



Народна банка Србије

2024
НОВЕМБАР

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2024
носембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. новембра 2024. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 1. новембра.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	9
III. Кретање инфлације	13
IV. Детерминанте инфлације	19
1. Кретања на финансијском тржишту	19
<i>Осврт 1: Анализа утицаја промене кредитног рејтинга и изгледа на прилив СДИ у Србију</i>	22
2. Новац и кредити	28
3. Агрегатна тражња	32
4. Економска активност	35
<i>Осврт 2: Ревизија података о БДП-у за период од 1995. до 2023. године</i>	37
5. Кретања на тржишту рада	39
V. Пројекција	41
<i>Осврт 3: Неутрална каматна стопа и карактер монетарних политика водећих централних банака</i>	51
<i>Осврт 4: Анализа одступања остварене од пројектоване инфлације у Србији од пре годину дана</i>	67
<i>Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције</i>	74
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	78
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	79
Списак графикана и табела	81
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	84
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	85

I. Резиме

Према оценама релевантних међународних институција, **изгледи глобалног привредног раста** за ову и наредну годину нису се битније променили у односу на претходна очекивања, али је констатовано да је пројектовани глобални раст, који, према оцени Међународног монетарног фонда, износи по 3,2% у обе године, и даље испод дугорочног просека оствариваног пре избијања вишедимензионалне економске кризе. Ипак, оцењује се да је светска привреда показала неубичајену отпорност, као и да је, упркос снажном и синхронизованом заоштравању монетарних услова широм света, успела да избегне рецесију. Раст је неуједначен по регионима, при чему се економска активност у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, у овој години опоравља спорије него што се очекивало, највише због лошијих перформанси у производном сектору Немачке. Пројекције релевантних међународних институција привредног раста зоне евра кориговане су незнатно наниже за ову годину, на 0,7–0,8%, а за наредну годину на 1,2–1,3%.

У периоду од претходног извештаја настављена је опадајућа путања **глобалне инфлације**, али је базна инфлација у већини земаља остала постојана, пре свега због затегнутих услова на тржишту рада. Ипак, у наредном периоду очекује се пад и базне инфлације на глобалном нивоу, који ће довести до даљег успоравања укупне инфлације. Слично важи и за зону евра, али ће базна инфлација највероватније остати изнад нивоа укупне инфлације у целом хоризонту пројекције. Према прогнози Међународног монетарног фонда, просечна инфлација у развијеним земљама у 2025. требало би да се стабилизује на 2,0%, а у земљама у успону и развоју у просеку ће износити 5,9%, при чему се повратак инфлације у границе циља у већини земаља не очекује пре краја 2025. године.

У складу са слабљењем инфлаторних притисака, **већина централних банака започела је циклус ублажавања монетарне политике**. Када су у питању водеће централне банке, Европска централна банка од јуна смањује основне каматне стопе, а Систем

Раст светске привреде показао се отпорнијим од очекиваног током периода вођења рестриктивних монетарних политика, чему доприноси смањење глобалне инфлације.

У наредном периоду смањење глобалне инфлације биће вођено смањењем базне инфлације, али ће она у већини земаља и током наредне две године остати изнад укупне.

Већина централних банака започела је циклус ублажавања монетарне политике, у складу са успоравањем инфлације.

федералних резерви од септембра, при чему су, према оцени ових централних банака, монетарни услови, иако ублажени, и даље рестриктивни. Централне банке региона средње и југоисточне Европе у режиму циљања инфлације и раније су започеле са ублажавањем монетарних политика, а већина њих је са смањењем каматних стопа наставила и током трећег тромесечја.

Ризици на глобалном нивоу и даље су повишени, а ефекти на глобални привредни раст израженији су наниже.

И поред нормализације економских прилика у претходној и овој години, **економска дешавања у међународном окружењу и даље се карактеришу као изазовна и непредвидива**, при чему су ризици по глобални привредни раст израженији наниже. Као кључни ризици истичу се могућ већи раст цена примарних производа под утицајем климатских промена, регионалних сукоба и геополитичких тензија, затим појачавање протекционистичких мера, веће успоравање привреде Кине од очекиваног, заоштренији монетарни и финансијски услови него што је предвиђено, као и финансијска рањивост појединих земаља у успону због повећаног јавног дуга.

Захваљујући одговорној економској политици и показаној отпорности на негативне утицаје глобалне вишедимензионалне кризе, Србија је први пут у историји добила инвестициони кредитни рејтинг, чиме је испуњен један од најважнијих стратешких циљева Народне банке Србије и Владе за ову годину.

Привреда Србије је показала знатну отпорност на поменута неповољна дешавања из међународног окружења. О томе сведоче пре свега динамичан привредни раст, који се наставља у овој години по стопи која је готово највиша у Европи и који ће, кумулативно посматрано, премашити претпандемијски ниво за преко 18%, потом успостављена опадајућа путања инфлације и њен повратак у границе циља. Такође, смањене су фискална и екстерна неравнотежа, уз девизне резерве земље на рекордном нивоу и изнад свих критеријума који се користе за оцену њихове адекватности. У прилог претходно наведеном говори и добијање кредитног рејтинга инвестиционог ранга од *Standard & Poor's*, једне од три најеминентније светске рејтинг агенције, као и успешан завршетак четвртог разматрања аранжмана из предострожности с Међународним монетарним фондом и договарање новог аранжмана подржаног Инструментом за координацију политика, који не подразумева повлачење финансијских средстава. Србија је први пут у историји добила инвестициони рејтинг, а најзначајнији очекивани позитивни ефекти у том смислу јесу повољнији услови финансирања државе и приватног сектора и додатна препознатљивост Србије на светској инвестиционој мапи.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији Извршни одбор Народне банке Србије опрезно је ублажавао монетарну политику.

У периоду од претходног извештаја **Извршни одбор Народне банке Србије наставио је да опрезно ублажава монетарну политику.** Након што је у

септембру смањио референтну каматну стопу за 25 базних поена, на 5,75%, чиме је у текућем циклусу ублажавања она укупно смањена за 75 базних поена, у октобру и новембру Извршни одбор је одлучио да каматну стопу задржи на непромењеном нивоу. Приликом доношења одлука Извршни одбор је истакао да је, и поред повратка инфлације у границе циља и наставка њеног кретања у оквиру ових граница, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, с обзиром на непредвидивост макроекономских дешавања у међународном окружењу и раст геополитичких ризика, али и потребу да се сагледају ефекти претходних смањења референтне каматне стопе.

Кредитна активност према немонетарном сектору током трећег тромесечја додатно је убрзала међугодишњи раст, на 6,6% у септембру, при чему су кредити привреди убрзали раст на 5%, а кредити становништву на 7,8%. Убрзању кредитне активности доприносе очекивано и започето ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке и ублажени кредитни стандарди банака. Током трећег тромесечја и код привреде и становништва већи раст бележе динарски од девизно индексираних кредита, што је резултирало даљим растом степена динаризиције пласмана, на 36,8%. Раст кредитне активности, уз нижи износ проблематичних потраживања, утицао је на то да се учешће проблематичних кредита у укупним кредитима спусти на нову најнижу вредност од 2,7% у августу, на којој се задржала и у септембру.

Екстерну позицију Србије карактерише раст и извоза и увоза робе и услуга у односу на исти период претходне године, при чему је због бржег међугодишњег раста увоза (8,5%) од извоза (4,3%) дефицит текућег рачуна повећан у односу на претходну годину и у девет месеци је износио 3,3 милијарде евра. У оквиру робног извоза, упркос и даље слабој екстерној тражњи, извоз прерађивачке индустрије наставио је да расте (по стопи од око 3% међугодишње), као резултат инвестиција из претходног периода, а захваљујући високим приносима јесењих култура из 2023. опоравио се и извоз пољопривреде. Раст увоза водио је увоз опреме за потребе модернизације капацитета и одвијања инвестиционог циклуса, а делом и увоз потрошних добара и туристичких услуга по основу већег расположивог дохотка становништва. Већем дефициту текућег рачуна у поређењу с претходном годином делом је допринео и већи дефицит примарног дохотка, пре свега по основу страних директних инвестиција, а делом и мањи суфицит

Кредитна активност наставља да убрзава раст, али и даље расте спорије од бруто домаћег производа, што је важно из угла ценовне стабилности.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у девет месеци, иако виши него у истом периоду 2023, готово у пуној мери је био покривен нето приливима по основу страних директних инвестиција, што је допринело томе да преовладају апрецијацијски притисци у овој години.

Настављен је тренд повољних фискалних кретања, а планирана издашнија фискална политика за потребе реализације програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027” неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу.

И у трећем тромесечју настављена је позитивна динамика активности у већини производних и услужних сектора, због чега и даље процењујемо да ће раст бруто домаћег производа у овој години износити 3,8%, који би био и већи да није било негативних ефеката суше на пољопривредну производњу и производњу струје из хидроелектрана.

секундарног дохотка. И поред повећања, дефицит текућег рачуна више је него у пуној мери био покривен приливима по основу страних директних инвестиција у Србију, који су у девет месеци премашили 3,6 милијарди евра. То је допринело да и током текуће године преовладају апрецијацијски притисци и да Народна банка Србије на девизном тржишту за десет месеци буде нето купац девиза у износу од 1.990 милиона евра.

Фискална кретања у досадашњем току године била су повољнија од очекиваних, уз остварени суфицит, који је на консолидованом нивоу у прва три тромесечја износио 29,1 милијарду динара. Повољнијем резултату на страни прихода допринели су повољни трендови на тржишту рада, по основу чега су повећани приходи од пореза на доходак грађана и пореза на додату вредност и акциза, док се већа профитабилност привреде у прошлој години одразила на раст пореза на добит. На расходној страни, у односу на планиране, смањени су издаци за државне интервенције у енергетици. Остварени фискални простор искоришћен је за повећање јавних инвестиција, пре свега у саобраћајну, енергетску и комуналну инфраструктуру, које би требало да се и наредних година задрже око нивоа од 7,3% бруто домаћег производа. Иако је средњорочним фискалним оквиром планирано да фискална политика буде издашнија за потребе реализације инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, уз учешће дефицита опште државе у бруто домаћем производу ове године од највише 2,7%, а у наредне две године од 3%, то неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које би требало да се снизи са 47,9% на крају ове године на 46,5% на крају 2027. године.

Према првој процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју износио је 3,1%, **што је у складу с нашом проценом раста за ову годину од 3,8%**. Овогодишњи раст бруто домаћег производа вероватно би био и већи да због ефеката суше пољопривредна производња није била лошија од просечне и да није смањена производња струје из хидроелектрана. Структура привредног раста за ову годину није знатније промењена у односу на августовску пројекцију, већ је само благо ревидиран допринос појединачних категорија, уз уважавање нових ревидираних података о годишњем бруто домаћем производу за претходне године, као и остварених кретања у појединим секторима током трећег тромесечја. Посматрано с производне стране, процењујемо да ће раст бруто домаћег производа бити

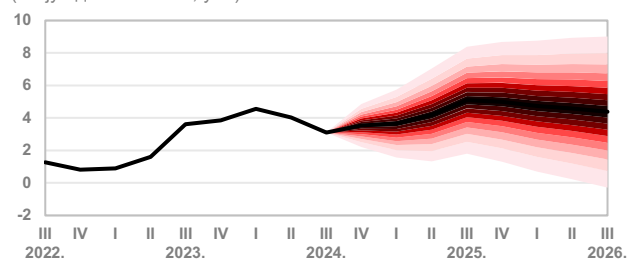
вођен растом активности у услужним секторима, али и прерађивачкој индустрији и грађевинарству. Посматрано по структури употребе, раст економске активности ове, али и наредних година, водиће домаћа тражња, уз позитиван допринос свих њених компонената. Највећи позитиван допринос, који је благо виши него у августовској пројекцији, очекује се од приватне потрошње, чему ће допринети наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору. Поред тога, захваљујући очуваном инвестиционом поверењу, које је додатно потврђено добијањем инвестиционог кредитног рејтинга, досадашњим током текућег инвестиционог циклуса, као и наставком високог прилива страних директних инвестиција, у односу на очекивања из августа ревидирали смо навише и допринос инвестиција у основне фондове. Истовремено, и поред очекиваног даљег раста извоза, првенствено захваљујући инвестицијама у извозне секторе у претходним годинама, пројектовали смо бржи раст увоза него у претходној пројекцији услед додатног убрзања инвестиција и личне потрошње, што ће за последицу имати благо већи негативан допринос нето извоза расту бруто домаћег производа него у августовској пројекцији.

Убрзаном расту економске активности, на распон 4–5% у наредне две године, допринесиће реализација инвестиција планираних програмом „Скоп у будућност – Србија Експо 2027” и осталих инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и очекивани опоравак зоне евра, а тиме и екстерне тражње. Услед очекиваног убрзања инвестиционог циклуса, што ће се одразити и на већи увоз опреме и репроматеријала, пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу ове године бити на нивоу од око 4,7%, а у наредне две године око 5%, што је у границама екстерне одрживости. Очувању повољне екстерне позиције допринеће и висок и пројектно и географски распрострањен прилив страних директних инвестиција, који процењујемо да ће износити око рекордног нивоа из прошле године од 4,6 милијарди евра и у средњем року. Убрзање привредног раста Србије по основу раста инвестиција и продуктивности треба да допринесе и расту производног потенцијала и убрзању процеса реалне конвергенције Србије Европској унији.

Међугодишња инфлација је и током трећег тромесечја наставила да се креће унутар граница дозвољеног одступања од циља и, након 4,3% у јулу и августу, у септембру је благо успорила на 4,2%.

Пројекција за 2025. и 2026. годину је непромењена у односу на претходне пројекције, тако да и даље очекујемо додатно убрзање раста бруто домаћег производа, на распон 4,0–5,0%, с централном вредношћу од 4,5%.

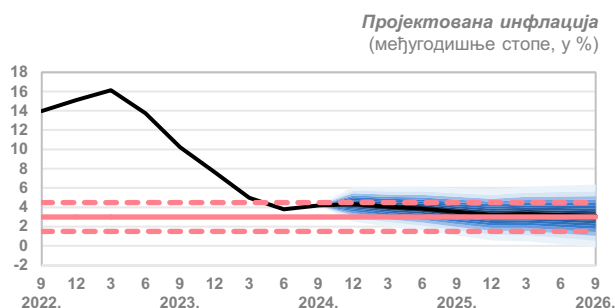
Пројекција раста бруто домаћег производа (међугодишње стопе, у %)



Међугодишња инфлација у Србији наставила је током трећег тромесечја да се креће унутар граница циља од $3 \pm 1,5\%$.

Остварени ниво укупне инфлације био је у складу с пројекцијом из августовског извештаја, при чему је раст цена воћа и поврћа услед суше био већи од очекиваног, али је то неутралисано падом цена нафтних деривата у условима ниже светске цене нафте. **Базна инфлација** (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) наставила је да се креће око нивоа од 5% међугодишње, вођена растом цена услуга, док је у супротном смеру деловао наставак успоравања раста цена индустријских производа. С друге стране, изведена мера базне инфлације, *trimmed mean*, добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера, током трећег тромесечја кретала се испод укупне инфлације и у септембру је износила 3,6% међугодишње. Од почетка године у границама циља налазе се и **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред**, док су средњорочна очекивања усидрена унутар ових граница дуже време, што говори о поверењу тржишних субјеката у мере монетарне политике и о кредибилитету Народне банке Србије.

Према нашој новој пројекцији, инфлација би у целом хоризонту пројекције требало да се задржи у границама циља ($3 \pm 1,5\%$).



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

Према нашој новој пројекцији, међугодишња инфлација ће се до краја хоризонта пројекције кретати у границама дозвољеног одступања од циља. До краја ове године инфлација би требало да се креће око или благо изнад септембарског нивоа, пре свега због негативних ефеката суше, а затим да постепено успорава и да се крајем наредне године приближи централној вредности циља. Успоравању инфлације у наредној години највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, на које утиче и наставак смањења инфлационих очекивања, као и нижа увозна инфлација. На опадајућу путању инфлације одразиће се и пројектовано успоравање раста реалних зарада, као и очекивани пад светске цене нафте у складу с фјучерсима. Нова пројекција инфлације је у кратком року благо виша у односу на августовску због већих негативних ефеката суше на понуду и цене воћа и поврћа, а делом и услед бржег раста домаће тражње. У смеру ниже пројекције него у августу делује нижа светска цена нафте, и поред додатног заоштравања геополитичких тензија пре свега на Блиском истоку, као и мања увозна инфлација и спорији привредни раст у зони евра.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа и даље у највећој мери потиче од фактора из међународног окружења, а првенствено од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и других

примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на перзистентност базне инфлације на глобалном нивоу и дужину трајања заострених монетарних политика водећих централних банака. Ризици пројекције потичу и од брзине раста домаће тражње, пре свега по основу висине прилива страних директних инвестиција и улагања у инфраструктуру и сектор енергетике. Од домаћих ризика важан је и исход домаће пољопривредне сезоне, који се у случају инфлације у највећој мери односи на кретање цена воћа и поврћа, док је за бруто домаћи производ од посебне важности род житарица. Укупно посматрано, ризике пројекције инфлације и ризике пројекције раста бруто домаћег производа за ову и наредне године оцењујемо као симетричне. **Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од брзине успоравања инфлације.** Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и повећању запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

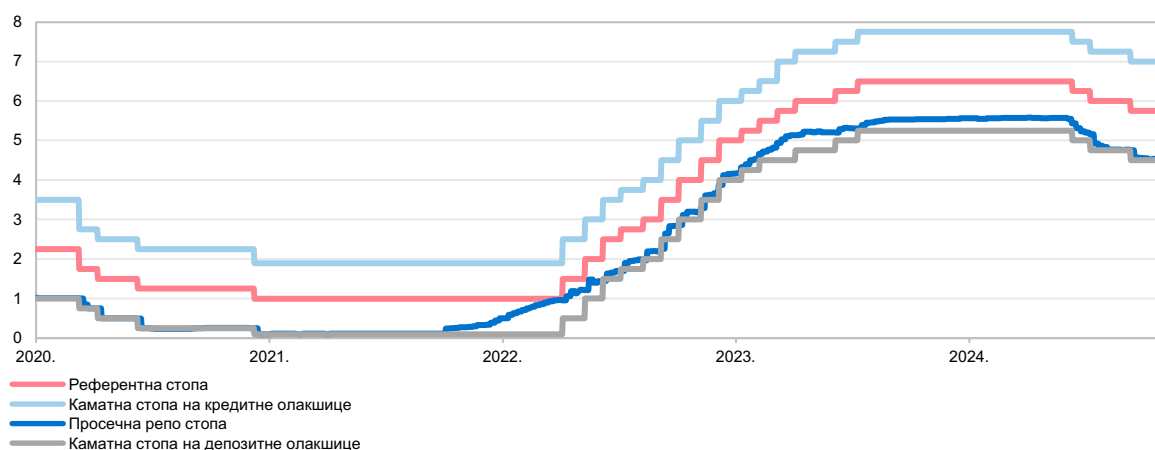
У периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије наставио је да опрезно ублажава монетарну политику. Након што је у септембру смањило референтну каматну стопу за 25 б.п., на 5,75%, чиме је у текућем циклусу ублажавања она укупно смањена за 75 б.п., у октобру и новембру Извршни одбор је одлучио да задржи каматну стопу на непромењеном нивоу. Приликом доношења одлука Извршни одбор је истакао да је, и поред повратка инфлације у границе циља и наставка њеног кретања у оквиру ових граница, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, имајући у виду непредвидивост макроекономских дешавања у међународном окружењу и раст геополитичких ризика, али и потребу да се сагледају ефекти претходних смањења референтне каматне стопе.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији Извршни одбор Народне банке Србије додатно је у септембру смањило висину референтне каматне стопе за 25 б.п., на 5,75%, док је у октобру није мењао. Са смањењем референтне каматне стопе смањене су и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице, на 4,50% и 7,00%, респективно, као и просечна пондерисана репо стопа, са 4,77% на 4,52% крајем октобра. Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије пренело се на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца, које су такође смањене, као и на појефтињење динарских кредита, што указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, услови у домаћем и међународном окружењу у којима је вођена монетарна политика у Србији, као и у многим другим земљама, омогућили су да се **настави са ублажавањем монетарне политике, али умереним темпом**. Одлуку о томе Извршни одбор је донео уз пажљиво разматрање свих расположивих информација и података, анализу кретања инфлације и монетарне трансмисије како монетарно ублажавање не би угрозило одрживост опадајуће путање инфлације и њено кретање унутар граница циља.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у септембру и октобру представљала је **августовска**

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



Извор: НБС.

средњорочна пројекција инфлације, према којој ће инфлација наставити да се креће унутар граница циља, при чему ће крајем ове године бити на нивоу од око 4%, а затим ће се током наредне године постепено приближити централној вредности циља од 3%. Фактори који ће највише утицати на такво кретање инфлације јесу и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, очекивано постепено успоравање раста реалних зарада и очекивани пад светске цене нафте у складу с фјучерсима.

У складу с најавама Извршног одбора, **мг. инфлација у Србији** наставила је да се креће у границама циља ($3 \pm 1,5\%$), путањом која је у складу с пројекцијом Народне банке Србије. У септембру је мг. инфлација смањена на 4,2%, са 4,3% у јулу и августу. Базна инфлација, тј. ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, од фебруара се стабилизовала на око 5% мг., а од маја се креће на вишем нивоу од укупне инфлације, што је случај и у другим земљама региона, укључујући и зону евра.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред настављају да се крећу у границама циља, према анкетама агенција које их прате – Нинамедија и Блумберг, док се очекивања овог сектора за две године унапред од априла крећу у распону 3,0–3,3%. Краткорочна очекивања привреде остала су непромењена у септембру, на нивоу од 5,0%, на ком су се и налазила већим делом ове године. Толико су у септембру износила и средњорочна очекивања овог сектора. Нижа инфлациона очекивања доприносе и нижој инфлацији и вишој реалној каматној стопи, тј. рестриктивнијим монетарним условима и без промене висине референтне каматне стопе.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио факторе из међународног окружења и имао у виду **ојачане макроекономске фундаменте наше економије и отпорност на екстерне шокове** – пре свега, динамичан привредни раст, уз оборену инфлацију, одговорну фискалну политику, прилив СДИ у Србију, који је већи од дефицита текућег рачуна платног биланса, што доприноси стабилности курса динара према еврџу и рекордном расту девизних резерви. Србија је у октобру први пут у историји добила кредитни рејтинг инвестиционог ранга. Таква одлука агенције *Standard & Poor's*, једне од три

најеминентније светске рејтинг агенције, представља још једну потврду остварених резултата у виду повољних макроекономских изгледа земље, повећане отпорности на спољне шокове и очувања финансијске стабилности. Позитивни ефекти добијања рејтинга инвестиционог ранга у смислу повољнијих услова финансирања државе и приватног сектора и веће препознатљивости Србије на светској инвестиционој мапи очекују се у наредном периоду.

У међународном окружењу инфлација би требало да настави да се смањује, у највећој мери услед још увек рестриктивног карактера монетарних политика у водећим економијама и ишчезавања утицаја шокова који су се у претходном периоду снажно одразили на понуду. У складу с тим, Извршни одбор очекује даље успоравање раста цена производа и услуга које увозимо. У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација се у августу приближила циљу, смањењем на 2,2%, а затим се у септембру спустила испод циља, на 1,7%. Благо смањење забележила је и базна инфлација (2,7%), али и даље захтева опрезно праћење, заједно с растом цена услуга, с обзиром на то да се креће изнад историјског просека, првенствено услед раста трошкова рада. Наши најважнији трговински партнери, Немачка и Италија, бележе знатно смањење инфлације. У Немачкој је инфлација, мерена ИПЦ-ом, смањена први пут у последње три године испод 2% (на 1,9% у августу, а затим додатно на 1,6% у септембру) захваљујући паду цена енергената, док је раст цена услуга још увек релативно висок. У Италији је инфлација поново била испод очекивања и смањена је на 0,7% у септембру, уз пад базне инфлације на 1,8%. У остатку године очекује се привремени раст инфлације у зони евра услед ефекта базе код цена енергената, а потом њен даљи пад. Према пројекцији ЕЦБ-а из септембра, која је иста као у јуну, очекује се да ће инфлација ове године износити 2,5%, а да ће се затим додатно смањити у наредне две године на 2,2% и 1,9%. Циљ за инфлацију од 2% требало би да буде постигнут у Т4 2025. године.

Као што се и очекивало, **ЕЦБ** је у септембру додатно снизила каматну стопу на депозитне олакшице за 25 б.п., на 3,5%, која сада постаје основа за процену карактера монетарне политике, и истовремено прилагодила разлику између каматне стопе на главне операције рефинансирања и каматне стопе на депозитне олакшице (са 50 б.п. на 15 б.п.), док је разлика у односу на каматну стопу на кредитне олакшице остала непромењена (25 б.п.). У октобру је

ЕЦБ додатно смањила своје каматне стопе, за по 25 б.п., па каматна стопа на депозитне олакшице износи 3,25%, а каматне стопе за главне операције рефинансирања и кредитне олакшице 3,4% и 3,65%, респективно. Очекује се да ће ЕЦБ и у наредном периоду наставити да балансира између остваривања циљане инфлације и подршке економској активности. Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да би постепено смањење цене евроиндексираног задуживања на домаћем тржишту по основу нижих каматних стопа на тржишту новца у зони евра услед ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, заједно с претходним снижавањем референтне каматне стопе Народне банке Србије, требало да допринесе постепеном расту кредитне активности и домаће тражње, а тиме и БДП-а, који неће угрозити опадајућу путању инфлације.

Циклус ублажавања монетарне политике започео је и **ФЕД** у септембру, као што се и очекивало, с тим што је смањење распона референтне каматне стопе од 50 б.п. било веће него што се очекивало. Веће смањење распона објашњено је све већим уверењем ФЕД-а да су ризици по инфлацију знатно смањени, а ризици по запосленост повећани, с обзиром на то да су инфлаторни притисци знатно опали и да на тржишту рада попуштају затегнути услови. Ипак, истакнуто је да ФЕД не жури са ублажавањем монетарних услова и да ће наставити да доноси одлуке од састанка до састанка. Нове пројекције ФЕД-а указују на могућност два додатна смањења референтне стопе од по 25 б.п. на састанцима у новембру и децембру или једног додатног смањења од 50 б.п. до краја 2024. године.

Разматрајући **екстерну тражњу**, Извршни одбор Народне банке Србије је имао у виду очекивања да ће и привреде развијених земаља и земаља у успону расти споријим темпом у периоду 2024–2026. него што је то био случај у деценији пре пандемије. Иако су пројекције релевантних институција указивале на стабилан глобални привредни раст у ТЗ, подаци који су пристизали говорили су о успореној привредној динамици, првенствено због још увек рестриктивних монетарних политика водећих централних банака. Ако се узме у обзир и ескалација геополитичких тензија и волатилност на робним и финансијским тржиштима, ризици по глобални раст у наредним месецима су повећани. Раст БДП-а зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, био је почетком године бољи него што се очекивало, али су очекивања за наредни

период нешто скромнија од оних у јуну. ЕЦБ сматра да су домаћу тражњу подстакли ублажавани монетарни и финансијски услови, али да подаци који пристижу говоре о још увек слабом поверењу потрошача и већој склоности ка штедњи. Зато је ЕЦБ благо смањила пројекцију привредног раста (за 0,1 п.п.) у све три године, на 0,8% у 2024, 1,3% у 2025. и 1,5% у 2026. Постепени раст светске привреде, а пре свега зоне евра, утицаће на то да се постепено повећа и екстерна тражња за нашим извозом.

Када су у питању ризици из међународног окружења, Извршни одбор је посебно истакао да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике Народне банке Србије имајући у виду раст **геополитичких ризика**, као и њихов утицај на светске цене енергената и других примарних производа. **Светска цена нафте** смањена је у септембру, трећи месец заредом, спуштајући се и испод 70 долара по барелу, у највећој мери услед забринутости да ће тражња за нафтом слабити, посебно из Кине, највећег увозника. Са ескалацијом сукоба на Блиском истоку, светска цена нафте је почетком октобра повећана, али је тај раст био ограничен захваљујући пре свега доброј снабдевености и знатним залихама на глобалном нивоу. Ипак, изражена је забринутост да би даља ескалација сукоба на Блиском истоку могла да поремети токове нафте из овог кључног извозног региона и да изазове знатнији раст светске цене нафте у наредном периоду. Ризик од раста цена енергената на светском тржишту, посебно нафте и гаса, Извршни одбор је посебно имао у виду одлучујући о динамици ублажавања монетарне политике у октобру.

Такође, опрезност монетарне политике потребна је и када су у питању **светске цене хране**, које су у септембру повећане за 3,0% у односу на август, што је највеће повећање од марта 2022. Променљиве временске прилике, протекционистичке мере и трговинске рестрикције могле би додатно да погурају цене хране навише. Поред тога, на светске цене хране, као и других примарних производа, утицаће глобални раст, који је и даље испод тренда, али се очекује његово постепено убрзање у наредном периоду. Привредни раст је и даље снажнији у САД него у већини других развијених земаља. Истовремено, привредни раст Кине се пројектује на нешто нижим нивоима у односу на остварења у претходном периоду, иако је Кина предузела низ корака да оснажи своју привреду.

Одлуку **са састанка у новембру** да не мења висину референтне каматне стопе Извршни одбор образложио је пре свега чињеницом да је референтна каматна стопа од јуна смањена за укупно 75 б.п. и да се ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике могу очекивати и у наредном периоду. Такође, и поред повратка инфлације у границе циља, нагласио је неопходност спровођења опрезне и још увек рестриктивне монетарне политике имајући у виду нешто већу отпорност базне инфлације и непредвидивост дешавања у међународном окружењу, раст геополитичких ризика, као и њихов утицај на светске цене енергената, осталих примарних производа и друге макроекономске показатеље.

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

III. Кретање инфлације

Мг. инфлација је и током Т3 наставила да се креће унутар граница дозвољеног одступања од циља и, након 4,3% у јулу и августу, у септембру је благо успорила на 4,2%. Остварени ниво укупне инфлације био је у складу с пројекцијом из августовског извештаја, при чему је раст цена воћа и поврћа услед суше био већи од очекиваног, али је то неутралисано падом цена нафтних деривата у условима ниже светске цене нафте. Слично као у земљама региона, базна инфлација се током Т3 кретала изнад укупне инфлације и била је незнатно изнад 5,0% мг.

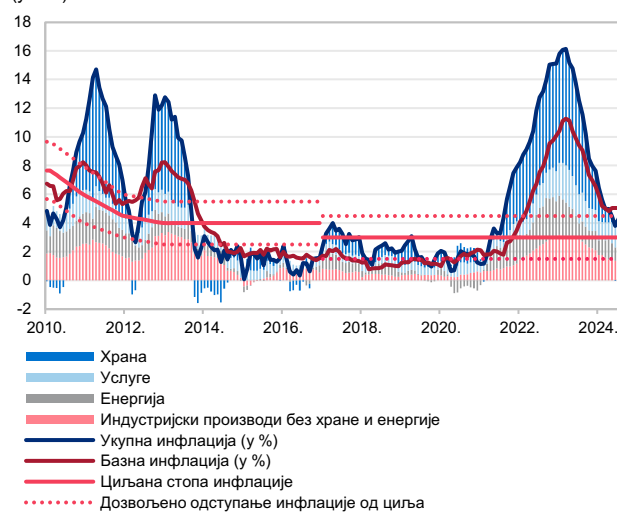
Од почетка године инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред крећу се унутар циљаног распона, док су средњорочна очекивања већ дуже време усидрена око централне вредности циља, што говори у прилог очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т3

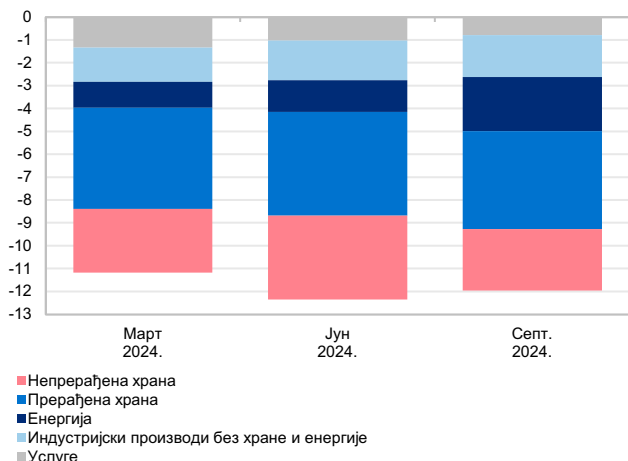
Мг. инфлација је и током Т3 наставила да се креће унутар граница дозвољеног одступања од циља и, након 4,3% у јулу и августу, у септембру је благо успорила на 4,2%. У односу на јун, у септембру је повећан мг. допринос цена хране, пре свега непрерађене (за 1,0 п.п.) због негативних ефеката суше током летњих месеци на понуду свежег поврћа и воћа. Конкретно, током Т3 цене свежег поврћа знатно су успориле мг. пад, док су цене свежег воћа убрзале мг. раст. Цене прерађене хране су такође повећале допринос мг. инфлацији у септембру (за 0,2 п.п.), првенствено по основу поскупљења кафе и кондиторских производа услед повишених цена сировина у њиховој производњи на светском тржишту. Насупрот томе, цене енергије, први пут од почетка 2021, у септембру бележе мг. пад (-0,3 %), пре свега због пада цена нафтних деривата, на које су се одразили висока прошлогодишња база и пад светске цене нафте. Нешто нижи допринос мг. инфлацији него у јуну (за 0,1 п.п.) потекао је и од цена индустријских производа (без хране и енергије), док су цене услуга повећале допринос мг. инфлацији у Т3 (за 0,2 п.п.).

Базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) током Т3 је била нешто виша него током Т2 и у септембру је износила 5,3% мг., вођена растом цена услуга, док је у супротном смеру деловао наставак успоравања раста цена индустријских производа. С друге стране, изведена мера базне инфлације, *trimmed mean*, добијена по искључењу 15% производа и

Графикон III.0.1. Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. динамичи инфлације (у п.п.)



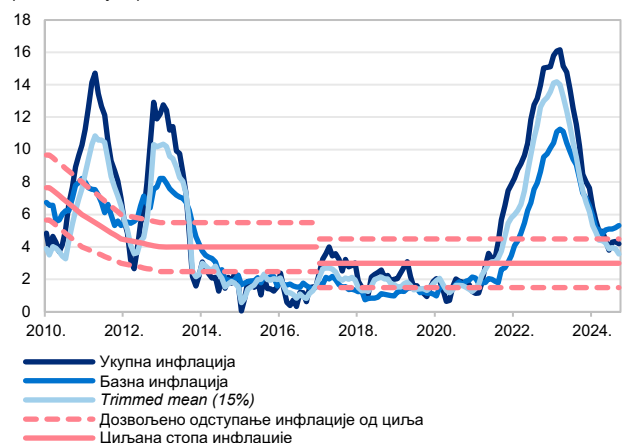
Графикон III.0.2. Промене доприноса основних компонента ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март 2023.* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

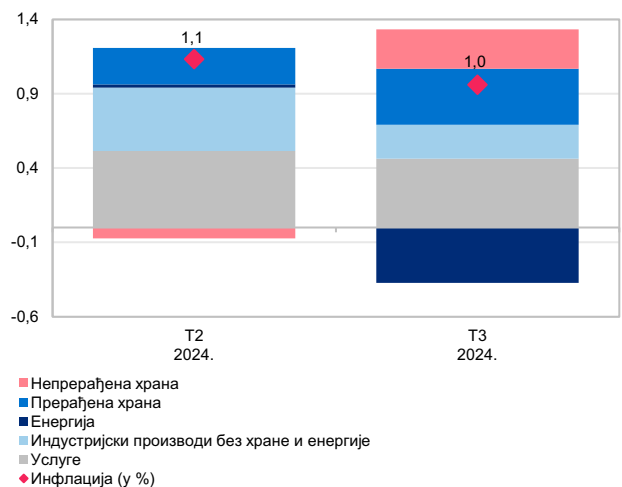
* У марту 2023. мг. инфлација је достигла врхунац.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера, кретала се испод укупне инфлације током Т3 и у септембру је износила 3,6% мг., што је ниже него у јуну.

Тромесечно посматрано, **потрошачке цене су у Т3 повећане за 1,0%**, за колико су у просеку расле и у претходна четири тромесечја. Највећи допринос инфлацији у Т3, од 0,6 п.п., потекао је од **цена хране и безалкохолних пића**, које су порасле за 2,1%. Остварени раст инфлације у Т3 био је нешто нижи од очекиваног у августовском Извештају о инфлацији, пре свега захваљујући знатном паду цена нафтних деривата. С друге стране, као последица овогодишње суше забележен је сезонски неубичајен раст цена поврћа, при чему су и цене свежег воћа знатно порасле (за 13,3%) и у највећој мери одредиле раст цена у категорији **непрерађене хране** од 2,6% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.). На раст цена у категорији **прерађене хране** од 1,8% у Т3 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.) у највећој мери су утицале више цене кондиторских производа услед повишених светских цена шећера и какаоа, као и поскупљење кафе и хлеба у јулу.

Цене енергије су у Т3 забележиле пад од 2,4% (уз негативан допринос инфлацији од 0,4 п.п.), који се доминантно дугује паду цена нафтних деривата на домаћем тржишту за 5,4% услед пада светске цене нафте, као и нижим ценама чврстих горива за 2,6%.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) у Т3 су порасле за 0,8% (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), првенствено због корекције цена цигарета у августу (2,3%) и виших цена намештаја и опреме за домаћинства (1,8%). Насупрот томе, цене одеће и обуће у Т3 су сезонски снижене за 0,9%.

Цене услуга су у Т3 нешто спорије расле (1,8%) него у Т2 (2,1%), уз сличан допринос инфлацији (0,5 п.п.). Остварени раст је остао широко распрострањен по категоријама услуга, при чему је највећи допринос потекао од поскупљења комуналних услуга (7,8%), као и поштанских услуга и услуга ресторана и хотела. Повећање цена услуга, на које се одражавају и повећани трошкови рада и раст расположивог дохотка, определило је раст **цена у оквиру базне инфлације** од 1,2% у Т3, који је ипак био нижи него у Т2 (1,7%).

Регулисане цене у Т3 су повећане за 1,6% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.) због већ поменутих поскупљења цигарета и комуналних услуга. Мг. посматрано, регулисане цене су благо успориле раст, на 6,8% у септембру (са 6,9% у јуну).

Произвођачке и увозне цене у ТЗ

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у септембру су смањене за 0,6% м.г. (наспрам раста од 2,8% м.г. у јуну). Пад тих цена на м.г. нивоу, који је последњи пут регистрован почетком 2021. године, доминантно се дугује знатном паду цена у производњи и експлоатацији енергената (-4,9% м.г. у септембру). Поред тога, цене трајних производа за широку потрошњу и цене интермедијарних производа у ТЗ су снижене за по 1,0% м.г. С друге стране, цене нетрајних производа за широку потрошњу у ТЗ су убрзале м.г. раст, док су цене капиталних производа успориле м.г. раст у односу на Т2. Слично произвођачким ценама индустријских производа, цене елемената и материјала за уградњу у септембру су, први пут од почетка 2021, смањене за 0,9% м.г., што указује на слабије трошковне притиске и у грађевинарству.

На нивоу тромесечја, произвођачке цене индустријских производа снижене су за 1,4% у ТЗ, док су цене елемената и материјала за уградњу биле ниже за 1,2%.

Увозне цене изражене у динарима,¹ м.г. посматрано, после раста забележеног у периоду од маја до августа, у септембру су снижене за 0,8%, што је готово у целости резултат знатног пада цена нафте на светском тржишту. Негативан допринос увозним ценама исказаним у динарима у ТЗ потекао је и од цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту. С друге стране, највећи позитиван допринос увозним ценама пружиле су цене услуга из увоза (апроксимирани базном инфлацијом у зони евра), а у мањој мери и цене гаса, опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимирани извозним ценама Немачке). Тромесечно посматрано, цене робе и услуга из увоза изражене у динарима смањене су за 0,9% у ТЗ.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

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

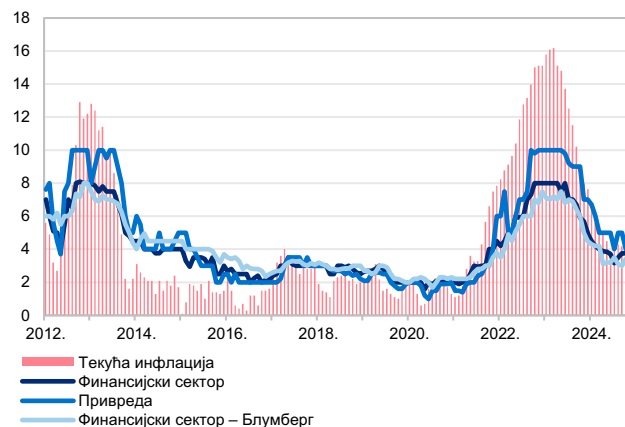


Извор: Destatis, ФАО, Блумберг, Eurostat, РЗС и прерачун НБС.

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 2023. години.

Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред

(мг. стопе, у %)



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

Графикон III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва*

(у индексним поенима)



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

Графикон III.0.9. Очекивана инфлација за две године унапред*

(мг. стопе, у %)



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедија и НБС.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред наставила су да се крећу у границама циља Народне банке Србије, где се налазе од почетка године, док су средњорочна очекивања у оквиру ових граница дуже време, што говори о поверењу тржишних субјеката у мере монетарне политике и о кредибилитету Народне банке Србије.

Према резултатима анкете агенције Нинамедија, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред у септембру и октобру су износила 3,75%, при чему се очекивања готово свих појединачних финансијских институција које учествују у анкети налазе у оквиру циљаног распона Народне банке Србије. Према резултатима анкете агенције Блумберг, инфлациона очекивања овог сектора за годину дана унапред, након смањења у септембру на централну вредност циља од 3,0%, у октобру су повећана на 3,4%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред у октобру су смањена са 5,0% (колико су износила у септембру) на 4,0%, чиме су се поново наша у границама циља Народне банке Србије. Иако је у односу на Т2 повећан удео предузећа који сматра да ће се цене инпута у производњи, као и цене готових производа и услуга, у наредна три месеца повећати, више од половине предузећа сматра да ће ове цене остати непромењене (56,8% и 63,8%, респективно). Истовремено, смањен је удео привредника који очекује раст ових цена у наредних 12 месеци.

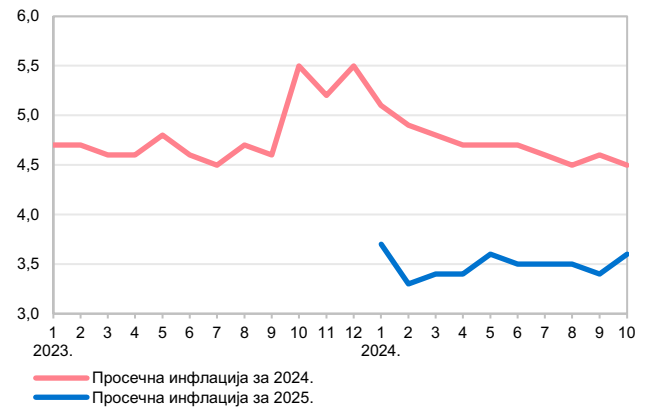
Краткорочна инфлациона очекивања становништва у октобру су се задржала на истом нивоу као и у септембру, на 15,0%. Према резултатима квалитативне анкете, у паду су и перципирана и очекивана инфлација, јер се смањује проценат становништва који сматра да су цене знатно повећане, односно да ће бити знатно повећане.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред у септембру су благо снижена, на 3,2% (са 3,3% у августу), колико су износила и у октобру. Ова очекивања за три године унапред, седми месец заредом, остала су непромењена, на нивоу централне вредности циља Народне банке Србије од 3,0%. Средњорочна очекивања привреде за две и за три године унапред

изједначила су се с једногодишњим очекивањима и у октобру су смањена на 4,0% (са 5,0% у септембру). Очекивања становништва за две и три године унапред од марта су на непромењеном нивоу од 10,0%.

Према резултатима октобарске анкете *Consensus Economics*-а, очекивања професионалних прогнозера у погледу просечне инфлације у Србији за ову годину крећу се опадајућом путањом и износе 4,5%, што је мало ниже него у јулу (4,6%), док за наредну годину износе 3,6%.

Графикон III.0.10. Очекивана инфлација у 2024. и 2025. према оциени водећих економских прогностичара (у %)



Извор: *Consensus Economics*.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Народна банка Србије и ЕЦБ наставиле су да опрезно ублажавају монетарне услове у ТЗ, што је подстакло даљи пад каматних стопа на динарске кредите и кредите у евро знаку. Пратећи смањење референтне каматне стопе, смањене су и каматне стопе на међубанкарском новчаном тржишту, при чему су у знатнијој мери смањене и стопе приноса на секундарном тржишту државних ХоВ.

Након успешних аукција државних ХоВ на домаћем и међународном финансијском тржишту у П1, током ТЗ на примарном тржишту нису организоване аукције државних ХоВ.

Каматне стопе

На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током ТЗ **референтна каматна стопа и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице** смањене су у јулу и септембру за по 25 б.п., на 5,75%, 7,00% и 4,50%, респективно.

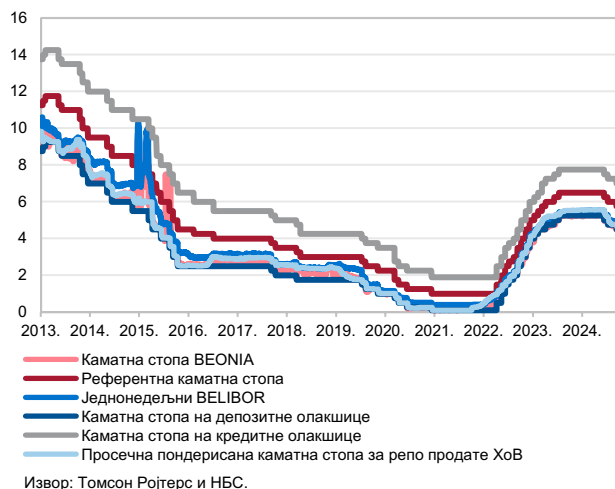
У складу с тим, каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** наставиле су да бележе пад (у просеку за 54 б.п.), који је био готово једнак укупном смањењу референтне каматне стопе. Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту новца, **BEONIA**, смањена је на 4,51%, уз пад просечног дневног промета на 1,3 млрд динара у септембру, након 5,0 млрд динара у јуну. Каматне стопе **BELIBOR** кретале су се крајем септембра у распону од 4,54% за најкраћу рочност до 4,98% за рочност од шест месеци.

Након успешних емисија државних ХоВ на домаћем и међународном финансијском тржишту у П1, током ТЗ није било аукција на **примарном тржишту државних ХоВ**. Како није било доспећа претходно емитованих динарских државних ХоВ, стање портфолија задржано је на нивоу од 874,9 млрд динара крајем септембра, док је стање државних ХоВ у еврима смањено на

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

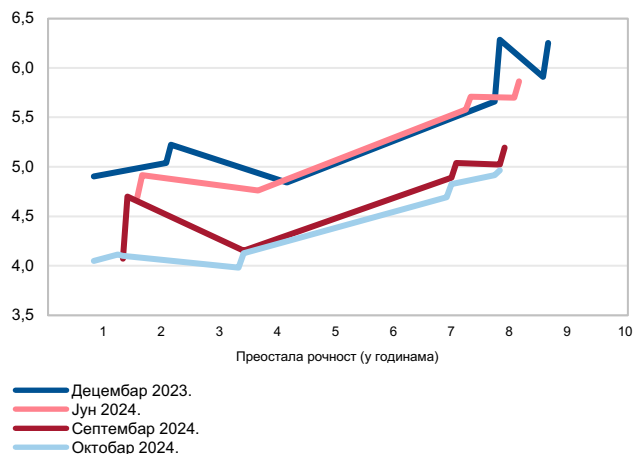


Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Графикон IV.1.3. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ

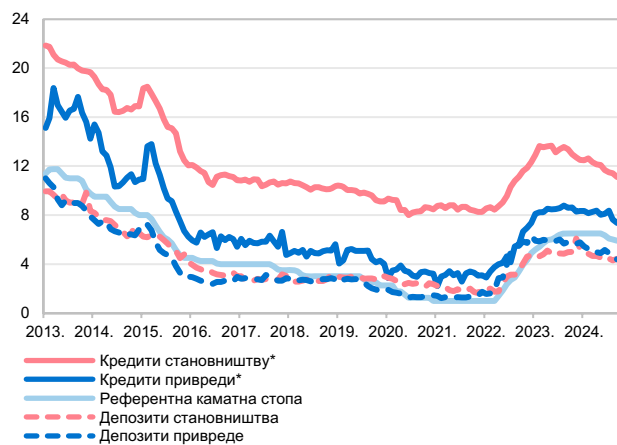
(просечне вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Графикон IV.1.4. 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.

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

	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2023.	2024.		2023.	2024.	
	T4	T2	T3	T4	T2	T3
Укупни кредити становништву*	12,5	11,7	11,1	6,3	6,1	6,1
Готовински кредити	13,2	12,1	11,6	3,3	3,5	3,4
Стамбени кредити	12,9	17,6	15,1	5,0	5,1	5,1
Потрошачки кредити	3,0	3,7	3,2	6,5	6,1	6,2
Остали кредити	10,5	9,4	8,7	9,8	9,3	9,4
Укупни кредити привреди*	8,3	8,1	7,4	7,1	6,7	6,3
Кред. за обртна сред.	8,3	8,2	7,0	7,0	6,6	6,1
Инвестициони кред.	9,4	7,2	8,4	7,3	6,9	6,4
Остали кредити	8,3	8,5	7,9	7,3	6,9	7,3
Кредити за увоз	-	-	-	6,5	6,7	6,3

Извор: НБС.

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

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

1.548,4 млн евра услед доспећа ХоВ у номиналној вредности од 115,5 млн евра крајем августа.

Током Т3, на секундарном тржишту динарских ХоВ промет је благо повећан у односу на Т2 и износио је 68,2 млрд динара. Просечни пондерисани приноси наставили су тренд пада, у складу с даљим смањењем референтне каматне стопе и каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. На обвезнице преосталих рочности између једне и осам година просечни приноси су смањени у септембру у распону 61–72 б.п. у поређењу с јуном, тако да су се кретали од 4,09% за обвезнице преостале рочности нешто више од једне године до 5,16% за обвезнице преостале рочности осам година.

Настављено попуштање монетарне политике Народне банке Србије резултирало је даљим појефтинјењем нових динарских кредита, па је тако каматна стопа на динарске кредите становништву током Т3 смањена за 0,6 п.п., на 11,1% у септембру, а просечна каматна стопа на динарске кредите привреди за 0,7 п.п., на 7,4%.

Пад просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите привреди резултат је смањења каматне стопе на кредите за обртна средства, за 1,2 п.п., на 7,0%, и каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,6 п.п., на 7,9%, при чему ове две категорије заједно чине готово 87% динарског кредитирања привреде. Пад каматне стопе на динарске кредите становништву забележен је за све намене кредита, али је у највећој мери опредељен падом каматних стопа на готовинске кредите и остале некатегорисане кредите, за 0,5 п.п. и 0,7 п.п., на 11,6% и 8,7%, респективно, који чине готово целину динарског кредитирања становништва.

Каматна стопа на кредите привреди у евро знаку током Т3 забележила је пад за 0,4 п.п., на 6,3%, вођен готово идентичним падом каматних стопа код кредита за обртна средства и инвестиционих кредита, на 6,1% и 6,4%, респективно, који чине око 85% кредитирања привреде у евро знаку. Каматна стопа на кредите становништву у евро знаку остала је непромењена, на нивоу од 6,1% у септембру, у складу с непромењеном каматном стопом на стамбене кредите (5,1%), која је задржана на исподпросечном нивоу услед примене одлуке Народне банке Србије о привременом ограничењу каматних стопа за ову категорију кредитирања.

Премија ризика

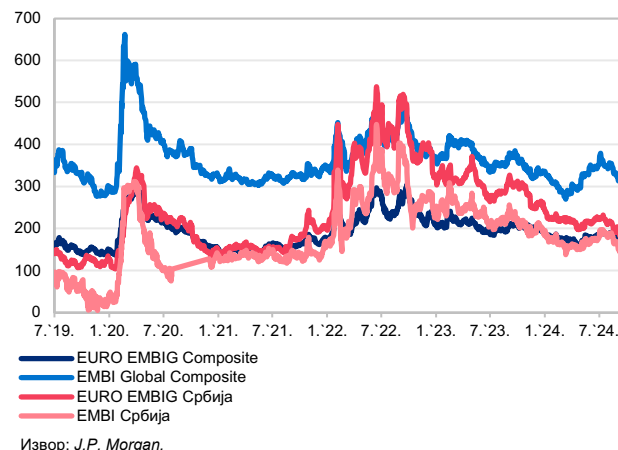
Након што је у јулу умерено повећана, доларска премија ризика земаља у успону кретала се силазном путањом и крајем октобра је износила 305 б.п., што је за 39 б.п. ниже него крајем јуна. На пад доларске премије ризика доминантно се одразио започети циклус ублажавања монетарне политике ФЕД-а. Сличном динамиком кретала се и доларска премија ризика Србије, која је крајем октобра износила 146 б.п., што је за 22 б.п. ниже него крајем јуна и уједно двоструко ниже од композитне мере ризика земаља у успону, *EMBI Composite*.

Насупрот томе, премија ризика земаља у успону у еврима, *EURO EMBIG Composite*, крајем октобра је износила 182 б.п., што је готово непромењено у односу на јун, пре свега под утицајем изјава званичника ЕЦБ-а да ће каматне стопе остати на довољно рестриктивним нивоима колико год то буде неопходно. С друге стране, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, смањена је у ТЗ за 13 б.п., а у октобру за још 24 б.п., на 177 б.п. крајем месеца.

Агенција *Standard & Poor's* повећала је у октобру кредитни рејтинг Србије на ниво *BBB-*, чиме је Србија први пут у својој историји сврстана међу земље с кредитним рејтингом инвестиционог ранга. Притом, први пут нека земља југоисточне Европе која није чланица ЕУ добила је рејтинг инвестиционог ранга, што је потврда одговорно вођене монетарне и фискалне политике у претходном периоду, као и повећане отпорности наше земље на спољне потресе. Као кључне факторе за додељивање инвестиционог рејтинга агенција је истакла реални раст БДП-а у односу на претпандемијски ниво од 18%, удвостручене девизне резерве, знатно смањење спољне и фискалне неравнотеже, уз секторски распрострањене приливе по основу СДИ, као и здрав и стабилан банкарски сектор.

Претходно су рејтинг агенције *Fitch* и *Moody's* у августу повећале изгледе кредитног рејтинга Србије са стабилних на позитивне, при чему рејтинг код агенције *Fitch* износи *BB+*, а код агенције *Moody's* *Ba2*, истичући сличне факторе као и агенција *Standard & Poor's*.

Графикон IV.1.5. Показатељи премије ризика (дневни подаци, у б.п.)



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

	2020.	2021.	2022.	2024.
<i>S&P</i>	<i>BB+</i> /ста-билни ³⁾	<i>BB+</i> /позитивни ⁷⁾	<i>BB+</i> /ста-билни ⁴⁾	<i>BB+</i> /позитивни ²⁾ <i>BBB-</i> /ста-билни⁶⁾
<i>Fitch</i>				<i>BB+</i> /позитивни ⁵⁾
<i>Moody's</i>		<i>Ba2</i> /ста-билни ¹⁾		<i>Ba2</i> /позитивни ⁵⁾

Извор: НБС.

¹⁾ Март, ²⁾ Април, ³⁾ Мај, ⁴⁾ Јун, ⁵⁾ Август, ⁶⁾ Октобар, ⁷⁾ Децембар.

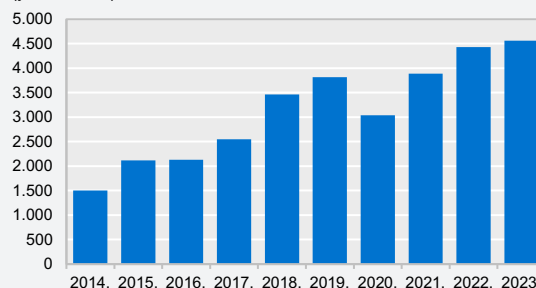
Напомена: У 2023. није било промене рејтинга и изгледа.

Осврт 1: Анализа утицаја промене кредитног рејтинга и изгледа на прилив СДИ у Србију

Кредитни рејтинг треба да одражава економску снагу и способност земље да испуњава своје финансијске обавезе, тако да његов ранг и изгледи могу да произведу значајне ефекте на кључне макроекономске показатеље земље. Имајући у виду очувану макроекономску и политичку стабилност и побољшан инвестициони и институционални амбијент у условима вишедимензионалне кризе, рејтинг агенција *Standard & Poor's* у октобру је повећала кредитни рејтинг Србије на инвестициони ранг (*BBB-*). Тиме је Србија постала прва земља са инвестиционим рејтингом у региону југоисточне Европе која није чланица ЕУ, чиме је испуњен стратешки циљ Владе и Народне банке Србије за ову годину, с тим да би то признање вероватно стигло и раније да није било потреса из међународног окружења. О томе сведоче и оцене представника ММФ-а и Светске банке, као и водећих глобалних инвеститора. Званично стицање статуса земље инвестиционог ранга тржишни учесници су очекивали у дужем периоду, на шта је у претходним годинама указивала њихова процена вредности државних ХоВ Републике Србије, која је неретко вреднована изнад нивоа карактеристичног за земље са статусом инвестиционог ранга.

Подизање кредитног рејтинга Србије уследило је недуго након што су све три најутицајније међународне рејтинг агенције, *Standard & Poor's*, *Fitch* и *Moody's*, дале позитивне изгледе за повећање рејтинга. Као кључни фактори за добијање инвестиционог ранга од агенције *Standard & Poor's* наведени су двоцифрен привредни раст (преко 18%) у односу на претпандемијски ниво, као и чињеница да су девизне резерве у међувремену удвостручене. Такође, агенција је истакла да је на одлуку утицало и знатно смањено учешће јавног дуга у БДП-у, али и одговорно вођење монетарне и фискалне политике. Поред тога, агенција *Standard & Poor's* очекује даље убрзање привредног раста, које ће бити подржано опоравком личне потрошње услед успоравања инфлације и повећања реалних зарада, као и повећаном државном потрошњом и инвестицијама у пројекте у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Такође, оцењено је да очувању финансијске стабилности доприноси високо капитализован и ликвидан банкарски сектор Србије, о чему сведочи рекордно низак ниво *NPL* у укупним кредитима од по 2,7% у августу и септембру.

Графикон О.1.1. Динамика прилива СДИ у Србију у протеклој деценији (у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.

Графикон О.1.2. Кретање оцена кредитног рејтинга и изгледа од стране три најутицајније рејтинг агенције (месечни подаци, додељене нумеричке вредности*)



Извор: прерачун НБС.

* Квалитативне оцене кредитног рејтинга конвертоване су у нумеричке вредности, тако да је већи пондер додељен промени кредитног рејтинга, а мањи пондер промени изгледа на нивоу истог кредитног рејтинга.

Табела О.1.1. Промена рејтинга и изгледа за Србију

	Укупан број промена*	Кредитни рејтинг		Изгледи	
		Повећање	Смањење	Повећање	Смањење
S&P	17	5	1	7	2
Fitch	10	3	1	3	2
Moody's	5	3	0	3	0
Сума	32	11	2	13	4

Извор: прерачун НБС.

* У случајевима истовремене промене рејтинга и изгледа евидентира се само повећање или смањење рејтинга, због чега сума појединачних промена није идентична укупном броју.

Приликом доделе инвестиционог рејтинга агенција *Standard & Poor's* нагласила је важност наставка стабилног прилива СДИ, који је у 2022. и 2023. достигао рекордни ниво од 4,4 млрд евра и 4,6 млрд евра, респективно, а овакав тренд је настављен и током 2024, при чему је прилив СДИ у девет месеци износио 3,6 млрд евра (Графикон О.1.1). С добијањем инвестиционог рејтинга можемо очекивати даљи раст прилива СДИ и проширење базе инвеститора, нарочито оних најпрезнијих који не улажу у земље неинвестиционог ранга.

С обзиром на то да су се укупне инвестиције компанија које послују у Србији у протеклим годинама у великој мери ослањале на СДИ, анализа се у наставку фокусира на ефекте промена кредитног рејтинга и његових изгледа на прилив СДИ у Србију. С тим у вези, **економетријски смо оценили индивидуални утицај промене кредитног рејтинга и изгледа које додељују три еминентне међународне рејтинг агенције на прилив СДИ у Србију**. У случају *Standard & Poor's* и *Fitch* посматране су серије оцена кредитног рејтинга и изгледа од почетка 2007. закључно са августом 2024, док је у случају агенције *Moody's* серија доступна од јула 2013. године. За потребе економетријске анализе, квалитативне оцене кредитног рејтинга квантификовали смо применом одговарајућих нумеричких вредности (Графикон О.1.2), по угледу на *Meyer & Mothibi* (2021),¹ *Akin* (2021),² *Bayar & Kilic* (2014)³ и друге ауторе, при чему се већи пондер даје промени рејтинга у односу на промену изгледа.

Економетријске оцене су добијене посредством линеарног ауторегресионог модела распоређених доцњи (*ARDL*), који за оцењивање користи метод најмањих квадрата и који је погодан уколико су серије података различитог нивоа интегрисаности, под условом да ниједна серија не поседује више од једног јединичног корена. Ако се пође од постулата економске теорије, очекује се позитиван утицај побољшаног кредитног рејтинга и изгледа на већи прилив СДИ, као и позитиван утицај нижег *EMBI* на већи прилив СДИ, при чему важи и обратно.

Табела О.1.2. Ефекти промене кредитног рејтинга и изгледа на прилив СДИ у кратком року

	Модел 1	Модел 2	Модел 3
Зависна променљива: СДИ (log)			
СДИ _(t-1) (процентуална промена)	0,2266 ***	0,1542 **	0,2
СДИ _(t-2) (процентуална промена)	-	0,2284 ***	-
S&P (нумеричка вредност)	0,1452 ***	-	-
<i>Fitch</i> (нумеричка вредност)	-	0,1263 ***	-
<i>Moody's</i> (нумеричка вредност)	-	-	0,2486 ***
<i>EMBI</i> (б.п.)	-0,0341 *	-0,0271 *	0,0
<i>V2010m02</i> (вештачка вар.)	-2,6816 ***	-2,9808 ***	-
<i>V2012m02</i> (вештачка вар.)	-3,3801 ***	-3,6005 ***	-
<i>V2018m12</i> (вештачка вар.)	1,6369 ***	1,5966 ***	1,7147 ***
<i>C</i>	3,8539 ***	2,0838 ***	4,0472 ***
Брзина прилагођавања (CointEq(-1))	-0,7734 ***	-0,6174 ***	-0,8283 ***
<i>R</i> ²	0,52	0,57	0,48
Кориговани <i>R</i> ²	0,51	0,55	0,47
Анализиран период:	I 2007 – M8 2024.	M1 2007 – M8 2024.	M7 2013 – M8 2024.

Извор: прерачун НБС.

*** Означава статистичку сигнификантност на нивоу значајности од 1%, ** на нивоу значајности од 5%, * на нивоу значајности од 10%.

Напомена: Модел 1 укључује само оцене према *S&P*, модел 2 само оцене према *Fitch*, а модел 3 само оцене према *Moody's*.

Резултати емпиријске анализе у Табели О.1.2, који обухватају три индивидуалне спецификације (обухватајући промене рејтинга и изгледа од стране три агенције), показују статистички значајне ефекте промене кредитног рејтинга и изгледа на динамику прилива СДИ у кратком року. Коefицијенти уз нумеричке оцене кредитног рејтинга и изгледа очекиваног су предзнака и статистички су значајни и у

¹ Meyer, D. F., and Mothibi, L. (2021). The effect of risk rating agencies decisions on economic growth and investment in a developing country: The case of South Africa. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(7), 288.

² Akin, I. (2021). Determination of Sovereign Credit Rating Model for European Countries, *Financial Markets, Institutions and Risks*, 5(3), 45–58.

³ Bayar, Y., and Kilic, C. (2014). Effects of sovereign credit ratings on foreign direct investment inflows: evidence from Turkey. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4(2), 91.

кратком и у дугом року. Конкретно, у кратком року, побољшање кредитног рејтинга и изгледа од стране агенција *Standard & Poor's* и *Fitch* доводи до раста прилива СДИ за 14,5% и 12,6%, респективно, под осталим непромењеним условима. У односу на ове две агенције, позитиван утицај промене кредитног рејтинга и изгледа од стране агенције *Moody's* у кратком року још је израженији (24,9%), на шта је вероватно утицало то што је агенција *Moody's* ређе мењала своју оцену кредитног рејтинга, као и знатно краћа временска серија ових оцена и интензивнији прилив СДИ у протеклим годинама. У дугом року (Табела О.1.3), позитивне промене кредитног рејтинга и изгледа у већој мери утичу на повећање прилива инвестиција из иностранства него у кратком року. Конкретно, побољшање рејтинга и изгледа од стране агенција *Standard & Poor's* и *Fitch* делује на раст прилива СДИ за 18,8% и 20,5%, респективно, а у случају агенције *Moody's* за 30,0%. Оцењени коефицијент уз грешку из дугорочне везе из претходног периода (*Cointeq(-1)*) у сва три модела јесте негативан и статистички значајан, што показује да се краткорочна неравнотежа изазвана шоком у независним варијаблама брзо прилагођава дугорочној равнотежи. Треба напоменути да сва три оцењена *ARDL* модела имају задовољавајућа статистичка својства. Посебно смо испитали да ли су ефекти промене рејтинга и изгледа асиметрични, тј. у којој мери прилив СДИ реагује на позитивне, а у којој на негативне промене у дугом року, за шта смо користили нелинеарну форму модела – *NARDL*. Резултати теста *Wald* показали су да су ефекти промена кредитног рејтинга и изгледа на прилив СДИ у дугом року асиметрични код агенције *Standard & Poor's*, при чему на прилив СДИ нешто више делују ефекти смањења (14,7%) него повећања (13,5%) рејтинга и изгледа. Код оцена агенције *Fitch* показало се да су ефекти промена рејтинга и изгледа на прилив СДИ у дугом року симетрични, док за оцене агенције *Moody's* није могуће спровести идентичну процедуру тестирања, јер у посматраном периоду нису ревидирали наниже оцену рејтинга Србије.

У емпиријску анализу смо у својству контролне варијабле укључили и премију ризика Србије, мерену *EMBI*, која је такође повезана с динамиком СДИ, с обзиром на то да нижа премија ризика одражава мањи тржишни ризик за улагања страних инвеститора и обратно. При томе, у моделима са оценама кредитног рејтинга од стране агенција *Standard & Poor's* и *Fitch* оцењени коефицијенти уз *EMBI* као независну варијаблу статистички су значајни у кратком и у дугом року и одговарајућег предзнака у смислу да нижа премија ризика делује на раст прилива СДИ. Такође, у модел су укључене и три вештачке променљиве, конкретно за фебруар 2010. и фебруар 2012, тј. за периоде које је карактерисала криза јавног дуга у Европи и по том основу повишена премија ризика и смањен прилив СДИ у земље у успону, па и у Србију, као и за децембар 2018. године, када је забележен знатан прилив СДИ по основу продаје концесије Аеродрома „Никола Тесла“. У случају агенције *Moody's* задржана је само вештачка променљива за децембар 2018. због знатно краћег периода посматрања.

Табела О.1.3. Ефекти промене кредитног рејтинга и изгледа на прилив СДИ у дугом року

	Модел 1	Модел 2	Модел 3
Зависна променљива: СДИ (log)			
<i>S&P</i> (нумеричка вредност)	0,1878 ***	-	-
<i>Fitch</i> (нумеричка вредност)	-	0,2046 ***	-
<i>Moody's</i> (нумеричка вредност)	-	-	0,3001 ***
<i>EMBI</i> (б.п.)	-0,0440 *	-0,0438 *	0,0
<i>C</i>	4,9831 ***	4,9949 ***	4,8861 ***
<i>F-Bounds</i> тест	45,21 *** **	20,29 * ** **	31,35 * ** **
Анализиран период:	M1 2007 – M8 2024.	M1 2007 – M8 2024.	M7 2013 – M8 2024.

Извор: прерачун НБС.

*** Означава статистичку сигнификантност на нивоу значајности од 1%, ** на нивоу значајности од 5%, * на нивоу значајности од 10%.

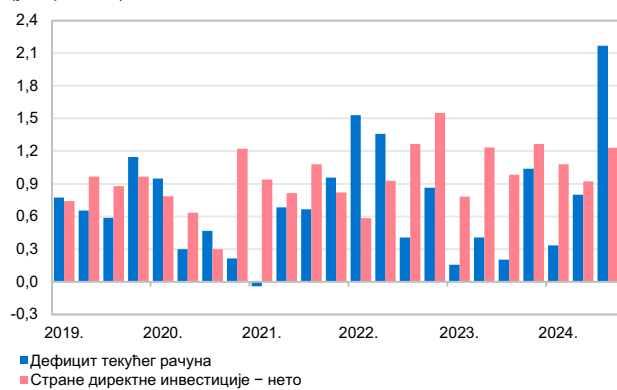
Напомена: *F-Bounds* тест у сва три модела показује да постоји коинтеграција, тј. дугорочна веза између променљивих, с обзиром на то да је оцењена *F*-статистика изнад горње границе $I(1)$ на свим нивоима значајности.

У нашој емпиријској анализи показали смо да побољшање кредитног рејтинга и изгледа од стране три најеминентније међународне рејтинг агенције, *Standard & Poor's*, *Fitch* и *Moody's*, повећава прилив СДИ и у кратком и у дугом року. Поред ефеката на СДИ, добијени инвестициони рејтинг допринеће и смањеној перцепцији тржишног ризика и по том основу паду премије ризика земље и нижим трошковима задуживања на

међународном финансијском тржишту. Са аспекта фискалне политике, услед повољнијих услова финансирања, отвара се фискални простор за повећање државних инвестиција, пре свега у инфраструктуру, социјалне програме и друге развојне пројекте. Са аспекта монетарне политике, очекује се да ће унапређени кредитни рејтинг допринети одржавању стабилности домаће валуте, управо кроз повећан прилив СДИ, који се позитивно одражава на бруто девизне резерве. Поред тога, кредитни рејтинг инвестиционог ранга сврстава Србију у групу атрактивних инвестиционих дестинација и постаје важан фактор за повећање конкурентности земље на глобалном нивоу, подстичући инвестиције не само страних инвеститора већ и домаћих компанија, чиме се стварају предуслови за одржив привредни раст. **Виша инострана улагања, заједно са инвестицијама домаће привреде и државе, подстичу дугорочни раст економске активности, запослености, продуктивности и животног стандарда грађана.**

Графикон IV.1.6. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ

(у млрд EUR)



■ Дефицит текућег рачуна
■ Стране директне инвестиције – нето

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т3 2024.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса током Т3 чиниле су СДИ, за којима следе приливи по основу трговинских кредита. Поред тога, приливи су остварени услед смањења средстава на рачунима домаћих банака у иностранству, повећања депозита нерезидената код домаћих банака и раста кредитног задужења државе и привреде, и били су више него довољни да покрију одливе по основу портфолио инвестиција.

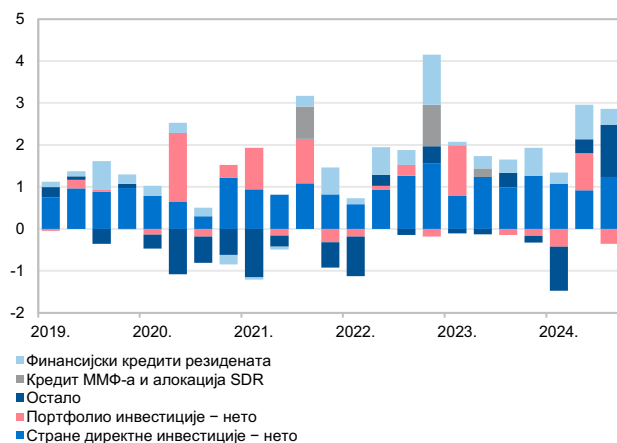
Висок **прилив по основу СДИ у Србију** настављен је и у Т3 и износио је 1.319,6 млн евра, а ако се узму у обзир и улагања резидената у иностранство, нето прилив СДИ износио је 1.230,8 млн евра. Укупан прилив СДИ у Србију у девет месеци премашио је 3,6 млрд евра и био је за 12,4% виши него у истом периоду претходне године. Нешто мање од три четвртине прилива СДИ остварено је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, што потврђује опредељење страних инвеститора да наставе да улажу у Србију. Посматрано по делатностима, највише улагања било је усмерено у грађевинарство, рударство, прерађивачку индустрију и информисање и комуникације. При томе, око три петине прилива долазило је из европских земаља (већином улагања из ЕУ), док се трећина прилива односила на улагања из Азије.

Након нето прилива у Т2 захваљујући успешној емисији обвезница Републике Србије на међународном тржишту, у Т3 је по основу **портфолио инвестиција** регистрован нето одлив капитала од 361,7 млн евра. С једне стране, томе су допринели нерезиденти, који су више продавали него што су куповали ХоВ на домаћем секундарном тржишту. С друге стране, резиденти су повећали улагања у иностране ХоВ. Посматрано од почетка године, по основу портфолио инвестиција остварен је нето прилив капитала од 91,3 млн евра.

По основу **финансијских кредита** у Т3 је остварен прилив у износу од 372,6 млн евра. Томе је пре свега допринео раст задужења Владе и привреде, док су банке незнатно повећале кредитне обавезе према иностранству. Истовремено, домаће банке су смањиле средства на рачунима у иностранству, док су нерезиденти повећали средства на рачунима код домаћих банака, тако да је по основу **готовог новца и депозита** у Т3 забележен прилив од 371,6 млн евра. Поред тога, по основу **трговинских кредита и аванса** регистрован је прилив у износу од 877,1 млн евра.

Графикон IV.1.7. Структура финансијског биланса

(у млрд EUR)



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

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т3 2024.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио релативно стабилно кретање према еврџу током ТЗ и крајем септембра његова вредност била је непромењена у односу на крај јуна, док је од почетка године номинално ојачао за 0,1%. Истовремено, под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је у ТЗ номинално ојачао према долару за 4,4%, а посматрано од почетка године за 1,0%.

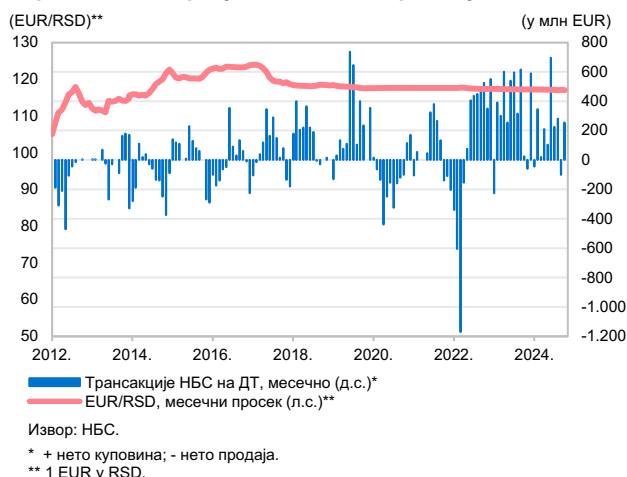
Понуди девиза током ТЗ највише су доприносили повећање валутно индексиране активе банака,² нето откуп ефикасног страног новца и продужење позиције банака по основу послова с платним картицама. Током јула и августа понуда девиза је премашила тражњу за девизама, док је у септембру повећана тражња нерезидената за девизама. Поред тога, после дужег времена, резиденти су, посматрано на нивоу ТЗ, били нето купци девиза, на шта се одразио већи увоз средстава за рад за потребе инвестиција.

Да би одржала релативну стабилност курса динара према еврџу, Народна банка Србије је на девизном тржишту интервенисала и на страни куповине и на страни продаје девиза и у ТЗ укупно је нето купила 405,0 млн евра. Укључујући и нето куповину 255,0 млн евра у октобру, износ нето куповине на девизном тржишту у десет месеци 2024. достигао је 1.990,0 млн евра, што је допринело расту девизних резерви. Крајем октобра девизне резерве су износиле 28,3 млрд евра, што је њихов највиши ниво до тада, посматрано крајем месеца.

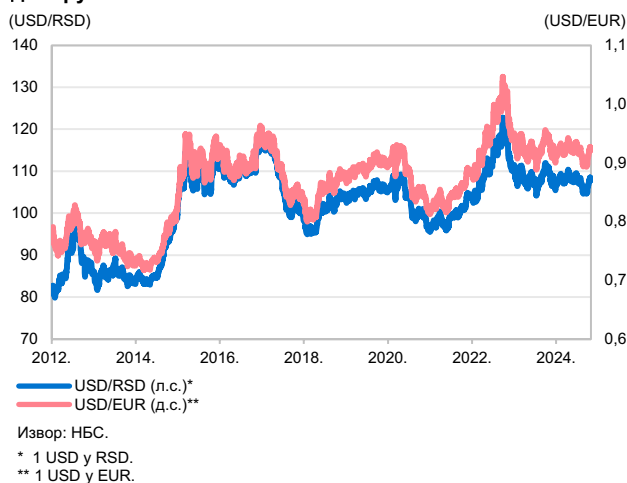
Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације имале су дивергентна кретања према еврџу током ТЗ. Мађарска форинта и чешка круна ослабиле су за по 0,6%, а турска лира за 7,6%. С друге стране, пољски злот је ојачао за 0,8%, док је вредност румунског леја била непромењена. Посматрано од почетка године, закључно са септембром, ојачао је једино пољски злот (1,6%), румунски леј није променио вредност, док су ослабиле чешка круна (1,8%), мађарска форинта (3,7%) и турска лира (14,0%).

² У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

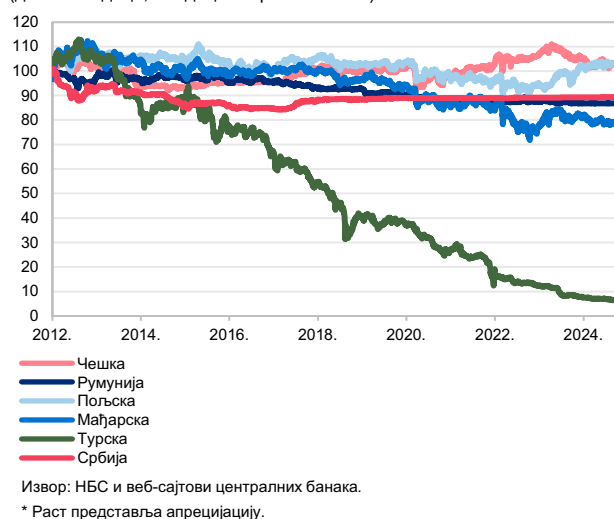
Графикон IV.1.8. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон IV.1.9. Кретање курса динара и евра према долару

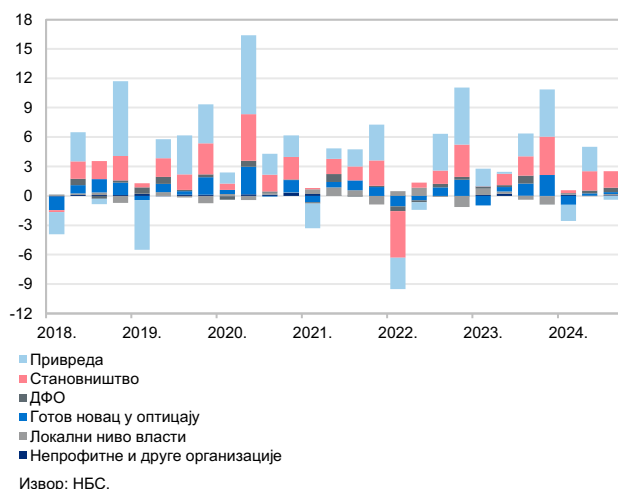


Графикон IV.1.10. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу* (дневни подаци, 31. децембар 2011 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.
* Раст представља апрецијацију.

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



2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 благо је успорила м.г. раст у Т3 услед умеренијег раста депозита по виђењу, док су орочени динарски и девизни депозити задржали сличну динамику раста из Т2, при чему је динарска штедња становништва наставила да достиже нове рекордне нивое.

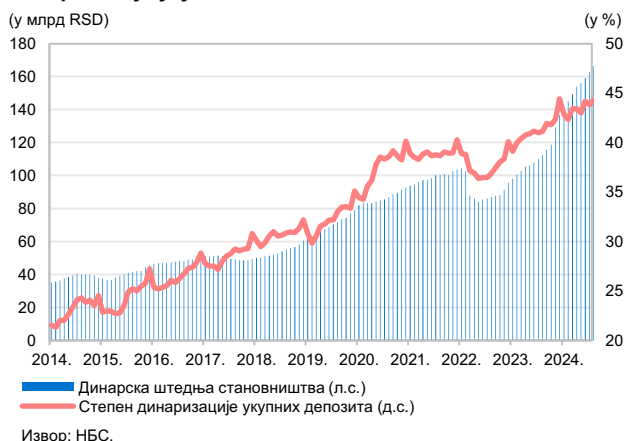
Кредитна активност је додатно убрзала м.г. раст током Т3, на 6,6% у септембру, чему су допринели ублажени кредитни стандарди и нижи трошкови финансирања. То је, уз нижи износ проблематичних потраживања, утицало на то да се учешће NPL у укупним кредитима спусти на нову најнижу вредност од 2,7%. И код привреде и код становништва динарски кредити повећани су у већој мери него девизно индексирани кредити, што је резултирало даљим растом степена динаризације пласмана на 36,8%.

Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, порастао је током Т3 2024. за 2,1%, у једнакој мери опредељен растом динарских и девизних орочених депозита, док су депозити по виђењу умереније расли.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу незнатно су повећани у Т3 (за 3,2 млрд динара), вођени растом трансакционих депозита становништва за 27,5 млрд динара, као и благим растом депозита ДФО и локалне самоуправе, који су заједно премашили пад трансакционих депозита привреде (око 30 млрд динара). Динарски орочени депозити знатно су повећани, за 42,1 млрд динара, вођени растом депозита привреде (за 21,7 млрд динара, пре свега из сектора грађевинарства, који је бележио раст активности), али и растом штедње становништва (за 12,3 млрд динара). Динарска штедња становништва наставила је да достиже нове рекордне нивое и крајем септембра је износила 171,5 млрд динара.³ Релативна стабилност курса динара према евр, више каматне стопе на динарску него на девизну штедњу, као и њен повољнији порески третман, учинили су динарску штедњу исплативијом од девизне, што доприноси њеном динамичнијем расту. Степен динаризације депозита привреде и становништва кретао се током

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



³ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају септембра износила 174,0 млрд динара, а девизна штедња 15,1 млрд евра.

ТЗ на незнатно нижем нивоу од рекордног који је забележен крајем 2023. (44,4%) и у септембру је износио 44,2%.

Девизни депозити немонетарних сектора у ТЗ повећани су за 395,0 млн евра, што је у највећој мери резултат раста девизних депозита привреде (за 212,3 млн евра, у складу с релативно високим приливом СДИ), а затим и раста девизне штедње становништва (за 123,2 млн евра), која је достигла нови највиши ниво од 14,1 млрд евра.

Посматрано на мг. нивоу, новчана маса М3 је током ТЗ 2024. године успорила раст у поређењу с Т2, који је у септембру износио 12,0%. У складу с тим, показатељ вишка новца, који мери одступање реалне новчане масе М3 од оцењене тражње,⁴ и даље је негативан и указује на то да је М3 испод нивоа који би био инфлаторан.

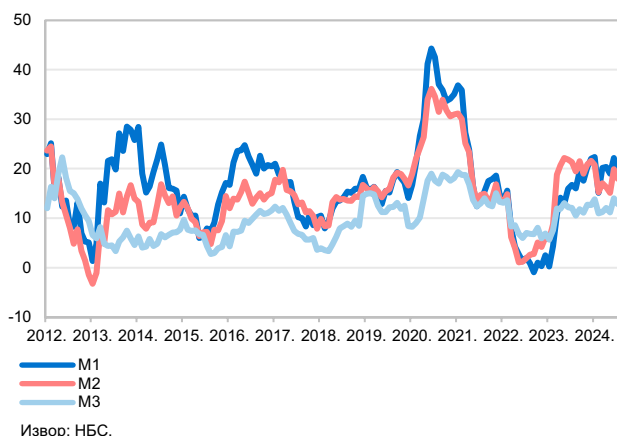
Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁵ додатно су убрзали мг. раст током ТЗ, на 6,6% у септембру (са 4,7% у јуну). При томе, **кредити привреди** су убрзали мг. раст на 5,0%, а **кредити становништву** на 7,8%.

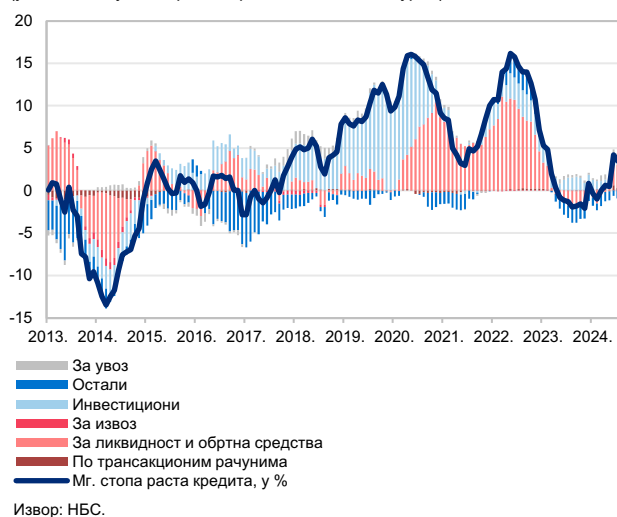
Кредити привреди су повећани у ТЗ за 32,2 млрд динара, уз раст задужења и привредних друштава и јавних предузећа. Више од три петине прираста односило се на динарске кредите, што је утицало на то да степен динаризације пласмана привреди буде повећан са 19,3% у јуну на 20,0% у септембру. На континуиран раст динарских кредита претходних месеци повољно утичу одредбе *Одлуке о адекватности капитала банке*, којима се приликом обрачуна показатеља адекватности капитала, почев од 2025, прописује обавеза банкама да умање капитал уколико учешће девизно индексираних и девизних кредита у укупним кредитима нефинансијском и недржавном сектору одобрених након 1. јула 2023. премаши одређени праг (71% у 2025).⁶

Предузећа су највише користила кредите за ликвидност и обртна средства и инвестиционе кредите, док су смањила задуживање по увозним кредитима и текућим рачунима. Таква кретања утицала су на то да учешће кредита за ликвидност и

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



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

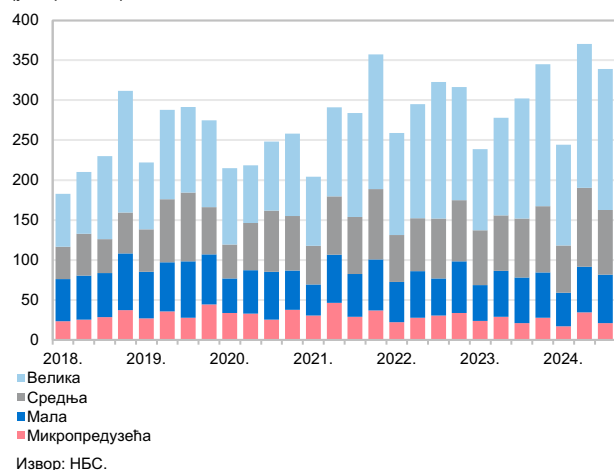


⁴ Једначина тражње за новцем оцењена је на бази регресионе једначине, у којој су објашњавајуће променљиве реални БДП и тромесечни *BELIBOR*.

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

⁶ Прописано је да се праг додатно смањује на 64% у 2026. и 57% у 2027.

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



обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током ТЗ за 0,4 п.п., на 47,8% у септембру, а учешће инвестиционих кредита за 0,2 п.п., на 40,6%. Повећано је задужење предузећа из већине привредних делатности, а највише из области саобраћаја и прерађивачке индустрије, док је једино задуживање предузећа из енергетике смањено. При томе, банке су током ТЗ највише кредитирале велика предузећа, што је утицало на то да учешће кредита одобрених сегменту који чине микропредузећа, мала и средња предузећа у укупним кредитима привреди буде смањено на 58,7% у септембру, са 59,3% јуну, док је њихово стање било за 5,6% више него пре годину дана.

Обим новоодобрених кредита привреди у ТЗ износио је 339,1 млрд динара, што је за 12,3% више него у истом периоду 2023. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили три петине новоодобрених кредита привреди и чији је износ повећан за 13% мг, при чему је нешто мање од половине тих кредита било одобрено сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа. На инвестиционе кредите односило се 26% нових кредита, а скоро 60% ових кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

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



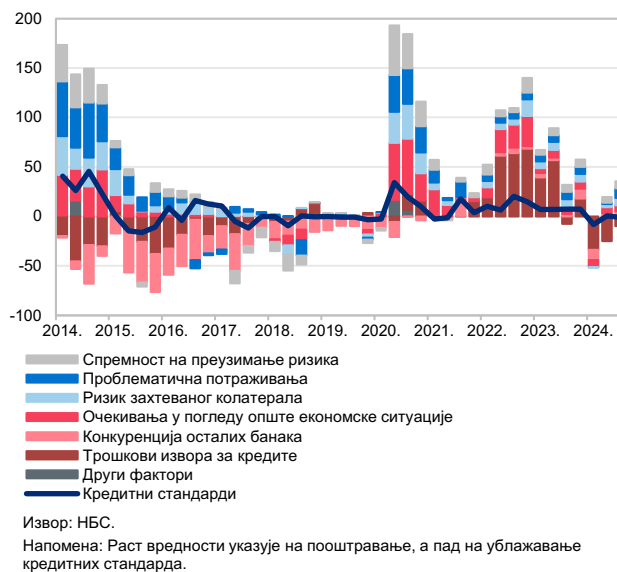
Вођени растом готовинских и стамбених кредита, **кредити становништву**, без ефекта промене девизног курса, повећани су током ТЗ за 48,7 млрд динара. Од тога, готовински кредити су повећани за 31,7 млрд динара, а њихова висока реализација подржана је промотивним понудама банака, нижим каматним стопама и ублаженим кредитним стандардима. Скоро трећина прираста односила се на повећање стамбених кредита, за којима, према оцени банака, тражња расте треће тромесечје заредом, што се може довести у везу са одлуком Народне банке Србије о привременом ограничавању каматних стопа на стамбене кредите, као и започетим ублажавањем монетарне политике ЕЦБ-а, али и растом зарада. Поред тога, благо је повећано задуживање грађана по основу потрошачких кредита и по текућим рачунима. Изражен раст готовинских кредита утицао је на то да њихово учешће у укупним кредитима становништву у ТЗ буде повећано за 0,6 п.п., на 45,9%, док је учешће следећих по заступљености, стамбених кредита смањено за 0,2 п.п., на 38,5% у септембру. Више од две трећине раста кредита становништву у ТЗ односило се на задуживање у динарима, што је утицало на даљи раст динаризације пласмана становништву (за 0,4 п.п.), на 55,3% у септембру.

Обим новоодобрених кредита становништву у ТЗ износио је 196,5 млрд динара и био је за 48,6% виши него у истом периоду 2023. Томе су допринели, пре свега, готовински кредити, на које се односило 70% нових кредита становништву. Следећи по заступљености били су стамбени кредити, који су чинили 16% нових кредита становништву и чији је обим повећан за 48% мг.

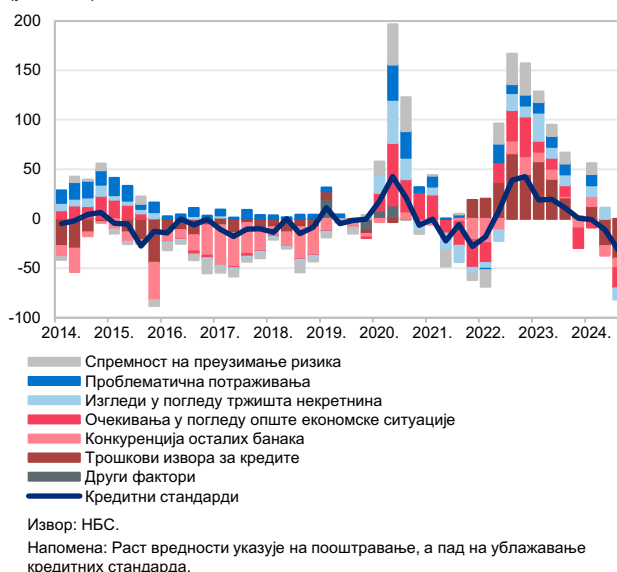
Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁷ показују да су банке у ТЗ наставиле да ублажавају кредитне стандарде за динарске кредите привреди и становништву, а код становништва ублажени су и стандарди за девизно индексирани кредити. Ублажавање стандарда било је одређено нижим трошковима извора финансирања, што се може довести у везу и са снижавањем референтних каматних стопа Народне банке Србије и ЕЦБ-а, а код становништва томе су допринели и деловање конкуренције и позитивни изгледи у погледу тржишта некретнина. Према оцени банака, у ТЗ повећана је тражња привреде за динарским и краткорочним девизно индексираним кредитима, док је пад тражње за дугорочним девизно индексираним кредитима одређио укупну оцену да је тражња привреде за кредитима смањена. Расту тражње су доприносиле потребе финансирања обртних средстава, за којима следе финансирање инвестиција и реструктурирање дугова, док су интерно финансирање предузећа и зајмови небанкарских институција деловали у супротном смеру. Становништво је повећало тражњу за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и девизно индексираним стамбеним и потрошачким кредитима. Према оцени банака, раст тражње је био одређен потребама за рефинансирањем постојећих кредита, куповином непокретности, набавком трајних потрошних добара, уз позитиван утицај виших зарада. Банке очекују ублажавање стандарда и раст тражње за кредитима у Т4 и код привреде и код становништва.

Бруто *NPL* показатељ наставио је да бележи нове најниже вредности током ТЗ, што је једна од потврда доброг финансијског здравља банкарског сектора. У септембру је овај показатељ износио 2,7%, што је за 0,2 п.п. ниже него у јуну, а за 0,5 п.п. ниже него на крају 2023. Бруто *NPL* показатељ код сектора привреде⁸ у септембру је износио 1,8%, а за сектор

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

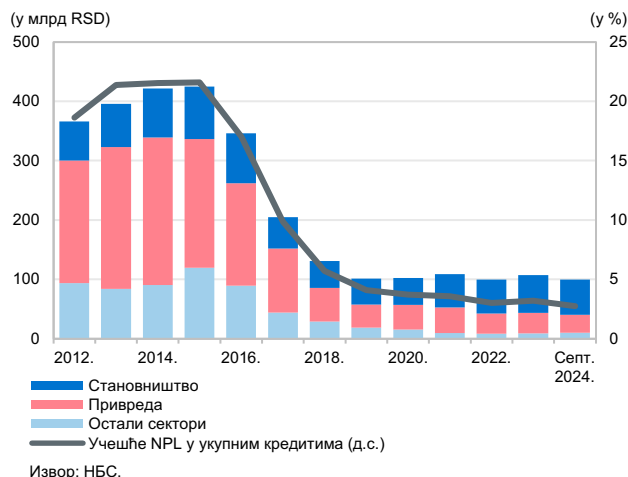


Графикон IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора
(у нето %)



⁷ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

⁸ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима је смањено за 0,3 п.п. и у септембру је износило 2,0%.

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

Извор: НБС.

становништва⁹ 3,7%, што је за по 0,2 п.п. ниже него у јуну. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у септембру је износила 104,7% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 61,8% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају Т3 износио је 21,85%, што је за 0,5 п.п. више него крајем 2023. и указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Према процени РЗС-а, раст економске активности у Т3 износио је 3,1% мг. Као и у претходном тромесељу, процењујемо да је раст био вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највећи допринос дале потрошња домаћинстава и инвестиције у основне фондове. С друге стране, нето извоз је негативно допринео расту економске активности у Т3 услед бржег раста увоза од извоза, у условима текућег инвестиционог циклуса и повећаног увоза неопходних сировина, опреме и репроматеријала.

Домаћа тражња

Према нашој процени, **приватна потрошња** је у Т3 повећана за 3,9% на мг. нивоу, што је са 2,5 п.п. допринело расту БДП-а. На раст потрошње домаћинстава упућује промет у трговини на мало, који је у Т3 благо успорио реални раст на 4,7% мг., као и раст увоза потрошне робе, који је у Т3 номинално повећан за 12,2% мг. С друге стране, током Т3 у поређењу са истим периодом претходне године смањен је број долазака и ноћења домаћих туриста за 11,8% и 17,1%, респективно, али је повећан увоз туристичких услуга.

Ако се посматрају извори приватне потрошње, раст потрошње домаћинстава у Т3 био је вођен њеним основним извором – масом зарада, која наставља да бележи двоцифрени номинални мг. раст (15,1% у периоду јул–август), док је, захваљујући даљем успоравању инфлације, реални раст масе зарада достигао 10,4% мг. Такође, повољнији услови финансирања, захваљујући почетку ублажавања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а,

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

Показатељи	2023.		2024.	
	T4	T1	T2	T3
Показатељи				
Промет у трговини на мало	2,6	7,0	8,4	4,7
Промет у угоститељству	8,8	11,5	10,6	5,9 **
Број домаћих туриста	-5,4	7,5	4,6	-11,8
Број ноћења домаћих туриста	-14,0	6,2	6,3	-17,1
Увоз потрошне робе (БЕС класификација), номинално	0,1	7,5	10,2	12,2
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	15,92	16,0	15,4	15,1 *
Нето прилив дознака, номинално	-15,8	-0,7	4,1	-16,5
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	2,0	4,0	7,7	10,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Јул–август.

** Јул.

⁹ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

обезбедили су додатну подршку потрошњи домаћинстава преко раста кредита намењених потрошњи, који су у Т3 већи за 10,4% мг. С друге стране, дознаке становништва су у Т3 смањене за 16,5%, што је великим делом последица високе базе из прошле године.

Према нашој процени, **државна потрошња** је у Т3 порасла за 3,7% мг., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,6 п.п. у Т3), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и за набавку робе и услуга. Наведена кретања утицала су на то да **укупна потрошња** у Т3 забележи мг. раст од 3,9%.

Позитивна динамика **приватних инвестиција** задржана је и у Т3, када су, према нашој процени, забележиле мг. раст од 8,4%. На раст приватних инвестиција упућују, пре свега, подаци из области индустрије и грађевинарства, који су у Т3, према нашој процени, допринели са 0,7 п.п. и 0,4 п.п. расту БДП-а. У прилог томе говори раст обима производње домаћих машина и опреме, који је у Т3 већи за 4,1% мг. Поред тога, захваљујући текућем инвестиционом циклусу, увоз опреме наставља да бележи снажан раст, који је у Т3 био за 11,6% већи у поређењу са истим периодом прошле године. У погледу извора финансирања инвестиција, прилив СДИ у досадашњем делу 2024. већи је за 12,4% него у истом периоду претходне године. У Т3 се бележи и раст инвестиционих кредита за 2,2% мг., при чему процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран из остварене профитабилности предузећа у претходним годинама. Према прелиминарним подацима Агенције за привредне регистре, нето добитак привреде у 2023. износио је 972 млрд динара и био је виши за 12,3% него претходне године.

Наставак реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава, према нашој процени, допринео је убрзању раста **државних инвестиција** на 15,0% мг. у Т3. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 10,0% мг., уз допринос расту БДП-а од 2,4 п.п. у Т3.

Повећање залиха у Т3, према нашој процени, позитивно је допринело расту БДП-а (0,6 п.п.), што је великим делом и резултат ниске базе из претходне године.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2023.		2024.	
	T4	T1	T2	T3
Број издатих грађевинских дозвола	18,9	-3,8	8,4	-6,3 *
Производња грађевинског материјала	-2,4	3,4	3,2	-6,6
Вредност изведених радова	10,5	17,8	10,3	
Увоз опреме, номинално	9,5	6,9	24,4	11,6
Производња домаћих машина и опреме	-10,6	-17,8	-5,7	4,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Јул-август.

Графикон IV.3.1. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије

(тримесечни покретни просек дсз.)

(2008 = 100)

(дугорочни просек = 100)



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.

Нето екстерна тражња

Реални раст извоза робе и услуга Србије у ТЗ, према нашој процени, износио је 2,6% мг. Истовремено, увоз је реално повећан за 7,3% мг, због чега је допринос **нето извоза** расту БДП-а и у ТЗ био негативан (-3,0 п.п.). Услед већег раста увоза од очекиваног, пре свега опреме, што се повезује с претходним инвестицијама, а делом и потрошне робе и услуга туризма, негативан допринос нето извоза у ТЗ био је већи него што смо очекивали.

Робни извоз изражен у еврима у ТЗ је убрзао раст на 3,5% мг. Повећање је највећим делом резултат раста извоза прерађивачке индустрије (3,4 п.п.), што је резултат инвестиција из претходног периода, као и извоза пољопривреде, који, захваљујући доброј прошлогодишњој пољопривредној сезони, четврто тримесечје заредом бележи двоцифрени мг. раст, упркос нижим светским ценама примарних пољопривредних производа. Такође, у ТЗ благо је повећан извоз рударства. С друге стране, и у ТЗ је смањен извоз електричне енергије, што је великим делом последица високе базе из претходне године, али и смањене производње струје у условима овогодишње суше и смањеног хидроенергетског потенцијала.

У поређењу са истим периодом 2023, раст извоза прерађивачке индустрије у ТЗ забележен је у 16 од 23 гране, при чему је највећи позитиван допринос обезбедио извоз основних метала, осталих саобраћајних средстава, прехранбене индустрије и производа од гуме и пластике. У супротном смеру највише је утицао смањен извоз електричне опреме, моторних возила и приколица и осталих машина и опреме, што се може довести у везу са смањеном екстерном тражњом услед проблема у аутомобилској индустрији у ЕУ.

Робни увоз изражен у еврима повећан је у ТЗ за 14,8% мг. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), на раст увоза највише је утицао већи увоз средстава за репродукцију (8,5 п.п.), што је категорија у оквиру које се региструје увоз енергената, а затим већи увоз опреме (1,4 п.п.) и потрошне робе (2,4 п.п.). У поређењу са истим периодом претходне године, увоз енергената је већи за 178 млн евра услед већег увоза нафте и нафтних деривата и електричне енергије.

Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у ТЗ, али је регистрован нижи суфицит (335 млн евра) него у претходним

Графикон IV.3.2. Кретање главних компонената увоза

(доприноси мг. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

тримесечјима услед снажног раста увоза туристичких услуга. Расту извоза услуга највише су доприносиле ИКТ, пословне услуге и услуге транспорта. Истовремено, расту увоза највише су доприносиле поменуте туристичке услуге, а затим услуге транспорта и откупа права интелектуалне својине.

Бржи раст робног увоза од извоза одразио се на благо смањење покривености робног увоза извозом током ТЗ, која је у септембру¹⁰ износила 78,8%, а по укључењу услуга 89,7%, што је за 2,1 п.п. и 2,2 п.п., респективно, мање него крајем Т2.

4. Економска активност

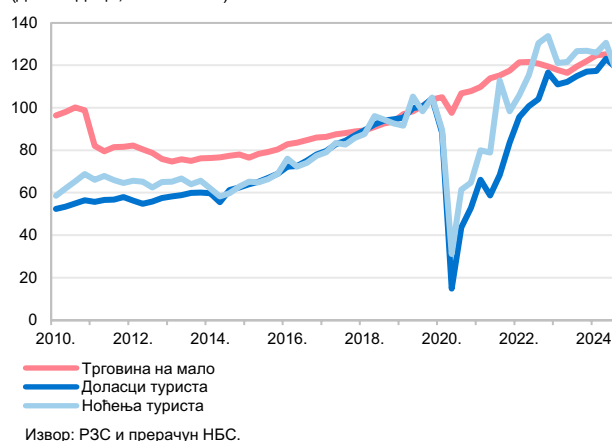
Према првој процени РЗС-а, економска активност забележила је раст у ТЗ од 3,1% мг. Раст активности је био вођен услуженим секторима, посебно трговином, али и индустријом и грађевинарством.

Услужни сектори су, збирно посматрано, према нашој процени, у ТЗ остварили раст од 3,4% мг, чиме су допринели расту економске активности са 1,9 п.п. На то упућују пре свега подаци из области трговине, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у ТЗ реално повећан за 4,7% мг. Током ТЗ повећан је и број долазака страних туриста за 9,7% мг.

Раст **индустријске производње**, према нашој процени, износио је 3,6% мг. у ТЗ (допринос БДП-у 0,7 п.п.), вођен растом прерађивачке индустрије и рударства, док је производња електричне енергије забележила пад на мг. нивоу (-13,3%), делом и као последица високе базе из прошле године, али и смањене производње струје у условима овогодишње суше и смањеног хидроенергетског потенцијала. У сектору рударства су и током ТЗ настављена позитивна кретања, тако да је повећан обим производње за 4,0% мг., готово искључиво захваљујући убрзању раста експлоатације руде метала и производње у категорији „остало рударство”, која обухвата грађевински материјал.

Обим производње **прерађивачке индустрије** наставља да расте пето тримесечје заредом и у ТЗ је већи за 6,7% него у истом периоду прошле године. Обим производње порастао је у 60% грана прерађивачке индустрије, а највећи позитиван

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

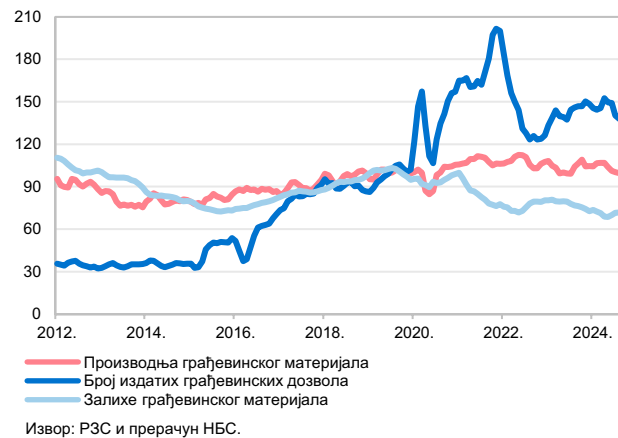


Графикон IV.4.2. Доприноси мг. стопи раста индустрије (у п.п.)



¹⁰ Мерено 12-месечним покретним просеком.

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



допринос дало је повећање производње рачунара, затим производа од гуме и пластике, као и металних производа. С друге стране, највећи негативан допринос потицао је од смањене производње фармацеутских производа и грађевинског материјала.

Према нашој процени, у **грађевинарству** је у Т3 остварен раст активности од 8,0% м.г. (допринос БДП-у 0,4 п.п.). У прилог томе говори раст производње у области „остало рударство”, али и капиталних издатака државе. Такође, повећани су увоз опреме за 11,6% м.г. и увоз грађевинског материјала за 8,5% м.г.

На основу података РЗС-а о **пољопривредној производњи** током П1 и с обзиром на сушу током летњих месеци, процењујемо да ће пољопривредна производња на нивоу ове године забележити пад од око 5%.

Процењујемо да су услед раста потрошње и боље наплате пореских прихода **нето порези повећани** за 3,0% м.г. у Т3, што доприноси расту БДП-а са 0,5 п.п.

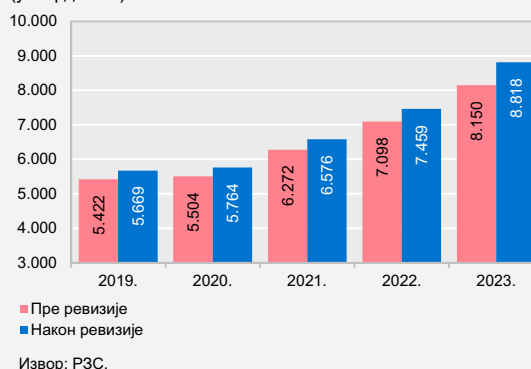
Осврт 2: Ревизија података о БДП-у за период од 1995. до 2023. године

Почетком октобра РЗС је објавио нове ревидиране податке о годишњем БДП-у Србије и његовој структури за период од 1995. до 2023. године. Ревизија података резултат је редовне, велике петогодишње ревизије БДП-а у складу с програмом *Eurostat*-а, према којем ће бити публиковани и ревидирани подаци о БДП-у свих земаља чланица ЕУ за период од 1995. до 2022. године. Основни циљ ревизије јесте унапређење система националних рачуна и обрачуна макроекономских показатеља како би се обезбедили прилагођавање структурним променама у економијама и усаглашавање статистичких система и података, као и повећала упоредивост међу земљама.

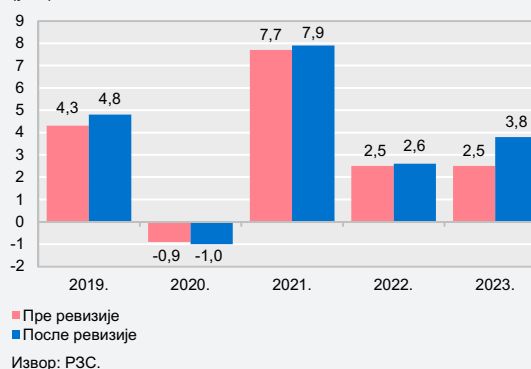
Према саопштењу РЗС-а, у велику ревизију која је спроведена у 2024. години укључена су бројна методолошка унапређења уз подршку ЕУ, а примењени су и нови, побољшани извори података. Као најважнија унапређења извора података издвојени су резултати пописа становништва, домаћинства и станова из 2022. године и пописа пољопривреде из 2023. године, захваљујући којима је ревидирана процена инвестиција у основна средства (стамбени простор и инвестиције у пољопривреди), док је ревизија података о стамбеном простору довела и до ревизије процењене импутиране ренте. Побољшани су извори података о предузетницима, затим о локалним јединицама (погонима) привредних друштава које прикупља Статистички пословни регистар, а уведено је и ново истраживање о субвенцијама и унапређена је аналитика запослености. Посматрано с методолошке стране, међу значајнијим унапређењима издваја се имплементација обрачуна потрошње фиксног капитала помоћу методе перманентног инвентара, тзв. метода *PIM* (*Perpetual Inventory Method*), као и прелазак на тзв. обрачунски принцип (*accrual*) процене финалне потрошње државе уместо досадашњег кеш принципа (*cash*). У оквиру обрачуна БДП-а по производном приступу, најважнија промена односи се на обрачун бруто додате вредности по делатностима који се после ревизије врши на нивоу погона или локалних јединица истоврсне делатности (*Local Kind of Activity Units*), а не на нивоу предузећа на бази примарне делатности. Ова измена омогућава већу прецизност обрачуна и бољу конзистентност с гранским статистикама, које су такође засноване на подацима погона предузећа.

Као резултат спроведене ревизије, номинални БДП за 2022. годину, која је узета као референтна година, повећан је за 5,1%, колико оквирно износи и повећање БДП-а у годинама од 1995. до 2021. Ревизија номиналног БДП-а резултирала је променама учешћа свих кључних макроекономских показатеља у БДП-у. Тако је учешће дефицита текућег рачуна, према новом обрачуну БДП-а, у прошлој години износило 2,4% уместо 2,6%, а учешће фискалног дефицита опште државе 2,1% уместо 2,2%. Истовремено, наниже је кориговано учешће јавног дуга у БДП-у – на 48,1% уместо 52,0%, као и учешће спољног дуга – са 65,3% на 60,4%.

Графикон О.2.1. Ревизија нивоа номиналног БДП-а (у млрд RSD)



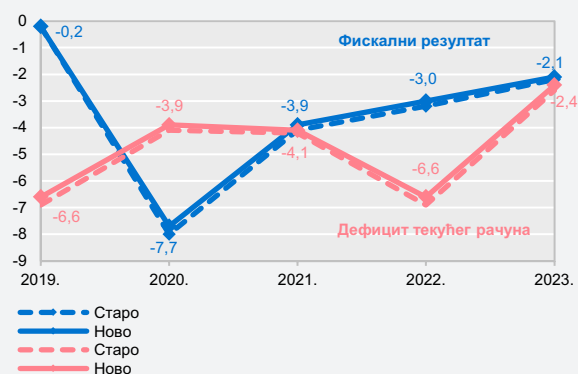
Графикон О.2.2. Реалне стопе раста БДП-а (у %)



У складу с ревизијом номиналног БДП-а, ревидиране су и стопе реалног раста БДП-а. Највећа ревизија реалног раста БДП-а у скорашњем периоду односи се на 2023. годину, где је стопа раста повећана са 2,5% на 3,8%, док је номинални БДП повећан за 5,7 млрд евра и сада износи 75,2 млрд евра уместо 69,5 млрд евра (у динарима посматрано, номинални БДП за 2023. годину повећан је на 8.818 млрд динара с претходних 8.150 млрд динара). Наведена корекција БДП-а за 2023. резултат је побољшаног обухвата података кроз ревизију која је спроведена и за претходне године, али и редовног годишњег обрачуна БДП-а који је претходно био базиран на проценама гранских статистика на тромесечном нивоу. Ако посматрамо структуру БДП-а по производном принципу, готово целокупна ревизија раста односи се на већи допринос услужних сектора, чиме је повећано и њихово учешће у БДП-у. Примера ради, учешће ИКТ сектора, који је један од водећих фактора раста, износило је, према ревидираним подацима, 8,2% уместо претходна 5,3%, док је бруто додата вредност износила 6,1 млрд евра. Овим је бруто додата вредност ИКТ сектора удвостручена у односу на претпандемијски ниво, што потврђује доминантност и све већи значај ове индустрије у напретку и развоју. У секторима пољопривреде, прерађивачке индустрије и грађевинарства није било значајнијих измена ревизијом. Посматрано с расходне стране, најзначајнија промена тиче се бруто инвестиција у основна средства, чији је раст повећан са 3,9% на чак 9,7% у 2023. години. Тако велика ревизија делом је резултат укључивања инвестиција у пољопривреду у обрачун, што је имплементирано из најновијег пописа пољопривреде, као и обухватања инвестиција у стамбени простор. Сходно томе, учешће бруто инвестиција у номиналном БДП-у за 2023. повећано је са 22,7% на 23,4%. Уз то, због примене обрачунског уместо кеш принципа стопа раста потрошње државе ревидирана је са 0,3% на – 2,4%. Такође, у мањој мери је ревидирана наниже и лична потрошња. С друге стране, код извоза и увоза робе и услуга нема знатнијих промена.

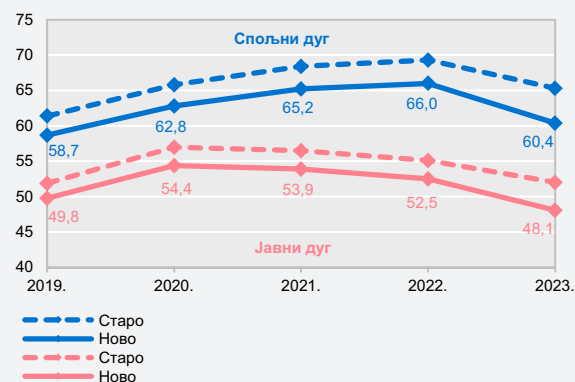
Ревизија годишњих података о БДП-у за сада није обухватила и серију тромесечних података, тако да је могуће да ће подаци за ПП ове године бити кориговани (према старом обрачуну, реални раст БДП-а у ПП износио је 4,3% м.г.). Ипак, без обзира на то што за сада још увек не располажемо прецизном тромесечном динамиком раста, имајући у виду да сектори чије је учешће у БДП-у повећано претходне године воде раст и у овој години, сматрамо да је пројекција раста од 3,8% за ову годину достижна и у складу с текућим кретањима.

Графикон О.2.3. Ревизија учешћа фискалног дефицита и дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП-у (у %)



Извор: Министарство финансија и НБС.

Графикон О.2.4. Ревизија учешћа спољног и јавног дуга у БДП-у (у %)



Извор: Министарство финансија и НБС.

5. Кретања на тржишту рада

Током Т3 настављен је релативно висок м.г. раст зарада, уз благи раст формалне запослености, при чему је број незапослених у септембру смањен на нови најнижи ниво.

Зараде

Просечна номинална нето зарада у јулу и августу износила је **97.242 динара** (831 евро), што је за 14,5% више него у истом периоду претходне године. У истом периоду остварен је реалан м.г. раст просечне нето зараде од 9,8%, колико је износио и у Т2. У периоду јул–август медијална нето зарада износила је 75.788 динара, што је за 15,6% више него у истом периоду претходне године. У прилог побољшању животног стандарда говоре и раст покривености просечне потрошачке корпе просечном зарадом и раст покривености минималне корпе минималном зарадом, које су у седам месеци 2024. износиле 94,0% и 89,0%, што је за 8,3 п.п. и 11,3 п.п. више него у истом периоду прошле године.

Раст просечних номиналних нето зарада био је нешто бржи у **јавном сектору** (15,0%) него у **приватном сектору** (14,3%), при чему је он био двоцифрен у готово свим **привредним делатностима**, изузев енергетике (9,8%) и ИКТ сектора (9,4%). Најизраженији м.г. раст остварен је у областима образовања, угоститељства, прерађивачке индустрије и административних и помоћних услуга, који се кретао у распону од 16,5% до 20,0%.

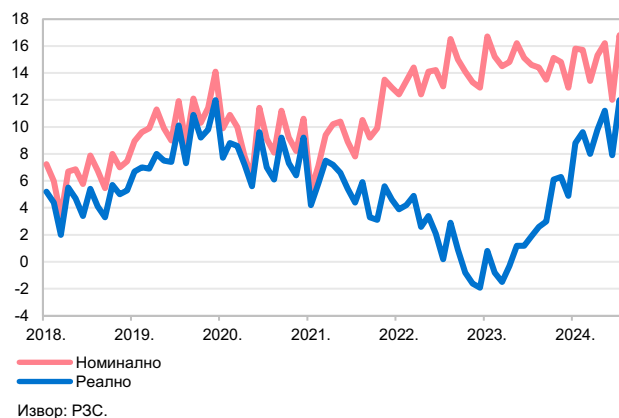
У периоду јул–август **номинална нето маса зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, повећана је за 15,1% м.г. услед наставка раста зарада и формалне запослености.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т3 повећана је за 2,9% м.г. по основу бржег раста економске активности од запослености.

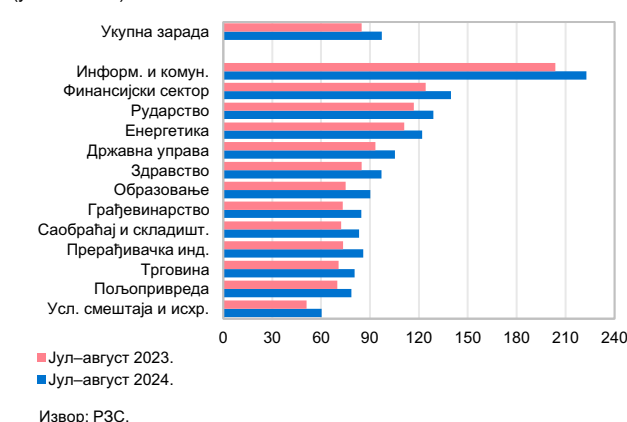
Запосленост

Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** у Т3 у просеку је износио око 2,37 млн лица, при чему је м.г. раст благо убрзао на 0,2% (са 0,1% у Т2). М.г. раст формалне запослености у Т3 опредељен је запошљавањем код предузетника и правних лица, док је број регистрованих пољопривредника наставио да се смањује.

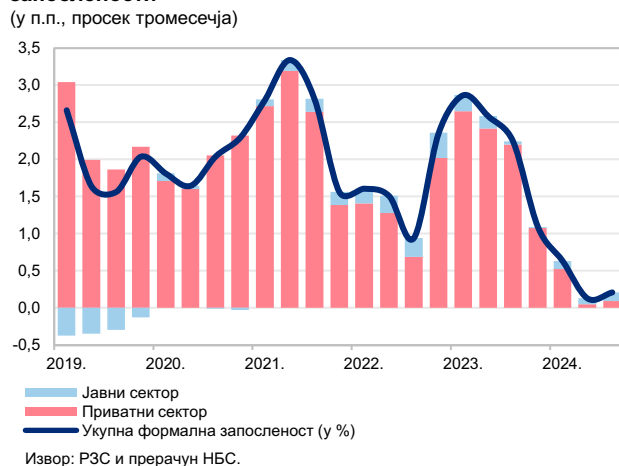
Графикон IV.5.1. М.г. стопе раста просечне нето зараде (у %)



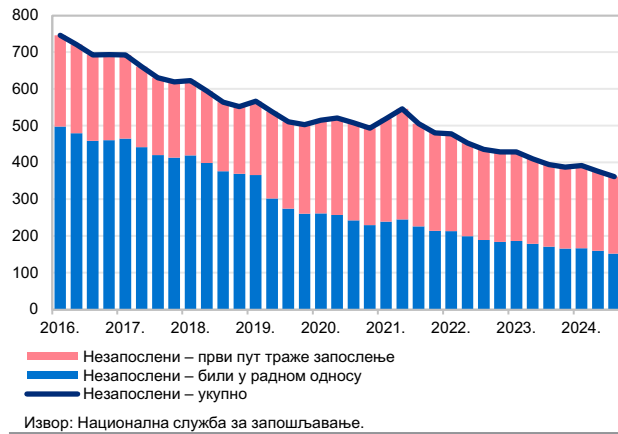
Графикон IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



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



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



Број формално запослених у ТЗ у просеку је мг. повећан и у **приватном сектору** и у **јавном сектору**, за 0,1% и 0,5%, респективно. Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у ТЗ највише је повећана у стручним, научним, иновационим и техничким услугама, ИКТ услугама и грађевинарству, док је највише смањена у прерађивачкој индустрији. С друге стране, раст запослености у јавном сектору вођен је растом броја запослених у здравству.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** смањена је на нови најнижи ниво у септембру, када је износила 359.318 лица, што је за око 32 хиљаде незапослених мање него у истом периоду претходне године.

Према резултатима **Анкете о радној снази**, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т2 2024. износила је 72,5%, а стопа активности (старији од 15 година) 56,0%. Стопа запослености је у Т2 мг. повећана за 1,1 п.п., на 51,4%, док је у исто време стопа незапослености смањена за 1,4 п.п., на 8,2%. При томе, раст запослености је у потпуности био вођен растом формалне запослености, која обезбеђује социјалну сигурност и доприноси пореским приходима, што је кључно за стабилност и економски напредак земље.

V. Пројекција

Пројекција раста БДП-а за 2024. годину и даље износи 3,8%, а додатно убрзање економске активности, као и раније, очекујемо у наредне две године на распон 4–5%. У односу на август, незнатно је измењена структура раста у корист већег раста домаће тражње. Највећи позитиван допринос у текућој и наредним годинама очекујемо од приватне потрошње по основу раста запослености и зарада. Захваљујући очуваном инвестиционом поверењу, које је додатно потврђено добијањем инвестиционог кредитног рејтинга, инвестиције у основне фондове наставиће да пружају значајну подршку расту БДП-а. Томе ће допринесити реализација инвестиција планираних програмом „Експо 2027”, као и осталих инфраструктурних пројеката. Истовремено, због очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза, али ће се он из године у годину смањивати.

Према нашој новој пројекцији, м.г. инфлација ће наставити да се креће у границама циља ($3 \pm 1,5\%$). До краја ове године инфлација би требало да се креће око или благо изнад септембарског нивоа, пре свега због негативних ефеката суше, а затим да постепено успорава и да се крајем наредне године приближи централној вредности циља. Успоравању инфлације у наредној години највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, на које утиче и наставак смањења инфлационих очекивања, као и нижа увозна инфлација. На опадајућу путању инфлације одразиће се и пројектовано успоравање раста реалних зарада, као и очекивани пад светске цене нафте у складу с фјучерсима.

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

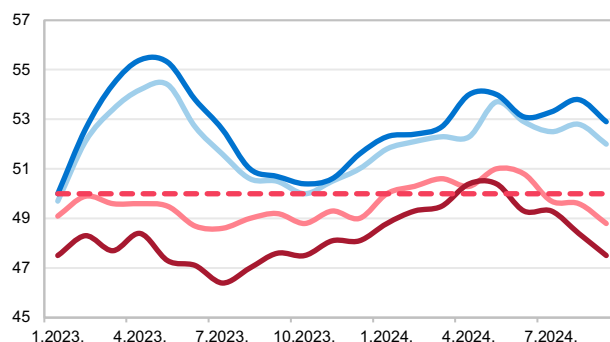
Екстерне претпоставке

Економска активност

Светска банка је у септембарском извештају изнела оцену да се **глобална економска активност стабилизовала** у претходном делу 2024. захваљујући очуваној активности у сектору услуга, на супрот даљем слабљењу производне активности због пада нових поруџбина, о чему сведочи динамика водећих показатеља активности *PMI* на глобалном нивоу. Према оцени ММФ-а, светска привреда је показала неубичајену отпорност и, упркос снажном и синхронизованом заостравању монетарних услова широм света, успела је да избегне рецесију. **Такође, ММФ је оценио да је глобални привредни раст, иако још увек слаб, остао стабилан, па у октобру није промењена јулска пројекција раста од 3,2% у 2024, колико износи и за 2025. (за 0,1 п.п. ниже него у јулу).** У односу на јул, ММФ је у октобру знатно

Графикон V.0.1. Динамика водећих показатеља глобалне економске активности – *PMI*

(у индексним поенима)



Извор: J.P.Morgan и S&P Global.

Табела V.0.1. Пројекције реалног раста БДП-а за 2024. и 2025.

(у %)

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

Извор: ММФ *WEO* (јул и октобар 2024).

Графикон V.0.2. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра

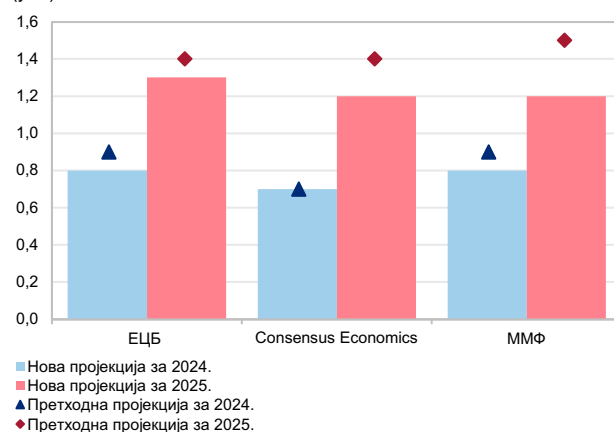
(дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

Графикон V.0.3. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025.

(у %)

Извор: ЕЦБ (јун и септембар), *Consensus Economics* (јул и октобар) и ММФ (јул и октобар).

ревидирао навише пројекције раста БДП-а САД, чиме је надоместио слабије изгледе за остале развијене земље, пре свега у Европи. Оцењено је да су поремећаји у снабдевању (посебно нафтом), конфликти и грађански немири, као и екстремне временске прилике, утицали на лошије економске изгледе у региону Блиског истока, средње Азије и подсахарских земаља. Насупрот томе, побољшани су изгледи за азијске земље у успону услед раста тражње за полупроводницима и електронским производима, подстакнутог знатним инвестицијама у вештачку интелигенцију и јавним улагањима у Кини и Индији.

Економска активност зоне евра у Т2 је повећана за 0,2% дсз. (након 0,3% дсз. у Т1), доминантно као резултат раста нето извоза, а у мањој мери и повећане потрошње државе и залиха робе, док је у супротном смеру деловао пад инвестиција у основна средства. Посматрано с производне стране, активност у сектору услуга у Т2 је интензивирана, подржана Олимпијским играма у Паризу, док је активност у индустрији и грађевинарству смањена. Код наших главних трговинских партнера у зони евра регистрована су дивергентна економска кретања у Т2 – БДП је у **Италији** повећан за 0,2% дсз., док је у **Немачкој** снижен за 0,1% дсз.

Водећи економски показатељи за зону евра, *PMI* и *ESI*, указују на слабије економске перформансе у Т3, највише због пада обима производње и поруџбина у прерађивачкој индустрији. Међутим, према прелиминарној процени *Eurostat*-а, БДП зоне евра је у Т3 неочекивано убрзао раст на 0,4% дсз., који се доминантно дугује снажном расту БДП-а Ирске по основу појачане активности мултинационалних компанија, као и услужног сектора Француске по основу одржаних Олимпијских игара у Паризу. Поред тога, привредни раст Немачке је неочекивано убрзао, за 0,2% дсз. Економски аналитичари сматрају да се ради о привременим ефектима, тако да не очекују убрзање привредног раста и у Т4.

Услед слабијег доприноса инвестиција и приватне потрошње у П1 од првобитних очекивања, **ЕЦБ** је у септембру снизила пројекције раста БДП-а зоне евра за по 0,1 п.п. у све три године – на 0,8% у 2024, 1,3% у 2025. и 1,5% у 2026. години. Упоредо с растом реалног расположивог дохотка и екстерне тражње, као и попуштања претходно затегнутих монетарних услова, ЕЦБ очекује наставак привредног опоравка зоне евра. Већи расположиви доходак, заједно с постепеним опоравком потрошачког поверења, подстиче раст приватне потрошње, која би требало да

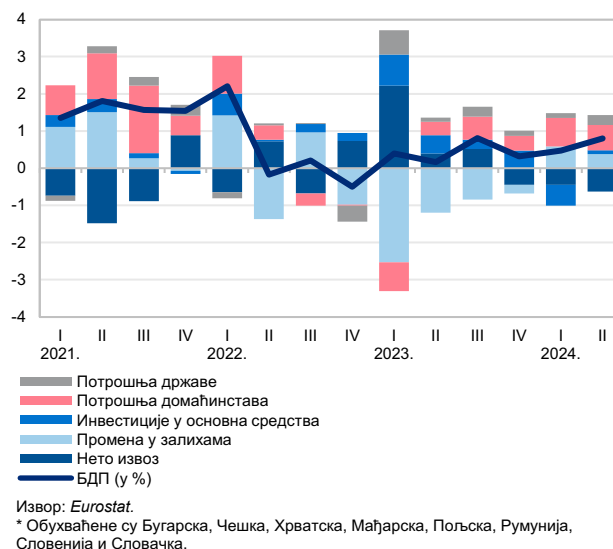
буде главни покретач привредног раста зоне евра до краја 2024. и почетком наредне године. У том смеру делује и попуштање затегнутих услова на тржишту рада, при чему се стопа незапослености у зони евра и током Т3 кретала око рекордно ниског нивоа од 6,4%.

Consensus Economics у октобру није мењао јулску пројекцију раста БДП-а зоне евра од 0,7% у 2024, док је прогнозу за 2025. снизио за 0,2 п.п., на 1,2%. Наведене пројекције користили смо као претпоставке о привредном расту зоне евра у нашим пројекцијама. Према је у водећим земљама зоне евра, Француској, Италији, Холандији и Шпанији, активност повећана у Т2, у зони евра је ипак успорила, доминантно због слабијих перформанси немачке привреде, која је у Т2 забележила пад, пре свега због пролонгиране контракције производног сектора. На немачку прерађивачку индустрију, посебно аутомобилску, негативно утичу повишене цене енергената још од избијања украјинске кризе, као и појачана конкуренција кинеских компанија у производњи електричних возила. Аналитичари *Consensus Economics*-а оценили су да се Немачка, слично осталим чланицама Групе седам (Г7), суочава са структурним проблемима, као што су старење становништва, ниска продуктивност, повећан протекционизам и бирократија, што обесхрабрује нове инвестиције и повећава фискалне издатке.

Економска активност у **региону средње и југоисточне Европе** у Т2 повећана је за 0,8% дсз., у целости захваљујући расту домаће тражње, на супрот чега је деловао пад нето извоза. Изузев Мађарске, у осталим земљама региона регистрован је раст БДП-а у Т2, посебно у Пољској (1,5% дсз.), која знатно улаже у националну одбрану. Ипак, аналитичари *Consensus Economics*-а оценили су да привредни раст региона прати повишена неизвесност, услед успоравања привредног раста земаља зоне евра. Поред тога, интензивирани геополитичке тензије и ескалација сукоба на Блиском истоку врше притисак на цене и испоруку енергената због отежаног транспорта кључним поморским рутама. Имајући то у виду, *Consensus Economics* је у октобру снизио јулску пројекцију раста БДП-а за 2024. у земљама југоисточне Европе, за 0,4 п.п., на 2,5%, док ју је за земље средње Европе задржао на нивоу од 2,3%. Јулске прогнозе привредног раста за 2025. у октобру су кориговане наниже за обе групе земаља, на нивое од по 3,2% (са 3,3% за земље средње Европе, односно 3,4% за земље југоисточне Европе).

Према извештају Светске банке из октобра, економска активност у **региону Западног Балкана** убрзала је

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



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

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

Извор: *Consensus Economics* (јул и октобар 2024).

Графикон V.0.5. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у САД

(дсз., тромесечно, у п.п.)

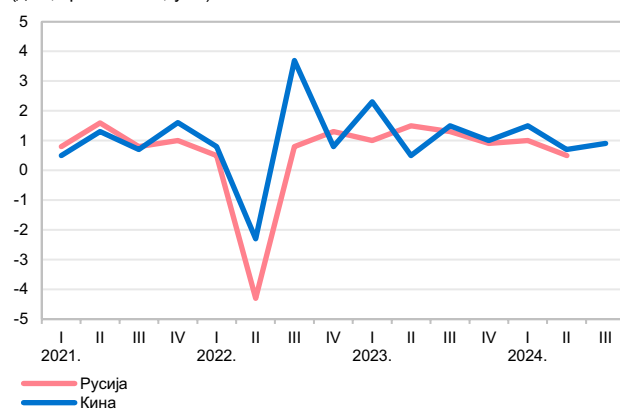


раст у претходном делу 2024, ослањајући се на домаћу тражњу, подржану фискалним подстицајима, као и на секторе услуга и грађевинарства. Међутим, екстерна тражња је ослабила због слабијих перформанси кључних трговинских и инвестиционих партнера у Европи. Светска банка је за овај регион у октобру пројектовала привредни раст од 3,3% у 2024. и 3,4% у 2025. години.

Привреда САД је у Т2 поново убрзала раст на 0,7% дсз. (са 0,4% дсз. у Т1), највише захваљујући повећању потрошње домаћинстава и залиха робе, док је у супротном смеру деловао пад нето извоза. Позитиван допринос расту БДП-а пружило је 16 од укупно 22 области индустрије, док је са стране услуга највећи допринос потекао од сектора финансија и осигурања. Према прелиминарној оцени америчког Бироа за економске анализе, БДП САД је у Т3 повећан за 0,7% дсз., скоро у целини захваљујући расту потрошње домаћинстава. **ФЕД** је у септембру изнео очекивања споријег раста БДП-а током П2 и благо снижио јунску пројекцију за 0,1 п.п., на 2,0% у 2024. На то су утицали и лошији показатељи с тржишта рада, као што су мањи број оглашених и упражњених радних места, који делују на успоравање агрегатне тражње. Притом, стопа незапослености у САД у јулу и августу је повећана, након чега се у септембру вратила на јунски ниво од 4,1%, који је и даље изнад вишемесечног просека. Због тога је ФЕД у септембру подигао јунску пројекцију стопе незапослености у 2024. за 0,4 п.п., на 4,4%.

Графикон V.0.6. Динамика раста БДП-а Русије и Кине

(дсз., тромесечно, у %)



Привреда Русије је у Т2 битно успорила мг. раст, на 4,1% (са 5,4% у Т1), услед лошијих показатеља с тржишта рада, као и слабије екстерне тражње. Поред тога, лоша пољопривредна сезона вероватно ће имати негативне ефекте на економску активност током П2. Ипак, снажни фискални подстицаји државе, нарочито у области националне одбране, подржавају домаћу тражњу. Банка Русије је у октобру ревидирала навише јулску пројекцију раста БДП-а Русије за 0,5 п.п., на 3,7%. Слично томе, ММФ је у октобру подигао пројекцију привредног раста Русије у 2024. години – за 0,4 п.п., на 3,6%.

Привреда Кине је, мг. посматрано, после раста од 5,3% у Т1, успорила раст у Т2 и Т3, на 4,7% и 4,6%, респективно, у условима пролонгиране кризе у сектору пословања некретнинама, нестабилне домаће тражње, ризика од дефлације и трговинског протекционизма у односима са западним земљама, што се одразило на успоравање извоза. Кинеске власти су повећале фискалне стимулансе како би

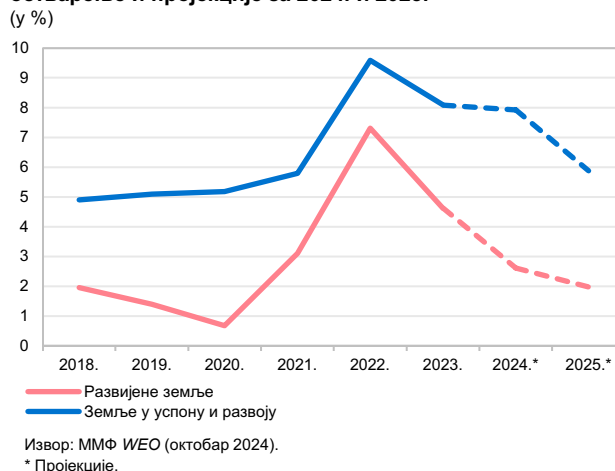
подстакле економску активност и поверење потрошача. У септембру су индустријска производња и малопродаја забележиле највећи раст у последња четири месеца, а просечна стопа незапослености у градовима пала је на тромесечни минимум од 5,1%. У октобру је ММФ кориговао наниже пројекцију раста БДП-а Кине у 2024. години – за 0,2 п.п., на 4,8%, уз непромењену прогнозу за 2025. годину (4,5%).

Инфлација

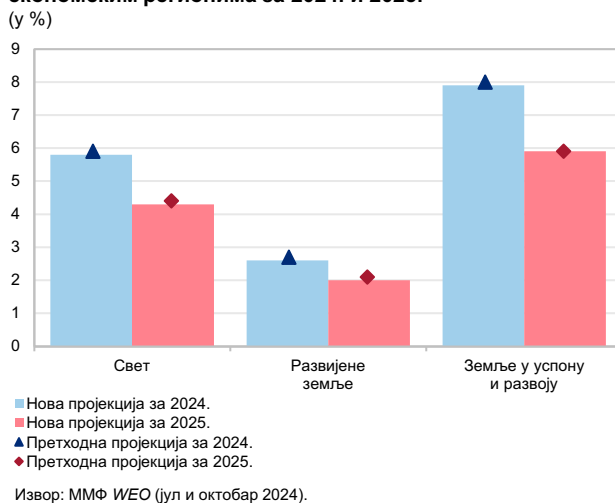
Светска банка је у септембру оценила да је током Т3 настављена опадајућа путања **глобалне инфлације**, доминантно под утицајем пада светских цена нафте и гаса. У октобру је ММФ пројектовао успоравање глобалне инфлације с просечног годишњег нивоа од 6,7% у 2023. на 5,8% у 2024. и додатно на 4,3% у 2025, што је за по 0,1 п.п. ниже у односу на јулске пројекције. На повољније октобарске прогнозе глобалне инфлације утицали су постепено отклањање цикличних неравнотежа од почетка 2024. и сужавање производног јазу у главним светским економијама, што је допринело приближавању стопа инфлације у различитим земљама. Ипак, ММФ је још у јулу указивао на сигнале успоравања дезинфлације током П1, пре свега због постојаности базне инфлације, која је вођена повишеним ценама услуга, док су се цене робе у оквиру базне инфлације стабилизовале с мг. стопама раста блиским нули. ММФ очекује да ће просечна годишња инфлација у 2024. брже опасти у развијеним земљама (за 2,0 п.п., на 2,6%) него у земљама у успону и развоју (за 0,2 п.п., на 7,9%). Прогнозирано је да се у 2025. просечна инфлација у развијеним земљама стабилизује на око 2%, а у земљама у успону и развоју спусти на 5,9%, при чему се повратак инфлације у границе циља у већини земаља не очекује пре краја 2025. године.

После незнатно вишег нивоа у јулу, **мг. инфлација у зони евра** је у преостала два месеца Т3 наставила да успорава и у септембру је износила 1,7%, што је испод циља ЕЦБ-а од 2,0% и уједно њен најнижи ниво од априла 2021. На то је доминантно утицао снажан мг. пад цена енергије у Т3 услед деловања базног ефекта и знатног пада светске цене нафте, док је прехранбена инфлација остала непромењена у односу на Т2. Нижој инфлацији у септембру у поређењу с јуном допринео је и спорији мг. раст **базне инфлације**, која је у септембру износила 2,7% мг. **Инфлација у Немачкој**, мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, у септембру је снижена на 1,8% мг. (најнижи ниво од фебруара 2021), док је **инфлација у Италији** пала на 0,7% мг. (најнижи ниво

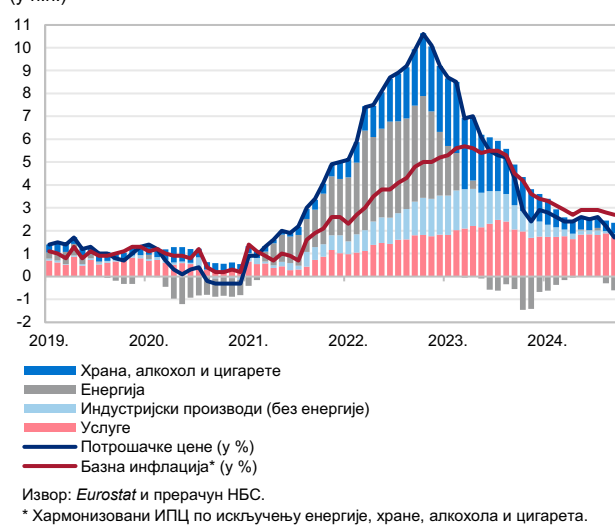
Графикон V.0.7. Просечна инфлација по групама земаља – остварење и пројекције за 2024. и 2025.



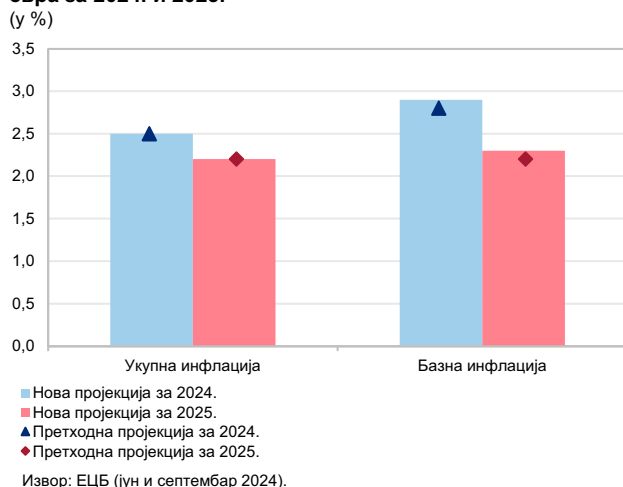
Графикон V.0.8. Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2024. и 2025.



Графикон V.0.9. Допринос компонента хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра



Графикон V.0.10. Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2024. и 2025.



од краја 2023). Према прелиминарним подацима Eurostat-a, у октобру је м.г. инфлација и у зони евра и Немачкој била на нивоу од 2,0%, доминантно због деловања високе прошлогодишње базе код цена енергије, док је у Италији благо порасла на 0,9%.

У септембру је ЕЦБ оценила да се домаћа инфлација у зони евра и даље креће на релативно високом нивоу јер плате настављају да расту. Истакнуто је да ће раст уговорених плата остати висок и у остатку 2024, нарочито због једнократних исплата у појединим европским земљама и степенастог прилагођавања плата. Ипак, оцењено је да ће постепено попуштање притисака с тржишта рада, уз ниже профитне марже и пролонгиране ефекте претходног заоштравања монетарне политике, деловати дезинфлаторно. Имајући у виду да се инфлација у зони евра у протеклом периоду кретала у складу са очекивањима, **ЕЦБ у септембру није мењала јунску пројекцију инфлације од 2,5% у 2024, 2,2% у 2025. и 1,9% у 2026. години.** Опадајућа путања се пројектује и за базну инфлацију (без цена хране и енергије) у зони евра, при чему ће остати изнад укупне инфлације у готово целом хоризонту пројекције, првенствено због повишених цена услуга. У септембру је ЕЦБ подигла јунске пројекције базне инфлације за по 0,1 п.п., на 2,9% у 2024. и 2,3% у 2025, док пројекција за 2026. није мењана (2,0%).

Графикон V.0.11. Кретање м.г. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са септембром)



Међу земљама у региону **средње и југоисточне Европе** регистрована су дивергентна кретања м.г. инфлације у ТЗ. М.г. инфлација у Румунији, после пораста у јулу, до краја ТЗ је успоравала и у септембру је износила 4,6%, док је у Мађарској током целог ТЗ опадала, нашавши се у септембру на централној вредности циља од 3,0%. Нижој септембарској м.г. инфлацији у обе земље највише је допринео пад цена нафтних деривата, код којих се испољио и базни ефекат. М.г. инфлација у Чешкој убрзала је на 2,6% у септембру, доминантно као последица виших регулисаних цена комуналних услуга и поскупљења угоститељских услуга, при чему су и цене хране забележиле м.г. раст, први пут од краја прошле године. М.г. инфлација у Пољској је током ТЗ приметно убрзала и у септембру је достигла 4,9%, под утицајем поскупљења електричне енергије и гаса и виших цена хране услед деловања ниске прошлогодишње базе. Према оцени аналитичара *Consensus Economics*-а, изражен ризик по инфлацију у земљама региона представљају цене енергената због отежане испоруке поморским путем услед ескалације сукоба на Блиском истоку. Такође, цене услуга су у дужем периоду повишене, што утиче на постојаност базне инфлације и тиме пролонгира спуштање

инфлационих очекивања и постизање ценовне стабилности у дугом року.

У региону Западног Балкана мг. инфлација је у Т3 била нижа него у Т2, првенствено захваљујући паду цена енергената, које су пратиле динамику светских цена. Мг. инфлација је у септембру снижена у Босни и Херцеговини на 0,8%, у Црној Гори на 1,0%, у Албанији на 1,9% и у Северној Македонији на 2,6%. Према извештају Светске банке из октобра, цене енергије, иако волатилне током П1, смањиле су свој допринос укупној инфлацији. Ипак, неповољне временске прилике у протеклим месецима негативно се одражавају на понуду пољопривредних и прехранбених производа, што ствара притисак на раст цена хране у остатку 2024. Светска банка је у октобру пројектовала просечну годишњу инфлацију на нивоу региона од 3,4% у 2024, 2,6% у 2025. и 2,3% у 2026. години.

Инфлација у САД (мерена променом ИПЦ-а) током Т3 кретала се силазном путањом и у септембру је износила 2,4% мг., што је њен најнижи ниво од фебруара 2021. На то је доминантно утицао изражен мг. пад цена енергије у Т3, посебно цена горива, код којих се испољио и базни ефекат. У септембру су цене индустријских производа (без хране и енергије) приметно успориле мг. пад, највише због сезонског поскупљења одеће и обуће, док су цене услуга успориле мг. раст, тако да је базна инфлација у септембру била на истом нивоу као у јуну, 3,3% мг. Сличну мг. динамику као ИПЦ током Т3 бележили су и индекси издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу цена хране и енергије), који су у септембру мг. повећани за 2,1% и 2,7%, респективно. ФЕД је у септембру оценио да ће и укупна и базна инфлација у САД наставити да опадају у наредном периоду, упоредо с даљим усклађивањем понуде и тражње на тржишту производа и тржишту радне снаге, тако да је поменуте мере инфлације у 2024. пројектовао на 2,3% и 2,6%, респективно, а до краја 2026. њихову стабилизацију на око 2%.

Монетарна политика

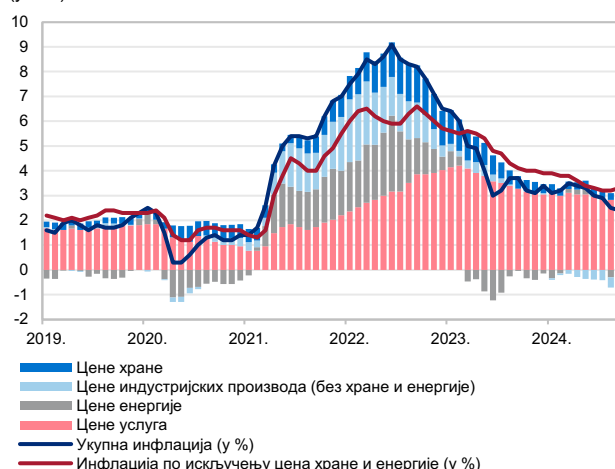
Већина централних банака наставила је да ублажава монетарну политику у периоду од нашег претходног Извештаја о инфлацији. У октобру је ЕЦБ смањила своје каматне стопе, први пут у последњих 13 година на два састанка узастопно. Одлука је објашњена првенствено тиме да се инфлација успорава, да су пристигли подаци о економској активности лошији од очекивања, као и да услови финансирања и са овим смањењем остају рестриктивни. Након

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

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

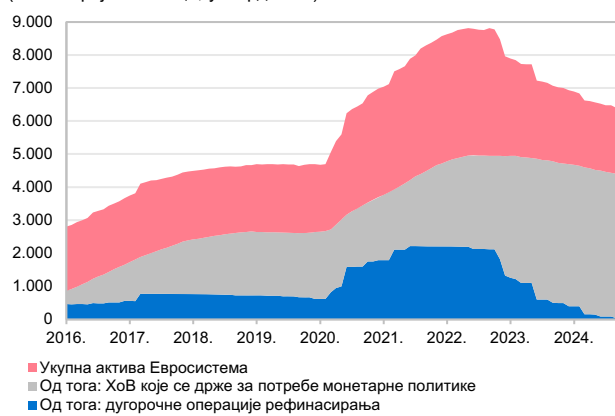
Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.12. Допринос компонента ИПЦ-а мг. инфлацији у САД (у п.п.)



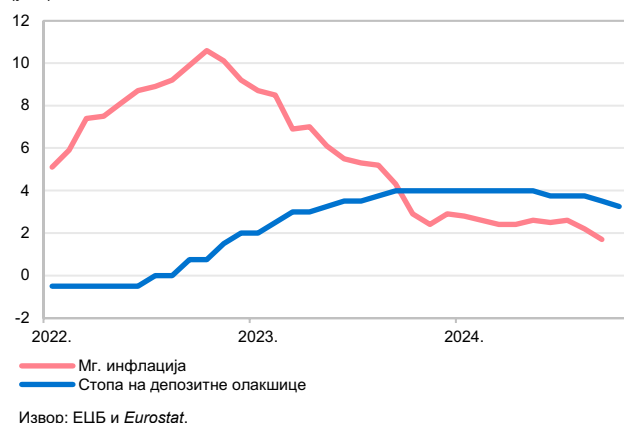
Извор: U.S. Bureau of Labor Statistics и прерачун НБС.

Графикон V.0.13. Консолидовани биланс Евросистема (стање крајем месеца, у млрд EUR)



Извор: ЕЦБ.

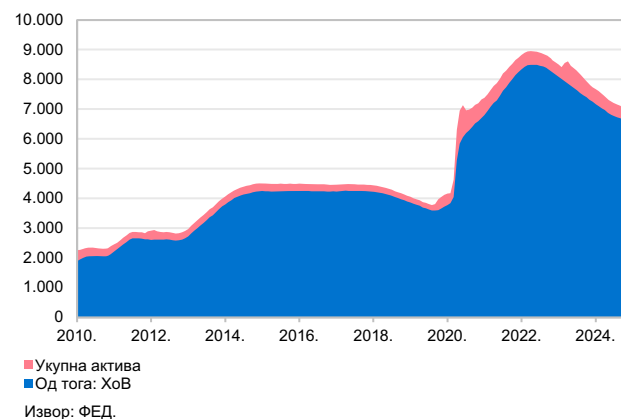
Графикон V.0.14. Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра (у %)



октобарског смањења све три каматне стопе за по 25 б.п., каматна стопа на депозитне олакшице, која је сада стопа којом ЕЦБ управља монетарним условима, износи 3,25%, док каматне стопе за главне операције рефинансирања и кредитне олакшице износе 3,4% и 3,65%, респективно.

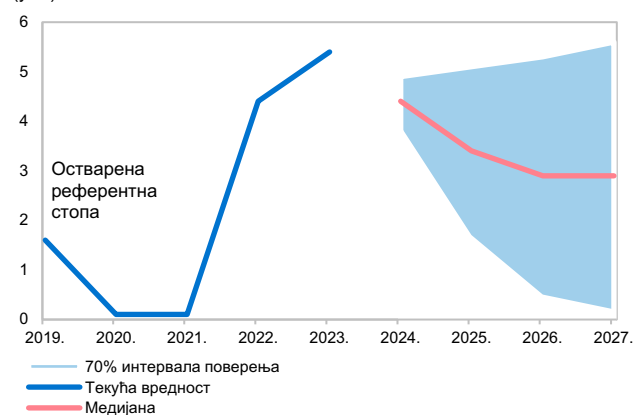
На конференцији након октобарског састанка, председница ЕЦБ-а Кристин Лагард није сигнализирала будуће потезе ЕЦБ-а, али се очекује да би у децембру могло да уследи четврто смањење референтне стопе у овој години, осим ако подаци о инфлацији или економској активности у наредним недељама не буду захтевали опрезност. Тржиште новца је већ готово у потпуности предвидело три додатна смањења до марта следеће године.

Графикон V.0.15. Укупна актива ФЕД-а (месечни просек, у млрд USD)



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

Графикон V.0.16. Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а (у %)



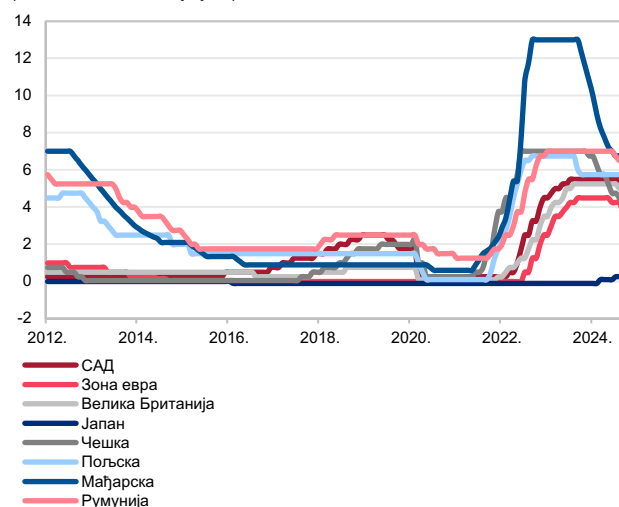
Као што се и очекивало, **ФЕД** је у септембру започео циклус смањења распона референтне каматне стопе, након што га је од јула држао на непромењеном нивоу. Међутим, смањење од 50 б.п. (на распон 4,75–5,00%) било је двоструко више од очекивања тржишта. Нове пројекције чланова Монетарног одбора (*Dot Plot*) показале су да незнатна већина (десет од 19 чланова) очекује да ће се референтна стопа до краја 2024. (на два преостала састанка) смањити за укупно још 50 б.п. У обраћању након састанка, председник Монетарног одбора ФЕД-а оценио је да је приметно попуштање затегнутих услова на тржишту рада, при чему је нагласио да тржиште рада тренутно није извор инфлаторних притисака и његово даље хлађење тренутно није неопходно да би се инфлација одржала на постојећем, ниском нивоу. У односу на пређашње оцене, ризици у погледу пројекција инфлације и запослености готово су уравнотежени. Према оцени ФЕД-а, знатно смањење стопе у септембру не треба да се схвати као будућа динамика ублажавања референтне стопе, па ће одлуке наставити да доноси од састанка до састанка.

Централна банка Швајцарске, као прва од водећих централних банака која је смањила референтну каматну стопу у марту, наставила је с њеним смањењем од по 25 б.п. у јуну и септембру, на 1,0%. Тржишни учесници су и очекивали три узастопна смањења референтне стопе, с обзиром на јачање швајцарског франка и релативно ниску инфлацију. Централна банка је смањила своју пројекцију инфлације на 1,2% за 2024, на 0,6% за 2025. и на 0,7% за 2026. годину. Након што је у марту први пут повећана од 2007. године, на распон 0–0,1%, чиме је изашла из негативне зоне, референтна стопа **Банке Јапана** поново је повећана у јулу на око 0,25% и након тога није мењана. **Банка Енглеске** није мењала висину референтне каматне стопе од 5,0%, након што ју је у августу смањила за 25 б.п. и започела циклус ублажавања монетарне политике.

Од централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, референтну каматну стопу **смањиле су у септембру централне банке Чешке и Мађарске**, за по 25 б.п., на 4,25% и 6,50%, респективно. Потез централне банке Чешке био је у складу са очекивањем тржишта, с обзиром на све мање домаће ризике да би инфлација могла да расте (ризичи су преостали у сектору услуга и некретнина) и све већу забринутост за глобалне економске изгледе. Референтну каматну стопу наставила је да смањује и централна банка Мађарске, такође као што се очекивало, након паузе у августу, којој је претходило десет узастопних смањења од октобра 2023. године. Званичници централне банке Мађарске претходно су сигнализирани да је пауза у августу привремена и да ће до краја године уследити још једно или два смањења од 25 б.п., у зависности од тренда инфлације и одлука ЕЦБ-а и ФЕД-а.

Након смањења у августу, **централна банка Румуније није мењала висину** своје референтне каматне стопе од 6,50%. Опрезност је налагало кретање инфлације, која је била већа у јулу и августу него у јуну, подстакнута пре свега знатним растом цена хране услед сушних временских услова, као и цена енергената због виших акциза за дистрибуцију гаса. Референтну каматну стопу **није мењала ни централна банка Пољске**, задржавајући је годину дана на нивоу од 5,75% (од октобра 2023, када ју је смањила за 25 б.п.). То се и очекивало с обзиром на раст инфлације на 4,9% у септембру, што је њен највиши ниво у последњих девет месеци. Раст зарада и трошкови енергената и даље подстичу инфлацију, док у супротном правцу делују слаба тражња и апрецијација злата.

Графикон V.0.17. **Кретање референтних стопа по земљама** (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Централна банка Турске није мењала референтну каматну стопу, која је на 50,0% повећана у марту ове године. Домаћу тражњу успоравају снажно заострени кредитни услови и инфлација, која је у септембру пала испод 50%, први пут од лета прошле године. Ипак, кретање базне инфлације током ТЗ изазвало је забринутост и одложило планирани почетак смањења референтне стопе централне банке. С друге стране, **централна банка Русије је додатно повећала** референтну каматну стопу у септембру и октобру за укупно 300 б.п., на 21%, како би инфлацију вратила на циљ 4,0–4,5% у 2025. години. Домаћа тражња наставља да премашује понуду због последица сукоба у Украјини и санкција западних земаља, који су изазвали поремећаје у ланцима снабдевања и на тржишту радне снаге.

Осврт 3: Неутрална каматна стопа и карактер монетарних политика водећих централних банака

У тренутном економском амбијенту, међу најактуелнијим темама јесте будућа динамика и ниво до ког ће се спустити референтне каматне стопе водећих централних банака у започетом циклусу попуштања монетарних услова. Током циклуса затезања монетарних услова, који му је претходио, током 2022. и 2023. године повећане су референтне каматне стопе са изузетно ниског нивоа на којем су се кретале након светске економске кризе 2008. године. Сада се поставља питање **да ли ће се реалне каматне стопе вратити на ниво пре пандемије или ће ипак бити више** јер је можда неутрална реална каматна стопа (r^*) повећана. Пројекције и очекивања варирају више него што је уобичајено, у највећој мери због различитих процена r^* , која је протеклих година постала важна референтна тачка за монетарну политику.

Важност r^* произилази из чињенице да за оцену мера централних банака као експанзивних или рестриктивних није довољно знати само смер у коме ће бити промењена референтна каматна стопа. Како би се постигао жељени ефекат у циклусу монетарне политике, најчешће је неопходно подешавање референтне каматне стопе у више наврата, што некада може потрајати и неколико година, како би њен ниво био адекватан за постизање жељеног ефекта на монетарне услове. **Кључан водич у оцени карактера монетарне политике јесте концепт неутралне каматне стопе r^*** , која представља равнотежну каматну стопу, односно ону стопу која ће обезбедити циљани ниво инфлације и затворен производни јаз у средњем року, па самим тим неће деловати ни инфлаторно ни дезинфлаторно. Уколико је реална каматна стопа централне банке изнад r^* , монетарна политика је рестриктивна и обратно – уколико је испод r^* , монетарна политика је експанзивна.¹

Колико износи r^* у пракси је изузетно тешко утврдити. Ради се о изведеној променљивој која се не може измерити, већ се мора оценити помоћу неког од разноврсних економетријских метода који могу да дају различите резултате, па самим тим њихов одабир представља важну одлуку за креаторе монетарне политике. Грешке у процени r^* за последицу могу имати то да се референтна каматна стопа нађе на нивоу који не испуњава жељени ефекат у погледу монетарних услова. Тако, на пример, уколико се r^* потцени, каматна стопа централне банке могла би бити нижа него што је потребно да би се инфлација нашла на циљу и зато потцењена вредност r^* представља ризик навише за инфлацију и обратно – прецењена вредност r^* представља ризик наниже за инфлацију.

Чиме је одређена вредност r^* ? У принципу, r^* не зависи од монетарне политике, тј. монетарна политика је неутрална у дугом року и може да утиче на реалне променљиве само привремено. Уместо тога, вредност r^* је **одређена реалним факторима који утичу на штедњу и инвестиције**. То су производни потенцијал, демографски фактори, неједнакост, аверзија према ризику и фискална политика. Када делују у правцу повећања штедње или смањења инвестиција, ови фактори воде смањењу вредности r^* и обратно. Тако нижи потенцијални раст утиче на смањење инвестиција јер смањује маргинални принос на капитал, односно утиче на повећање штедње тиме што смањује очекивани доходак. Дужи очекивани животни век становништва повећава штедњу, а у истом правцу делује и већа неједнакост, јер богатији штеде већи део свог дохотка. Већа аверзија према ризику води већој штедњи, посебно у сигурну активу, и у исто време смањује инвестиције, док перзистентан фискални дефицит смањује штедњу. У условима слободног кретања капитала, исто важи на глобалном нивоу, док се на нивоу земље разлика између штедње и инвестиција осликава дефицитом односно суфицитом текућег рачуна платног биланса.

Када је у питању оцена r^* , **користе се различити модели**, пре свега мали структурни модели, модели временских серија, *DSGE* модели, анкете и сл. Највише распрострањено је коришћење малог структурног модела *HLW* (*Holston, Laubach, Williams*), који успоставља везу између производног јаза и реалних каматних стопа (*IS* крива) и производног јаза и инфлације (Филипсова крива), с кључном поставком да раст инфлације указује на то да се текуће каматне стопе налазе испод r^* . Модел уклања краткорочне флукуације пословног циклуса декомпозицијом тренда/циклуса и приписује промене r^* тренду раста економске активности и резидуалу који

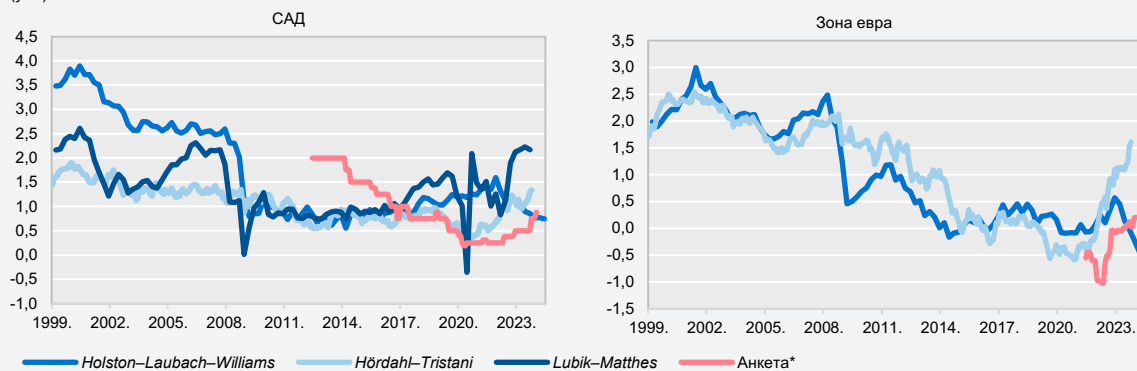
¹ Поред каматне стопе, важну улогу у оцени карактера монетарне политике могу да имају и други фактори, пре свега реални девизни курс.

обухвата друге потенцијалне факторе. Како сами аутори наводе, добијена процена r^* може да се интерпретира као краткорочна реална каматна стопа која ће вероватно преовладавати наредних 5–10 година, када тренутни поремећаји пословног циклуса ишчезну. Према овом приступу, ФЕД из Њујорка објављује процену кретања r^* за зону евра и САД.

Међутим, како наводе *Buliř* и *Vlček*,² овај приступ је ограничен на концепт затворене економије, што доводи до занемаривања битних ефеката с којима се суочавају отворене економије, а нарочито мале отворене економије, чија се структура знатно мења под утицајем прилива капитала из иностранства, што за резултат има реалну апрецијацију. Аутори овог рада су оценили r^* у оквиру малог структурног новокејнзијанског модела (*QPM*) с функцијом реакције монетарне политике. Закључили су да ће у земљама у којима је заступљена равнотежна апрецијација услед развитка економије и прилива капитала r^* бити нижа услед релативно већих приноса вођених курсним разликама, док у случају депрецијације, нерезиденти захтевају више стопе приноса.

Упоредили су резултате земаља из узорка с резултатима према популарном *HLW* приступу, закључивши да њихов модел оцењује r^* на вишем нивоу за око 1 п.п. него *HLW* приступ. Самим тим, према њиховој оцени, реалне каматне стопе су биле доста испод r^* у многим од анализираних земаља, што имплицира да је њиховој високој инфлацији у периоду 2021–2023. доприносила претерано експанзивна монетарна политика. У ову анализу је била укључена и Србија, уз оцену да се реална каматна стопа у случају Србије кретала изнад или око нивоа неутралне у анализираном периоду до пандемије вируса корона.

Графикон О.3.1. Оцене неутралних каматних стопа за САД и зону евра (у %)



Извор: Benigno, G., Hofmann, B., Nuño, G., and Sandri, D. (2024). Quo vadis, r^* ? The natural rate of interest after the pandemic. *BIS Quarterly Review* 3/2024, Federal Reserve Bank of New York.

* За САД је коришћена анкета примарних дилера, а за зону евра анкета монетарних аналитичара.

У сваком случају, различити приступи у процени r^* дају различите резултате, а разлика између највише и најниже процене r^* у случају зоне евра и САД понекад је и преко 2 п.п. Ипак, несумњиво да је у протеклих 30 година присутан тренд смањења r^* (посебно након светске финансијске кризе 2008) и да је то смањење чак износило и неколико процентних поена. У развијеним земљама су реалне каматне стопе пале са око 4% 1990-их на ниво који је био благо испод нуле у деценији након светске економске кризе. Тај пад се објашњава деловањем фактора који су током времена повећали штедњу, а смањили тражњу за инвестицијама, а пре свега мањим производним потенцијалом, већом штедњом услед старења популације и већом тражњом за сигурном активом развијених земаља у условима повећане аверзије према ризику. Све то се одвијало у амбијенту продубљивања и веће међузависности међународних финансијских тржишта. Период који је уследио након светске економске кризе 2008, па све до периода након пандемије, а пре избијања енергетске кризе, био је обележен изузетно ниским нивоима каматних стопа и приступачнијим условима кредитирања, али исто тако и експанзивнијим фискалним политикама у великом броју држава.

² Buliř, A., and Vlček, J. (2024). The Mirage of Falling R-stars, WP 6/2024. *Czech National Bank*.

У наредном периоду очекује се наставак циклуса попуштања монетарних услова услед стабилизације инфлације, што подразумева пад реалних каматних стопа. Ипак, међу економистима постоји неслагање око тога **да ли ће се реалне камате вратити на ниске нивое пре пандемије**, што зависи и од процењеног нивоа r^* . Да ли је њен ниво пре пандемије био потцењен као што закључују *Buliř* и *Vlček*,³ што би значило да ће реалне каматне стопе у наредном периоду бити на нивоу који је виши него пре пандемије, будући да је тадашњи ниво каматних стопа био превише експанзиван? Или, да ли се опадајући тренд r^* у зони евра и САД окренуо у растући након пандемије, као што то наводи *BIS*,⁴ судећи према већини модела за процену вредности r^* који указују на то да се r^* налази на нивоима сличним онима пре светске финансијске кризе 2008? Изузетак је процена r^* према *HLW* моделу, према коме је она и за зону евра и за САД недавно пала на ниво пре пандемије, након што је првобитно била повећана.

Очекује се да ЕЦБ и ФЕД током наредних 12 месеци наставе да смањују своје номиналне каматне стопе за додатних 150 б.п. и 200 б.п., респективно. Ипак, како наводи Светска банка,⁵ **реално ће њихове стопе вероватно остати у рестриктивној зони, опадајући ка просечној процени r^* у наредних 12 месеци**. Према последњој пројекцији из септембра, ФЕД-ова оцена (номиналне) неутралне каматне стопе износи 2,9% и она неће бити достигнута пре 2026. године. ЕЦБ-ове оцене r^* знатно се разликују у моделима (од средине 2023. њен процењен распон налази се између $-0,75\%$ и $0,5\%$) и према медијани она је повећана за 30 б.п. у поређењу с нивоима из средине 2019, када је била благо негативна, пре него што се спустила потпуно у негативну зону у току пандемије. Наводе да су генерално претежно цикличне компоненте r^* бележиле раст, док је мало вероватно да је њен дугорочни тренд знатно промењен. Према анкети монетарних аналитичара, очекује се (номинална) неутрална каматна стопа $2-2,5\%$ у дугом року, што, уз инфлациона очекивања од 2% , имплицира r^* између $0-0,5\%$. Треба имати у виду да је r^* **дугорочна равнотежна вредност која се споро мења**.

Њено будуће кретање зависи од деловања многобројних фактора, чији смер и допринос није могуће са сигурношћу предвидети, па самим тим није евидентно на ком нивоу ће се наћи реалне камате након завршетка текућег експанзивног циклуса монетарне политике. Ипак, чини се да се већина централних банкара и аналитичара слажу да је **мало вероватно да би r^* у наредном периоду могла да падне испод нивоа на ком је била пре пандемије и да би чак могла и да забележи раст**.⁶ Наиме, иако ће поједини фактори који су деловали на њен пад у претходном периоду наставити да делују и у наредној деценији (на пример, опадајућа стопа наталитета и растући животни век), други фактори могли би да делују у правцу њеног раста. Ради се пре свега о расту понуде сигурне активе, слабљењу неких од покретача неједнакости и расту инвестиција неопходних за транзицију ка зеленој економији. У сваком случају, неизвесност је и даље изражена, уз већу вероватноћу да дугорочне реалне каматне стопе у водећим развијеним земљама буду изнад претпандемијског нивоа него испод њега.

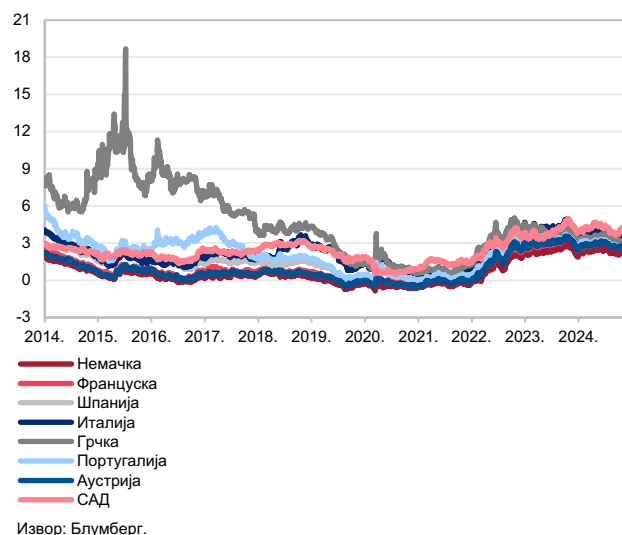
³ *Ibidem*.

⁴ Benigno, G., Hofmann, B., Nuño, G., and Sandri, D. (2024). Quo vadis, r^* ? The natural rate of interest after the pandemic. *BIS Quarterly Review* 3/2024.

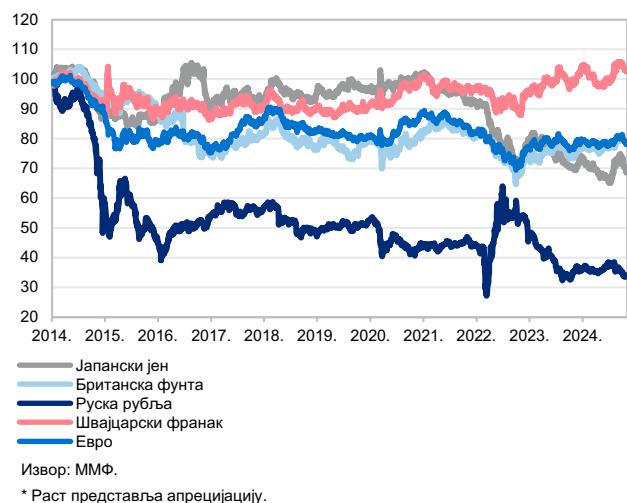
⁵ *World Bank, Global Monthly, September 2024*.

⁶ Cacciatore, M., Feunou, B., and Ozhan, K. G. (2024). The Neutral interest rate: past, present and future. a thematic review. *Bank of Canada*.

Графикон V.0.18. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Графикон V.0.19. Кретање курсава одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)



Графикон V.0.20. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља и САД током Т3 су забележили пад, у просеку за 50 б.п. и 62 б.п., респективно, који је у највећој мери био одређен очекивањима тржишних учесника да ће се текући циклус попуштања монетарних услова ЕЦБ-а и ФЕД-а наставити у наредном периоду.

Током Т3 евро и већина водећих валута ојачали су према долару на међународном финансијском тржишту, услед очекивања да ће попуштање монетарних услова ФЕД-а бити интензивније у наредном периоду, нарочито у поређењу са ЕЦБ-ом.

Светска цена нафте типа брент кретала се доминантно силазном путањом током Т3 и у просеку је била нижа за 5,4% у односу на Т2, док је у октобру благо повећана, на око 76 долара по барелу. На пад цене нафте током Т3 доминантно је утицала слаба тражња у Кини, која је највећи светски увозник, док се на повремена одступања одразило заоштравање геополитичких односа. Америчка енергетска информативна агенција (*EIA*) очекује благи раст цене нафте до краја Т2 2025, када ће износити око 79 долара по барелу, након чега ће се до краја године спустити на око 75 долара по барелу под утицајем успоравања раста глобалне тражње за нафтом. *Consensus Economics* очекује да цена нафте типа брент на крају 2024. буде на нивоу од 78 долара по барелу, као и да ће се до краја 2025. спустити на око 75 долара по барелу. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цена нафте ће се кретати силазном путањом у наредном периоду, тако да на крају 2024. и 2025. износи око 75 и 73 долара по барелу, респективно.

Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту *TTF* повећана је током Т3 у односу на Т2, за 10,9% у просеку, при чему је раст настављен и у октобру, када је она у просеку износила око 40 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 465 долара за хиљаду кубних метара).¹¹ На вишу цену природног гаса одразили су се напади Украјине на Курску област у Русији, која је кључна за транзит руског гаса ка ЕУ. На основу тржишних фјучерса, очекујемо да ће се цена природног гаса кретати на стабилном нивоу у наредном периоду, тако да крајем 2024. и 2025. износи око 41 и 40 евра по мегават-сату,

¹¹ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh = 1.000 m³).

респективно. Насупрот томе, *Consensus Economics* очекује смањење цене природног гаса у наредном периоду, при чему ће она на крају 2024. износити око 38 евра по мегават-сату, а 2025. године 34 евра по мегават-сату.

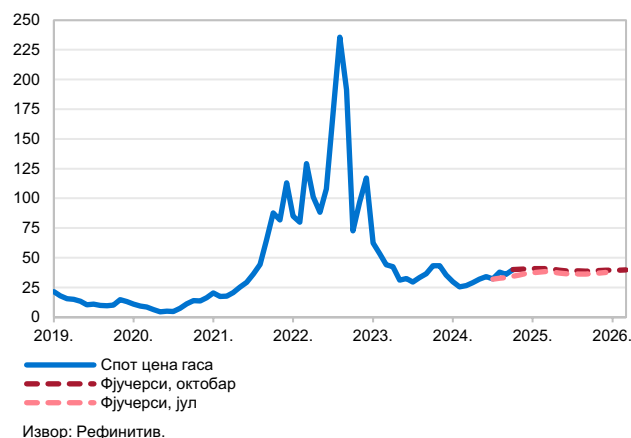
Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) пратила је динамику цене природног гаса и у Т3 је у просеку износила око 78 евра по мегават-сату, што је за 9,2% више него у Т2, док је у октобру додатно повећана, на око 91 евра по мегават-сату. На раст цене електричне енергије током Т3 утицали су повећана тражња због високих температура, виша цена природног гаса и смањена производња у ветропарковима, док су у супротном смеру деловали пад цене природног гаса и нижа емисија угљеника. Цена електричне енергије на мађарској берзи у јулу је у просеку износила око 145 евра по мегават-сату, што је готово двоструко више него на немачкој берзи, на шта су се одразили високе температуре и смањени капацитети за пренос електричне енергије са околним земљама, али је до октобра смањена на око 83 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије ће до краја Т1 2025. порастати на око 96 евра по мегават-сату, а уз одређене сезонске осцилације, кретаће се на сличном нивоу и у остатку године.

Након што је у јулу и августу повећана услед смањеног извоза из Русије, повећане тражње у Азији, као и више цене природног гаса, **цена термалног угља** смањена је у септембру, када је у просеку износила око 139 долара по тони, на шта су се одразиле нижа цена природног гаса и смањена тражња у Европи. И поред тога, цена угља је у септембру била за 3,0% виша него у јуну, док је, м.г. посматрано, нижа за 14,3%. *Consensus Economics* очекује да ће цена термалног угља до краја 2024. остати готово непромењена, након чега ће се до краја 2025. спустити на око 126 долара по тони.

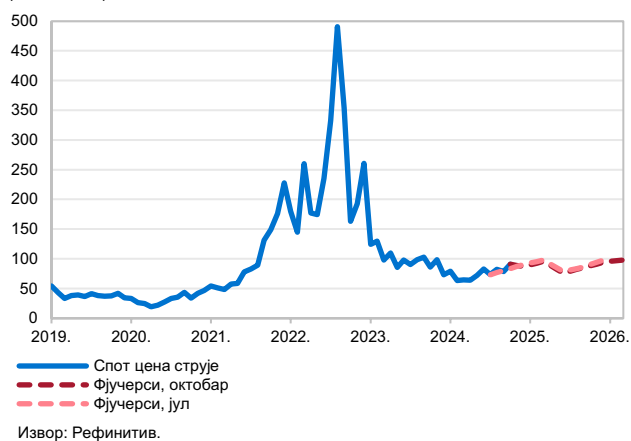
Више цене кључних инпута, природног гаса и амонијака утицале су на благи **раст светских цена минералних ђубрива** у јулу и августу, након чега су оне смањене, тако да су у септембру биле готово непромењене у односу на јун.

Светске цене већине метала и минерала кретале су се силазном путањом у јулу и августу, на шта је доминантно утицала слаба економска активност у Кини, док су у септембру повећане, првенствено због започетог процеса ублажавања монетарне политике у

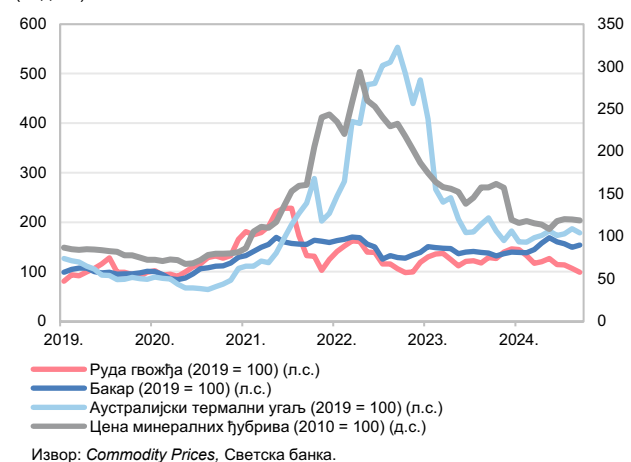
Графикон V.0.21. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



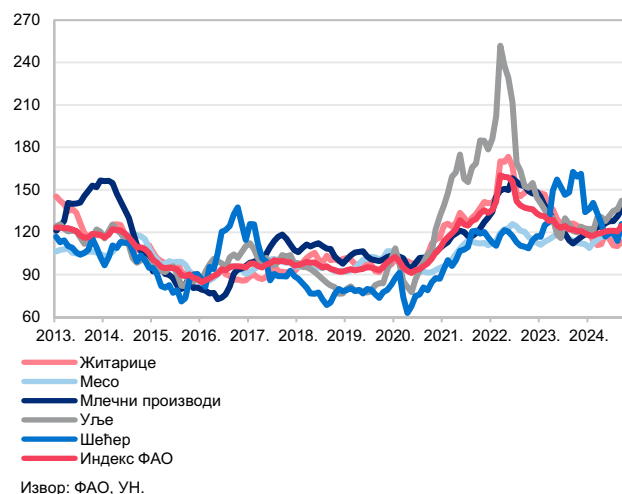
Графикон V.0.22. Европска цена струје (EUR/MWh)



Графикон V.0.23. Цене изабраних производа на светском тржишту (индекс)



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



САД. *Consensus Economics* очекује благи раст цена метала до краја наредне године, при чему ће индекс светских цена основних метала¹² на крају 2025. бити виши за 2,7% него на крају 2024. године.

Светске цене хране, мерене индексом ФАО, умерено су повећане током Т3 и у септембру су биле више за 2,7% него у јуну, а м.г. посматрано више за 2,1%. Расту у односу на Т2 допринеле су готово све категорије хране, при чему су у највећој мери повећане цене биљних уља (8,0%), млечних производа (6,6%), шећера (5,3%) и меса (0,9%). Насупрот томе, цене житарица, чији је Србија нето извозник, у септембру су биле за 1,5% ниже него у јуну.

Доминантно под притиском новог рода пшенице и кукуруза, као и због слабије глобалне тражње, **светске цене примарних пољопривредних производа** кретале су се силазном путањом у јулу и августу, док су због неповољних временских прилика и процена о смањеном приносу и лошијем квалитету житарица у Европи у односу на претходну годину у септембру и октобру порасле. На нивоу 2024. године, према тржишним фјучерсима, претпостављамо да ће светске цене примарних пољопривредних производа бити за 2,3% ниже него на крају 2023, док ће током 2025. благо порасти, тако да ће крајем године бити за 0,7% више него крајем 2024. године.

Интерне претпоставке

Кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту одражава се на кретање тих цена **на домаћем тржишту, које су током Т3 имале сличну динамику.**

Узимајући у обзир расположиве податке РЗС-а о нижој пољопривредној производњи у П1 од прошлогодишње, кориговали смо наниже процену о овогодишњој пољопривредној производњи у односу на претходну пројекцију и сада претпостављамо да ће она забележити пад од око 5%, али постоји ризик да он буде и већи с обзиром на податке о процењеним приносима појединих јесењих култура са стањем 5. септембра. Лошији резултати у пољопривредној производњи него прошле године углавном су последица суше током летњих месеци, чији је ефекат још увек тешко проценити. Ипак, процењујемо да ће и у том случају бити довољно житарица за домаће

¹² 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%).

потребе. Наредне године очекујемо да ће домаћа пољопривредна сезона бити просечна, што би требало да резултира позитивним доприносом пољопривреде БДП-у и умеренијим растом цена примарних пољопривредних производа, док ефекти модернизације опреме и веће примене агротехничких мера, између осталог и захваљујући повећаним државним субвенцијама пољопривреди, треба да допринесу расту пољопривреде и у 2026. години и мањој изложености пољопривреде утицају неповољних климатских фактора.

Процењујемо да ће раст **регулисаних цена** на нивоу године у 2024. износити 4,7% и да ће га одредити пре свега остварено усклађивање акциза на цигарете, кафу, алкохолна пића и нафтне деривате, као и раст цена комуналних услуга. За 2025. и 2026. годину претпоставили смо раст регулисаних цена од по 5%.

Када је реч о факторима који утичу на **домаћу потрошњу**, у овој години очекујемо наставак реалног раста зарада за око 9%, док ће он, према нашим пројекцијама, бити мањи у наредне две године, у складу са успоравањем инфлације. Пројектујемо да ће маса зарада у наредној години порастати за око 9%, као резултат раста минималне цене рада (за 13,7%), затим пројектованог наставка раста запослености, као и плата у јавном и приватном сектору, те да ће и даље бити кључан извор потрошачке тражње. Очекујемо да ће плате у приватном сектору расти у складу с растом БДП-а и запослености, тј. продуктивности, а да ће издаци за запослене у јавном сектору бити задржани испод границе дефинисане фискалним правилима. Подршку расту потрошачке тражње пружиће и дознаке из иностранства, чији прилив пројектујемо на сличном нивоу као прошле године (5 млрд евра). У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу већ се одражавају попуштање кредитних стандарда и повољнији услови финансирања. Наставак раста кредитне активности очекујемо и у наредном периоду.

На **консолидованом нивоу**, у девет месеци 2024. године фискални биланс је забележио суфицит од 29,1 млрд динара, а примарни биланс од 154,3 млрд динара, док је учешће јавног дуга опште државе у БДП-у износило 46,8% на крају септембра.

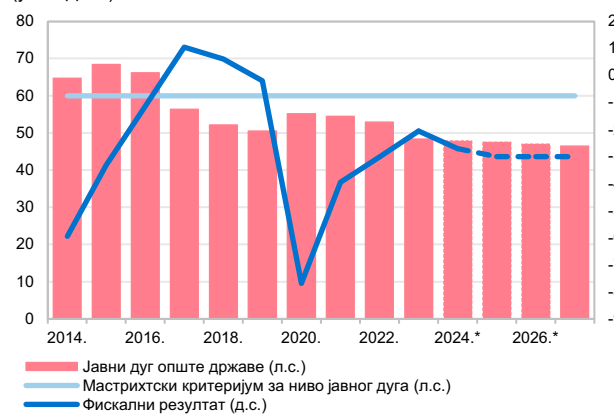
У септембру је извршен ребаланс буџета, којим је **фискални дефицит** за 2024. годину коригован навише, на 2,7% БДП-а, како би се створио додатан фискални простор за капиталне расходе, који су повећани у односу на иницијални буџет за 111 млрд

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.
* Мерино композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

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



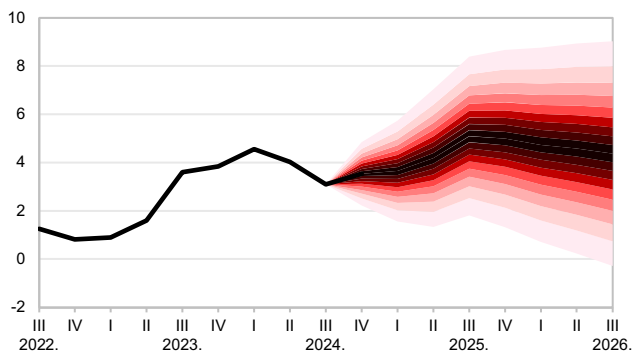
Извор: Министарство финансија.
* Пројекција из Ревидиране фискалне стратегије за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027.

динара, а намењени су за пројекат „Експо 2027”, изградњу путне и железничке инфраструктуре, као и за набавку опреме у сектору безбедности. Навише су кориговани и расходи за субвенције (првенствено за пољопривреду, али и за модернизацију енергетског сектора), социјалну заштиту и сектор здравства. Фискални простор за повећане расходе био је у великој мери омогућен успешнијом реализацијом јавних прихода у осам месеци од очекиване, пре свега по основу раста приватне потрошње, веће профитабилности привреде у 2023. и наставка повољних кретања на тржишту рада.

Ревидираном фискалном стратегијом за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. годину дефинисан је **средњорочни фискални оквир**, којим је предвиђено интензивирање државних инвестиција у саставу програма „Експо 2027”, па ће по том основу фискална политика имати благо експанзиван карактер. Међутим, планирано благо повећање учешћа фискалног дефицита у БДП-у на 3% у наредне три године, према нашој оцени, неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у БДП-у, које би требало да се снизи са 47,9% на крају ове године на 46,5% на крају 2027. године.

Пројекција БДП-а

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



Извор: НБС.

Пројекција раста БДП-а за 2024. годину и даље износи 3,8%, с обзиром на то да сектори чије је учешће у БДП-у у оквиру ревизије повећано претходне године воде раст и у текућој години. Такође, и пројекција за 2025. и 2026. годину је непромењена, тако да и даље очекујемо додатно убрзање раста БДП-а на распон 4,0–5,0%, с централном вредношћу од 4,5%. У односу на август, незнатно је измењена структура раста у корист већег доприноса домаће тражње. Највећи позитиван допринос у текућој и наредним годинама очекујемо од приватне потрошње захваљујући расту запослености и зарада. Услед очуваног инвестиционог поверења, које је додатно потврђено добијањем инвестиционог кредитног рејтинга, инвестиције у основне фондове наставиће да пружају значајну подршку расту БДП-а, чему ће, поред осталог, допринесити реализација инвестиција планираних програмом „Експо 2027” и осталих инфраструктурних пројеката, као и очекивани опоравак зоне евра, а тиме и екстерне тражње. Сматрамо да ће даљи раст инвестиција, које би у наредне две године требало да престигну ниво од 25% БДП-а, подржати и генерално смањени глобални инфлаторни притисци и повољнији услови финансирања, као и висока профитабилност привреде

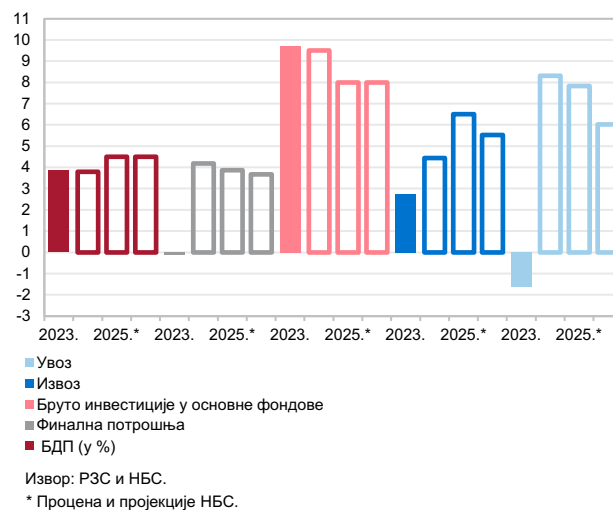
из претходних година и приливи по основу СДИ. Убрзање привредног раста Србије у средњем року по основу раста инвестиција и продуктивности треба да допринесе и расту производног потенцијала и убрзању процеса реалне конвергенције Србије ЕУ. Истовремено, због очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза, али ће се он смањивати из године у годину.

Посматрано по појединачним категоријама, **приватна потрошња**, која има и највеће учешће у структури БДП-а, према новембарској пројекцији, требало би да обезбеди и највећи позитиван допринос расту економске активности у 2024. години, од 2,8 п.п., док би њен допринос у наредне две године требало да износи око 2,6 п.п. Раст плата (пре свега у приватном сектору) и запослености, као и пензија у складу с фискалним правилима, пружиће важан подстицај расту личне потрошње у Т4 2024. и у наредним годинама. Битно је нагласити да ће очекивани раст зарада у средњем року бити највећим делом резултат повећане продуктивности рада, тако да по овом основу не очекујемо знатније инфлаторне притиске. Због тога би пројектовани раст приватне потрошње у 2024, као и у наредним годинама, требало да се креће око или испод пројектованог раста укупног БДП-а, што доприноси и средњорочној ценовној стабилности. Истовремено, реални расположиви доходак биће подржан и смањењем инфлације и повољнијим условима финансирања услед започетог циклуса ублажавања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а, као и даљим растом кредитне активности.

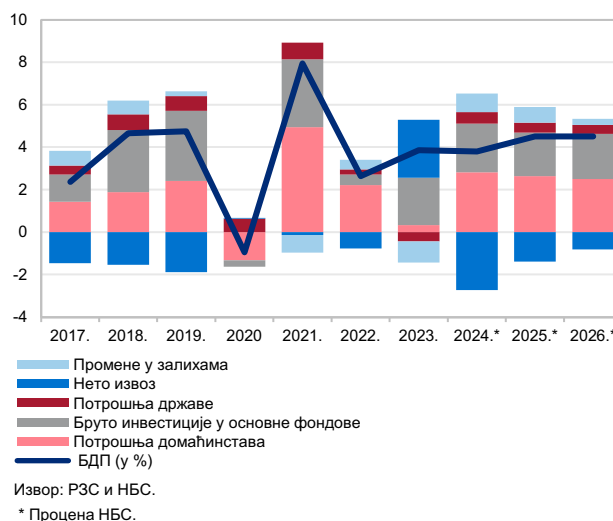
Државна потрошња наставиће и, према новембарској пројекцији, позитивно да доприноси расту БДП-а са око 0,5 п.п. у текућој, као и у наредне две године, уважавајући планиране издатке за плате и раст расхода за робу и услуге по основу реализације програма „Експо 2027”.

Очекујемо даљи раст **приватних инвестиција** у 2024. години и, у складу с тим, њихов позитиван допринос расту БДП-а, који би у текућој години требало да износи 1,2 п.п. У прилог томе говоре остварења у досадашњем делу године, што је резултат повољних изгледа раста наше економије, као и доказане отпорности наше привреде на негативне екстерне потресе у претходном периоду. Додатно повећање доприноса инвестиција пројектује се за наредне године, на око 1,8 п.п. у 2025. и 2,0 п.п. у 2026. години. Смањени глобални инфлаторни

Графикон V.0.28. Реални раст БДП-а и компонента, расходна страна (у %)



Графикон V.0.29. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Графикон V.0.30. Стопа раста приватне потрошње и њених извора (номиналне мг. стопе, у %)



Графикон V.0.31. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

притисци, уз очекивани наставак ублажавања услова финансирања, пружиће додатни подстицај укупном инвестиционом сентименту, што би требало позитивно да се одрази и на домаће и на прекограничне (*cross-border*) инвестиционе кредите. Основни извор финансирања приватних инвестиција остаће сопствени капитал, као резултат повећане профитабилности привреде у претходним годинама, будући да је, према прелиминарним подацима Агенције за привредне регистре, нето добитак привреде у 2023. порастао за чак 12,3% у односу на 2022. Поред тога, значајан подстицај инвестицијама наставиће да пружају СДИ, које и у досадашњем делу године стабилно расту и омогућавају трансфер знања и технологија, чиме доприносе укупној факторској продуктивности, али и укључивању домаћих компанија у глобалне ланце производње.

Паралелно с растом приватних инвестиција, очекује се и бржи раст **државних инвестиција**, чији допринос укупном расту БДП-а у 2024. години, према новој пројекцији, износи 1,1 п.п. Планирани су значајни пројекти у саобраћајној инфраструктури и енергетици, који ће бити финансирани средствима државе, а захваљујући програму „Експо 2027” можемо очекивати и додатна значајна улагања у осталу јавну инфраструктуру, тако да се и у наредне две године очекује позитиван допринос државних инвестиција, уз задржавање учешћа јавних инвестиција у номиналном БДП-у у просеку на нивоу од око 7,3%, према *Ревидираној фискалној стратегији за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. годину.*

Као и претходна, и новембарска пројекција претпоставља постепено опорављање **залиха** током 2024. и наредних година, будући да је њихов велики део искоришћен током прошле године за домаћу потрошњу, а делом и за извоз.

Табела V.0.4. Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”

(у млн EUR)

Пројекат	До 2024.	2025.	2026.	2027.	Након 2027.	Укупна вредност
1. Експо	393	392	405	0	0	1.191
2. Путна инфраструктура; изградња ауто-путева, брзих саобраћајница, мостова, тунела и др.	4.546	1.176	1.013	559	1.747	9.041
3. Железничка инфраструктура; пројекат мађарско-српске железнице, реконструкција и модернизација пруге Београд–Ниш и др.	1.456	505	461	491	1.885	4.799
4. Водни и ваздушни саобраћај и хидроенергетика; Ђердап 1 и 2, брана „Ариље”, изградња нове луке у Београду, проширење капацитета постојећих лука и др.	149	80	62	103	262	656
5. Комунална инфраструктура	332	133	148	148	2.687	3.447
6. Остали пројекти; модернизација инфраструктуре јавног сектора, образовање, наука, здравство, спорт и др.	719	395	487	136	20	1.896
УКУПНО	7.596	2.681	2.575	1.437	6.601	21.030

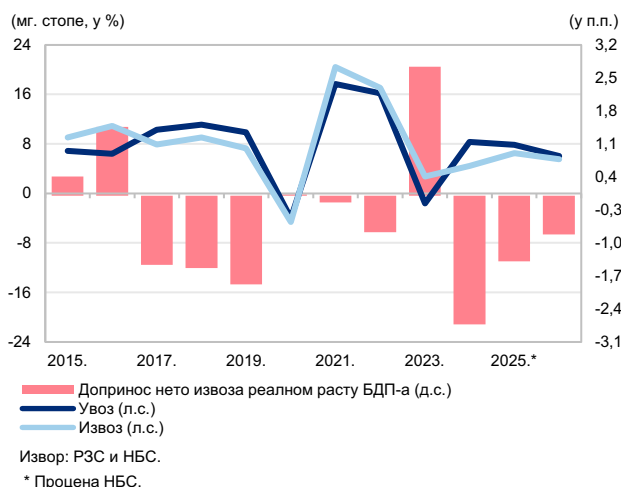
Извор: Ревидирана фискална стратегија за 2025. годину са пројекцијама за 2026. и 2027.

Имајући у виду очекиване ефекте инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и постепени опоравак екстерне тражње, пројектовали смо даљи раст нашег извоза у овој и наредним годинама. Расту укупног извоза у овој години највише доприноси извоз прерађивачке индустрије, али и пољопривредних производа по основу добре прошлогодишње пољопривредне сезоне, а од наредне године позитиван допринос очекујемо од повећаних извозних капацитета у прерађивачкој индустрији, пре свега у ауто-кластеру, као и опоравка екстерне тражње. Истовремено, очекујемо да се позитивни трендови у размени услуга са иностранством наставе и у текућој и наредним годинама, чему доприноси распрострањени раст извоза услуга посматрано по врстама, а првенствено ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта (и поред очекиваног раста увоза, пре свега туристичких услуга у условима раста личне потрошње).

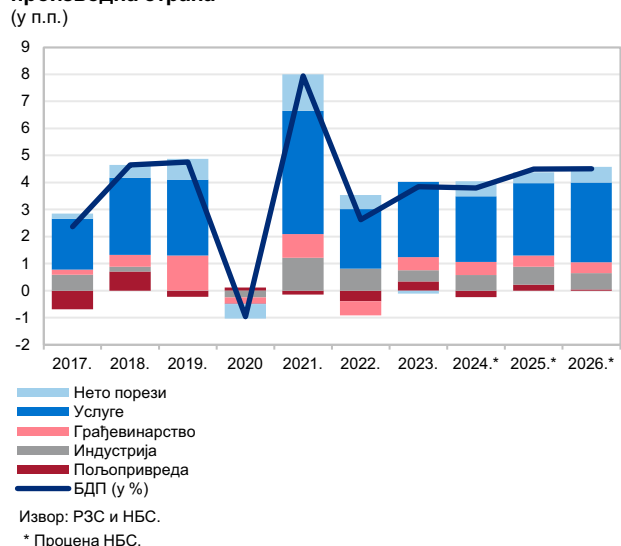
Ипак, уважавајући потребе планираних инвестиционих активности у наредном периоду, за 2024. годину пројектовали смо бржи раст увоза робе и услуга у односу на извоз, и то посебно опреме, чији увоз је у досадашњем току године снажно порастао. Такође, раст расположивог дохотка утиче на раст приватне потрошње и доприноси расту увоза потрошне робе, што такође потврђују подаци о остварењима у досадашњем делу године. Све ће то за последицу имати негативан допринос **нето извоза** у 2024. години, који у новој пројекцији износи $-2,7$ п.п. С друге стране, у наредним годинама очекујемо убрзање раста извоза у условима очекиваног опоравка зоне евра и раста екстерне тражње, док би увоз требало да расте нешто споријом динамиком него ове године (с обзиром на високу базу из ове године). Наведена кретања би за резултат требало да имају мањи негативан допринос нето извоза у 2025. ($-1,4$ п.п.) и 2026. ($-0,8$ п.п.).

Посматрано с производне стране, и новембарска пројекција претпоставља да ће раст БДП-а у 2024. и надаље водити **услужни сектори**, чији је допринос благо коригован навише и износи $2,4$ п.п. у 2024. (њихов допринос у 2025. износи $2,7$ п.п., а у 2026. години $2,9$ п.п.), чему ће посебно допринети раст приватне потрошње, подржан позитивним трендовима на тржишту рада, растом зарада и расположивог дохотка, нарочито у условима успоравања инфлације и даљим ублажавањем монетарних услова. У складу с растом потрошње и услужних делатности, што ће за резултат имати и бољу наплату пореских прихода, пројекција

Графикон V.0.32. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.33. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна



претпоставља позитиван допринос расту БДП-а од **нето пореза**, који би, према нашој процени, требало да износи око 0,5 п.п. годишње.

Истовремено, пројектован је и бржи раст производних сектора, чији збирни допринос расту БДП-а у 2024. години и наредне две године, према новембарској пројекцији, износи око 1,1 п.п. Највећи позитиван допринос у производном сектору очекује се од **грађевинарства** (0,5 п.п. у 2024, односно 0,4 п.п. у 2025. и 2026), захваљујући планираној реализацији инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Готово идентичан позитиван допринос пројектујемо и од **прерађивачког дела индустрије** (око 0,5 п.п. у све три године), у којем очекујемо активирање нових и проширење постојећих капацитета у аутомобилској индустрији услед почетка производње електричних возила у Крагујевцу и аутомобилских гума у Зрењанину. Када је реч о производњи електричних возила, процењујемо да би на сваких 10.000 произведених возила допринос БДП-у износио око 0,1 п.п., с тим да ће укупан ефекат зависити од реализованог обима производње. При томе, највећи позитиван ефекат по том основу могао би се очекивати годину дана након започете серијске производње. Позитиван допринос очекује се и од **рударства** (0,2 п.п.) захваљујући већој експлоатацији руде метала (посебно бакра) и производње у категорији „остало рударство”, која обухвата грађевински материјал. Благо негативан допринос очекиван је од **енергетике** због смањене производње у досадашњем делу године, што је делом последица смањене производње струје у условима овогодишње суше и смањеног хидроенергетског потенцијала, као и ремонта производних капацитета ЕПС-а током летњих месеци. Ипак, наредних година позитиван допринос очекује се и од енергетике као резултат планираних структурних реформи, у складу са аранжманом с ММФ-ом, као и почетка рада новог погона у термоелектрани „Костолац” крајем ове године.

Када је реч о **пољопривреди**, претпоставили смо благо већи негативан допринос пољопривредне производње расту БДП-а у 2024. години у односу на претходну пројекцију због суше током летњих месеци (-0,2 п.п., наспрам -0,1 п.п. у августу). С друге стране, модернизација опреме и већа примена агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди, деловаће у правцу раста пољопривредне производње у наредним годинама.

Пројекција екстерне позиције Србије

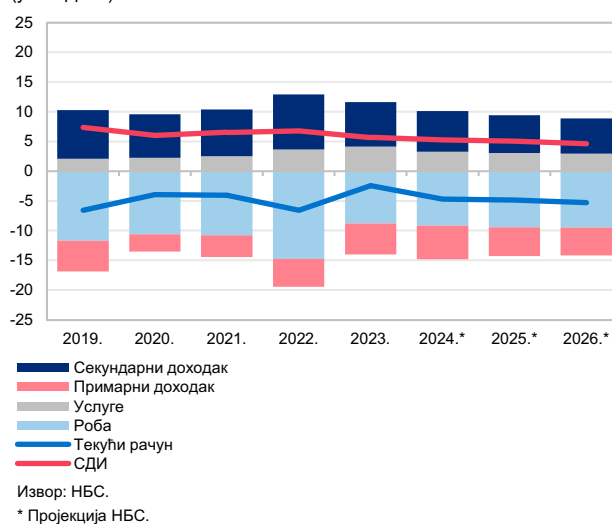
Узимајући у обзир да је увоз робе и услуга током јула и августа био већи него што смо очекивали у августовској пројекцији, пре свега по основу већег од очекиваног увоза опреме за потребе наставка инвестиционог циклуса, а делом и туристичких услуга по основу већег расположивог дохотка становништва, пројекцију дефицита текућег рачуна за ову годину повећали смо на 4,7% БДП-а. Пројекција дефицита текућег рачуна благо је повећана и у средњем року износи око 5% БДП-а и уважава веће издатке државе за реализацију програма „Експо 2027“.

Бржи реални раст увоза робе и услуга од извоза у овој и наредним годинама одразиће се на већи дефицит спољнотрговинске размене него у 2023. (који ће у просеку износити око 6,2% БДП-а и благо се повећавати), али ће то делом бити неутралисано бржим растом извозних цена од увозних. Када је реч о осталим компонентама **текућег рачуна платног биланса**, претпоставка пројекције је и да ће суфицит секундарног дохотка износити око 7% БДП-а, што је близу нивоа који је у просеку бележен пре пандемије, и да ће у потпуности неутралисати дефицит доходака од фактора производње (пре свега доходака по основу СДИ и рада), који се процењује на око 5–6% БДП-а. Када је реч о приливима по основу СДИ, очекујемо задржавање њихове високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе. Важно је нагласити да ће текући дефицит, према нашим проценама, и у текућој и у наредној години бити у пуној мери покривен нето приливом СДИ, који се процењује на близу 5% БДП-а, што је био случај и у претходних девет година и што обезбеђује екстерну одрживост.

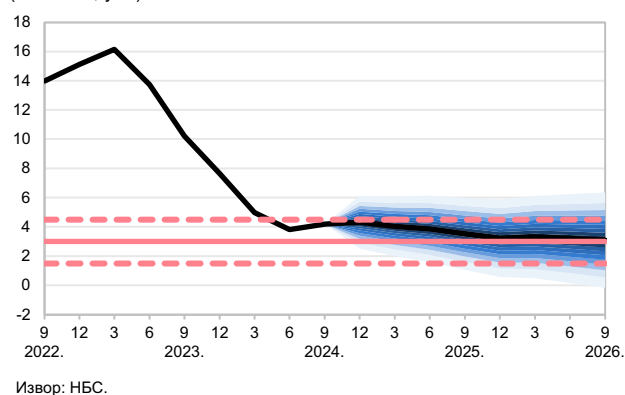
Пројекција инфлације

Према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће **мг. инфлација наставити да се креће у границама циљаног распона ($3 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције**. До краја ове године инфлација би требало да се креће око или благо изнад септембарског нивоа, пре свега због негативних ефеката суше, а затим да постепено успорава и да се крајем наредне године приближи централној вредности циља. Као и у претходној пројекцији, кључни фактори који утичу на успоравање инфлације у новој пројекцији јесу: и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, очекивано постепено

Графикон V.0.34. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



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



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 графику износи 10%.

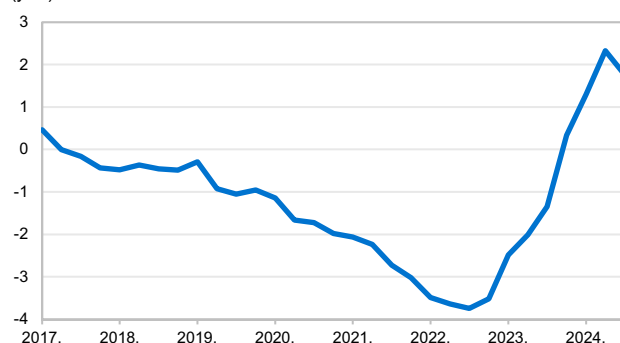
Табела V.0.5. Најважније претпоставке пројекције

	2024.		2025.		2026.	
	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.
Екстерне претпоставке						
Извештаја о инфлацији						
Раст БДП-а у зони евра	0,7%	0,7%	1,4%	1,2%	1,5%	1,5%
Инфлација у зони евра (просек)	2,4%	2,3%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	3,3%	2,7%	2,4%	1,9%	2,3%	2,0%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-3,3%	-2,3%	5,4%	0,7%	2,8%	1,6%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	79	75	78	73	76	71
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,6%	4,7%	6,5%	5,0%	5,5%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

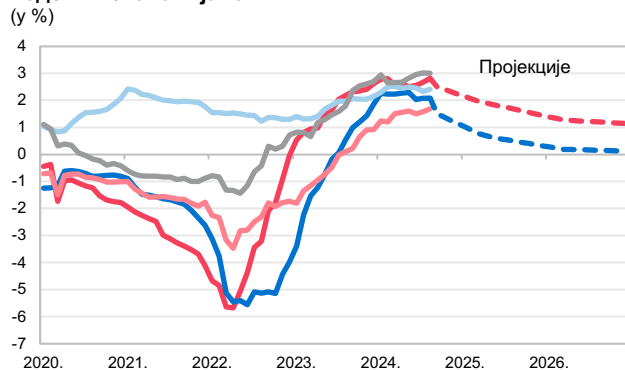
Графикон V.0.36. Реална каматна стопа (у %)



Извор: НБС.

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

Графикон V.0.37. Реална референтна каматна стопа у водећим економијама (у %)



— САД
— Зона евра
— Кина
— Остале развијене земље
— Остале земље у успону и развоју

Извор: ММФ *WEO* (октобар 2024).

успоравање раста реалних зарада и очекивани пад светске цене нафте у складу с фјучерсима. Нова пројекција инфлације је у кратком року благо виша у односу на августовску због већих негативних ефеката суше на понуду и цене воћа и поврћа, а делом и услед бржег раста домаће тражње. У смеру ниже пројекције него у августу делује нижа светска цена нафте, и поред додатног заоштравања геополитичких тензија, пре свега на Блиском истоку, као и мања увозна инфлација и спорији привредни раст у зони евра.

У складу са слабљењем инфлаторних притисака, већина централних банака започела је циклус ублажавања монетарне политике. Када су у питању водеће централне банке, смањење референтних каматних стопа започеле су ЕЦБ од јуна и ФЕД од септембра, померајући их ближе неутралном нивоу. Ублажавање монетарне политике започела је и Народна банка Србије, смањујући своју референтну каматну стопу од јуна за укупно 75 б.п., на 5,75%. Монетарна политика Народне банке Србије и даље има рестриктиван карактер, чему доприноси смањење инфлационих очекивања, али се степен рестриктивности почео смањивати. На то указује једнонедељни *BELIBOR*, који је, реално посматрано, у Т3 смањен на 1,75%.

Пажљивом калибрацијом мера Извршни одбор Народне банке Србије настојао је пре свега да утиче на **инфлациона очекивања тржишних субјеката**, односно да обезбеди њихово усидравање у границе циља. Од почетка године инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред крећу се унутар циљаног распона, док су средњорочна очекивања овог сектора усидрена у границама циља већ дуже време, што говори у прилог очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Са смањењем текуће инфлације очекује се пад инфлационих очекивања и осталих сектора.

Као и у претходним пројекцијама, једна од кључних претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији јесте **наставак смањења увозне инфлације**. При томе, смањење глобалне инфлације, као и инфлације у зони евра, биће вођено смањењем базне инфлације, за разлику од 2023. године, када је било вођено смањењем цене нафте, али ће базна инфлација у већини земаља остати изнад укупне.

Екстерна тражња је и даље слаба, али је рецесија светске привреде избегнута упркос оштром и синхронизованом заоштравању финансијских услова. Привредни раст зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, показује знаке опоравка, након

више од годину дана стагнације услед енергетског шока. У зони евра, као и у Немачкој, постепено убрзање привредног раста очекује се у наредном периоду, вођено потрошњом домаћинства, а од наредне године и инвестицијама, с обзиром на то да ће се каматне стопе смањити, реални доходи повећати и перцепције потрошача о дезинфлацији побољшати.

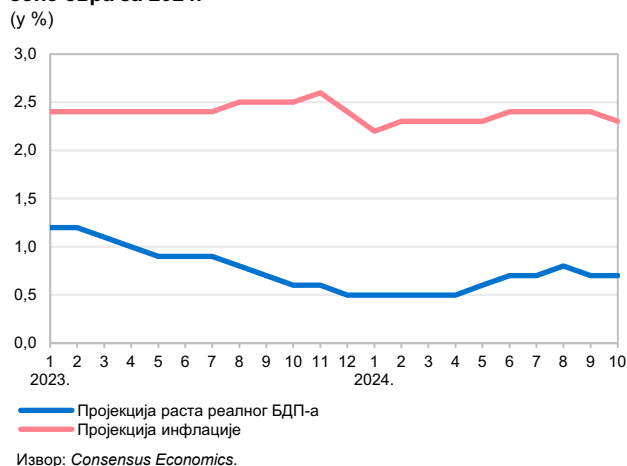
Када је у питању **домаћа тражња**, највише јој доприносе увећана профитабилност привреде, високи приливи по основу СДИ, раст запослености и зарада, раст капиталних издатака државе, по ком основу ће и фискални импулс бити благо позитиван у наредном периоду. Надаље очекујемо ефекте постепеног ублажавања финансијских услова, који би требало да резултирају убрзањем кредитне активности, док би **раст реалних зарада током хоризонта пројекције требало да успори**, јер ће заједно са слабљењем инфлације слабити и притисци на даљи раст зарада како би се компензовала инфлација. Имајући то у виду, као и ревизију раста БДП-а од стране РЗС-а, процењујемо да је **производни јаз** од почетка 2023. године благо позитиван, с тим да се постепено смањује и током хоризонта пројекције приближава нули.

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

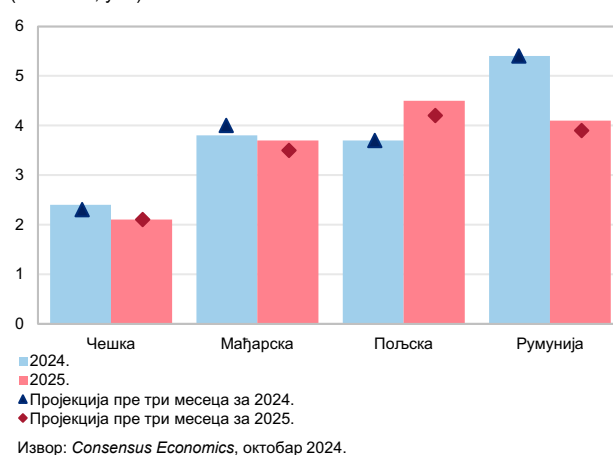
Посматрано по појединачним компонентама, током хоризонта пројекције очекујемо смањење доприноса м. инфлацији свих њених компонената.

Конкретно, допринос цена **непрехрамбених производа и услуга** инфлацији требало би да се смањи са 2,2 п.п. у Т3 ове године на 1,5 п.п. у последњем тромесечју пројекције (Т3 2026). Неколико фактора ће деловати на брже спуштање непрехрамбене инфлације у средњем року. Цене ове категорије производа у великој мери зависе од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра. Као и у претходној пројекцији, увозна инфлација је фактор чије ће дејство током хоризонта пројекције бити дезинфлаторно. Такође, смањењу притиска на домаће цене непрехрамбених производа допринеће и смањена инфлациона очекивања и успоравање раста реалних зарада. Индекс притисака у глобалним ланцима снабдевања само је благо прешао у позитивну зону, па по овом основу не очекујемо знатније притиске на непрехрамбену инфлацију. Такође, притисци се не очекују ни по основу

Графикон V.0.38. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2024.



Графикон V.0.39. Пројекција раста потрошачких цена (м. стопе, у %)

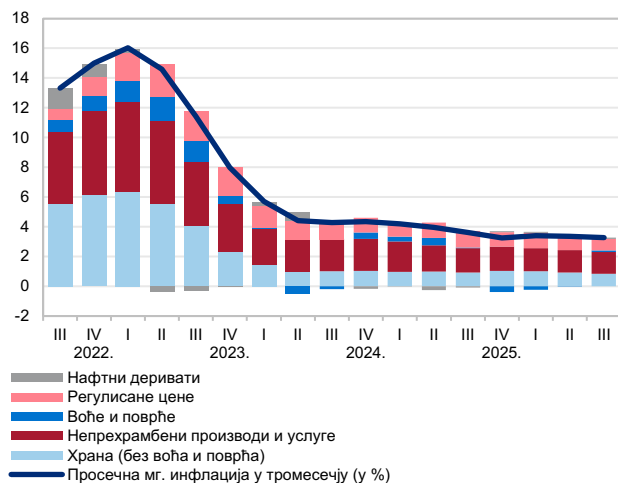


Графикон V.0.40. Пројектовано кретање производног јаза* (у % потенцијалног производа)



Графикон V.0.41. Доприноси м.г. инфлацији по компонентама

(просечне м.г. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

трошкова међународног контејнерског транспорта, који се налазе на опадајућој путањи.

У складу с претпоставком о кретању светске цене нафте, која ће бити на нешто нижем нивоу у наредном периоду према фјучерсима, не би требало да **цене нафтних деривата** знатније утичу на кретање инфлације. Пројектовани допринос цена нафтних деривата м.г. инфлацији благо је негативан крајем ове па до Т3 наредне године, што делује дезинфлаторније него у нашој претходној пројекцији. Потом очекујемо да ће допринос ове компоненте инфлације бити благо позитиван (0,1 п.п.) до краја периода пројекције.

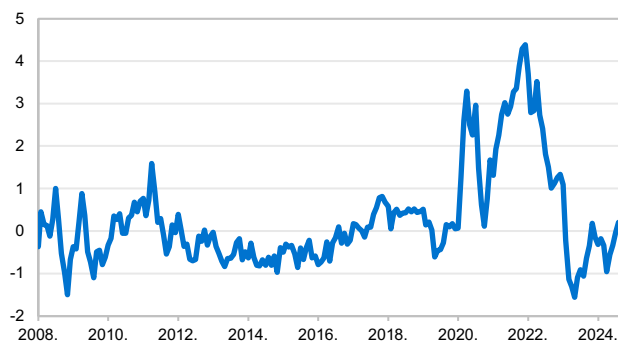
Када су у питању **цене хране (без воћа и поврћа)**, очекујемо да ће њихов допринос м.г. инфлацији до краја периода пројекције бити смањен на 0,8 п.п., са 1 п.п., колико ће износити у кратком року. С једне стране, јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем односа цена инпута и цена финалних прехранбених производа од тренда) остаће позитиван у пројекцији све до средине 2026. године због очекиваног раста светских цена примарних пољопривредних производа, па по том основу очекујемо умерене инфлаторне притиске на цене хране. Након тога, овај јаз би требало да почне да се затвара, што указује на то да би притисци трошкова сировина на цене хране требало да ослабе. С друге стране, знатнији раст цена хране током периода пројекције ограничаваће нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, као и успоравање раста реалних зарада.

Због неповољних временских прилика током лета, у нашој новој пројекцији, за разлику од претходне, очекујемо раст **цена воћа и поврћа** у последњем тримесечју ове године, који ће утицати на позитиван допринос м.г. инфлацији до Т3 наредне године. Након тога, с доласком нове пољопривредне сезоне, претпостављамо да ће се цене воћа и поврћа, с релативно високог нивоа, постепено вратити свом дугорочном тренду (који одговара расту цена непрехрамбених производа и услуга). У складу с тим, допринос цена групе воће и поврће м.г. инфлацији требало би да буде негативан крајем 2025. и почетком 2026. године.

У новој пројекцији за ову годину очекујемо благо већи раст **регулисаних цена** него у претходној пројекцији због веће корекције цена комуналних услуга од очекиване током Т4, уз укупан допринос инфлацији од око 0,9 п.п. За наредне две године пројектује се раст тих цена од по 5,0%, уз благо виши допринос инфлацији него у овој години, али нижи него што се очекивало у августовској пројекцији.

Графикон V.0.42. Притисци у глобалним ланцима снабдевања

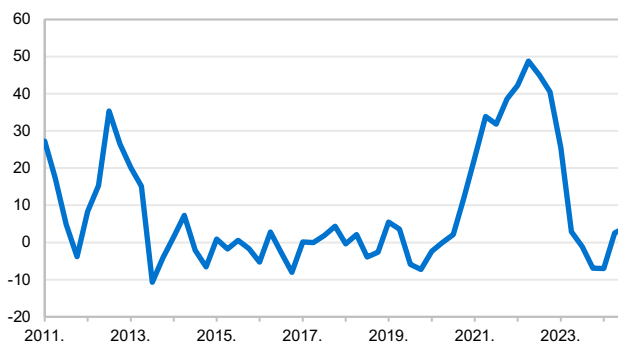
(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

Графикон V.0.43. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране

(одступање у % од тренда)

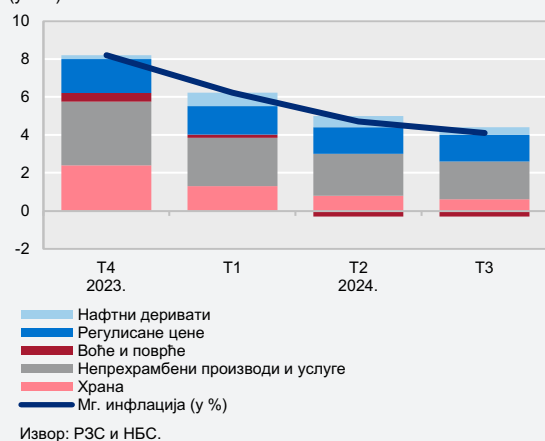


Извор: НБС.

Осврт 4: Анализа одступања остварене од пројектоване инфлације у Србији од пре годину дана

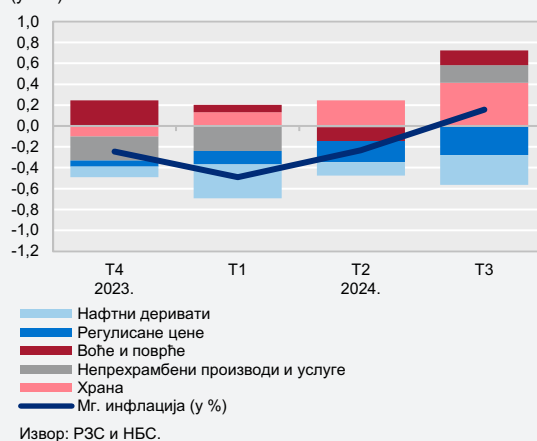
У оквиру овог осврта детаљније смо анализирали одступање остварене инфлације од пројектоване од пре годину дана, што је уобичајена пракса централних банака у режиму инфлационог циљања ради оцене успешности и даљег унапређења процеса прогнозе, али и остваривања што транспарентније комуникације с јавношћу и усидравања инфлационих очекивања.

Графикон О.4.1. Допринос компонента укупној пројектованој мг. инфлацији из новембра 2023. (у п.п.)



У поређењу с нашом пројекцијом из новембра претходне године (Графикон О.4.1), инфлација се кретала на нижем нивоу од T4 2023. до T2 ове године, док је у T3 била благо виша (4,3% мг. у просеку, док смо у пројекцији из новембра 2023. очекивали 4,1% мг. у просеку). Посматрано по компонентама, нижи раст од пројектованог претходних тромесечја забележен је код готово свих категорија, са изузетком цена хране. Конкретно, у T4 2023. цене воћа и поврћа су забележиле нешто већи раст од очекиваног, као и у T3 ове године, када су порасле због ефеката суше. Слично, цене хране без воћа и поврћа (кафе и кондиторских производа на домаћем тржишту) ове године су знатно више порасле него што је пројектовано услед неочекиваног раста светских цена кафе и какаоа у условима смањеног рода у земљама највећим произвођачима (Бразилу, када је реч о кафи, односно Гани и Обали Слоноваче, када је реч о какаоу). У мањој мери, одступање навише у T3 забележено је и код цена индустријских производа и услуга. У супротном смеру деловао је нижи раст цена нафтних деривата услед ниже светске цене нафте од пројектоване на бази фјучерса, као и изостанак раста цена струје у овој години, који смо очекивали у

Графикон О.4.2. Одступање остварене од пројектоване инфлације из новембра 2023. по компонентама (у п.п.)

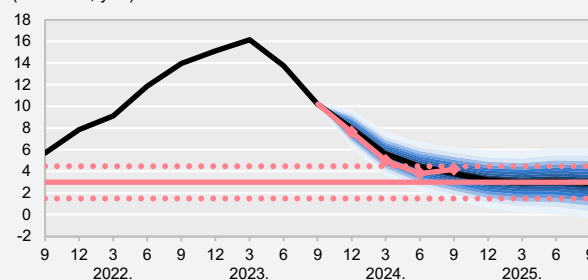


Табела О.4.1. Претпоставке за T3 2024. из новембра 2023. и остварење

	Претпоставка	Остварење
Композитни индекс светских цена кукуруза, пшенице и соје (мг. стопа)	-4,1%	-10,5%
Цена нафте типа брент (USD/барел)	83,8	80,2
Инфлација у зони евра (мг. стопа)	2,4%	2,1%
Однос EUR/USD	1,06	1,10
Композитни индекс домаћих цена кукуруза, пшенице и соје (мг. стопа)	9,8%	2,6%

Извор: Блумберг, Consensus Economics и НБС.

Графикон О.4.3. Пројекција инфлације из новембра 2023. и њено остварење (мг. стопе, у %)



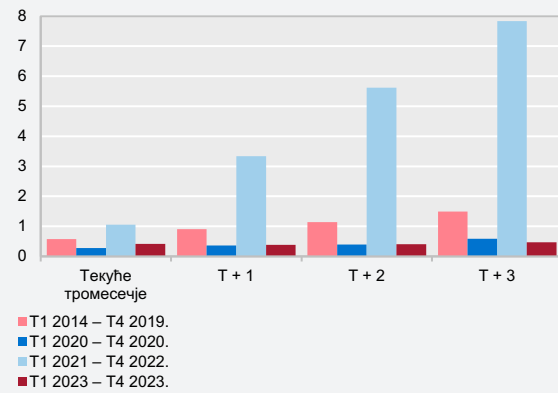
пројекцији из новембра 2023. Када је реч о ценама индустријских производа, оне су углавном мање допринеле инфлацији него што смо очекивали пре годину дана, чему су допринели пад инфлационих очекивања и по том основу рестриктивнији монетарни услови, као и нижа увозна инфлација од очекиване, укључујући и инфлацију у зони евра.

На Графикону О.4.4. приказана је средња квадратна грешка прогноза инфлације Народне банке Србије које су израђиване током 2023. године, као и поређење с грешкама пређашњих пројекција, што је стандардна мера која се користи за оцену поузданости пројекција. Приметно је да је у посматраном периоду (Т1–Т4 2023) остварена знатно нижа просечна грешка пројекција у поређењу с претходним периодом (Т1 2021 – Т4 2022), када је у условима велике глобалне неизвесности изазване знатним потресима у међународном окружењу било тешко предвидети кретање инфлације. С нормализацијом економских прилика у међународном и домаћем окружењу, одступања остварена од пројектоване инфлације су мања.

Када посматрамо одступање наше пројекције из Т4 2023. (новембарске пројекције) у односу на земље региона које се такође налазе у режиму циљања инфлације, примећујемо да је одступање за текуће тромесечје било приближно исто као и у случају других посматраних централних банака, а да су одступања за наредна тромесечја углавном била и мања код наше пројекције.

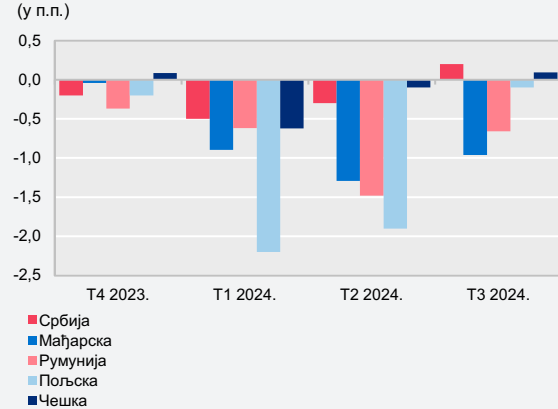
Да закључимо, остварена инфлација у досадашњем току године није знатно одступила од пројекција Народне банке Србије које су рађене током претходне године, а фактори који су довели до одступања (светска цена нафте, неповољни временски услови за светску производњу појединих култура, као и за воће и поврће на домаћем тржишту) били су обухваћени алтернативним сценаријима пројекције, што указује на то да је Народна банка Србије исправно препознала ризике пројекције.

Графикон О.4.4. Корен средње квадратне грешке прогнозе Народне банке Србије (у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон О.4.5. Одступање од пројекција инфлације из Т4 2023. (у п.п.)



Извор: централне банке изабраних земаља.

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

У октобру је ММФ ревидирао навише јулску пројекцију привредног раста Србије у 2024. за 0,1 п.п., на 3,9%, што је благо више од наше пројекције. *Consensus Economics* је у октобру такође проценио да ће реалан раст БДП-а Србије у 2024. износити 3,8%, што је за 0,2 п.п. више него у претходној пројекцији, а исто очекује и Светска банка (за 0,3 п.п. више у односу на јулску пројекцију). За 2025. очекује се убрзање реалног раста БДП-а Србије, вођено растом потрошње и инвестиција, при чему је ММФ смањило јулску пројекцију за 0,1 п.п., на 4,1%, а сличан раст очекују и *Consensus Economics* и Светска банка (4,0% и 4,2%, респективно).

Под утицајем очекиваног убрзања инвестиционог циклуса и с тим повезаног раста увоза опреме и репроматеријала, ММФ је у октобру ревидирао навише јулску пројекцију дефицита текућег рачуна Србије за 2024. и 2025. за по 0,1 п.п., на 4,2% и 4,8%, респективно, а слично очекује и Светска банка.

Међународне институције очекују наставак успоравања инфлације у Србији у наредном периоду услед ефеката претходног заоштравања монетарне политике, као и попуштања глобалних инфлаторних притисака. Конкретно, према октобарским пројекцијама, ММФ очекује да ће просечна инфлација у 2024. износити 4,5%, као што очекују и Светска банака и *Consensus Economics*. Према прогнозама ММФ-а и *Consensus Economics*-а, просечна инфлација у 2025. износиће 3,6%, док Светска банка очекује нешто нижу инфлацију, од 3,1%.

Ризици пројекције

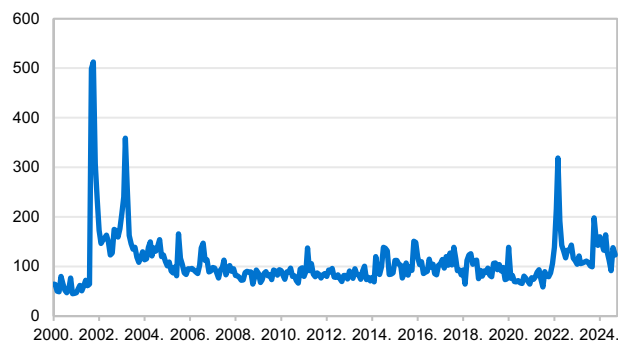
Ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се у највећој мери односе на факторе из међународног окружења, а пре свега на геополитичке односе, протекционистичке мере и изгледе за глобални привредни раст, као и њихов утицај на светске цене енергената и других примарних производа. Од ризика из домаћег окружења, важан је утицај временских прилика на карактер пољопривредне сезоне, као и то да ли ће темпо раста домаће тражње одговарати темпу раста из основног сценарија. Укупно посматрано, ризике пројекције раста БДП-а и инфлације током хоризонта пројекције оцењујемо као симетричне.

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

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

Извор: ММФ WEO (октобар), *Consensus Economics* (октобар), Светска банка WBRER (октобар).

Графикон V.0.44. Индекс глобалног геополитичког ризика (у п.п.)



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

Геополитички ризик је и даље један од главних извора неизвесности на робним и финансијским тржиштима. Конфликт на Блиском истоку и у Украјини још увек траје, а тиме и ризик његове ескалације која би могла да ограничи понуду и утиче на раст светских цена нафте и других примарних производа. Монетарној политици је увек теже да постигне ценовну стабилност у случају шокова на страни понуде, који истовремено доводе до раста цена и смањења БДП-а, па је стога потребна појачана опрезност. Чак и када би изостали директни ефекти на цене енергената у Србији, раст цена енергената и других примарних производа на међународном тржишту одразио би се на раст увозне инфлације, а тиме и домаће инфлације, с негативним ефектима и на БДП. **Постоји и ризик интензивирања трговинских тензија и увођења нових протекционистичких мера** у међународној трговини, што може пореметити трговинске токове и ланце снабдевања. Као што истиче ММФ, око половине светске популације ове године је изашло или ће изаћи на изборе, па је повећан ризик да би новоизабране владе могле иницирати знатна померања у светској трговини. С обзиром на то да је мала вероватноћа да би се геополитичка ситуација могла знатније поправити у кратком року, ценимо да су **ризичи пројекције БДП-а по основу евентуалне ескалације геополитичких тензија и протекционистичких мера асиметрични наниже, а инфлације навише.**

Светска привреда је избегла рецесију, али би **глобална економска активност** могла бити слабија него што смо претпоставили у основном сценарију. Утицај претходног заоштравања монетарних политика водећих централних банака могао би бити већи и постојанији него што се очекује. Такође, контракција у сектору некретнина у Кини могла би да буде дубља и трајнија него што се претпоставља, што би, с обзиром на значај Кине у светској трговини, могло да има глобалне ефекте, посебно ако изазове финансијску нестабилност у Кини. Ефекти већег успоравања раста светске привреде од очекиваног, а нарочито зоне евра, испољили би се на Србију првенствено путем ниже екстерне тражње и ниже цене енергената и примарних производа на међународном тржишту. Нижа екстерна тражња одразила би се на успоравање раста активности домаће прерађивачке индустрије и извоза, али би деловала и дезинфлаторније него у основном сценарију. С друге стране, глобални привредни раст могао би бити и виши од очекиваног ако инфлација брже успори, што би омогућило централним банкама да раније и интензивније ублажавају своје монетарне

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 протекционистичких мера и утицај пре свега на цене нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената), али и других производа	Интензивирање геополитичких тензија и сукоба довело би до поновног раста светских цена енергената. То би за последицу имало раст трошкова производње, што смањује средства за инвестиције, а на инфлацију може имати и секундарне ефекте, што делом може бити компензовано нижом тражњом за овим производима. Раст протекционизма у светској трговини утицао би на раст глобалне инфлације, с негативним ефектима на домаћу инфлацију и БДП.	↓	↑
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 заостравање 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 увозне тражње и/или вишег/нижег прилива СДИ за последицу би имао бржи/спорији раст домаће тражње и веће/мање инфлаторне притиске. Убрзање раста активности у грађевинарству услед убрзане реализације инфраструктурних пројеката од стране државе, инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе „Експо 2027“, као и приватних инвестиција у условима смиривања инфлаторних притисака, утицало би у правцу раста домаће тражње, БДП-а и инфлације.	↑	↑
Улагања у сектор енергетике и рударства	Улагања у сектор енергетике и рударства могу да имају и већи и мањи ефекат на обим производње од очекиваног.	↑	↓
Овогодишња пољопривредна сезона	Лошија овогодишња пољопривредна сезона од претпостављене за последицу има мању понуду пољопривредних производа и инфлаторне притиске, и обрнуто – боља пољопривредна сезона од претпостављене води већој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне притиске.	↓	↑

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

политике и тиме пруже подршку привредном расту. Могуће је и да раст зоне евра, пре свега Немачке, нашег најважнијег трговинског партнера, буде нешто виши од претпостављеног, поготово што Бундесбанка у свом октобарском извештају наводи да сви услови за снажну експанзију приватне потрошње постоје, пре свега услед раста реалног расположивог дохотка становништва. Имајући све поменуто у виду, ценимо 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 напретку у смањењу **глобалне инфлације**, бројни изазови још увек постоје. Цене производа су се у великој мери стабилизовале, али је раст цена услуга још увек повишен у односу на историјски уобичајене нивое у већини земаља. Зато изазов представља смањење инфлације у сектору услуга и подешавање мера монетарне политике у складу с тим. Пре свега, затегнутост на тржишту рада, нарочито у развијеним земљама, могла би изазвати већи раст зарада од очекиваног. Једно од кључних питања и даље представља темпо раста зарада у наредном периоду и у којој мери ће компаније пребацити веће трошкове зарада на потрошаче. Поновни раст инфлације спречио би централне банке да наставе са ублажавањем монетарне политике, што би могло негативно да се одрази на јавне финансије и финансијску стабилност. Застој у ублажавању монетарних политика водећих централних банака, пре свега ЕЦБ-а, одразио би се на нижи расположиви доходак за потрошњу и инвестиције на домаћем тржишту, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу евентуално мањих прилива портфолио инвестиција. С друге стране, глобална инфлација би могла брже да се успори услед већих ефеката претходно вођених рестриктивних монетарних политика или бржег успоравања раста реалних зарада, па би централне банке могле да смање своје референтне каматне стопе брже него што се очекује. То би резултирало повољнијим условима финансирања на глобалном нивоу од очекиваних, **тако да по основу глобалне инфлације ценимо да су ризици симетрични.**

Када су у питању домаћи фактори, ризици остварења пројекције односе се на **брзину раста домаће тражње**, пре свега инвестиционе. С једне стране, мањи доходак од извозне тражње него што смо претпоставили могао би се негативно одразити на тржиште рада, тј. спорији раст запослености и плата од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. С друге стране, **способност Србије да привуче СДИ** могла би се испоставити као већа од очекиване, што би допринело даљем расту зарада и запослености. У истом правцу деловало би веће од очекиваног убрзање темпа извођења **инфраструктурних пројеката** које финансира држава, као и приватних инвестиција, нарочито инвестиција планираних у оквиру програма „Експо

2027". Имајући то у виду, ценимо да су **ризици пројекције БДП-а по основу домаће тражње асиметрични навише. Такође, бржи раст домаће тражње од очекиваног у одређеној мери повећао би и инфлаторне притиске.**

Ризик пројекције БДП-а, пре свега за наредну годину, потиче и од тога колико ће бити произведено електричних возила у фабрици у Крагујевцу, по којој цени и колико ће бити учешће домаће додате вредности. Наше процене су да на сваких 10.000 возила допринос БДП-у износи око 0,1 п.п., при чему су одступања могућа у оба смера и зависиће од тражње за овим возилима.

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

Ризик пројекције инфлације и БДП-а представља и пољопривредна сезона, за коју смо за ову годину претпоставили да је лошија од просечне, а за наредну да је просечна. Исподпросечна овогодишња пољопривредна сезона последица је изразито високе температуре и суше током лета, чије је коначне ефекте на пољопривредну производњу још увек тешко проценити. За инфлацију је важан утицај временских прилика на понуду и цене воћа и поврћа, а за БДП и на понуду јесењих култура. За ову годину процењујемо да су већи ризици да услед суше цене воћа и поврћа забележе већи раст од очекиваног, као и да приноси јесењих култура буду нижи, тако да су по овом основу **ризици асиметрични – на инфлацију навише, а на БДП наниже**. За наредну годину сматрамо да је једнака вероватноћа да сезона буде и боља и лошија од просечне. Ипак, ценимо да с повећањем инвестиција у пољопривреду, пре свега агротехничке мере, треба да се обезбеди мања зависност исхода пољопривредне сезоне од климатских фактора.

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

Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције

Тренутно највећи ризик пројекције инфлације и БДП-а из међународног окружења представљају геополитичке тензије, које се, пре свега, могу одразити на светске цене енергената и примарних производа, а из домаћег окружења ефекти овогодишње суше на производњу у пољопривреди и енергетици. У складу с тим, у овом осврту представимо алтернативне сценарије који узимају у обзир материјализацију тих ризика.

Конкретно, у првом алтернативном сценарију варирали смо претпоставке о кретању светских цена енергената и примарних пољопривредних производа у зависности од тога да ли ће се геополитичке тензије додатно заоштрили, у ком случају би се цене енергената и примарних производа нашле на вишем нивоу него у основном сценарију, или ће се смирити, што би резултирало нижим ценама ових производа него у основном сценарију.

Подаци РЗС-а за П1 указују на то да је овогодишња пољопривредна сезона била лошија од прошлгодишње, као и да је у том периоду забележен м.г. пад пољопривредне производње од око 4%, али с обзиром на неповољне временске прилике током лета, могуће је да је тај пад био и већи. Због тога смо извели сценарио који претпоставља већи ефекат суше на пољопривреду и енергетику него у основном сценарију, а тиме и на БДП, инфлацију и платнобилансна кретања.

Сценарио с различитим претпоставкама кретања светских цена енергената и примарних пољопривредних производа

С обзиром на ескалацију геополитичких сукоба у периоду од нашег претходног извештаја, геополитичке тензије и даље представљају највећи ризик остварења пројекција. Интензивирање сукоба у Украјини или на Блиском истоку одразило би се, пре свега, на раст светских цена примарних производа, због чега смо у песимистичном сценарију користили претпоставке с вишим ценама нафте и примарних пољопривредних производа него у основном сценарију. Насупрот томе, у оптимистичном сценарију претпоставили смо да ће се у наредном периоду смирити тензије, што би за резултат имало ниже светске цене примарних производа него у основном сценарију.

Иако се светска цена нафте типа брент кретала доминантно силазном путањом од почетка јула, првенствено због слабе тражње у Кини, која је највећи светски увозник, ескалација геополитичких тензија утицала је на повремена одступања. На благи раст цене нафте почетком августа одразио се напад Украјине на Курску област у Русији, која је кључна за транзит руског гаса ка ЕУ, због чега је истовремено повећана и цена природног гаса на холандском чворишту *TTF*. До краја Т3 цена нафте типа брент смањена је на око 73 долара по барелу, али је почетком октобра умерено повећана под утицајем напада Израела на Либан, као и реакције Ирана, који је савезник либанског Хезболаха. Иако су се геополитички односи крајем октобра додатно заоштрили, након директног напада Израела на Иран, то се није знатно одразило на светске цене енергената јер нису оштећена енергетска постројења, тако да је цена нафте типа брент крајем октобра остала готово непромењена у односу на крај септембра.

Даља ескалација сукоба на Блиском истоку, као и у Украјини, а пре свега напади на енергетска постројења, одразила би се на раст светских цена енергената, с обзиром на извозне капацитете ових земаља, као и њихов геостратешки положај. Раст цена енергије би у том случају утицао на раст глобалне инфлације, што би успорило темпо ублажавања монетарних услова и по том основу успорило глобалну економску активност. Поред тога, нарушило би се потрошачко и инвестиционо поверење, нарочито у земљама у успону и развоју услед повлачења капитала у развијене земље.

Ако се материјализују наведени ризици, претпоставили смо да би светска цена нафте до краја 2024. порасла на око 83 долара по барелу, а затим на око 85 долара по барелу крајем 2025. Више цене нафте утицале би на раст светских цена примарних пољопривредних производа, тако да би оне крајем 2024. биле за 0,7% више него на крају 2023, док би у 2025. порасле за око 5,7%. Директан ефекат раста светских цена примарних производа на домаћу инфлацију потицао би од виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту, а индиректан од повећаних трошкова у производњи хране и индустријских производа. Индиректан ефекат на домаћу инфлацију имао би и

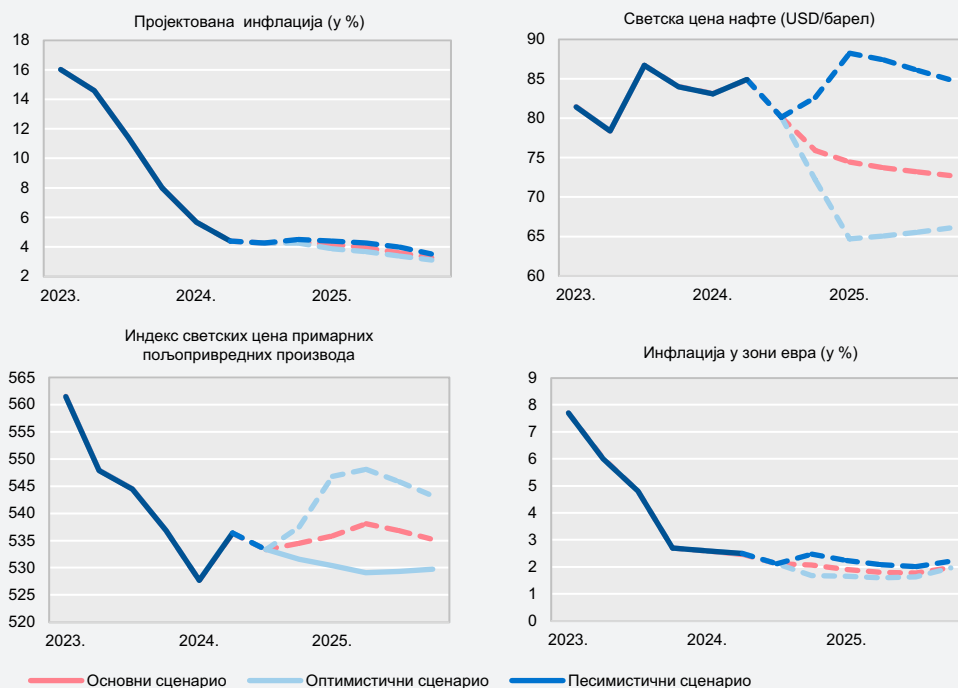
раст инфлације у зони евра по истом основу преко виших увозних цена. Према нашој процени, последице таквог сценарија биле би **виша просечна инфлација у 2025. за 0,3 п.п. него у основном сценарију.**

У случају виших светских цена примарних производа вероватно би се успорио темпо ублажавања монетарних услова централних банака, што би се негативно одразило на глобални привредни раст и глобалне услове финансирања. По основу ниже екстерне тражње и заострених глобалних финансијских услова, смањило би се домаћи извоз, а делом и инвестиције и потрошња, а тиме и увоз, тако да би, укупно посматрано, **домаћи БДП у 2025. забележио мањи раст од пројектованог у основном сценарију за око 0,2 п.п.**

У оптимистичном сценарију претпоставили смо да се у наредном периоду постепено смирују геополитичке тензије, што би се одразило на ниже светске цене примарних производа, при чему би светска цена нафте на крају 2024. у овом случају била око 72 долара по барелу, а на крају 2025. године 65 долара по барелу. Истовремено, светске цене примарних пољопривредних производа крајем 2024. биле би за 5,3% ниже него крајем 2023, док би у 2025. оне биле смањене за око 1,8%. Поред тога, у овом сценарију смо претпоставили да ће инфлација у зони евра успоравати брже од очекивања, тако да у 2024. у просеку износи 2,2%, а у 2025. години 1,7%. У том случају **просечна инфлација у Србији у 2025. била би нижа за 0,2 п.п. услед нижих светских цена примарних производа и ниже инфлације у зони евра.**

Попуштање монетарних услова у већој мери него у основном сценарију утицало би на раст екстерне тражње и ублажавање глобалних услова финансирања, **па би раст домаћег БДП-а био виши за око 0,2 п.п. у 2025.** Раст екстерне тражње утицао би на раст извоза, док би пад цена примарних пољопривредних производа деловао у супротном смеру. Слично, када је реч о увозу, пад цена енергената допринео би мањем увозу енергената, док би раст домаће тражње имао супротан ефекат, тако да, укупно посматрано, ефекти на платни биланс не би били велики.

Графикон О.5.1. Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију



Сценарио с већим негативним ефектом суше на пољопривредну производњу и производњу електричне енергије из хидроелектрана

Почев од друге половине јуна наступио је дуготрајан период високих температура и недостатка падавина. Комбинација неповољних агрометеоролошких услова убрзала је процес зрења пролећних усева и одразила се на слабији квалитет и принос кукуруза, сунцокрета и соје, на шта указују и подаци РЗС-а, с процењеним стањем приноса закључно са 5. септембром (Табела О.1.1).

Ако се имају у виду неповољни временски услови, постоји вероватноћа да је пад укупне пољопривредне производње у 2024. био већи него што смо претпоставили у основном сценарију (пад од око 5%). Уколико претпоставимо да су ефекти суше на пољопривредну сезону били већи него што смо претпоставили у основном сценарију, тј. да је пољопривредна производња у овој години снижена за 8–10%, што је отприлике пад који је забележен у 2022. и 2017. години, када смо се такође суочили са сушом, директан негативан допринос БДП-у износио би 0,4–0,5 п.п., наспрам 0,2 п.п. у основном сценарију. Готово у истој мери (8–10%), овогодишњи ниво производње био би нижи од десетогодишњег просека.

Нижи приноси због суше бележе се и у региону. Тако, на пример, према проценама централне банке Мађарске, изнетим у Извештају о инфлацији – септембар 2024, пад производње у пољопривреди у овој години износиће између 10% и 30%, уз негативан допринос БДП-у у распону 0,4–0,9 п.п.

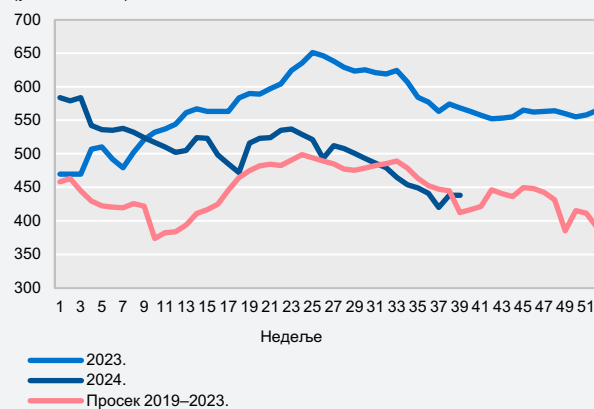
Поред негативног доприноса економској активности, већи пад пољопривредне производње од очекиваног у одређеној мери могао би да има утицаја и на спољнотрговинску активност, пре свега кроз нижи извоз пољопривредних производа од Т4 ове године до Т3 наредне године, а делом и на нижи извоз прехранбене индустрије, јер је Србија нето извозник хране, што би се одразило и на већи дефицит текућег рачуна, пре свега у 2025, од претпостављеног у основном сценарију. С друге стране, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, с обзиром на нижу базу,

Табела О.5.1. Приноси појединих пољопривредних култура, 2023–2024. (у хиљадама тона)

	2023.	2024.	2024/ 2023. (у %)	5-год. просек	10-год. просек
Пшеница	3.448,7	2.900,5	-15,9	3.081,8	2.832,6
Кукуруз	6.631,0	5.425,4	-18,2	6.431,7	6.392,4
Шећерна репа	2.040,6	2.129,1	4,3	2.015,9	2.329,3
Сунцокрет	686,3	637,4	-7,1	660,6	614,5
Соја	599,9	406,2	-32,3	598,1	567,4
Јабукe	3.796,9	3.892,0	2,5	4.736,3	4.443,4
Грожђе	1.315,3	1.297,4	-1,4	1.547,1	1.527,6
Малине	986,7	940,3	-4,7	1.128,2	1.093,9
Вишње	1.448,5	1.368,2	-5,5	1.454,3	1.252,1

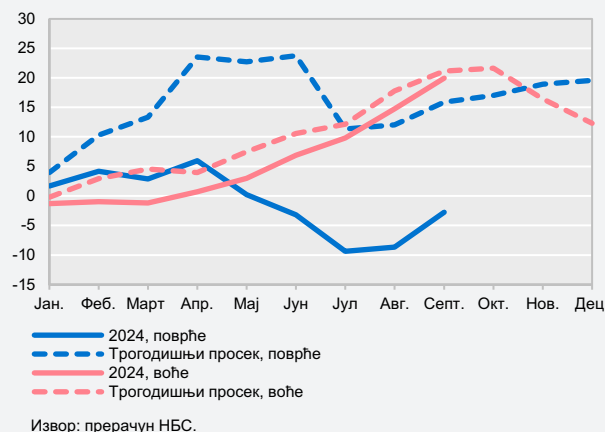
Извор: РЗС.

Графикон О.5.2. Хидрорезерве струје у Србији, 2023, 2024. и просек за период 2019–2023. (у хиљ. МWh)



Извор: Entsoe transparency platform.

Графикон О.5.3. Кумулативне стопе раста цена воћа и поврћа (у %)



Извор: прерачун НБС.

у 2025. пољопривреда би имала већи позитиван допринос БДП-у него у основном сценарију.

Овогодишња суша се одразила и на нижу производњу струје из хидропотенцијала. Подаци о укупној производњи струје у девет месеци 2024. говоре да је она нижа за 7,4% м.г. и да ће негативан допринос укупном БДП-у по овом основу на нивоу године бити вероватно већи него у августовској пројекцији, иако не знатно већи, јер је учешће енергетике у укупном БДП-у свега око 1,5%, а учешће производње струје из хидроелектрана у укупној производњи струје око 30%. Уз ефекат суше, треба имати у виду и ефекат високе базе из 2023, у којој је производња струје повећана за 17%, при чему је, према подацима Агенције за енергетику, раст производње струје из хидроелектрана услед обилних падавина током 2023. године износио чак 40,8%, чиме је остварена највећа производња струје из хидроелектрана у претходних десет година (12.526 GWh). И пад извоза струје у девет месеци 2024. од 56,1% такође је највећим делом последица високе базе из истог периода прошле године, у ком је извоз струје био око два и по пута већи у односу на 2022. При томе, треба имати у виду да је истовремено у овој години нижи и увоз струје, тако да ефекат на нето извоз није тако значајан.

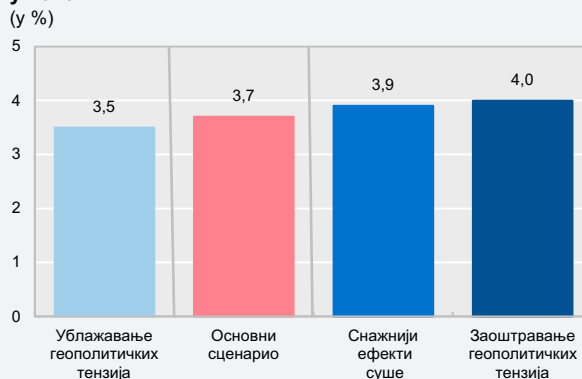
Уз претпоставку да ће се у наставку године поправити хидрометеоролошка ситуација, као и да ће се на производњу у енергетици позитивно одразити почетак производње у термоелектрани „Костолац Б3”, на нивоу године смо претпоставили да ће пад производње износити 7% (уз негативан допринос БДП-у од 0,1 п.п.), али је могуће да тај пад буде нешто већи, а тиме и негативан ефекат на БДП (највише за 0,1 п.п.). По основу мањег нето извоза струје био би и нешто већи дефицит текућег рачуна платног биланса него у основном сценарију.

Када је реч о ефектима суше на инфлацију, они се превасходно односе на кретање цена воћа и поврћа, док цене домаћих примарних пољопривредних производа, које су важан трошак у производњи остале хране, углавном прате кретање тих цена на светском тржишту, с обзиром на то да је реч о берзанској роби. У условима смањене понуде по основу ефеката суше, цене воћа и поврћа могле би интензивније да порасту у Т4 ове и Т1 наредне године него што смо претпоставили у основном сценарију.

У досадашњем делу године цене воћа су порасле за око 20%, што одговара вишегодишњим просечним остварењима. Последње тромесечје, под утицајем новог рода јужног воћа, по правилу, карактеришу ниже цене воћа као групе, што је наша претпоставка и у актуелној краткорочној пројекцији, тако да би на нивоу године требало да порасту 10–11%, уз допринос инфлацији од око 0,2 п.п. Цене поврћа се, у просеку, у већем делу године налазе испод прошлогодишњег нивоа, а кумулативно посматрано, од почетка године забележиле су мањи раст у поређењу са остварењима из претходне три године. У септембру се, међутим, испољио ефекат суше, па су цене поврћа повећане за 6,5%, што је знатно допринело изостанку очекиваног месечног пада инфлације. С обзиром на то, претпостављени раст цена поврћа у основном сценарију за Т4 виши је у односу на вишегодишња просечна остварења, тако да би требало да цене поврћа на крају године дају позитиван допринос инфлацији (0,2 п.п.) уместо негативног, што смо очекивали у августовском извештају, али је могуће да тај раст и допринос инфлацији буде и нешто већи (0,3 п.п.). Група воће и поврће, заједно посматрано, сличан допринос инфлацији требало би да задржи до почетка наредне пољопривредне сезоне, када би требало да се он смањи, под претпоставком да сезона буде просечна. Укупно посматрано, представљен већи раст цена воћа и поврћа од претпостављеног утицао би на то да **просечна инфлација у 2025. буде виша за око 0,2 п.п. него у основном сценарију.**

Сумирајући све претходно наведено, процењујемо да би чак у случају неповољнијих сценарија (већих светских цена примарних производа и енергената и већег ефекта суше) инфлација требало да се креће око горње границе циља.

Графикон О.5.4. Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију у 2025.



Извор: НБС.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	I 2024.	II 2024.	III 2024.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	6,7	6,7	7,2	7,2
Девизне резерве / краткорочни дуг	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	244,7	301,3	322,8	347,0	
Девизне резерве / БДП	30,5	32,7	31,1	29,5	26,8	27,9	26,7	24,4	25,2	27,8	27,5	29,4	30,6	33,1			
Отплата дуга / БДП	10,9	11,3	11,8	12,1	12,8	10,6	11,8	10,5	10,8	9,5	5,5	8,7	9,1	9,0			
Отплата дуга / извоз робе и услуга	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	16,4	21,0	18,3	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																	
Спољни дуг / БДП	71,6	65,4	73,1	67,5	69,4	70,5	69,4	62,5	59,6	58,7	62,8	65,2	66,0	60,4			
Краткорочни дуг / БДП	15,9	10,9	13,1	11,0	9,1	10,9	11,4	12,1	11,9	10,1	12,1	11,8	12,5	11,0			
Спољни дуг / извоз робе и услуга	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	126,6	110,2	110,7	110,7	114,9	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																	
Девизне резерве / М1	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	166,6	171,3	179,1	183,4
Девизне резерве / примарни новац	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	201,0	214,7	221,5	231,5
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																	
	72,3	75,0	81,1	83,5	87,9	92,3	96,9	102,0	103,8	106,7	99,2	111,3	130,8	113,8			
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																	
БДП ¹⁾	32.841	36.865	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.501	75.204			
Спољни дуг	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.488	41.895	45.391	45.653	48.088	
Сервисирање спољног дуга	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	6.735	2.150	1.981	
Девизне резерве НБС	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	24.942	27.507	28.280
Краткорочни дуг ²⁾	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	742	684	947	
Биланс текућих трансакција	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-334	-799	-2.168
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																	
	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.			
	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/март/јун /дец.	Март/дец.	Дец.	Септ./дец.	Мај	Март/дец.	Јун	Авг./окт.			
S&P		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB /позитиван	BB+ /стабилан	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BBB- /стабилан			
Fitch	BB- /стабилан		BB- /негативан		V+ /стабилан	V+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан		BB+ /стабилан				BB+ /позитиван			
Moody's				B1 /стабилан			B1 /позитиван	Ba3 /стабилан		Ba3 /позитиван			Ba2 стабилан		Ba2 позитиван		

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 2010.²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. РСЗ је извршио ревизију података о БДП-у за период 1995–2023. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	I 2024.	II 2024.	III 2024.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	1,6	0,1	-0,4	0,5	-1,8	1,3	3,0	2,4	4,6	4,8	-1,0	7,9	2,6	3,8	4,6	4,0	3,1
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	7,6	5,0	3,8	4,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	24.942	27.507	28.280
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	41.018	10.251	10.846	10.685
– стопа раста у % у односу на претходну годину	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	7,9	2,1	6,0	4,8
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	44.543	11.134	11.889	12.547
– стопа раста у % у односу на претходну годину	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	-1,1	1,5	8,4	15,7
Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-334	-799	-2.168
у % БДП-а	-6,2	-9,9	-10,5	-5,5	-5,4	-3,3	-2,8	-5,0	-4,6	-6,6	-3,9	-4,1	-6,6	-2,4			
Незапосленост по Анкети (у %)⁴)		24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	9,4	8,2	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁵)	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	816,0	832,8	830,8
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁶)	-3,0	-3,6	-5,4	-4,7	-5,7	-2,6	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,0	-4,4	-3,2	-2,0			
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁶)	-4,2	-4,3	-6,2	-4,9	-5,9	-3,3	-1,1	1,1	0,6	-0,2	-7,7	-3,9	-3,0	-2,1			
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁷)	37,9	41,2	50,8	53,7	63,4	67,2	65,2	55,5	51,4	49,7	54,4	53,9	52,4	48,0	44,3	46,5	46,5
Курс динара према долару (просек у периоду)	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	108,41	107,89	108,72	106,56
Курс динара према долару (крај периода)	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	105,87	108,69	109,52	104,87
Курс динара према евра (просек у периоду)	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,25	117,19	117,11	117,04
Курс динара према евра (крај периода)	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,17	117,14	117,05	117,08
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра)⁸)	32.841	36.865	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.501	75.204			

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за ТЗ 2024. 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 (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010.

⁶) Ревидирани подаци од 2011. године (спроведене су две ревизије – ревизија услед унапређења методологије и постпописна ревизија).

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

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	9
III.0.1.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. динамици инфлације	13
III.0.2.	Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март 2023.	14
III.0.3.	Динамика инфлације – укупне, базне и <i>trimmed mean</i>	14
III.0.4.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији	14
III.0.5.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	15
III.0.6.	Доприноси изабраних компонената мг. стопи раста увозних цена у динарима	15
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	16
III.0.8.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	16
III.0.9.	Очекивана инфлација за две године унапред	16
III.0.10.	Очекивана инфлација у 2024. и 2025. према оцени водећих економских прогностичара	17
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	19
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	19
IV.1.3.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.4.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	20
IV.1.5.	Показатељи премије ризика	21
IV.1.6.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	26
IV.1.7.	Структура финансијског биланса	26
IV.1.8.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
IV.1.9.	Кретање курса динара и евра према долару	27
IV.1.10.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	27
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	28
IV.2.2.	Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита	28
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	29
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	29
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	30
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	30
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	31
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	31
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	32
IV.3.1.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	34
IV.3.2.	Кретање главних компонената увоза	34
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	35
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	35
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	36
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	39
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	39
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	39
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	40
V.0.1.	Динамика водећих показатеља глобалне економске активности – <i>PMI</i>	41
V.0.2.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	42
V.0.3.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025.	42
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	43
V.0.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	44
V.0.6.	Динамика раста БДП-а Русије и Кине	44
V.0.7.	Просечна инфлација по групама земаља – остварење и пројекције за 2024. и 2025.	45

V.0.8.	Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2024. и 2025.	45
V.0.9.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	45
V.0.10.	Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2024. и 2025.	46
V.0.11.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно са септембром)	46
V.0.12.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	47
V.0.13.	Консолидовани биланс Евросистема	47
V.0.14.	Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра	48
V.0.15.	Укупна актива ФЕД-а	48
V.0.16.	Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а	48
V.0.17.	Кретање референтних стопа по земљама	49
V.0.18.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	54
V.0.19.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	54
V.0.20.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	54
V.0.21.	Европска цена природног гаса	55
V.0.22.	Европска цена струје	55
V.0.23.	Цене изабраних производа на светском тржишту	55
V.0.24.	Индекс светских цена хране	56
V.0.25.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	57
V.0.26.	Фискални резултат и јавни дуг опште државе	57
V.0.27.	Пројекција раста БДП-а	58
V.0.28.	Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна	59
V.0.29.	Доприноси реалном расту БДП-а	59
V.0.30.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	59
V.0.31.	Кретање инвестиција у основне фондове	60
V.0.32.	Реални раст извоза и увоза	61
V.0.33.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	61
V.0.34.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	63
V.0.35.	Пројекција инфлације	63
V.0.36.	Реална каматна стопа	64
V.0.37.	Реална референтна каматна стопа у водећим економијама	64
V.0.38.	Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2024.	65
V.0.39.	Пројекција раста потрошачких цена	65
V.0.40.	Пројектовано кретање производног јаза	65
V.0.41.	Доприноси мг. инфлацији по компоненатама	66
V.0.42.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	66
V.0.43.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	66
V.0.44.	Индекс глобалног геополитичког ризика	70

Табеле

IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	20
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	21
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава	32
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	33
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а за 2024. и 2025.	42
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона за 2024. и 2025.	43
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона	47
V.0.4.	Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	60
V.0.5.	Најважније претпоставке пројекције	64
V.0.6.	Пројекције макроекономских показатеља Србије	69
V.0.7.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	71
Табела А.	Показатељи екстерне позиције Србије	78
Табела Б.	Основни макроекономски показатељи	79

Графикони у освртима

О.1.1.	Динамика прилива СДИ у Србију у протеклој деценији	22
О.1.2.	Кретање оцена кредитног рејтинга и изгледа од стране три најутицајније рејтинг агенције	22
О.2.1.	Ревизија нивоа номиналног БДП-а	37
О.2.2.	Реалне стопе раста БДП-а	37
О.2.3.	Ревизија учешћа фискалног дефицита и дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП-у	38
О.2.4.	Ревизија учешћа спољног и јавног дуга у БДП-у	38
О.3.1.	Оцене неутралних каматних стопа за САД и зону евра	52
О.4.1.	Допринос компонената укупној пројектованој мг. инфлацији из новембра 2023.	67
О.4.2.	Одступање остварене од пројектоване инфлације из новембра 2023. по компоненатама	67
О.4.3.	Пројекција инфлације из новембра 2023. и њено остварење	67
О.4.4.	Корен средње квадратне грешке прогнозе Народне банке Србије	68
О.4.5.	Одступање од пројекција инфлације из Т4 2023.	68
О.5.1.	Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију	75
О.5.2.	Хидрорезерве струје у Србији, 2023, 2024. и просек за период 2019–2023.	76
О.5.3.	Кумулативне стопе раста цена воћа и поврћа	76
О.5.4.	Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију у 2025.	77

Табеле у осврту

О.1.1.	Промена рејтинга и изгледа за Србију	22
О.1.2.	Ефекти промене кредитног рејтинга и изгледа на прилив СДИ у кратком року	23
О.1.3.	Ефекти промене кредитног рејтинга и изгледа на прилив СДИ у дугом року	24
О.4.1.	Претпоставке за Т3 2024. из новембра 2023. и остварење	67
О.5.1.	Приноси појединих пољопривредних култура, 2023–2024.	76

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2023. година

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

2024. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 9. 2024.

На данашњој седници Извршни одбор је одлучио да настави да ублажава монетарне услове смањујући референтну каматну стопу за 25 базних поена, на ниво од 5,75%. Смањена је и стопа на депозитне олакшице – на 4,5%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је пре свега имао у виду да се инфлација од маја налази у границама циља ($3 \pm 1,5\%$), као и да се до краја периода пројекције очекује њено кретање унутар тих граница, с тенденцијом њеног даљег смањивања ка централној пројекцији циља. Узимајући у обзир остварено и очекивано кретање кључних фактора инфлације, а пре свега даље смањење глобалних инфлаторних притисака, као и досадашњи дезинфлаторни утицај рестриктивних монетарних мера, Извршни одбор је проценио да постоје услови за наставак ублажавања монетарне политике смањењем референтне каматне стопе. Извршни одбор је проценио да, и поред започетог ублажавања, монетарна политика и даље има рестриктиван карактер. Народна банка Србије задржаће и у наредном периоду опрезан приступ у ублажавању монетарних услова, а даље одлуке монетарне политике зависиће од података о инфлацији и макроекономским кретањима који буду пристизали.

Иако нешто постепеније него што се претходно очекивало, наставља се успоравање глобалне инфлације, уз допринос фактора и на страни понуде, и на страни тражње. На страни понуде, у правцу успоравања инфлације деловале су претходно снижене цене енергената и хране, као и обезбеђено боље функционисање глобалних ланаца снабдевања. На страни тражње дезинфлаторно још увек делују каматне стопе водећих централних банака, које ће, реално посматрано, бити повишене још неко време. Извршни одбор је имао у виду да релевантне институције предвиђају благо опадајући тренд кретања светске цене нафте у наредном периоду, захваљујући побољшању понуде нафте на светском тржишту од стране земаља *OPEC+*, као и споријем расту тражње за нафтом.

Инфлација у Србији налази се у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и на путањи која је у складу с пројекцијом Народне банке Србије. У јулу је међугодишња инфлација износила 4,3%, док је месечна инфлација била на нивоу од 0,4%, што је једнако просечним месечним остварењима од почетка године. Раст инфлације у јулу делом је био последица и међународних кретања, при чему су месечну динамику инфлације обележила поскупљења појединих категорија прерађене хране – хлеба, кафе и кондиторских производа, на чије цене се одражава раст цена ових производа на светском тржишту или сировина у њиховој производњи, као и раст цена услуга. У наредном периоду инфлација би требало да настави да се креће у границама циља, с тим да ће до краја ове године успорити на око 4%, а затим ће се током наредне године постепено приближити централној вредности циља од 3%. Томе ће највише допринети и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, као и очекивани пад светске цене нафте у складу с фјучерсима. У правцу ниже инфлације требало би да делује и акција „Најбоља цена”, која је планирана да траје до краја октобра и која има за циљ очување животног стандарда грађана.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да је привредни раст Србије подржан смањењем инфлације, реалним растом зарада и смањењем стопе незапослености (према Анкети о радној снази, на најнижи ниво до сада од 8,2% у другом тромесечју), текућим инвестиционим циклусом, као и побољшањем кредитних услова, које је резултат ублажавања монетарне политике. У првој половини ове године међугодишњи раст бруто домаћег производа Србије износио је 4,3% и био је вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највећи допринос обезбедили потрошња домаћинства и бруто инвестиције у основне фондове. Посматрано с производне стране, привредном расту највише су доприносили услужни сектори, посебно трговина, као и грађевинарство и прерађивачка индустрија. И поред тог што ће резултати овогодишње пољопривредне производње због суше током летњих месеци вероватно бити лошији од очекиваних, према нашој оцени, то се неће одразити на пројекцију раста бруто домаћег производа на нивоу године од 3,8% с обзиром на повољна кретања у другим привредним областима.

Извршни одбор Народне банке Србије наставиће да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и одлуке о будућој монетарној политици доносиће од састанка до састанка у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих

мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна о томе да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 10. 2024.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 5,75%. На непромењеним нивоима задржане су и каматне стопе на депозитне (4,5%) и кредитне олакшице (7,0%).

Приликом доношења одлуке да задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, Извршни одбор је истакао да је референтна каматна стопа од јуна смањена за укупно 75 базних поена и да ће се ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике манифестовати и у наредном периоду. Такође, Извршни одбор је нагласио да је, и поред повратка инфлације у границе циља и наставка њеног кретања у оквиру ових граница, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике Народне банке Србије имајући у виду непредвидивост макроекономских дешавања у међународном окружењу и раст геополитичких ризика, као и њихов утицај на светске цене енергената и других примарних производа. Досадашњи раст цене сирове нафте на светском тржишту био је ограничен, захваљујући пре свега доброј снабдевености и знатним залихама на глобалном нивоу, али је изражена забринутост да би даља ескалација сукоба на Блиском истоку могла да поремети токове нафте из овог кључног извозног региона и да доведе до знатнијег раста светске цене нафте у наредном периоду. То би могло да се одрази на инфлацију на глобалном нивоу и темпо ублажавања монетарних политика централних банака и услове финансирања на међународном тржишту.

С друге стране, Извршни одбор очекује да ће повећање кредитног рејтинга Србије на ниво инвестиционог ранга од стране рејтинг агенције *Standard & Poor's* допринети нижој премији ризика земље и повољнијим условима финансирања, што ће подржати даљи раст расположивог дохотка за инвестиције и потрошњу, а тиме и привредни раст. Опрезност монетарне политике потребна је и због овогодишње домаће пољопривредне сезоне, која је била под утицајем неповољних временских услова и суше током летњих месеци, што се одражава на смањену понуду пољопривредних производа и њихове више цене.

Инфлација у Србији се налази у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и на путањи која је у складу с пројекцијом Народне банке Србије. У августу, као и у јулу, међугодишња инфлација је износила 4,3%, а месечна инфлација 0,4%, што је једнако просечним месечним остварењима од почетка године. Месечну динамику инфлације у августу обележили су раст цена хране и безалкохолних пића (0,9%) и корекције појединих регулисаних цена, док су цене нафтних деривата снижене (3,4%) пратећи динамику кретања светске цене нафте. У наредном периоду инфлација би требало да настави да се креће у границама циља, с тим да ће до краја ове године успорити на око 4%, а затим ће се током наредне године постепено приближавати централној вредности циља од 3%. Томе ће пре свега допринети и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да показатељи реалног сектора настављају да бележе позитивна кретања и током трећег тромесечја, подржани смањењем инфлације, реалним растом зарада и смањењем незапослености, као и текућим инвестиционим циклусом. Расту привредне активности доприноси и раст кредитне активности, која је у августу убрзала на 5,9% међугодишње, захваљујући повољнијој цени задуживања услед очекиваног и у међувремену започетог ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке.

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

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

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

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 5,75%, као и да на непромењеним нивоима задржи каматне стопе на депозитне (4,5%) и кредитне олакшице (7,0%).

Приликом доношења такве одлуке, Извршни одбор је истакао да је референтна каматна стопа од јуна смањена за укупно 75 базних поена и да се ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике могу очекивати и у наредном периоду. Такође, Извршни одбор је нагласио да је, и поред повратка инфлације у границе циља ($3 \pm 1,5\%$) и наставка њеног кретања у оквиру ових граница, неопходно наставити са спровођењем опрезне и још увек рестриктивне монетарне политике Народне банке Србије с обзиром на нешто већу отпорност инфлаторних притисака, пре свега у оквиру њене базне компоненте, и непредвидивост дешавања у међународном окружењу, раст геополитичких ризика, као и њихов утицај на светске цене енергената, осталих примарних производа и друге макроекономске показатеље. Цена сирове нафте током претходна два месеца кретала се у распону од 70 до 80 долара по барелу, углавном под утицајем дешавања на Блиском истоку, док су знатнији раст светске цене ограничавали добре залихе нафте на глобалном нивоу и очекивано слабљење тражње. Ипак, и даље је изражена забринутост да би ескалација сукоба на Блиском истоку могла да поремети токове нафте из овог кључног извозног региона и да доведе до знатнијег раста светске цене нафте у наредном периоду. То би могло да се одрази на инфлацију на глобалном нивоу и темпо ублажавања монетарних политика централних банака и услове финансирања на међународном тржишту.

Инфлација у Србији налази се у границама циља и у септембру је успорила на 4,2% међугодишње. Њено кретање у складу је с путањом коју је пројектовала Народна банка Србије, при чему је раст цена воћа и поврћа због суше био већи од очекиваног, али је то неутралисано падом цена нафтних деривата услед претходно снижене светске цене нафте. Слично као у земљама региона, базна инфлација је виша од укупне инфлације и била је незнатно изнад 5,0% међугодишње. У наредном периоду инфлација би требало да настави да се креће у границама циља, чему ће пре свега допринети и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања. Ипак, Извршни одбор је истакао да на опрезност монетарне политике упућује и смањена понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту услед неповољних временских услова и суше током летњих месеци.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду и да показатељи реалног сектора настављају да бележе позитивна кретања. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, реални међугодишњи раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју износио је 3,1%. Позитивна кретања у реалном сектору подржана су смањењем инфлације, реалним растом зарада и смањењем незапослености, као и текућим инвестиционим циклусом. Расту привредне активности доприноси и раст кредитне активности, који је у септембру убрзао на 6,6% међугодишње захваљујући повољнијим каматним стопама услед ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке. Након смањења у октобру, тржишни учесници очекују да Европска централна банка и на наредном састанку у децембру смањи своје каматне стопе, а таква очекивања тржишта преовладавају и за данашњи састанак Федералних резерви. Такође, Извршни одбор је имао у виду да повећање кредитног рејтинга Србије на ниво инвестиционог ранга од стране рејтинг агенције *Standard & Poor's* доприноси нижој премији ризика земље и повољнијим условима финансирања, што ће пружити подршку даљем расту расположивог дохотка за инвестиције и потрошњу, а тиме и привредном расту.

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

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио новембарски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 13. новембра, када ће бити додатно образложене и донете одлуке монетарне политике.

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

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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