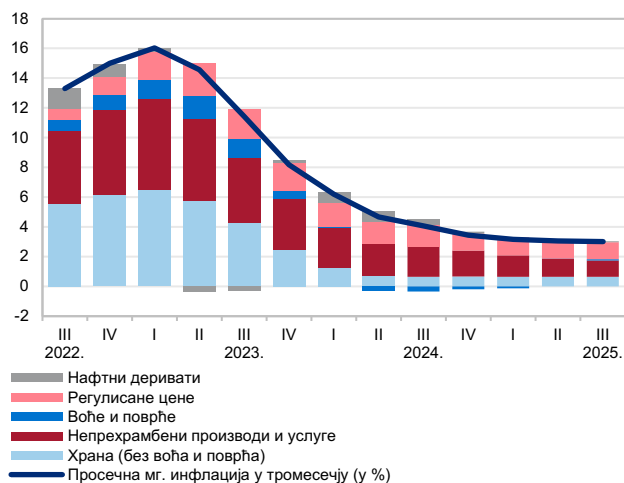
У складу са успоравањем глобалног привредног раста и затезањем финансијских услова, очекујемо дезинфлаторне притиске по основу **екстерне тражње** током целог хоризонта пројекције. Предвиђа се да привредни раст зоне евра ове и наредне године буде 0,7% и 1,0%, респективно. Скроман раст последица је пре свега кретања у најјачој европској економији, Немачкој, у којој се очекује контракција економске активности ове године и раст не већи од 1,0% наредне године због пада прерађивачке индустрије, што се управо на нас највише одражава. Када је у питању **домаћа тражња**, нешто нижи расположиви доходак за потрошњу услед заостравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије, као и због очекиваног рестриктивнијег карактера фискалне политике, биће делом компензован растом плата у приватном сектору и наставком раста запослености. Имајући то у виду, процењујемо да ће негативни производни јаз наставити да се продубљује до Т4 наредне године, а да ће затим почети да се смањује, али се ипак неће затворити до краја периода пројекције.

Очекујемо да све компоненте инфлације смање своје доприносе м.г. инфлацији и тиме утичу на њено успоравање у наредном периоду. То се посебно односи на **цене хране (без воћа и поврћа)**, које су међу појединачним компонентама инфлације, заједно с ценама непрехрамбених производа и услуга, водиле раст м.г. инфлације у претходном периоду. На пад доприноса цена хране утицаће висока база код цена индустријско-прехрамбених производа и мањи трошковни притисци у производњи хране, пре свега услед пада цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје), као и опадања увозне инфлације. По основу пада цена примарних пољопривредних производа, које су се спустиле на преткризни ниво, у последња два тромесечја имамо дезинфлаторне притиске. На опадање трошковних притисака у производњи хране указује даље затварање јаз реалних маргиналних трошкова (мереног одступањем односа цена инпута и цена финалних прехрамбених производа од тренда). Овај јаз је почео да се затвара у Т3 прошле године, а с додатним поскупљењем хране и падом цена примарних пољопривредних производа од Т2 ове године је прешао у негативну зону. Знатно смањење

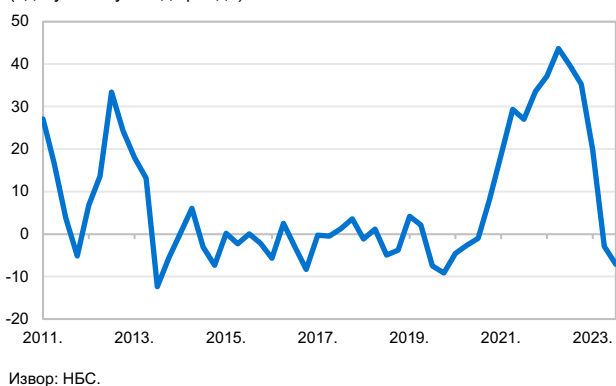
Графикон V.0.38. Пројектовано кретање производног јаз* (у % потенцијалног производа)



Графикон V.0.39. Доприноси м.г. инфлацији по компонентама (просечне м.г. стопе, у п.п.)

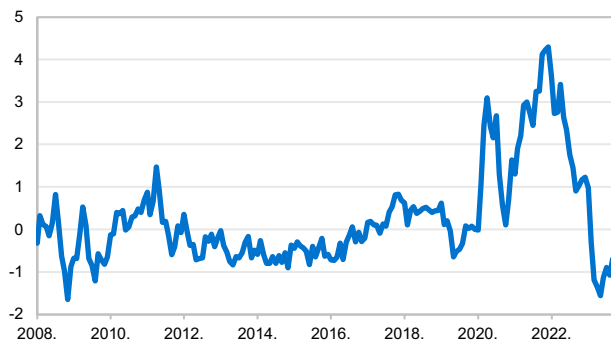


Графикон V.0.40. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране (одступање у % од тренда)



Графикон V.0.41. Притисци у глобалним ланцима снабдевања

(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

доприноса цена хране м.г. инфлацији, које очекујемо у наредној години, евентуално би могло бити ублажено, али не и нарушено, несавршеном тржишном структуром на страни понуде, тј. мањком снажније конкуренције у овом сегменту и увећаним профитним маржама.

Тенденцију смањења доприноса м.г. инфлацији очекујемо и од **непрехрамбене инфлације**. Цене ове категорије производа зависе у великој мери од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер. Раст непрехрамбене инфлације готово се у потпуности подудара с растом увозне инфлације из зоне евра од 2021. године, али и из других земаља ЕУ изван зоне евра, које су такође наши важни партнери, а бележе и даље релативно високу инфлацију (попут Мађарске, Румуније, Чешке). Као и у претходној пројекцији, увозна инфлација је фактор чије ће дејство на цене непрехрамбених производа током хоризонта пројекције знатно ослабити. Такође, са смањеним ценама међународног транспорта и индустријских сировина, отклоњеним застојима у глобалним ланцима снабдевања, као и нижом агрегатном тражњом и смањењем инфлационих очекивања, очекујемо смањење притиска на домаће цене непрехрамбених производа, па би требало да се допринос ове групе цена укупној инфлацији постепено смањује до краја периода пројекције.

Знатан раст цена енергената на светском тржишту у претходном периоду главни је разлог очекиваног раста **регулисаних цена** у периоду пројекције. У Т4 2023. поскупеће електрична енергија, природни гас и комунално-стамбене услуге, као и цигарете. У складу с тим, очекујемо да ће раст регулисаних цена у овој години износити 11,1%, док ће у 2024. и 2025. години бити мањи, 5,2% и 6,5%, респективно, уз допринос м.г. инфлацији који ће се постепено смањивати – са око 2 п.п. крајем ове године на 1,1 п.п. крајем хоризонта пројекције.

Због раста светске цене нафте у периоду од претходне пројекције, очекујемо да допринос **цена нафтних деривата** м.г. инфлацији буде виши него што смо очекивали пре три месеца. Уместо најпре дезинфлаторног, а потом неутралног дејства, у нашој новој пројекцији очекујемо да ће цене нафтних деривата деловати инфлаторно већи део 2024, а да ће затим њихов допринос м.г. инфлацији бити занемарљив.

Када су у питању цене воћа и поврћа, очекујемо да ће се оне са актуелног, релативно високог нивоа

постепено вратити свом дугорочном тренду (који одговара расту цена непрехрамбених производа и услуга). Са смиривањем трошковних притисака по основу цена енергената, пре свега природног гаса, а тиме и минералних ђубрива, као и због нове пољопривредне сезоне (за коју смо претпоставили да ће бити благо изнад просечне) и базног ефекта, очекујемо да ће се и њихов допринос м.г. инфлацији знатно смањити у Т1 наредне године, а да ће затим прећи у негативну зону, тј. деловати у правцу смањења м.г. инфлације до краја 2024, док би у 2025. требало да има занемарљив допринос м.г. инфлацији.

Ризици пројекције

Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се у највећој мери односе на факторе из међународног окружења, а пре свега на геополитичке односе и изгледе за глобални привредни раст, као и њихов утицај на светске цене енергената и примарних производа, посебно након избијања сукоба на Блиском истоку. Иако мањи, ризици из међународног окружења односе се и на брзину смањења базне инфлације и степен заштравања монетарних политика водећих централних банака. Када је реч о факторима из домаћег окружења, ризици пројекције односе се на висину прилива по основу СДИ, исход пољопривредне сезоне у наредној години, темпо улагања у инфраструктуру и сектор енергетике, а делом и на брзину опоравка производње угља. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације током хоризонта пројекције оцењујемо као симетричне.

Геополитичке тензије су интензивирани избијањем сукоба и на Блиском истоку, поред сукоба у Украјини, што је повећало неизвесност на робним и финансијским тржиштима. Повећана је забринутост држава, инвеститора и потрошача у погледу снабдевања енергентима и поновног раста цена нафте, као и хране, што би могло да подстакне нови круг инфлаторних притисака, а тиме и даље заштравање монетарних политика ради обуздавања раста инфлације. Чак и кад би изостали директни ефекти на цене енергената у Србији, то би се одразило на раст увозне инфлације, а тиме и домаће инфлације. Такође, даља глобална економска и политичка фрагментација може поделити земље у трговинске блокове и проузроковати знатне губитке у светској производњи, укључујући и негативне ефекте на СДИ. С обзиром на то да је мала вероватноћа да би се геополитичка ситуација убрзо могла знатније поправити, ценимо да су **ризични пројекције БДП-а по основу евентуалне**

ескалације геополитичких тензија асиметрични наниже, а инфлације навише.

Раст геополитичких тензија један је од фактора који баца сенку на изгледе за **глобалну привредну активност**, која ће, по свему судећи, и у 2024. години бележити сличне стопе раста као и у 2023. Док кинеска привреда успорава, а Европа се налази на ивици рецесије, привреда САД је тренутно главни покретач глобалног раста, али је и тамо „меко приземљење” неизвесно. Према оцени ММФ-а, ризици основне пројекције глобалног привредног раста и даље су изражени, уз доминацију ризика наниже. Због даљег продубљивања кризе у сектору пословања некретнинама, могућ је спорији привредни опоравак Кине од очекиваног, с последицама на глобални привредни раст. Ако цене некретнина буду снажно опадале, биланси банака и становништва ће се погоршати, што би могло изазвати озбиљне

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

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

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

финансијске последице. С друге стране, уколико се цене некретнина буду вештачки одржавале, биланси ће бити заштићени неко време, али би то смањило инвестициону и грађевинску активност. Такође, услед постојане глобалне инфлације, коју додатно може подстаћи интензивирање украјинске кризе и кризе на Блиском истоку, било би потребно додатно заоштравање монетарних политика централних банака, што би се негативно одразило на финансијски сектор. Поред тога, постоји ризик фискалних изазова с којима би се могао суочити већи број земаља због растућих финансијских потреба у условима успореног привредног раста и већ подигнутог нивоа јавног дуга, што би се одразило и на привредни раст. Ефекти већег успоравања раста светске привреде од очекиваног, а пре свега зоне евра, испољили би се на Србију пре свега путем ниже екстерне тражње и ниже цене енергената и примарних производа. Нижа екстерна тражња одразила би се на успоравање раста активности домаће прерађивачке индустрије и извоза.

С друге стране, глобални раст би могао бити и виши од очекиваног, а од ризика навише ММФ истиче могуће брже успоравање базне инфлације по основу интензивнијег преношења индиректних позитивних ефеката нижих цена енергената и умањивања профитних маржи, као и притисака с тржишта рада. У том случају би потреба за монетарним затезањем била мања, а могућност „меког приземљења” већа. Могуће је да потрошачи у водећим економијама још увек нису искористили акумулирану штедњу током пандемије, као и да економске мере подршке домаћинствима у Кини допринесу опоравку домаће и светске привреде више него што се очекује. Бржи раст БДП-а Кине од очекиваног вероватно би повећао и цене енергената и других примарних производа и отежао борбу против инфлације, истовремено захтевајући строжу монетарну политику. Имајући све поменуто у виду, ценимо и да су **ризичи пројекције БДП-а, а у мањој мери и инфлације, по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње нешто израженији наниже.**

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

Упркос смањењу **глобалне инфлације**, пут ка одрживој стабилности цена у свету и даље прате бројни изазови. Пре свега, затегнутост на тржишту рада, нарочито у развијеним земљама, могла би

изазвати већи раст зарада од очекиваног. Кључно питање у зони евра и даље се односи на то да ли ће тражња бити смањена толико да компаније апсорбују веће трошкове зарада без даљег повећања цена својих производа и услуга, јер је то услов да се постигне циљ за инфлацију у 2025. години. Ако **компаније пребаце повећање зарада на потрошаче путем виших цена својих производа**, базна инфлација и инфлациона очекивања вероватно би расли. То би додатно заострило монетарне услове и њихову рестриктивност у дужем периоду, што би произвело негативне ефекте по привредни раст и финансијску стабилност. У супротном смеру на инфлацију би деловало смањење тражње услед већег заостравања кредитних услова од очекиваног и ефикаснијег трансмисионог механизма монетарне политике, посебно у средњем року.

Поновни раст инфлације довео би до **рестриктивније монетарне политике водећих централних банака него што се очекује**. Затезање монетарне политике водећих централних банака веће од тренутно очекиваног водило би даљем поостравању глобалних услова финансирања, расту премије ризика и смањењу прилива капитала у земље у успону, као и појави депрецијацијских притисака по том основу. У том случају би и на домаћем тржишту била виша цена задуживања у иностраној валути, што би се преко нижег расположивог дохотка за потрошњу и инвестиције могло одразити на нижу домаћу тражњу, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу евентуално мањих прилива портфолио инвестиција. Ако се пак инфлација у развијеним земљама врати на ниже нивое раније него што се очекује и/или ако се привредни раст знатније успори, водеће централне банке могле би да прекину циклус повећања својих референтних стопа и раније покрену циклус њиховог смањења. То 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, ризици остварења пројекције односе се на **брзину раста домаће тражње**. С једне стране, мањи доходак од ниже извозне тражње могао би се негативно одразити на тржиште рада, тј. спорији раст запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. С друге стране, **способност Србије да привуче СДИ** могла би се испоставити као већа од очекиване, тим пре ако се има у виду да су наше пројекције прилива СДИ прилично конзервативне и да је и претходних година њихова реализација била рекордна и изнад наших пројекција. То би допринело

даљем расту зарада и запослености. У истом правцу деловало би убрзање темпа извођења грађевинских радова више него што претпостављамо. У условима смиривања инфлаторних притисака и стабилизације цена елемената и материјала у грађевинарству, могуће је убрзање реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава, као и приватних инвестиција. Имајући то у виду, ценимо да су **ризичи пројекције БДП-а по основу домаће тражње асиметрични навише. Такође, бржи раст домаће тражње од очекиваног у одређеној мери би повећао и инфлаторне притиске.**

Ризик пројекције представљају и дешавања у **домаћем сектору енергетике, пре свега у области производње угља.** Потребе за увозом угља, а вероватно и електричне енергије ако предстојећа зима буде оштрија, представљају ризике наниже по привредни раст и навише по инфлацију. Ипак, временске прилике у досадашњем делу грејне сезоне су повољне, тако да се чини да је тај ризик мањи. С друге стране, реформа и инвестиције у енергетику истакнути су у новом стандбај аранжману с ММФ-ом, па би улагања у модернизацију енергетског сектора могла бити и већа од претпостављених. Имајући све наведено у виду, ценимо да су ризици по овом основу **за пројекцију привредног раста асиметрични навише.**

Симетрични ризик пројекције инфлације и БДП-а представља **пољопривредна сезона у наредној години,** за коју смо претпоставили да ће бити незнатно боља од овогодишње, као резултат модернизације опреме и веће примене агротехничких мера, чему треба да допринесу повећане државне субвенције пољопривреди.

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 геополитичке односе, као и да процењује њихов утицај на нашу привреду. Приликом доношења одлука о монетарној политици, Народна банка Србије ће узимати у обзир и ефекте досадашњег заштравања монетарне политике, као и време које је потребно да се они испоје у пуној мери. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, јер се на тај начин доприноси и одрживом привредном расту, а тиме и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције – различите претпоставке у погледу кретања светских цена примарних производа

Тренутно највећи ризик пројекције инфлације и БДП-а јесу геополитичка дешавања у свету, нарочито након избијања сукоба на Блиском истоку. Узимајући у обзир да би геополитичке тензије пре свега могле да утичу на светске цене примарних производа (нафте и пољопривредних производа), а тиме и осталих енергената, у овом осврту укратко представимо ефекте алтернативних сценарија који претпостављају додатно заоштравање геополитичких тензија, с једне стране, а, с друге стране, могућност да се геополитичке тензије раније разреши него што се очекује. У складу с тим, користили смо различите претпоставке о кретању цена примарних производа у односу на основни сценарио.

Заоштравање геополитичких тензија и избијање сукоба на Блиском истоку, који у великој мери одређује понуду нафте на светском тржишту, повећали су неизвесност на робним и финансијским тржиштима, што је за последицу имало волатилно кретање цене нафте претходних недеља, а у одређеној мери неизвесност се одразила и на раст премије ризика земаља у успону. Повећана је забринутост да би сукоб могао да се прошири на земље водеће произвођаче нафте на Блиском истоку, пре свега на Иран, и тиме додатно утиче на раст цена нафте. С друге стране, смањење тражње за нафтом у условима високих каматних стопа у водећим економијама и криза у грађевинском сектору Кине, и поред бољег остварења од очекиваног у Т3, засад делује ограничавајуће на њен раст. Према оцени Светске банке,¹ ако се конфликт не прошири, не треба очекивати његов знатнији ефекат на цене примарних производа, а тиме и на глобалну инфлацију. У прилог томе говори податак да је од избијања конфликта на Блиском истоку светска цена нафте повећана за око 5%, а да се затим вратила на пређашњи ниво, без значајнијих ефеката на цене примарних пољопривредних производа и метала. Међутим, могуће је да се конфликт прошири, па на основу историјског искуства Светска банка указује на могућност да се десе три различита сценарија. Први сценарио би био еквивалентан ефектима које је имало избијање рата у Либији 2011. године, када је смањена понуда нафте за између 500 хиљада и 2 млн барела дневно, што би за последицу имало раст цена нафте и њено кретање у распону 93–102 долара по барелу. У другом (средњем) сценарију претпостављено је смањење понуде нафте између 3 и 5 млн барела дневно, што је еквивалентно ефектима рата у Ираку 2003. године, и за последицу би имало кретање цене нафте у распону 109–121 долар по барелу, а у најгорем сценарију, који се, историјски посматрано, може поистоветити с нафтним ембаргом из 1973, цене нафте би чак могле достићи ниво 140–157 долара за барел. Раст светских цена нафте, ако потраје, за последицу би највероватније имао и раст цена примарних пољопривредних производа, чак и ако пољопривредна сезона, глобално посматрано, буде добра. Све то би даље довело до новог круга инфлаторних притисака, а тиме и даљег заоштравања монетарних политика ради обуздавања раста инфлације. Такође, даља економска и политичка фрагментација могла би поделити земље у трговинске блокове и проузроковати знатне губитке у светској производњи, укључујући и негативне ефекте на СДИ у условима глобално повећане аверзије за инвестирањем. Чак и кад би изостали директни ефекти на Србију, смањена расположивост и више цене енергената и хране одразили би се на раст увозне инфлације и успоравање глобалног привредног раста, што би имало индиректне последице и на нашу економију.

Ако претпоставимо да ће светска цена нафте под утицајем заоштравања геополитичких тензија у Т4 ове године бити виша за око 5% него у основном сценарију, а у 2024. за око 20% у просеку (што је близу средњег сценарија, који наводи Светска банка) и да ће се раст наставити благо споријим интензитетом и у 2025. (18%), што ће утицати и на то да цене примарних пољопривредних производа буду за око 15 п.п. више него у основном сценарију у 2024. и још за око 5 п.п. у 2025, последице би биле следеће:

- Раст светских цена нафте би се директно одразио на раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту, а раст светских цена примарних производа повећао би трошкове у производњи хране, што би за последицу имало и раст цена хране, тако да би се то директно одразило на домаћу инфлацију. Истовремено, по том основу би била виша и инфлација у зони евра (према процени ЕЦБ-а из септембарске пројекције, раст композитног индекса цена енергената од 21% изнад претпоставки из основног сценарија утицао би на вишу инфлацију у зони евра за 0,7 п.п.). То би даље утицало на више цене производа и услуга које увозимо, а вероватно и на раст инфлационих очекивања на домаћем тржишту, што би све заједно деловало инфлаторно. Према нашој процени, последице оваквог сценарија биле би **виша просечна инфлација у 2024. и 2025. за по 0,6 п.п. него у основном сценарију.**

¹ <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2023/10/26/commodity-markets-outlook-october-2023-press-release>

• Додатно заоштравање монетарних политика, које би највероватније уследило због потребе да се ублаже инфлаторни притисци, уз повећане трошкове производње по основу виших цена нафте, као и глобалну фрагментацију и раст премије ризика, негативно би се одразило на глобални привредни раст. Нижа екстерна тражња и заоштрени глобални финансијски услови негативно би деловали и на домаћу привредну активност, и преко нижег извоза, али и инвестиција и потрошње, што би делом ипак ублажило инфлаторне притиске. Ипак, ефекти на привредни раст оваквог сценарија били би мањи него ефекти на инфлацију и вероватно не би прелазили 0,2 п.п. (према оцени ЕЦБ-а из септембарске пројекције, ефекти раста цена енергената од 21% на БДП зоне евра били би занемарљиви).

• Мањи извоз, вредносно посматрано, услед ниже екстерне тражње, делом би могао бити компензован већим извозом пољопривредних производа и метала због раста њихових цена на светском тржишту. Истовремено, раст цена нафте, а вероватно и осталих енергената, утицао би на виши увоз енергената, вредносно посматрано, што би ипак у највећој мери било неутралисано нижим увозом опреме и потрошне робе у условима ниже домаће тражње. У правцу вишег дефицита текућег рачуна деловали би и већи расходи по основу примарног дохотка услед већег заоштравања глобалних финансијских услова. Када се све узме у обзир, као и у случају БДП-а, ценимо да ефекти оваквог сценарија на дефицит текућег рачуна не би били велики.

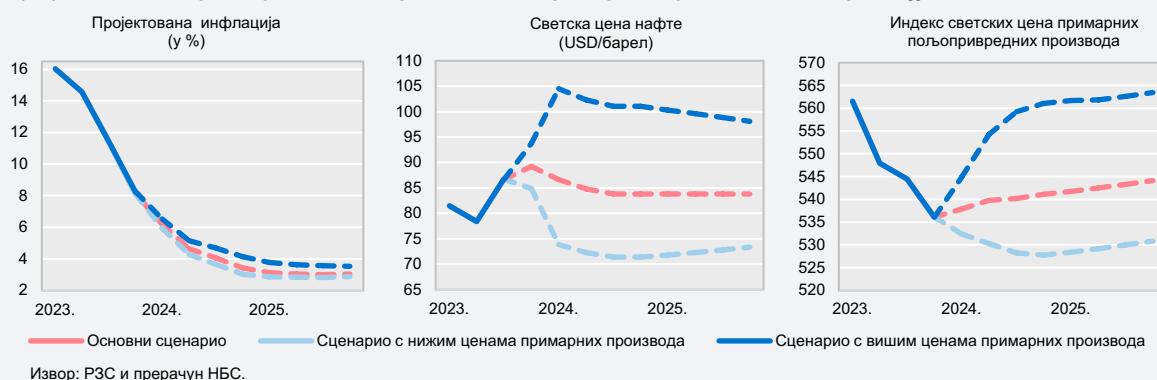
Ако пак претпоставимо да ће се геополитичке тензије раније разрешити него што смо претпоставили у основном сценарију и да ће престати да делује овај двоструки енергетски шок с којим се суочавамо у протекле две године, тј. да ће просечна светска цена нафте у наредној години бити нижа за око 15% него у основном сценарију, а у 2025. за око 13%, што ће повући наниже и светске цене примарних пољопривредних производа за око 10 п.п. у 2024. и 3 п.п. у 2025. (нарочито ако сезона, глобално посматрано, буде добра), ефекти би били следећи:

• **Просечна инфлација би у 2024. била нижа за 0,4 п.п., а у 2025. за 0,2 п.п. нижа него у основном сценарију**, на шта би се директно одразиле ниже цене нафтних деривата него у основном сценарију, као и нижи трошкови у производњи хране и нижа увозна инфлација.

• Привредни раст би био незнатно виши него у основном сценарију, као резултат смањења инфлаторних притисака, ниже премије ризика и веће екстерне тражње.

• Већа екстерна тражња би деловала и на бржи раст извоза од очекиваног. Услед раста домаће тражње, и увоз би остварио вероватно већи раст од очекиваног, док би светске цене нафте, чији је Србија нето увозник, деловале у правцу нижег увоза енергената, вредносно посматрано. Поред тога, расходи примарног дохотка вероватно би били нижи него у основном сценарију, што би све заједно за резултат имало благо нижи дефицит текућег рачуна него у основном сценарију.

Графикон О.6.1. Ефекти различитог кретања цена примарних производа на инфлацију



Већина аналитичара се слаже у оцени да евентуални раст цена примарних производа, чак и ако би се сукоб на Блиском истоку додатно проширио, највероватније не би имао такве ефекте као што је имао енергетски шок седамдесетих година прошлог века, јер су у међувремену многе земље створиле стратешке резерве примарних производа и диверсификовале изворе снабдевања. Народна банка Србије ће свакако наставити да прати дешавања на међународном робном и финансијском тржишту и да оцењује њихове ефекте и, уколико процени да је потребно, да предузима одговарајуће мере како би обезбедила средњорочну ценовну стабилност и одржив привредни раст.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	I 2023.	II 2023.	III 2023.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	5,6	6,0	6,5
Девизне резерве / краткорочни дуг	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	247,1	247,0	274,8	318,0	
Девизне резерве / БДП	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	30,8	32,1	34,3	35,1	36,4
Отплата дуга / БДП	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	5,8	9,2	9,6	7,7	10,9	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	11,6	18,0	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																	
Спољни дуг / БДП	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,4	69,4	69,8	69,0	
Краткорочни дуг / БДП	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,6	12,6	12,5	13,0	12,5	11,0	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	126,6	110,2	109,8	109,5	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																	
Девизне резерве / М1	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	176,6	179,9	181,2
Девизне резерве / примарни новац	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	204,7	223,5	213,4
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																	
65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	116,7	137,5	139,7	125,9	118,0	
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																	
БДП ¹⁾	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.345	60.426	15.021	16.820	17.776
Спољни дуг	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.488	41.895	43.592	44.396	
Сервисирање спољног дуга	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	1.158	1.835	
Девизне резерве НБС	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	21.381	22.585	24.182
Краткорочни дуг ²⁾	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	2.164	1.875	
Биланс текућих трансакција	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-153	-412	-226
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																	
	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.			
	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/ Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ/Дец.	Мај	Март/Дец.	Јун			
S&P	BB-		BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+			
	/стабилан		/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан			
Fitch		BB-		BB-		B+	B+	BB-	BB		BB+						
		/стабилан		/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/стабилан						
Moody's					B1			B1	Ba3		Ba3			Ba2			
					/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван			стабилан			

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁾ Према методологији ESA 2010. Податак за Т3 2023. процена је Народне банке Србије.

²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

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

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

3. 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.

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

5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	I 2023.	II 2023.	III 2023.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	7,7	2,5	0,9	1,7	3,5
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	16,2	13,7	10,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	21.381	22.585	24.182
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	10.021	10.206	10.143
– стопа раста у % у односу на претходну годину	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	20,4	9,0	2,3
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	10.970	10.964	10.825
– стопа раста у % у односу на претходну годину	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	5,4	-6,3	-4,2
Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-153	-412	-226
у % БДП-а	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,1	-4,2	-6,9	-1,0	-2,5	-1,3
Незапосленост по Анкети (у %)⁵)		20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	11,0	9,5	10,1	9,6	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁷)	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	709,2	726,4	724,7
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴)	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6	-3,3	-1,6	2,2	-1,3
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,1	-3,2	-1,4	3,5	-1,4
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁸)	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,5	55,1	51,0	51,7	51,3
Курс динара према долару (просек у периоду)	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	109,26	107,79	107,68
Курс динара према долару (крај периода)	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	107,56	107,82	110,75
Курс динара према еврау (просек у периоду)	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,33	117,28	117,21
Курс динара према еврау (крај периода)	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,29	117,23	117,20
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра)⁵)	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.815	53.345	60.426	15.021	16.820	17.776

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за ТЗ 2023. је флеш-процена РЗС-а.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције* бр. 6 ММФ-а (BPM6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

⁵) Према методологији ESA 2010. Податак за ТЗ 2023. процена је Народне банке Србије.

⁶) Подаци су ревидирани према новој методологији *Анкете о радној снази* из 2021. године. Од 2022. подаци усклађени с Полисом из 2022.

⁷) До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за ТЗ 2023. просек је два месеца.

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

Напомене:

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	9
III.0.1.	Доприноси компонената мг. стопи раста потрошачких цена	13
III.0.2.	Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март	13
III.0.3.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији	14
III.0.4.	Укупна и базна инфлација	14
III.0.5.	Доприноси компонената мг. стопи раста произвођачких цена	18
III.0.6.	Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	18
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	19
III.0.8.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	19
III.0.9.	Очекивана инфлација за две године унапред	19
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	21
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	21
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	22
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	23
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	23
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексирани кредите и депозите	24
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	24
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	25
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	25
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	25
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	29
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	29
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	30
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	30
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	30
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	31
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	31
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	32
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	32
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	33
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	33
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	34
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	39
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	39
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	39
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	43
IV.4.2.	Показатељи активности сектора услуга	43
IV.4.3.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	44
IV.4.4.	Показатељи грађевинске активности	44
IV.5.1.	Месечна динамика зарада у Србији	44
IV.5.2.	Просечна номинална нето зарада	45
IV.5.3.	Номиналне нето зараде по делатностима	45
IV.5.4.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	45
IV.5.5.	Кретање регистроване незапослености	46

V.0.1.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	48
V.0.2.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024.	49
V.0.3.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	49
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	50
V.0.5.	Кретање укупне и базне инфлације	51
V.0.6.	Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2023. и 2024.	51
V.0.7.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	51
V.0.8.	Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2023. и 2024.	52
V.0.9.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	52
V.0.10.	Кретање ИПЦ-а за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са септембром 2023)	53
V.0.11.	Консолидовани биланс Евросистема	57
V.0.12.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	57
V.0.13.	Очекивања чланова <i>FOMC</i> -а о адекватној монетарној политици: средња вредност циљаног распона или циљани ниво референтне каматне стопе	57
V.0.14.	Укупна актива ФЕД-а	58
V.0.15.	Кретање референтних стопа по земљама	58
V.0.16.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	59
V.0.17.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	59
V.0.18.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	59
V.0.19.	Европска цена природног гаса	60
V.0.20.	Попуњеност складишта гаса у ЕУ	60
V.0.21.	Европска цена струје	60
V.0.22.	Цене изабраних производа на светском тржишту	61
V.0.23.	Кретање светских цена минералних ђубрива	61
V.0.24.	Индекс светских цена хране	61
V.0.25.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	62
V.0.26.	Фискални резултат и јавни дуг опште државе	63
V.0.27.	Пројекција раста БДП-а	64
V.0.28.	Доприноси реалном расту БДП-а	65
V.0.29.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	65
V.0.30.	Кретање инвестиција у основне фондове	66
V.0.31.	Реални раст извоза и увоза	66
V.0.32.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	67
V.0.33.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	68
V.0.34.	Пројекција инфлације	68
V.0.35.	Краткорочна пројекција инфлације	69
V.0.36.	Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2023.	70
V.0.37.	Пројекција раста потрошачких цена	70
V.0.38.	Пројектовано кретање производног јаза	71
V.0.39.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	71
V.0.40.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	71
V.0.41.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	72

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т3 2023.	14
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	24
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	43
V.0.1.	Најважније претпоставке пројекције	47
V.0.2.	Прогнозе реалног раста БДП-а за 2023. и 2024.	48
V.0.3.	Пројекције раста реалног БДП-а по земљама региона	50
V.0.4.	Пројекције инфлације по земљама региона	53
V.0.5.	Нови сет фискалних правила	63
V.0.6.	Пројекције просечне инфлације у Србији од стране међународних институција	69
V.0.7.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	74

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

Графикони у освртима

О.1.1. Фонд свиња у Србији и изабраним земљама	15
О.1.2. Производња и потрошња свињског меса	15
О.1.3. Цена кукуруза и сточне хране на домаћем и међународном тржишту	16
О.1.4. Цене живе ваге у Србији и ЕУ и малопродајне цене свињског меса у Србији	16
О.1.5. Стопе раста цена свињског меса у 2022.	17
О.2.1. Просечни дневни <i>HHI</i> понуде и тражње за девизама резидената и нерезидената	27
О.2.2. Повећан капацитет понуде девиза да апсорбује тражњу за девизама у данима када је тражња концентрисанија од понуде	28
О.3.1. Производни јаз, фискални дефицит и фискални импулс	37
О.3.2. Учешће фискалног импулса у производном јазу	37
О.4.1. Структура бруто додате вредности по делатностима у Немачкој	40
О.4.2. Кретање производне активности у Немачкој	40
О.4.3. Кретање производне активности у изабраним областима прерађивачке индустрије у Немачкој	41
О.4.4. Водећи индекси економске активности за Немачку	42
О.5.1. Промене потрошачких цена	54
О.5.2. Кумулативна стопа укупне инфлације од почетка 2021. године до септембра 2023. (<i>HICP</i>)	54
О.5.3. Кумулативна стопа базне инфлације од почетка 2021. године до септембра 2023. (<i>HICP</i>)	55
О.5.4. Кумулативни утицај базног ефекта на мг. инфлацију у Србији од јануара 2023.	55
О.5.5. Трошкови задуживања су растући	56
О.6.1. Ефекти различитог кретања цена примарних производа на инфлацију	79

Табеле у освртима

О.4.1. Извоз прерађивачке индустрије Србије у периоду јануар–септембар 2023.	41
--	----

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2022. година

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

2023. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 9. 2023.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 6,50%. На непромењеним нивоима задржане су и каматне стопе на депозитне (5,25%) и кредитне олакшице (7,75%).

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу определио је наставак попуштања глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њен очекиван повратак у границе циља у хоризонту монетарне политике. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду пооштравани монетарни услови и да је сада потребно да се сагледају пуни ефекти претходних подизања основних каматних стопа. Преношење досадашњег повећања референтне каматне стопе на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе. Ипак, ради одлучне борбе против инфлације, Народна банка Србије одлучила је да путем обавезне резерве повуче део високих вишкова динарске ликвидности и тиме додатно пооштри домаће монетарне услове. Ако процени да је потребно, Извршни одбор не искључује могућност даљег пооштравања монетарне политике.

Слабљење глобалних инфлаторних притисака настављено је пре свега по основу нижих цена енергената и примарних производа на светском тржишту, чије су цене и даље знатно ниже у поређењу с претходном годином, решавања застоја у међународним ланцима снабдевања, као и ефеката заоштравања монетарних политика водећих централних банака. У зони евра, нашем најважнијем економском партнеру, укупна међугодишња инфлација непромењена је у августу у односу на јул, али је смањена базна инфлација, која се изједначила са укупном инфлацијом. Наредне одлуке Европске централне банке у великој мери зависиће од података који буду пристизали, с обзиром на још увек присутну неизвесност у погледу темпа дезинфлације у наредном периоду због наставка раста зарада у зони евра, рекордно ниске незапослености и високих профитних маржи компанија. Сличан став у погледу монетарне политике изнео је и Систем федералних резерви на последњем састанку, при чему је процес дезинфлације у Сједињеним Америчким Државама бржи него у зони евра. Извршни одбор Народне банке Србије истиче да је опрезност монетарне политике и даље неопходна због присутних геополитичких тензија, као и, иако смањених, и даље присутних ризика у погледу цена енергената и њихове расположивости у наредном периоду, као и светских цена примарних пољопривредних производа.

Међугодишња инфлација у Србији од априла налази се на опадајућој путањи и у јулу је додатно успорила на 12,5%, уз забележену месечну дефлацију, што је у складу с ранијим проценама Народне банке Србије. Успоравање инфлације је у највећој мери резултат успоравања раста цена прерађене хране и енергије, као и цена у оквиру базне инфлације, која се од јуна креће на једноцифреном нивоу и у јулу је износила 9,4% међугодишње. Извршни одбор очекује да ће међугодишња инфлација наставити да се креће опадајућом путањом, смањујући се просечно месечно за око 1 процентни поен, тако да би крајем године требало да износи око 8%. На такво кретање инфлације утицаће и слабљење глобалних трошковних притисака и излазак из међугодишњег обрачуна инфлације поскупљења хране и енергената из друге половине 2022. године. Опадајућој путањи инфлације у наредном периоду и њеном повратку у границе циља у другом тромесечју 2024. допринеће и ефекти заоштравања монетарних услова, успоравање увозне инфлације, као и очекивани даљи пад инфлационих очекивања.

Раст бруто домаћег производа је у другом тромесечју убрзан на 1,7% међугодишње, као што је била и прва процена Републичког завода за статистику. Тиме је привредни раст у првој половини године износио 1,3% међугодишње, што је у складу с пројекцијом Народне банке Србије да ће на нивоу године он бити у распону од 2% до 3%. Оствареном расту највише доприноси нето извоз захваљујући расту извоза робе и услуга, упркос томе што је очекивани раст светске привреде ове и наредне године успорен због пооштрених услова на међународном финансијском тржишту, структурних промена услед пандемије и нижих инвестиција. Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је узео у обзир и ризик да смањена екстерна тражња у одређеној мери може умањити производњу и извоз прерађивачке индустрије у Србији у наредном периоду.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира кретање кључних фактора инфлације из домаћег и међународног окружења и да доноси одлуке у зависности од пројектованог кретања инфлације. Истовремено, водиће рачуна и о одржавању финансијске стабилности и обезбеђењу подршке континуираном привредном расту, даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

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. 2023.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 6,50%. На непромењеним нивоима задржане су и каматне стопе на депозитне (5,25%) и кредитне олакшице (7,75%).

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу определио је наставак попуштања глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њен очекиван повратак у границе циља у хоризонту монетарне политике. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду пооштравани монетарни услови путем основног инструмента – каматне стопе, а у септембру и повећањем стопе обавезне резерве, као и да је сада потребно да се сагледају пуни ефекти донетих мера. Преношење досадашњег пооштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду да се укупна инфлација смањује у међународном окружењу, мада скорашњи раст цена енергената и повишени трошкови зарада и даље захтевају опрезност централних банака у многим земљама. У зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, укупна инфлација на међугодишњем нивоу у септембру је додатно смањена, при чему је опала и базна инфлација. Даље смањење глобалних инфлаторних притисака очекује се у остатку ове године и у 2024, али ће инфлација остати изнад циља централних банака у многим земљама. Због тога је Европска централна банка одлучила да у септембру додатно заоштри монетарне услове повећањем својих основних каматних стопа за по 25 базних поена, уз оцену да ће њене будуће одлуке и даље зависити од података који буду пристизали. Сличан став у погледу монетарне политике има и Систем федералних резерви, који је у септембру ипак задржао своје каматне стопе на непромењеном нивоу.

Када је реч о светским ценама енергената, на опрезност упућују и даље присутне геополитичке тензије и недавни раст цене сирове нафте, који је пре свега последица одлуке земаља ОПЕС+ да се продужи ограничење понуде до краја године, али и растуће тражње за нафтом. Расту и цене природног гаса, с обзиром на то да се приближава зимска грејна сезона и да је смањена производња у Аустралији и Норвешкој. Ипак, процењује се да остварени раст светских цена енергената неће имати већи негативан ефекат на инфлацију у Србији и неће угрозити њену опадајућу путању.

Путања међугодишње инфлације у Србији је опадајућа од априла, при чему је у августу била и нешто нижа од актуелне средњорочне пројекције и износила је 11,5%. Успоравање инфлације је резултат успоравања раста цена хране и цена у оквиру базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), чији се међугодишњи раст од јуна креће на једноцифреном нивоу и у августу је износио 9,1%. Извршни одбор очекује да ће међугодишња инфлација наставити да се креће опадајућом путањом, смањујући се просечно месечно за око 1 процентни поен, тако да би крајем године требало да износи око 8%. На овакво кретање инфлације утицаће и слабљење глобалних трошковних притисака, као и излазак из међугодишњег обрачуна инфлације поскупљења хране и енергената из друге половине 2022. године. Опадајућој путањи инфлације у наредном периоду и њеном повратку у границе циља у другом тромесечју 2024. допринеће и ефекти заоштравања монетарних услова, успоравање увозне инфлације, као и очекивани даљи пад инфлационих очекивања.

Кретање показатеља доступних на месечном нивоу указује на то да се динамика привредног раста у трећем тромесечју додатно убрзава и да је повољнија од очекивања изнетих у августовској пројекцији Народне банке Србије, према којој се у 2023. очекивао раст бруто домаћег производа у распону од 2% до 3%, али највероватније ближе доњој граници. Упркос смањеној екстерној тражњи, пре свега из зоне евра, повољнија кретања од очекиваних остварују се пре свега у прерађивачкој индустрији, чему доприносе инвестиције из претходног периода и раст домаће тражње. Поред тога, подаци о процењеној производњи главних пољопривредних култура указују на то да ће овогодишња сезона највероватније бити изнад просечне, тј. изнад очекивања Народне банке Србије. У наставку године очекује се позитиван допринос од грађевинарства, као резултат наставка реализације инфраструктурних пројеката, и од услужних сектора, чему треба да допринесе даљи раст запослености и зарада, пре свега у приватном сектору. Ипак, према проценама Народне банке Србије, домаћа тражња ће расти спорије од укупног бруто домаћег производа и по том основу не очекују се већи инфлаторни притисци.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира кретање кључних фактора инфлације из домаћег и међународног окружења и да доноси одлуке у зависности од пројектованог кретања инфлације. Истовремено, водиће рачуна и о одржавању финансијске стабилности и обезбеђењу подршке континуираном привредном расту, даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 11. 2023.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 6,50%. На непромењеним нивоима су задржане и каматне стопе на депозитне (5,25%) и кредитне олакшице (7,75%).

Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу определио је наставак попуштања глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њено очекивано кретање у границама циља у хоризонту монетарне политике. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду пооштравани монетарни услови путем основног инструмента, каматне стопе, а у септембру и повећањем стопе обавезне резерве, као и да је сада потребно да се сагледају пуни ефекти донетих мера. Преношење досадашњег пооштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, као и смањење краткорочних инфлационих очекивања указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду да се инфлација у међународном окружењу смањује, иако је још увек изнад циља централних банака у готово свим земљама које циљају инфлацију. У условима попуштања трошковних притисака и отклањања застоја у снабдевању, као и заоштрене монетарне политике, Европска централна банка у октобру није мењала висину референтне каматне стопе, уз оцену да ће њене будуће одлуке и даље зависити од података који буду пристизали. Сличан став у погледу монетарне политике има и Систем федералних резерви, који од јула није мењао висину распона својих каматних стопа. Даље смањење глобалних инфлаторних притисака очекује се и током 2024. године, што треба да допринесе и нижој домаћој инфлацији.

Извршни одбор је истакао да опрезност у одлучивању о монетарној политици и даље налажу геополитичке тензије, нарочито након избијања конфликта на Блиском истоку, као и волатилно кретање светских цена сирове нафте и неких врста хране, које могу имати утицаја и на инфлациона очекивања. Ипак, у односу на максимуме достигнуте прошле године, цене примарних производа су ниже и уколико се геополитичке тензије не буду даље заоштравале, по овом основу не треба очекивати неки знатнији ефекат на глобалну и домаћу инфлацију.

Међугодишња инфлација у Србији налази се на опадајућој путањи од априла, при чему је њен ниво у августу и септембру био и нешто нижи него што смо очекивали. Успоравање инфлације на 10,2% у септембру резултат је нижег раста цена хране и базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) која је смањена на 8,2%. Важно је истаћи и значај заоштравања монетарних услова које ће заједно са осталим факторима утицати на готово извесно враћање инфлације на једноцифрен ниво у октобру и наставак њеног даљег смањења у наредним месецима. Смиривање инфлације одразило се на даљи пад инфлационих очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, као и на кретање очекивања за две и три године унапред у границама циља Народне банке Србије. И према нашој новој пројекцији инфлација ће крајем ове године износити око 8%, а средином 2024. ће се вратити у границе циља.

Извршни одбор је истакао да је динамика привредног раста у трећем тромесечју убрзала изнад очекивања, на 3,5%, према процени Републичког завода за статистику. Захваљујући убрзању реализације инфраструктурних пројеката, највећи допринос убрзању раста потиче од грађевинарства. Повољнија кретања од очекиваних остварују се у прерађивачкој индустрији, чему доприносе инвестиције из претходног периода и раст домаће тражње. Такође, подаци о приносима најважнијих култура указују на то да је овогодишња пољопривредна сезона премашила наша очекивања и да је била изнадпросечна. Посматрано с расходне стране, раст је био вођен растом инвестиција, и то првенствено приватних. Такође, позитиван допринос, мада у мањој мери него у првој половини године, дао је нето извоз, као резултат наставка реалног раста извоза робе и услуга и пада увоза.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира кретање кључних фактора инфлације из домаћег и међународног окружења и да доноси одлуке у зависности од пројектованог кретања инфлације. Истовремено, водиће рачуна и о одржавању финансијске стабилности и обезбеђењу подршке континуираном привредном расту, даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

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 7. децембра 2023. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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