

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ  
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2023



## Уводна напомена

*Годишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије, најкасније до 30. септембра текуће године, подноси Народној скупштини *Полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.<sup>1</sup>

Статутом Народне банке Србије<sup>2</sup> утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике, и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

*Годишњи извештај о монетарној политици у 2023.* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. јуна 2024. године.

Извештаји о монетарној политици доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

---

<sup>1</sup> Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС”, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 – одлука УС и 44/2018.

<sup>2</sup> „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015, 72/2015 и 50/2018.

#### **СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

- БДП** – бруто домаћи производ  
**б.п.** – базни поен  
**дсз.** – десезонирано  
**ЕМВИ** – индекс обвезница тржишта у успону  
**ЕЦБ** – Европска централна банка  
**ИПЦ** – индекс потрошачких цена  
**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  
**РС** – Република Србија  
**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.

# Садржај

Резиме .....	1
<b>I. Стратешки оквир монетарне политике .....</b>	<b>5</b>
<b>II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације .....</b>	<b>7</b>
1. Монетарна политика у 2023.....	7
2. Инструменти монетарне политике .....	10
Депозитне и кредитне олакшице .....	10
Обавезна резерва.....	10
Каматне стопе .....	11
Операције на девизном тржишту .....	12
Девизни своп.....	12
3. Остварење циљане инфлације у 2023.....	13
<b>III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике .....</b>	<b>15</b>
1. Међународно окружење .....	15
Економска активност и инфлација .....	15
Монетарна политика.....	18
Финансијска и робна тржишта .....	19
2. Међународне трансакције .....	22
Платнобилансна кретања и девизне резерве .....	22
Међународна инвестициона позиција земље .....	25
3. Кретања на финансијском тржишту.....	25
Каматне стопе .....	25
Премија ризика земље и кредитни рејтинг .....	28
Кретања на девизном тржишту и курс динара .....	29
4. Новац и кредити.....	30
Монетарни агрегати М1, М2 и М3 .....	30
Кредити банака .....	31
5. Показатељи степена динаризиције .....	33
6. Тржиште непокретности .....	35
7. Инфлациона очекивања.....	36
8. Фискална кретања.....	37
9. Агрегатна тражња .....	38
10. Економска активност.....	40
11. Зараде и запосленост .....	41
<b>IV. Очекивања у погледу кључних макроекономских показатеља за 2024. ....</b>	<b>44</b>
Списак графикана и табела .....	45



## Резиме

Упркос последицама пандемије и енергетске кризе, које су изазвале бројне поремећаје на међународном робном и финансијском тржишту, као и повећане неизвесности у условима изражених геополитичких тензија, **глобална економска кретања су током 2023. године генерално надмашивала очекивања релевантних међународних институција. Економска активност, посматрано на глобалном нивоу, показала је знатан степен отпорности на многобројне потресе, а негативан утицај рестриктивних монетарних политика водећих централних банака на привредни раст био је мањи од првобитно очекиваног. Истовремено, глобална инфлација је успоравала током 2023. захваљујући слабењу трошkových притисака као резултат смањења светских цена хране и енергената, као и заострених монетарних услова.** Ипак, базна инфлација је у већини земаља показала већи степен перзистентности, чему су допринели и фактори с тржишта рада, а пре свега раст зарада и ниска стопа незапослености. Због тога су, као и услед изражених геополитичких тензија и избијања сукоба на Блиском истоку, водеће централне банке задржале опрезан приступ у вођењу монетарних политика. Циклус заостравања монетарних услова углавном је завршен у 2023. години, при чему се у изјавама званичника истиче да ће одлука о почетку попуштања финансијских услова зависити од даљег кретања инфлације, економске активности и дешавања на тржишту рада.

**Народна банка Србије повећала је референтну каматну стопу у 2023. години за 1,5 процентних поена, на ниво од 6,5%, на коме се налази од јула.** Одлуке о повећању каматне стопе донесене су првенствено с циљем да се ограниче секундарни ефекти високих трошkových притисака из међународног окружења из претходног периода на раст цена на домаћем тржишту преко инфлационих очекивања, као и да се осигура повратак инфлације у границе циља у хоризонту монетарне политике. Од августа 2023. године Народна банка Србије није мењала висину референтне каматне стопе, истичући потребу да се сагледају пуни ефекти претходних повећања, генерално попуштање глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања инфлације. Истовремено, борба са инфлацијом настављена је доношењем одлуке у септембру да

се путем инструмента обавезне резерве повуче део вишкова динарске ликвидности банака и тиме додатно поостре домаћи монетарни услови. Стопе обавезне резерве на девизну основицу повећане су за по 3 процентна поена, на 23% и 16% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно, а стопе обавезне резерве на динарску основицу за по 2 процентна поена, на 7% и 2%. Истовремено, повећани су проценти дела девизне обавезне резерве која се издваја у динарима за по 8 процентних поена, на 46% и 38% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно.

**Поостравање монетарних услова Народне банке Србије преносило се на каматне стопе на тржишту новца, као и на динарски део тржишта кредита и штедње, указујући на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике путем канала каматне стопе.** Истовремено, кретање каматних стопа Европске централне банке преносило се на каматне стопе у евро знаку на домаћем тржишту. С тим у вези, како би се заштитили корисници финансијских услуга и очувала стабилност финансијског система, Народна банка Србије је у септембру донела одлуку о привременом ограничавању каматних стопа на нове стамбене кредите физичким лицима. У исто време, ограничене су и каматне стопе на постојеће стамбене кредите, и то за кориснике првог стамбеног кредита с променљивом каматном стопом чији уговорени износ не прелази 200.000 евра. Наведена ограничења каматних стопа се односе на период од октобра 2023. до краја 2024. године. На овај начин Народна банка Србије је деловала проактивно, не чекајући да се материјализују ризици од раста каматних стопа у зони евра и утичу на могућност отплате стамбених кредита, а тиме и на финансијску стабилност.

**Кредитна активност је током године успоравала** и децембру је забележила међугодишњи раст од 1,0%. На успоравање кредитне активности утицали су више каматне стопе и поострени кредитни стандарди банака. Код кредита привреди значајан утицај на стање кредита потицао је и од доспећа кредита из гарантних шема, а код кредита становништву од септембра привремени негативни утицај на стање кредита долази и од рачуноводственог третмана потраживања по основу стамбених

кредите услед доношења одлуке о ограничавању каматних стопа на ове кредите. **Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у децембру је задржано близу минимума од око 3%,** што показује да је квалитет активе банака остао очуван, док показатељ адекватности капитала од **21,4%** указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

**Народна банка Србије очувала је релативну стабилност курса динара према евр у током 2023.** у условима генерално повећане глобалне неизвесности, пажљиво пратећи факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на кретања на домаћем девизном тржишту и реагујући правовремено и одмерено. Током године преовладавали су апрецијацијски притисци, због чега је Народна банка Србије током 2023. на међубанкарском девизном тржишту интервенисала претежно на страни куповине девиза. Износ нето куповине девиза по основу интервенција Народне банке Србије у 2023. достигао је 3.940 млн евра, што је рекордан годишњи износ нето куповине девиза. Посматрано крајем периода, динар је према евр у 2023. номинално ојачао за 0,1%. Истовремено, због јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је према долару ојачао за 4,0%.

**Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2023. износио је 1,8 милијарди евра (2,6% бруто домаћег производа) и вишеструко је смањен у поређењу са 2022, када је износио 4,2 милијарде евра (6,9% бруто домаћег производа).** Посматрано по категоријама текућег рачуна, на побољшање екстерне позиције највише је утицао пад робног дефицита, који је захваљујући расту извозне понуде и нижем увозу енергената смањен за 2,8 милијарди евра у односу на 2022. Робни извоз је повећан за 3,7%, чему је највише допринела прерађивачка индустрија, што указује на отпорност и распрострањеност наше извозне понуде, с обзиром на то да је раст остварен у условима ниже екстерне тражње. Истовремено, робни увоз смањен је за 4,8%, највише по основу нижег увоза енергената (већим делом резултат нижих цена). На побољшање екстерне позиције у 2023. години деловало је и повећање суфицита у размени услуга са иностранством (за 30,4% у односу на 2022), при чему је укупно посматрано извоз робе и услуга у 2023. години повећан за 7,9%, док је увоз смањен за 1,0%. У супротном смеру деловали су већи дефицит примарног дохотка, претежно услед већих расхода по основу дохотка од страних директних инвестиција, и нижи суфицит секундарног дохотка услед мањих трансфера Владином

сектору, док је нето прилив дознака задржан на релативно високом нивоу (4,6 милијарди евра).

**Екстерна позиција земље додатно је ојачана наставком високог прилива страних директних инвестиција у Србију, који је у 2023. години достигао нови рекордни износ од 4,5 милијарди евра.** Девету годину заредом, дефицит текућег рачуна у потпуности је покривен нето приливом страних директних инвестиција, при чему је вредност овог показатеља у 2023. достигла 233%. Поред тога, задржана је висока географска и пројектна распрострањеност прилива страних директних инвестиција и претежна усмереност у извозне секторе, а највише у прерађивачку индустрију (25,5%), која је кључни извозни сектор српске привреде. Прилив капитала је остварен и по основу портфолио инвестиција, финансијских кредита, као и повећаног задужења привреде у иностранству.

**Бруто девизне резерве Народне банке Србије повећане су током 2023. године за 5,5 милијарди евра, на 24,9 милијарди евра, што је био највиши ниво бруто девизних резерви крајем месеца и године откад се прате подаци на овај начин (од 2000. године).** Тај ниво резерви обезбеђивао је покривеност 6,7 месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама. У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и првокласних иностраних банака).

**На консолидованом нивоу, у 2023. години остварен је дефицит опште државе од 181,1 милијарде динара, или 2,2% бруто домаћег производа, што је за 46,4 милијарде динара бољи резултат од дефицита планираног ребалансом републичког буџета од 2,8% бруто домаћег производа.** Успешнији резултат је постигнут пре свега захваљујући нижим текућим расходима у односу на план, највише расходима намењеним за набавку робе и услуга и за субвенције.

**Јавни дуг централне државе на крају 2023. износио је 52,0% бруто домаћег производа, што је за 3,1 процентни поен ниже него крајем 2022,** при чему је смањење највећим делом резултат раста номиналног бруто домаћег производа. Средњорочни фискални оквир предвиђа даље смањење учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, што би требало



позитивно да се одрази и на кредитни рејтинг и премију ризика земље, као и да спречи веће инфлаторне притиске од државне потрошње. У наредном периоду очекује се да ће учешће плата и пензија бити на стабилном нивоу, до граница дефинисаних посебним фискалним правилима, односно на нивоима од око 10% и 11%, респективно, док ће приоритет имати инфраструктурни и капитални пројекти, с планираним уделом капиталних расхода од око 6–7% БДП-а у 2024–2026. години.

**Захваљујући одговорној економској политици и ефикасном и координираном одговору монетарне и фискалне политике на бројне кризе у претходном периоду, раст бруто домаћег производа Србије у 2023. другу годину заредом, износио је 2,5%. Раст је остварен упркос смањењу екстерне тражње у условима успоравања економске активности зоне евра, нашег најважнијег спољнотрговинског партнера, и израженим геополитичким тензијама. У сваком тромесечју остварен је позитиван раст бруто домаћег производа, а динамика тог раста знатно је убрзала у другом делу године, што захваљујући ефекту пренетих тенденција ствара стабилну основу за раст у 2024. години. Раст бруто домаћег производа у 2023. години био је вођен већом активношћу у свим производним и већини услужних сектора. При томе, готово подједнак допринос потекао је од грађевинарства, индустрије и пољопривреде. Посматрано с расходне стране, највећи позитиван допринос расту обезбедио је нето извоз, чему су допринеле претходне инвестиције у разменљиве секторе, које су знатно повећале извозну понуду прерађивачке индустрије, као и опоравак производње у сектору енергетике, који је омогућио и извоз електричне енергије. Задржана је и позитивна динамика инвестиција, поред осталог, захваљујући и оствареној профитабилности привреде и приливу страних директних инвестиција, као и наставку реализације инфраструктурних пројеката финансираних од стране државе. Позитиван допринос потекао је и од потрошње домаћинства и државе.**

**Даљи раст запослености, смањење броја незапослених, као и двоцифрени раст зарада, говоре у прилог наставку повољних кретања на тржишту рада и током 2023. године. Просечна номинална нето зарада у 2023. години износила је 86.007 динара, што је за 14,8% више него претходне године. При томе, бржи раст забележиле су зараде у приватном сектору (15,5%) него у јавном сектору (13,3%), што је допринело даљем смањењу јаза између плата у јавном и приватном сектору, а раст зарада је остао и широко распрострањен по делатностима.**

Укупан број формално запослених у 2023. у просеку је повећан за око 51 хиљаду лица (2,2%), док је истовремено настављен вишегодишњи тренд смањења регистроване незапослености, која је у децембру износила 387.764 лица, што је за око 39 хиљада незапослених мање него у 2022. Таква кретања сведоче о отпорности тржишта рада, упркос и даље присутним последицама пандемије и других потреса из међународног окружења, које су у великој мери саниране захваљујући одговорној економској политици и предузетим мерама државе.

**Након што је у марту 2023. достигла врхунац, инфлација у Србији од априла се налази на стабилној опадајућој путањи, доминантно захваљујући испољавању ефеката заостравања монетарних услова и слабљења глобалних трошковних притисака по основу снижених светских цена енергије и хране. Крајем године међугодишња инфлација је износила 7,6%, што је готово двоструко нижи ниво него на крају 2022. И базна инфлација, на коју монетарна политика највише делује, од априла се нашла на силазној путањи и током друге половине 2023. бележила је једноцифрене нивое, да би на крају године износила 6,5%. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред у првој половини године била су стабилна упркос наставку раста текуће инфлације почетком године, да би се с попуштањем инфлаторних притисака у другој половини године она успорила и приближила границама циља за инфлацију Народне банке Србије. Смањење инфлационих очекивања за годину дана унапред и усидреност средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора говоре у прилог кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.**

**Монетарна политика у 2023. године била је базирана и на пројекцијама Народне банке Србије, које су у погледу инфлације, бруто домаћег производа и платнобилансних кретања готово у потпуности остварене. Према пројекцијама, очекивало се да се инфлација средином 2024. године врати у границе циља, а да се до краја године приближи и централној вредности циља од 3,0%. Томе би највише требало да допринесу ефекти претходног заостравања монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака, наставак успоравања увозне инфлације, као и даљи очекивани пад инфлационих очекивања. Истовремено, очекивало се убрзање привредног раста у 2024. на распон 3–4%, с централном вредношћу од 3,5%, што говори у прилог „меког приземљења”, тј. да су ефекти**

**претходног заостравања монетарне политике на економску активност и финансијску стабилност били минимални.**

Имајући све наведено у виду, **можемо закључити да су средњорочни макроекономски изгледи Србије и даље повољни, подржани одговорним вођењем економске политике, наставком спровођења структурних реформи и реализацијом великих инфраструктурних пројеката.** У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације, Народна банка Србије ће доносити одлуке о монетарној политици, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте

претходно донетих одлука на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку наставку раста наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као очувању повољног инвестиционог амбијента у нашој земљи.

# I. Стратешки оквир монетарне политике

**Потпуно циљање инфлације** представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Народна банка Србије усвојила је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе 19. децембра 2008, у којем је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила монетарне политике – у основи је нумерички циљ за инфлацију на средњи рок, у оквиру кога се задржава дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на кратак рок.

**Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а.** Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, одлука о циљаној инфлацији доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред. Будући да процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према Европској унији још увек траје, циљана инфлација је благо изнад квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Тако је крајем 2022. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2025. године на нивоу од 3,0%, с дозвољеним одступањем  $\pm 1,5$  п.п.**<sup>1</sup> Годину дана касније, на

**седници Извршног одбора крајем 2023, циљана стопа инфлације утврђена је на истом нивоу до децембра 2026. године.**<sup>2</sup>

Задржавањем средње вредности циља за инфлацију на 3,0% Народна банка Србије потврђује **своју одлучност да инфлацију у средњем року одржи на ниском нивоу, што је један од кључних елемената очувања пословног и потрошачког поверења.** Тиме се уважавају повољни макроекономски резултати, који су сачувани и у време пандемије, а остварени су захваљујући пуној координацији монетарне и фискалне политике. Поред тога, у условима променљивих изгледа глобалног привредног раста и волатилних токова на међународном робном и финансијском тржишту, задржавањем циља монетарна политика доприноси даљем повећању отпорности наше привреде на потенцијално негативне екстерне утицаје, а тиме и очувању добрих изгледа раста наше привреде.

Ширина дозвољеног одступања од циља задржана је на нивоу од  $\pm 1,5$  п.п., што умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике и доприноси већој предвидивости монетарних услова. Као мала и отворена привреда, Србија је изложена дешавањима на међународном робном и финансијском тржишту, која **привремено** могу да узрокују волатилност укупне инфлације. Распон дозвољеног одступања од циља оставља Народној банци Србије већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе, која подстиче одрживи привредни раст.

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогенних поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или

<sup>1</sup> Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2025. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 8. децембра 2022.

<sup>2</sup> Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2026. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 7. децембра 2023.

индиректним утицајем одлука Владе Републике Србије.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне **променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијског тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије спроводи **режим руковођено пливајућег девизног курса**. Интервенције на девизном тржишту спроводи како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувала стабилност цена и финансијског система и одржала адекватан ниво девизних резерви.

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор доноси одлуке о монетарној политици према утврђеном распореду седница и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања. Такође, приликом представљања *Извештаја о инфлацији* детаљно се образлажу макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике.

## II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

### 1. Монетарна политика у 2023.

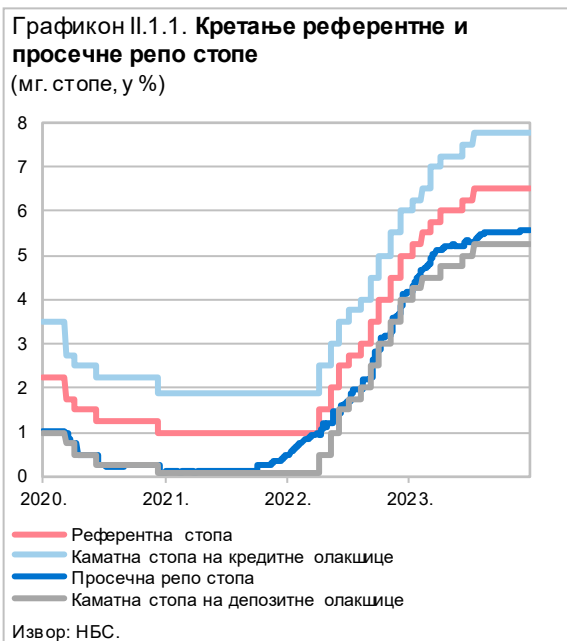
Монетарна политика током 2023. водила се у складу с Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2023. години<sup>3</sup> и допринела је очувању макроекономске и финансијске стабилности у условима снажних потреса из међународног окружења. Програм монетарне политике, који је донет у децембру 2022, предвиђао је да ће Народна банка Србије остати посвећена остваривању ценовне стабилности у средњем року, чиме на најбољи начин доприноси очувању стабилности финансијског система и одрживом привредном расту. Програм је предвиђао и да ће при доношењу одлука Народна банка Србије процењивати природу и јачину инфлаторних притисака и да ће, у складу с тим, задржати потребну флексибилност монетарне политике у погледу степена реакције и коришћења инструмената како би обезбедила ценовну стабилност у средњем року, али и наставила да пружа подршку одрживом привредном расту.

Народна банка Србије је у 2023. наставила да заштрава монетарне услове повећањем референтне каматне стопе, али умеренијим темпом него 2022. године. Након јула 2023. висина референтне каматне стопе није мењана, с тим да је Народна банка Србије у септембру одлучила да путем инструмента обавезне резерве повуче део вишка динарске

ликвидности банака и тиме додатно поштри домаће монетарне услове. Ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности, Народна банка Србије је доприносила у знатној мери и одржавањем релативне стабилности курса динара према евр.

У периоду јануар–јул 2023, референтна каматна стопа је повећана за укупно 150 б.п., на 6,5%. Јулско повећање референтне каматне стопе представљало је њено петнаесто повећање у текућем циклусу (почев од априла 2022), закључно с којим је она повећана за укупно 550 б.п. Повећана је и стопа на депозитне олакшице – на 5,25%, као и стопа на кредитне олакшице – на 7,75%. Од почетка 2023. године повећана је и просечна пондерисана репо стопа за 129 б.п. и крајем јула износила је 5,45%.

Повећањем својих каматних стопа у посматраном периоду Народна банка Србије је реаговала на још увек присутне инфлаторне притиске, пре свега из међународног окружења. Извршни одбор је посебно истицао геополитичке тензије и неизвесност у погледу дужине трајања сукоба у Украјини и његове ефекте на кретање светских цена енергената и других примарних производа. Иако су се светске цене нафте и других енергената и примарних производа на светском тржишту смањиле, као и трошкови контејнерског транспорта, а све мање су били изражени и застоји у глобалним ланцима снабдевања, борба централних банака са инфлацијом још увек није била завршена. Наставак умереног заштравања монетарне политике и даље је био потребан с обзиром на то да је инфлација на глобалном нивоу показивала знаке отпорности веће него што се очекивало. У зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, укупна инфлација се постепено смањивала, али је још увек била знатно изнад циља за инфлацију ЕЦБ-а. Посебно је забрињавала дивергенција у кретању укупне и базне инфлације, која је била последица повишених инфлационих очекивања, високих профитних маржи компанија, као и фактора с тржишта рада. Истичући одлучност да инфлацију благовремено врати на циљ, ЕЦБ је од почетка године па до јула 2023. додатно заштрила монетарну политику, за укупно 175 б.п., на 4,25% (а затим још једном у септембру, на 4,5%). Истовремено је и ФЕД наставио да заштрава монетарну политику, подижући



<sup>3</sup> „Службени гласник РС”, бр. 137/2022.

распон референтне каматне стопе последњи пут у јулу на 5,25–5,50%, што је највиши ниво у последње 22 године.

Одлучујући да постепено повећа референтну каматну стопу, Извршни одбор је имао у виду да **заоштравање глобалних финансијских услова** може утицати на мањи прилив капитала у земље у успону. У марту су и неочекивани проблеми у појединим банкама у САД и Европи уздрмали међународна финансијска тржишта. Због забринутости за стабилност финансијског система у развијеном делу света инвеститори су преусмерили средства у најсигурније класе активе и смањили очекивања у погледу повећања каматних стопа ФЕД-а и ЕЦБ-а услед процене да ће водеће централне банке у новонасталим околностима дати предност финансијској стабилности, а не борби против високе инфлације. Ипак, на састанку у марту ЕЦБ је повећала референтну стопу, као што је и најављивано, и истакла да је банкарски сектор зоне евра отпоран и да у многим аспектима бележи боље перформансе него пред економску кризу 2008. године, као и да ће у борби против инфлације користити референтну каматну стопу, а за очување финансијске стабилности макроруденцијалне мере.

Када је у питању Србија, и у неизвесним околностима на међународном тржишту, охрабривао је **висок прилив СДИ, као и успешан излазак Србије на међународно финансијско тржиште емисијама еврообвезница**. Такође, Извршни одбор је истицао чињеницу да је у условима бројних изазова из међународног окружења кредитни рејтинг Србије задржан на корак од инвестиционог, уз оцену рејтинг агенција да Србија има кохерентан оквир економске политике, кредибилну монетарну политику, очуван и умерен ниво јавног дуга, адекватан ниво девизних резерви, као и стабилан банкарски сектор.

Након повећања у јулу 2023, Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе, али је у **септембру донео одлуку да повећа стопе обавезне резерве банака**, и то: а) стопе обавезне резерве на девизну основицу за по 3 п.п., на 23% и 16% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно; б) стопе обавезне резерве на динарску основицу за по 2 п.п., на 7% и 2% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно. Истовремено, повећани су проценти динарског издвајања девизне обавезне резерве за по 8 п.п., на 46% и 38% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године, респективно.

Наведене измене обавезне резерве имале су за циљ да се у амбијенту високог вишка динарске ликвидности у банкарском сектору подржи дотадашње пооштравање монетарних услова и допринесе враћању инфлације у границе циља.

**Одлуку Извршног одбора о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу од јула 2023.** определило је даље смањење глобалних инфлаторних притисака, као и успостављена опадајућа путања домаће инфлације и њен очекивани повратак у границе циља средином 2024. године. Приликом доношења одлуке уважена је и чињеница да су у претходном периоду повећане референтна каматна стопа и стопе обавезне резерве и да је потребно да се сагледају пуни ефекти претходно донетих мера. Пооштравање монетарне политике преносило се на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, што је допринело паду инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред, указујући на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

**Путања мг. инфлације у Србији била је опадајућа од априла 2023. године**, при чему је њено опадање било и нешто веће од очекиваног. До краја године инфлација је спуштена на готово двоструко нижи ниво него што је била годину дана раније и износила је 7,6% мг. у децембру, првенствено као резултат мера монетарне политике, попуштања глобалних трошковних притисака и смањења увозне инфлације, добре пољопривредне сезоне и смањења инфлационих очекивања. Базна инфлација (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, током целе 2023. године кретала се на нижем нивоу од укупне и крајем године је износила 6,5%.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да се настављају попуштање трошковних притисака и смањење инфлације на глобалном нивоу, који су у претходном периоду највише доприносили расту домаће инфлације. Упркос и даље присутним геополитичким ризицима, процењивало се да се светска привреда приближава постизању ценовне стабилности, као резултат примене рестриктивних политика већине централних банака. **У зони евра** је настављено смањење укупне инфлације, с тим да је она очекивано била повећана у децембру (на 2,9% мг.), први пут од априла 2023, у условима ниске базе код цена енергената. Наставак успоравања инфлације у зони евра предвиђао се у 2024, на 2,7% у просеку, а затим на 2,1% у 2025. **ЕЦБ** је истицала да су инфлаторни

притисци у зони евра и даље повишени, али да ће се постепено смањивати, јер ће се са успоравањем инфлације смањивати и притисци на раст зарада. Од септембра ЕЦБ није мењала висину својих каматних стопа, које се налазе на највишем нивоу од увођења евра 1999. године и које су се снажно пренеле на финансијске услове, што је ослабило динамику кредитне и тиме економске активности у зони евра, посебно у последњем тромесечју 2023. године.

Референтне каматне стопе и већине других централних банака достигле су у 2023. години врхунац у текућем циклусу заштравања монетарних политика. Крајем године отворило се питање када ће каматне стопе водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а, почети да падају и којим темпом. Очекује се да током 2024. водеће централне банке, као и централне банке већине земаља, започну с попуштањем монетарне политике, а када ће се то догодити, зависиће и од специфичних околности сваке земље. Ипак, ЕЦБ и ФЕД, као и ММФ, истичу да монетарно ублажавање не треба да буде преурањено како се не би обновили инфлаторни притисци.

Међу изазовима из међународног окружења који упућују на опрезност, Извршни одбор је истицао геополитичке сукобе и с тим повезан ризик раста светске цене нафте и других примарних производа. Цене већине примарних производа на светском тржишту смањене су током 2023. године, али су се и даље налазиле изнад нивоа пре пандемије за више од 40%. Посебно волатилне су биле светске цене нафте. Након раста у септембру и октобру 2023. због одлуке земаља *ОПЕС+* да продуже ограничење понуде до краја 2023, као и због забринутости за понуду нафте услед сукоба у региону Блиског истока, цена нафте је смањена пре свега услед пада тражње из развијених земаља. Светска цена гаса такође је смањена, а нижа је била и светска цена електричне енергије. Ипак, неизвесност у погледу кретања цена енергената и даље је била изражена, посебно због могућности ескалације сукоба на Блиском истоку. Такође, на светске цене енергената и већине других примарних производа у великој мери утичу и економске перформансе Кине, због чега су изгледи у погледу раста Кине један од важних фактора кретања инфлације.

Када је реч о домаћим факторима, Извршни одбор је имао у виду да је **настављено снижавање инфлационих очекивања** финансијског сектора и привреде, што доприноси нижој инфлацији и већој реалној каматној стопи, тј. рестриктивнијим монетарним условима и без промене висине референтне

каматне стопе. Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи, Извршни одбор је водио рачуна и о томе да заштравање монетарне политике **не угрози континуитет привредног раста**. **Кредитна активност** је очекивано успорила, на шта се, поред поштрених финансијских услова на европском и домаћем тржишту и мање тражње за кредитима по том основу, одразило и доспеће кредита привреди одобрених из гарантне шеме. Код кредита становништву од септембра је привремени утицај на смањење стања кредита потицао и од рачуноводственог третмана потраживања по основу стамбених кредита услед доношења одлуке о ограничавању каматних стопа на ове кредитне. Ипак, **домаћу тражњу наставили су да подстичу пре свега очувано тржиште рада и приливи по основу СДИ**, што се позитивно одразило на економску активност.

И поред наставка раста запослености и реалног раста зарада од 2,4% у 2023. години, **потрошња домаћинства није имала знатније инфлаторне ефекте**. Уз то, и поред раста издатака за плате у јавном сектору, пензија и једнократних фискалних давања крајем године, у 2023. је остварен нижи дефицит опште државе од очекиваног, који је износио 2,2% БДП-а, тако да је фискални импулс био мањи од очекиваног. Укупно посматрано, **раст БДП-а у 2023. години износио је 2,5% и у потпуности је био у складу с пројекцијом Народне банке Србије**. Раст су водили нето извоз, захваљујући расту извоза робе и услуга и паду увоза, као и инвестиције у основна средства. У наредном периоду позитиван ефекат на раст економске активности требало би да има и попуштање инфлаторних притисака на међународном и домаћем тржишту, на које указује смањење произвођачких и увозних цена.

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 одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од брзине успоравања инфлације. Приоритет Народне банке Србије и даље ће бити обезбеђење ценовне стабилности у средњем року, али ће водити рачуна и о свом другом циљу – очувању и јачању постигнуте финансијске стабилности. У мери у којој претходна два циља нису доведена у питање, пружаће подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

## 2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте **референтна каматна стопа**, тј. **каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**.<sup>4</sup> Улога референтне каматне стопе подржана је **коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице, и другим операцијама на отвореном тржишту**. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања, пре свега **обавезну резерву и операције на девизном тржишту**.

### Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током 2023. године биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

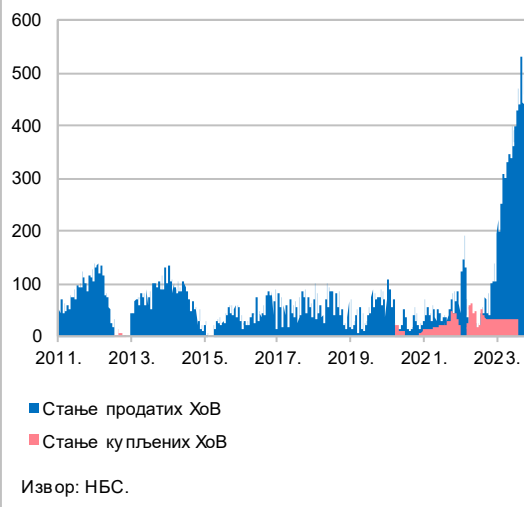
Репо трансакције Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје, у 2023. години емитована је једна серија благајничких записа у укупној номиналној вредности од 1.000 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа у већем обиму него што је то био случај у претходним годинама (500 млрд динара) резултат је потребе да се обезбеди довољан обим тржишног материјала за несметано обављање репо трансакција, у амбијенту повећаних вишкова динарске ликвидности у банкарском систему. Повећању динарских вишкова у највећој мери су допринеле интервенције Народне банке Србије нето куповином девиза на међубанкарском девизном тржишту услед апрецијацијских притисака на динар.

Током 2023. године организоване су 52 аукције репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Остварени обим продаје ХоВ у 2023. (19.252,9 млрд динара) био је знатно већи него у 2022. години (2.951,5 млрд динара), услед раста вишкова динарске ликвидности.

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током 2023. износило је 367,9 млрд динара, што представља знатно повећање у поређењу са 2022. годином (56,3 млрд динара).

<sup>4</sup> Референтна каматна стопа представља максимални, односно највиши ниво каматне стопе по којем може бити реализована трансакција репо продаје ХоВ.

Графикон II.2.1. Стање репо продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије (у млрд RSD)



Посматрано у односу на крај 2022, стање репо продатих ХоВ повећано је преко три и по пута (за 295,0 млрд динара) и крајем 2023. године износило је 405,0 млрд динара.

### Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у 2023. години наставиле да преконоћно депонују средства код Народне банке Србије (депозитне олакшице). Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2023. износило је 131,2 млрд динара, што је за 63,5 млрд динара више него 2022. године. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у мају (173,9 млрд динара), а минимално у октобру (89,8 млрд динара).

Банке су у 2023. користиле кредите за одржавање дневне ликвидности на основу залог ХоВ (кредитне олакшице) као дневни кредит у укупном износу од 32,4 млрд динара (две банке), док преконоћни кредит није користила ниједна банка.

### Обавезна резерва

Уважавајући текуће монетарне услове у банкарском сектору и кретање инфлације изнад горње границе циља, Извршни одбор Народне банке Србије је у септембру 2023. повећао стопе обавезне резерве, и то: стопе динарске обавезне резерве повећане су за по 2 п.п. (са 5% на 7% за обавезе са уговореном рочношћу до две године и са 0% на 2% за обавезе са уговореном рочношћу преко две године), а стопе девизне обавезне резерве за по 3 п.п. (са 20% на 23% и са 13% на 16%). Такође, повећани су проценти динарског



издвајања девизне обавезне резерве за по 8 п.п. (са 38% на 46% и са 30% на 38%).

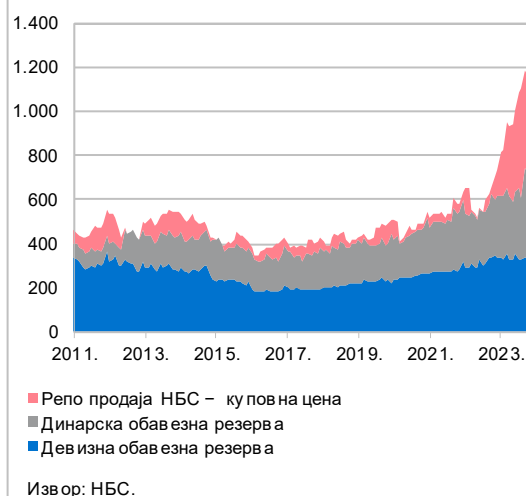
Повећање обавезне резерве имало је за циљ да се подржи претходно поштравање монетарних услова путем подизања основних каматних стопа Народне банке Србије, као и да се на тај начин утиче на повећање ефикасности трансмисионог механизма монетарне политике и допринесе враћању инфлације у границе циља. Поред тога, ова мера је имала за циљ да повуче део вишкова динарске ликвидности из банкарског система и утиче на побољшање функционисања међубанкарског новчаног тржишта, на којем су промети били знатније смањени у амбијенту високих вишкова динарске ликвидности.

Реализацијом ове мере повучена је динарска ликвидност у износу од око 114 млрд динара, уз готово неутралан ефекат на девизну ликвидност (повлачење око 25 млн евра). Такође, подстакнут је раст промета на међубанкарском новчаном тржишту, што доприноси ефикаснијем функционисању трансмисионог механизма монетарне политике и повећању репрезентативности реперних каматних стопа на том тржишту. Након ступања на снагу ове мере 18. септембра 2023, закључно с крајем 2023. године, просечан дневни промет на преконоћном међубанкарском новчаном тржишту повећан је у поређењу с претходним делом 2023. године (на 4,0 млрд динара, са 1,4 млрд динара).

Девизна обавезна резерва (која укључује и динарско и девизно издвајање, збирно рачунато) повећана је у 2023. за 770,1 млн евра, тако да је крајем године износила 5.222,1 млн евра. Повећање девизне обавезне резерве у том периоду у највећој мери је било резултат поменутог повећања стопа девизне обавезне резерве, а у мањој мери и пораста девизних обавеза банака које чине основицу за обрачун обавезне резерве. Ове обавезе су током 2023. повећане за 0,4 млрд евра, при чему су расту готово равномерно допринеле обавезе с рочношћу до две године и обавезе дужих рочности. Ако се пође од структуре девизне основице, повећана је девизна штедња (0,6 млрд евра), као и девизни депозити привреде (0,4 млрд евра), док су девизне иностране обавезе смањене (0,6 млрд евра).

С обзиром на то да су паралелно с повећањем стопа девизне обавезне резерве повећани и проценти њеног издвајања у динарима, ефекат наведених мера на део обавезне резерве који се издваја у девизама је скроман, тако да је и део обавезне резерве који се издваја у девизама на нивоу 2023. умерено порастао (за 70,1 млн евра) и крајем године је износио 2.862,6 млн евра.

Графикон II.2.2. Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике (у млрд RSD)



Обавезна резерва која се издваја у динарима знатно је повећана у 2023. години – за 136,9 млрд динара (50,2%), на 409,5 млрд динара крајем године. Раст обавезе издвајања обавезне резерве у динарима највећим делом одражава ефекат повећања стопа обавезне резерве (повећања стопа динарске обавезне резерве, као и стопа девизне обавезне резерве и процената њеног издвајања у динарима) – нето ефекат износи 114 млрд динара. Расту обавезне резерве допринело је и повећање динарских обавеза банака које чине основицу за обрачун обавезне резерве (за 336,5 млрд динара), у оквиру којих су повећане све категорије динарских обавеза, а највише динарски депозити привреде и становништва.

Осим измена стопа обавезне резерве, Народна банка Србије је у септембру 2023. укинула ограничење које се односило на вишак издвојене девизне обавезне резерве изнад обрачунате, уведено 2014. године, у амбијенту негативних каматних стопа у зони евра. Имајући у виду да каматне стопе ЕЦБ нису више негативне, као и то да су у протеклом периоду томе прилагођене и каматне стопе на финансијске инструменте у еврима, Извршни одбор Народне банке Србије оценио је да су се стекли услови за укидање овог ограничења.

### Каматне стопе

У условима одрживијих инфлаторних притисака у глобалном и у домаћем окружењу, Извршни одбор Народне банке Србије од почетка 2023. године наставио је да заоштрава монетарне услове повећањем референтне каматне стопе, што је представљало наставак циклуса започетог у априлу 2022. године.

Закључно с јулом 2023. године, **референтна каматна стопа је повећана укупно за 150 б.п., на ниво од 6,50%**. Истовремено, коридор каматних стопа Народне банке Србије у марту је проширен са  $\pm 1,0$  на  $\pm 1,25$  п.п. у односу на референтну стопу. Од априла 2022. године референтна стопа је повећана укупно за 550 б.п., док је коридор каматних стопа проширен за укупно 0,35 п.п., чиме су стопе на депозитне и кредитне олакшице повећане на ниво од 5,25% и 7,75%, респективно.

Континуирано смањење глобалних инфлаторних притисака у П2 2023. године, јасна опадајућа путања домаће инфлације почев од Т2 2023. године, као и очекивање Народне банке Србије да ће се инфлација вратити у границе циља средином 2024. године, утицали су на то да Извршни одбор Народне банке Србије **од августа 2023. године задржи ниво референтне стопе на непромењеном нивоу.**

Наведене одлуке о референтној стопи одређивале су и динамику промене просечне пондерисане репо стопе, чији раст је настављен и током 2023. године. Просечна пондерисана репо стопа је у 2023. години закључно с јулом повећана за 129 б.п., на 5,45%, након чега је до краја 2023. године њено повећање настављено, али умеренијом динамиком, за додатних 11 б.п., на ниво од 5,56% (колико је износила крајем године).

Каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату банкама на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве у 2023. години остала је непромењена на нивоу од 0,75%.



## Операције на девизном тржишту

У складу с *Програмом монетарне политике у 2023. години*, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност спровођења интервенција на девизном тржишту ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према евр, као и ради очувања стабилности цена и финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

Динар је током 2023. године номинално ојачао према евр за 0,1%. Услед снажних апрецијацијских притисака на динар, Народна банка Србије је током 2023. године на МДТ-у нето купила 3.940 млн евра, што представља рекордно висок износ куповине девиза.

Апрецијацијски притисци су били резултат прилива девиза по основу рекордно високих СДИ, извоза, туризма, дознака и др. Као резултат тих кретања, резиденти су први пут били нето продавци девиза на нивоу године, а томе је допринела и смањена тражња за девизама домаћих компанија – увозника енергената у поређењу с претходном годином. Преовлађујућим апрецијацијским притисцима током 2023. године допринели су и други фактори на страни понуде девиза, пре свега изузетно висок износ нето откупа ефективног страног новца банака од овлашћених мењача и физичких лица, али и продужење девизне позиције банака по основу коришћења страних (нерезидентних) платних картица и, у мањој мери, раст нето индексираних имовине банака, која је у Т4 забележила смањење. Притисци на страни понуде девиза били су најснажнији у априлу, јулу и септембру, када је Народна банка Србије у активностима на МДТ-у нето купила 600 млн евра, 595 млн евра и 615 млн евра, респективно. У јануару и новембру, јединим месецима када су преовлађивали депрецијацијски притисци, пре свега услед сезонски појачане тражње увозника енергената за девизама, као и нешто више тражње за девизама нерезидентата, Народна банка Србије је нето продала 225 млн евра и 60 млн евра, респективно.

## Девизни своп

Народна банка Србије је током 2023. године наставила да пружа могућност банкама да закључују билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза (евра) са Народном банком Србије. Билатералним своп трансакцијама Народна банка Србије настоји не само да пружи подршку банкама у управљању ликвидношћу у смислу превазилажења проблема недовољних лимита за закључивање међубанкарских трансакција већ и

флексибилност у погледу тренутка закључивања трансакција и њихове рочности.

У билатералним своп трансакцијама Народне банке Србије, током 2023. године реализовано је укупно 1.126 млн евра (тј. своп куповина и своп продаја по 563 млн евра).

### 3. Остварење циљане инфлације у 2023.

**Инфлација у Србији** је у марту 2023. достигла врхунац, након чега се **од априла нашла на стабилној опадајућој путањи**, доминантно захваљујући испољавању ефеката заштравања монетарних услова и слабљења глобалних трошковних притисака по основу снижених светских цена енергије и хране. Према подацима РЗС-а, просечна инфлација у 2023. години износила је 12,1%, а просечна базна инфлација 9,1%, при чему је базна инфлација током целе године била нижа од укупне инфлације, подржана поштравањем монетарне политике Народне банке Србије и падом увозних и произвођачких цена.

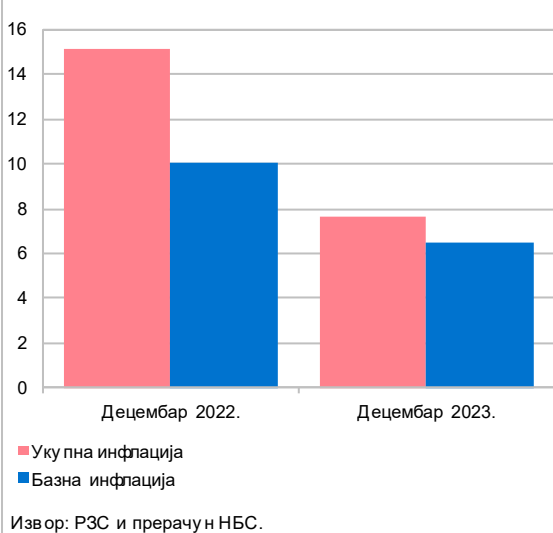
Мг. посматрано, инфлација је с нивоа од 16,2% у марту најпре спуштена на 15,1% у априлу, да би у децембру 2023. износила 7,6%, што је готово двоструко нижи ниво него на крају 2022. Том паду у највећој мери је допринело успоравање раста цена хране, прерађене и непрерађене. И мг. базна инфлација, на коју монетарна политика највише делује, од априла се нашла на силазној путањи и током П2 је бележила једноцифрене нивое, да би на крају 2023. износила 6,5%. Таква мг. динамика инфлације била је у складу с нашим пројекцијама које смо објављивали у тромесечним извештајима о инфлацији за 2023. годину.

Посматрано по основним компонентама ИПЦ-а, цене хране и енергије определиле су више од половине остварене мг. инфлације на крају 2023. Цене на нивоу групе **хране и безалкохолних пића** повећане су за 8,4% мг. у децембру 2023, уз допринос инфлацији од 2,7 п.п. Нешто већи допринос мг. инфлацији потекао је од цена прерађене (1,6 п.п.) него од цена непрерађене хране (1,1 п.п.), при чему је њихов збирни допринос мг. инфлацији у децембру био за 5,4 п.п. нижи него у марту, када је достигнут врхунац инфлације. На успоравање мг. раста цена хране до краја 2023. утицали су висока база из истог периода 2022. и попуштање трошковних притисака у производњи и транспорту хране због пада светских цена примарних пољопривредних производа и сировина које се користе у преради хране и пића, а током Т3 и добра домаћа пољопривредна сезона.

Током највећег дела 2023. **цене енергије** на домаћем тржишту успоравале су мг. раст, који је у децембру износио 8,7%, уз допринос инфлацији од 1,3 п.п. Раст цена енергије готово у целости се дугује корекцијама регулисаних цена електричне енергије и гаса у јануару, мају и новембру. Насупрот томе, цене нафтних деривата су, пратећи динамику светске цене нафте, на крају 2023. биле скоро непромењене у односу на крај 2022, уз неутралан допринос мг. инфлацији, док су цене чврстих горива, мг. посматрано, смањене у децембру услед пада цена дрва за огрев.

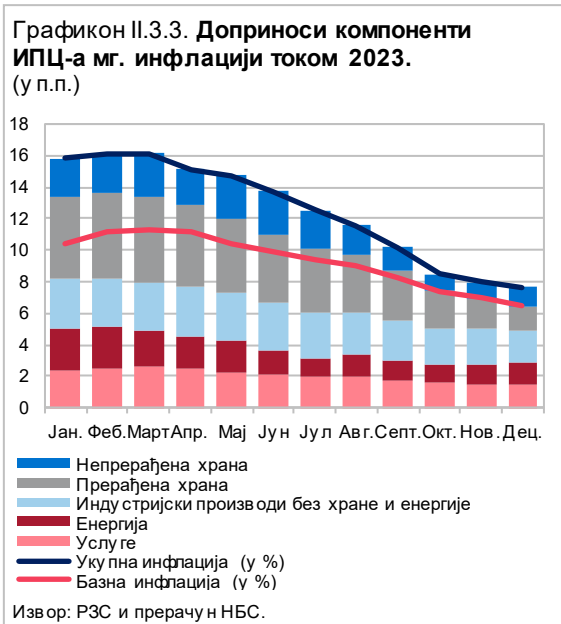
Под утицајем снижених цена енергије и индустријских сировина које се користе у њиховој производњи, **цене индустријских производа без хране и енергије** такође су успоравале мг. раст током 2023, који је у децембру износио 7,4%, уз допринос инфлацији

Графикон II.3.1. Мг. инфлација на крају 2022. и 2023. (у %)



Графикон II.3.2. Укупна и базна инфлација (мг. стопе, у %)





од 2,1 п.п. Унутар ове групе, највећи допринос децембарској мг. инфлацији потекао је од виших цена одеће и обуће, намештаја и опреме за домаћинства, цигарета, алкохолних пића и фармацеутских производа.

**Цене услуга** су у децембру порасле за 6,1% мг., уз допринос инфлацији од 1,5 п.п. Од тога, највећи део доприноси се вишим ценама угоститељских услуга, кабловске претплате и интернета, медицинских и комуналних услуга. Негативан допринос је потекао од нижих цена услуга градског превоза, пре свега у Београду.

**Регулисане цене**, о којима одлучује Влада Републике Србије, на крају 2023. биле су за 10,9% више него годину дана раније, као последица већ поменутих корекција цена гаса, електричне енергије и цигарета, као и поскупљења комуналних услуга.

### III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

#### 1. Међународно окружење

##### Економска активност и инфлација

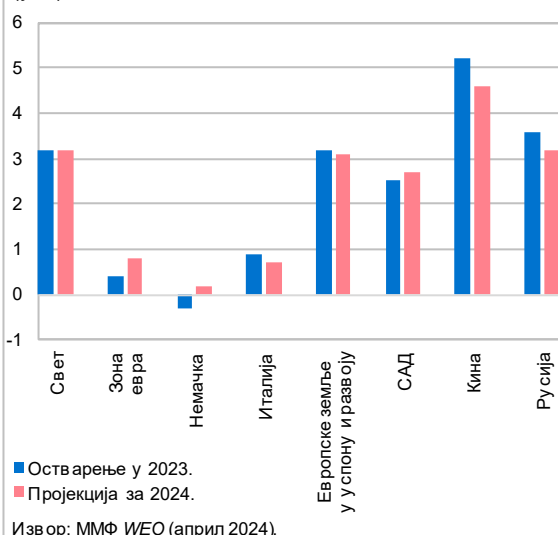
После започетог опоравка светске привреде почетком 2023, темпо раста је успорио под утицајем пролонгираних последица пандемије, украјинске кризе и повишених геополитичких тензија. У истом смеру су деловали и ефекти поштравања монетарних услова ради смањења инфлације, повлачење фискалне подршке услед високог дуга и екстремне климатске промене. Током П2 2023. привреде САД и неколико великих земаља у успону и развоју, пре свега Кина и Русија, оствариле су боље перформансе од првобитно очекиваних, нарочито захваљујући повећању државне и приватне потрошње, која је подржана растом реалних доходака, као и акумулираном штедњом током пандемије. Током 2023. дошло је и до опоравка на страни понуде, о чему сведоче повећана стопа партиципације радне снаге и решавање преосталих проблема у ланцима снабдевања, уз скраћење рокова испоруке. Ипак, глобални привредни раст од 3,2% у 2023. остао је испод нивоа из 2022. (3,5%) и претпаднемијског тренда, при чему је био неуједначен по земљама и економским регионима. За 2024. ММФ је у априлу ове године пројектовао раст светске привреде од 3,2%.

**Привреда зоне евра** је у 2023. знатно успорила раст на 0,4% (са 3,4% у 2022) услед још увек повишених цена и трошкова задуживања, као и

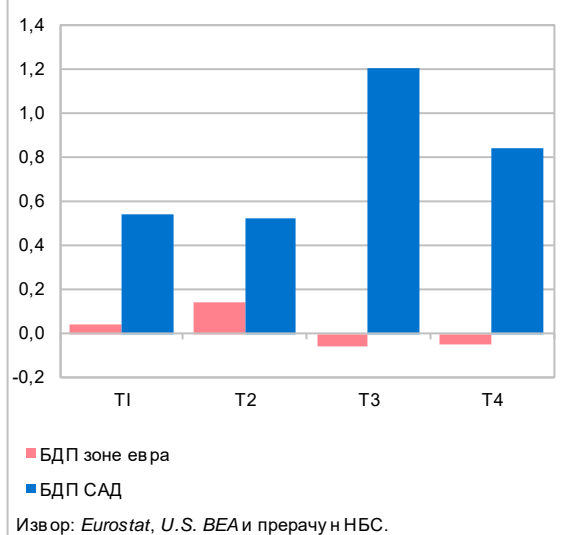
повећане изложености економским последицама украјинске кризе. Позитиван допринос расту БДП-а на нивоу 2023. потекао је од потрошње, инвестиција у основна средства и нето извоза. Након солидног раста у П1, БДП зоне евра је у П2 смањен, првенствено због пада залиха робе. Секторски посматрано, активност у индустрији се и током 2023. налазила у области контракције, док је активност у услугама, иако успорена, и даље позитивно доприносила укупној економској активности. Стопа незапослености у зони евра на крају 2023. нашла се око рекордно ниског нивоа (6,5%), док су стопе активности и запослености благо повећане. Ипак, европске компаније су током П2 смањиле тражњу за радном снагом и број новоотворених радних места, што указује на мање затегнуте услове на тржишту рада.

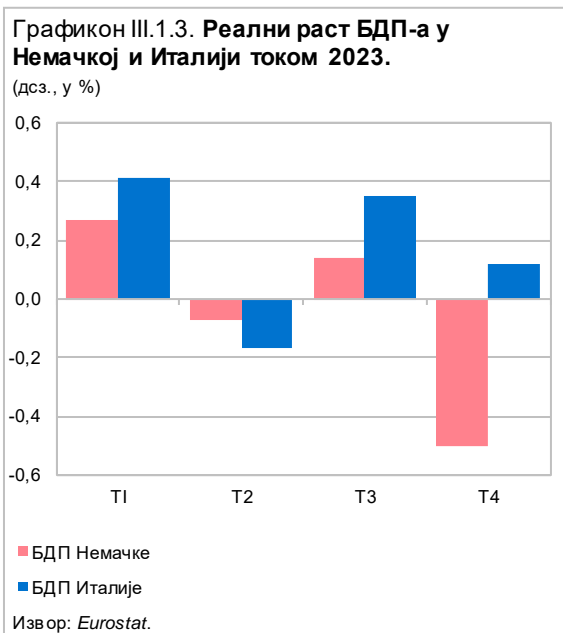
**Привреде Немачке и Италије**, које су наши најважнији спољнотрговински партнери унутар зоне евра, бележиле су дивергентна кретања током 2023, у којој је БДП Немачке смањен за 0,3%, док је БДП Италије повећан за 0,9%. У Немачкој, позитиван допринос привредном расту по основу опоравка нето извоза неутрализован је падом укупне потрошње, а у мањој мери и укупних инвестиција. У Италији, раст БДП-а скоро у целости се дугује повећању инвестиција у основна средства и укупне потрошње, а у мањој мери и опоравку нето извоза, на супрот чега је деловао пад залиха робе. За 2024. ММФ пројектује раст привреде Немачке од 0,2% и Италије од 0,7% (ММФ *WEO* април 2024).

Графикон III.1.1. Реални раст БДП-а у 2023. и пројекције за 2024. (у %)



Графикон III.1.2. Реални раст БДП-а у зони евра и САД током 2023. (дсз., у %)





Захваљујући снажној потрошачкој тражњи, коју су пратили побољшани услови снабдевања, **привредни раст у САД** од 2,6% у 2023. премашио је ниво из 2022. (1,9%), али и процене међународних финансијских институција, доминантно због бољих перформанси током П2 од првобитно очекиваних. При томе, готово све компоненте БДП-а позитивно су допринеле привредном расту оствареном на нивоу 2023, првенствено потрошња домаћинства, насупротив чега је деловао једино пад залиха робе. Посматрано по секторима, раст БДП-а је водила активност сектора услуга, пре свих ИКТ-а, а од средине године и раст активности у секторима прерађивачке индустрије и грађевинарства. Иако су услови на тржишту рада и даље затегнути, ФЕД је оценио да се понуда и тражња за радном снагом постепено усклађују, с обзиром на то да је раст номиналних зарада успорио, а број новоотворених радних места опао. Стопа незапослености се током 2023. кретала око историјског минимума (3,6% у просеку), док су стопе партиципације и запослености благо повећане. ФЕД је у марту ове године пројектовао успоравање привредног раста САД на 2,1% у 2024. години.

На нивоу **региона средње и југоисточне Европе**<sup>5</sup> укупни БДП је смањен у П1, након чега је током П2 уследио опоравак, који је био вођен растом домаће тражње. Ипак, раст БДП-а на нивоу региона од 0,6% у 2023. био је знатно нижи него у 2022. (4,4%), услед још увек повишених трошкова живота упркос опадању инфлације, заострених финансијских услова, као и слабијег извоза прерађивачке индустрије на тржишта земаља зоне евра. При томе, динамика

<sup>5</sup> У регион су сврстане: Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.



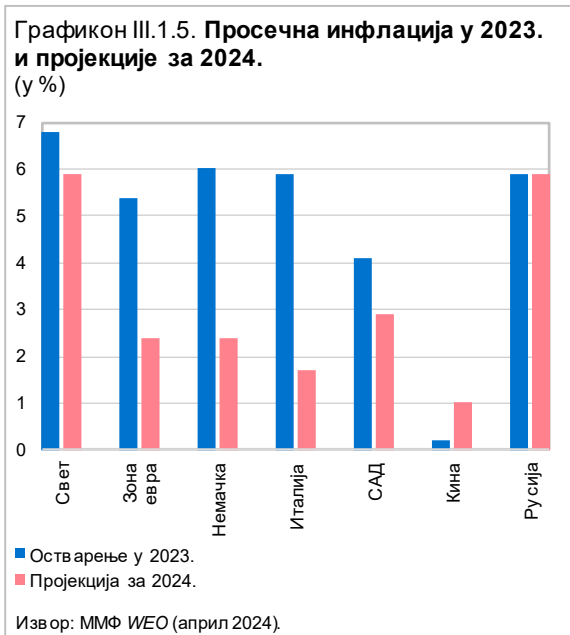
и структура привредног раста по земљама региона била је неуједначена у 2023. години – БДП је повећан у Хрватској, Румунији, Бугарској, Словенији и Словачкој, у Пољској је био незнатно виши, док је у Мађарској и Чешкој смањен.

**Привреда Кине** је у 2023. порасла за 5,2% (након 3,0% у 2022), што се у знатној мери дугује бројним фискалним подстицајима, уз испољавање ефекта ниске базе из претходне године, насупротив чега су деловали криза у сектору некретнина и смањена лична потрошња.

**Привреда Русије** је у 2023. порасла за 3,6% (после пада од 2,1% у 2022), првенствено због знатних државних улагања у сектор одбране и повећане личне потрошње, подржане растом номиналних зарада. За 2024. ММФ је у априлу пројектовао раст БДП-а Кине и Русије од 4,6% и 3,2%, респективно.

У односу на рекордне нивое из 2022, инфлација је у већини економских региона током 2023. опадала брже од очекивања, чему су допринели решавање застоја у снабдевању и вођење рестриктивних монетарних политика централних банака, као и знатно ниже светске цене енергије и хране. Насупрот слабљењу ценовних притисака у производном сектору због смањене тражње, инфлација у сектору услуга показала се перзистентнијом, доминантно под утицајем увећаних профитних маржи компанија и још увек затегнутих услова на тржиштима рада. Због тога је базна инфлација спорије опадала од укупне инфлације, која је на глобалном нивоу процењена на 6,8%. За 2024. ММФ је у априлу ове године пројектовао успоравање глобалне инфлације на 5,9%.

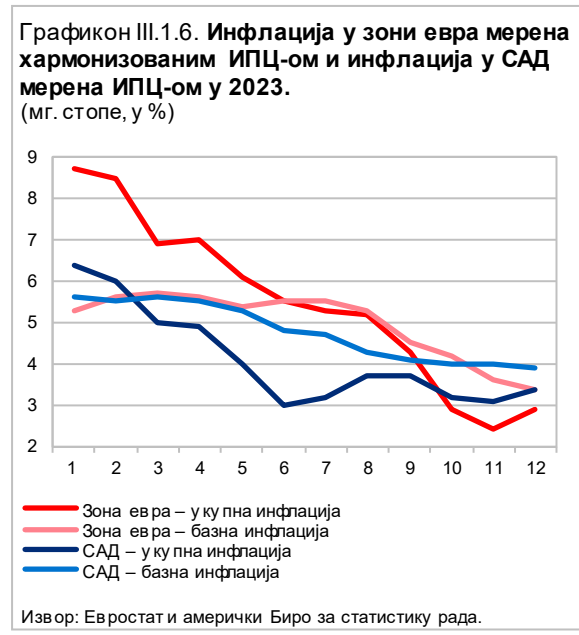




**Инфлација у зони евра** углавном се кретала силазном путањом током 2023. и у децембру је спуштена на 2,9% мг., доминантно због пада цена енергије, код којих се испољио и ефекат високе базе из претходне године, као и споријег раста цена прехранбених производа. Током 2023. успоравао је и мг. раст цена индустријских производа (без енергије и хране), а у мањој мери и мг. раст цена услуга, тако да је **базна инфлација у зони евра** опадала споријим темпом од укупне инфлације и на крају године је износила 3,4% мг. Просечна инфлација у зони евра је у 2023. успорила на 5,4% (са 8,4% у 2022), док је за 2024. ЕЦБ у марту пројектовала значајно нижу стопу инфлације од 2,3%.

Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој и Италији** претежно је успоравала мг. раст током 2023, највише по основу смањења цена енергије. Инфлација у Немачкој је у децембру привремено порасла на 3,8% мг., због деловања изузетно ниске базе код цена енергије након уведених субвенција крајем 2022, док је инфлација у Италији снижена на свега 0,5% мг. у децембру због убрзаног пада цена енергената. У односу на 2022, када је у обе земље просечна инфлација износила по 8,7%, на нивоу 2023. просечна инфлација у Немачкој успорила је на 6,0%, а у Италији на 5,9%.

**Укупна инфлација у САД** кретала се опадајућом путањом током П1 2023, спутивши се на 3,0% мг. у јуну, чему су допринеле све компоненте ИПЦ-а, а пре свега пад цена енергије, код којих се испољио и ефекат високе базе. Међутим, у П2 2023. инфлација је била на вишем нивоу и у децембру је износила 3,4% мг., при чему се код цена енергије на крају 2023. испољио ефекат ниске прошлогодишње базе.



Током 2023. регистровано је успоравање прехранбене инфлације, као и спорији мг. раст цена услуга и индустријских производа, што је утицало на успоравање **базне инфлације у САД** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране и енергије), која је у децембру износила 3,9% мг. Сличну мг. динамику током 2023. бележили су и индекси издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије), које ФЕД такође посматра као мере инфлације у САД и које је за 2024. у марту пројектовао на нивоу од 2,4% и 2,6%, респективно.

У свим земљама **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму инфлационог циљања, инфлација је током 2023. успоравала на мг. нивоу. На то је током П1 највише утицао пад цена нафтних деривата и других енергената, код којих је деловала и висока база, док је током П2



успорила и прехранбена инфлација, код које се такође испољио ефекат високе прошлогодишње базе. На крају 2023. мг. инфлација је у Пољској спуштена на 5,5%, у Мађарској на 6,2%, у Румунији на 6,9%, а у Чешкој на 6,9%. Опадајућа путања мг. инфлације током 2023. забележена је и у земљама региона **Западнoг Балкана** – Босни и Херцеговини, Северној Македонији, Албанији и Црној Гори. Иако је у децембру благо порасла, јер се код цена енергије испољила ниска база из истог периода претходне године, мг. инфлација је у свим земљама региона на крају 2023. била на нижем нивоу него у ранијим тромесечјима.

## Монетарна политика

У 2023. ЕЦБ је додатно повећала основне каматне стопе за по 50 б.п. на састанцима у фебруару и марту, а за по 25 б.п. у мају, јуну, јулу и септембру. Тиме је референтна каматна стопа достигла 4,50%, а стопе на кредитне и депозитне олакшице 4,75% и 4,00%, респективно. Од јула 2022, када је ЕЦБ започела циклус заштравања монетарне политике, референтна каматна стопа повећана је десет пута, укупно за 450 б.п. Истовремено, ЕЦБ је наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком. Као што је и најавила, у марту је започела са смањењем биланса стања за по 15 млрд евра месечно, престанком реинвестирања дела главнице доспелих ХоВ купљених у оквиру **програма APP**. Такав темпо смањења активе настављен је до јула, када је потпуно обустављено реинвестирање доспелих ХоВ које су купљене у оквиру овог програма. Када је реч о хитном програму куповине ХоВ због пандемије, **програму PEPP**, главница доспелих хартија реинвестираће се најмање до краја 2024. године, уз постепено затварање портфолија, како би се избегао неповољан утицај на монетарне услове. Поред тога, редовно се прати утицај на монетарне услове враћања средстава банкама позајмљених у оквиру **операција рефинансирања дугорочних кредита (TLTRO)**.

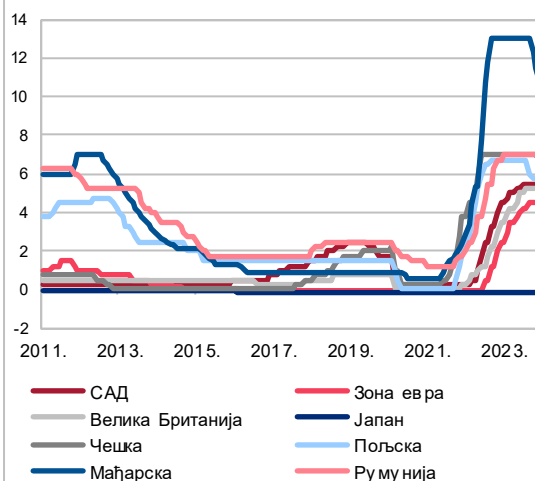
Септембарско повећање основних каматних стопа ЕЦБ-а вероватно је последње повећање у текућем циклусу монетарне рестриктивности. Доносећи такву одлуку, ЕЦБ је истакла да је тим повећањем достигнут ниво који обезбеђује рестриктивне монетарне услове који ће водити паду инфлације и повратку на циљ од 2% у средњем року. Додала је и да стопа укупне инфлације наставља да успорава раст, али се и даље очекује да ће остати на високом нивоу у дужем периоду, због чега монетарни услови треба да остану рестриктивни. Управни одбор ЕЦБ-а у септембру је био подељен у погледу одлуке да ли да се настави или паузира актуелни

циклус поштравања монетарне политике због даљег слабљења економске активности. Ипак, одлука о паузирању донета је у октобру. Такође, не мењајући висину својих каматних стопа ни у децембру, ЕЦБ је истакла да је инфлација у зони евра битно успорена и да ће њен вероватан раст у зимским месецима бити привремен. Ипак, процењивало се да притисци на раст цена у зони евра и даље постоје, првенствено због снажног раста трошкова рада. То је и основни разлог који је председница ЕЦБ-а навела као образложење због чега на децембарском састанку није било дискусије о смањењу каматних стопа и што се још увек не може прогласити победа над инфлацијом. Истакнуто је да ће ЕЦБ вероватно тек на касно пролеће 2024. имати довољно информација да процени да ли се смањују притисци с тржишта рада и да ли би се евентуално могло почети са смањењем каматних стопа.

И **ФЕД** је наставио да повећава распон каматне стопе у 2023, за по 25 б.п. у фебруару, марту, мају и јулу. Тиме је референтна стопа од марта 2022. узастопно повећана једанаест пута, за укупно 525 б.п., на распон 5,25–5,50% у јулу. Иако је на мартовском састанку разматрана могућност паузирања циклуса поштравања монетарних услова услед поремећаја у банкарском сектору, донета је одлука о повећању каматне стопе. Наставак заштравања монетарне политике тада, као и у мају, ФЕД је образложио даљим јачањем показатеља тржишта рада због којих инфлација остаје повишена. Пауза је наступила у јуну, када распон каматне стопе није промењен. У јулу је ова стопа ипак повећана на распон 5,25–5,5%. При томе, председник ФЕД-а је навео да ће додатна повећања можда бити потребна, али да ФЕД има простора да направи

Графикон III.1.8. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.



паузу у циклусу повећања и сачека додатне податке и ефекте до сада предузетих мера. На састанцима који су уследили до краја године ФЕД није мењао распон каматне стопе. Наводио је да ће инфлација бити знатно ублажена у 2024, иако ће и даље бити на повишеном нивоу све док не буде достигнут циљани ниво инфлације 2026. године. Према децембарској пројекцији ФЕД-а, у 2024. очекују се три смањења референтне стопе у износу од по 0,25 п.п., тако да би референтна стопа требало да достигне ниво од 4,6% (средина интервала 4,5–4,75%) на крају 2024. На конференцији за новинаре након завршетка децембарског састанка, председник ФЕД-а изјавио је да је циклус подизања референтне стопе највероватније завршен. Он је додао да инфлација успорава брже него што је очекивано и да се намеће питање које време ће бити прикладно да се започне са смањењем рестриктивности монетарне политике, о чему се и дискутовало на последњем састанку о монетарној политици у 2023. години.

**Банка Енглеске** је наставила с повећањима референтне каматне стопе у периоду јануар–август 2023, за укупно 175 б.п., на 5,25%, и на том нивоу је стопу задржала до краја године. И централна банка **Швајцарске** додатно је повећала референтну каматну стопу у марту за 50 б.п. и у јуну за додатних 25 б.п., на 1,75%, а затим њену висину није мењала до краја године, у складу са смањењем инфлаторних притисака.

Прву половину 2023. године обележиле су и турбуленције на финансијским тржиштима, које су почеле у марту услед проблема у појединим банкама у САД и Европи. Како би се смањила тензија, пет водећих централних банака (ФЕД, ЕЦБ, Банка Канаде, Банка Енглеске и

Национална банка Швајцарске) 20. марта објавиле су координирану одлуку о обезбеђењу додатне ликвидности банкама путем постојећих програма своп линија у америчким доларима, што ће се, уместо недељно, спроводити свакодневно. Централна банка Швајцарске је обезбедила додатну ликвидност банци, која се суочила са снажним одливом депозита, уз обећање да ће наставити да то чини како би подржала да се процес њеног преузимања од стране друге банке, који је убрзо започет, успешно оконча. Поред тога, ЕЦБ, ФЕД и Банка Енглеске су у својим саопштењима нагласили да су њихови банкарски сектори у добром стању, адекватно капитализовани, ликвидни и отпорни на потресе, што је, заједно с предузетим мерама, допринело смиривању ситуације и очувању финансијске стабилности.

Након знатних повећања у претходном периоду, већина централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације задржале су референтне каматне стопе на непромењеном нивоу током највећег дела 2023. године, да би с јесени почеле да их смањују. Прва је централна банка **Пољске** у септембру спустила референтну стопу за 75 б.п., на 6,0%, а затим и у октобру на 5,75% и није је даље мењала до краја године. Њој се у октобру придружила централна банка **Мађарске**, која је своју референтну каматну стопу спустила за 0,75 б.п., а затим за још по толико и у наредна два месеца, тако да је крајем године стопа износила 10,75%. У складу са очекивањима, у децембру је и централна банка **Чешке** започела монетарно попуштање, смањујући референтну стопу за 25 б.п., на 6,75%. Централна банка **Румуније** није мењала висину референтне каматне стопе целе 2023, након што је на самом почетку године, у јануару, донела одлуку о њеном повећању за 25 б.п., на 7,0%.

### Финансијска и робна тржишта

Стање на међународним финансијским тржиштима током 2023. године у највећој мери је побољшано услед стабилизације глобалних инфлаторних притисака, као и смањења премија ризика земаља услед дејства претходног заостравања монетарних услова. О бољој ситуацији на међународним финансијским тржиштима и мање присутној неизвесности сведочи пад **имплицитне мере волатилности финансијских тржишта (VIX)**, која је смањена током 2023. за 9,2 п.п., на 12,5%. Истовремено, смањен је и **индекс EM-VIX**, који указује на волатилност валута земаља у успону, на нивоу године за 2,8 п.п. и крајем децембра износио је 8,1%.

Графикон III.1.9. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра

(дневни подаци, у %)

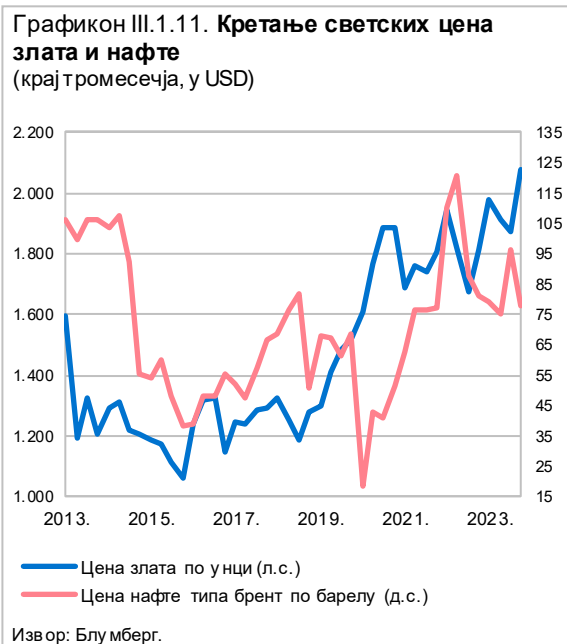


Извор: централне банке одабраних земаља.



**Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља су у П1 2023. у већој мери смањени, због очекивања да се повећање каматних стопа у највећој мери приводи крају услед успоравања инфлаторних притисака и пада економске активности. Али како се показало да инфлација опада споријом динамиком од очекиване и да се економска активност постепено опоравља, тржишни учесници очекивали су да ће централне банке задржати каматне стопе на вишим нивоима у дужем периоду, што је довело до раста стопа приноса у Т3. Међутим, како су крајем године ефекти претходног заостравања монетарних услова осигурали опадајућу путању инфлације, тржишни учесници су очекивали да ће централне банке у наредном периоду смањивати каматне стопе. То је резултирало тиме да се крајем 2023. године стопе приноса на десетогодишње обвезнице посматраних развијених земаља нађу на нижим нивоима од нивоа с краја претходне године, у просеку за око 83 б.п., уз изузетак обвезница САД, чије су стопе приноса остале готово непромењене. Током 2023. смањени су и приноси на десетогодишње обвезнице земаља у региону средње и источне Европе, на шта је утицало и то што су поједине централне банке крајем године већ започеле циклус смањења референтних каматних стопа.**

Долар је на нивоу године ослабио према еврџу и већини посматраних светских валута. Током Т2 и Т3 2023. године долар је у већој мери јачао у односу на остале валуте услед релативно успешнијих резултата привреде САД, који је био праћен очекивањима да ће ФЕД ипак задржати каматне стопе на вишим нивоима. Ипак, успешност стабилизације инфлације створила је очекивања да ће ФЕД-ово попуштање

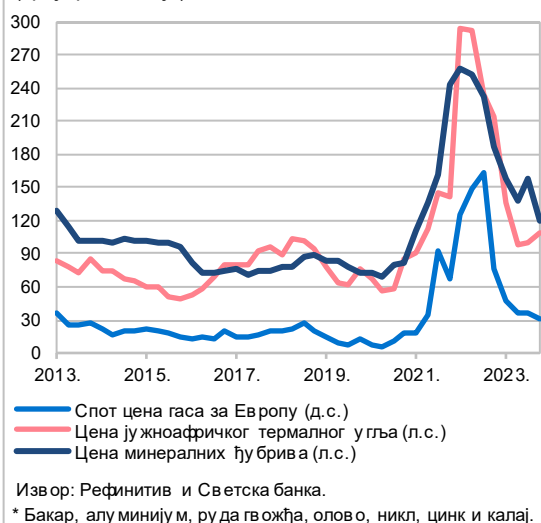


монетарних услова бити вођено бржом динамиком од ЕЦБ-а, што је определило слабење долара у последњем тримесечју 2023. и у поређењу с крајем претходне године.

**Светска цена злата** кретала се доминантно узлазном путањом до априла 2023, када је у просеку износила око 2.000 долара по унци, услед повећане геополитичке напетости, страха од рецесије на глобалном нивоу, пада вредности америчког долара и кризе појединих банака у САД и Европи. У наставку године цена злата је умерено смањена и у октобру је у просеку износила око 1.913 долара по унци, на шта се одразило повећање каматних стопа водећих централних банака и очекивања тржишних учесника да ће оне остати високе у дужем периоду, као и раст вредности долара и стопа приноса државних обвезница САД. Под утицајем сукоба на Блиском истоку, очекивања да је процес заостравања монетарне политике водећих централних банака завршен, пада вредности долара и стопа приноса на државне обвезнице САД, цена злата је до краја 2023. повећана и у децембру је у просеку износила око 2.030 долара по унци, што је за 12,9% више него годину дана раније.

**Светска цена нафте** типа брент кретала се доминантно силазном путањом током П1 2023. услед забринутости у погледу изгледа глобалног привредног раста због високих каматних стопа и проблема појединих банака у САД и Европи, и на крају јуна је износила око 75 долара по барелу. Под утицајем одлуке Саудијске Арабије и Русије да смање производњу до краја 2023. године, цена нафте је током Т3 повећана и на крају септембра је износила око 96 долара по барелу. До краја године је светска цена нафте

Графикон III.1.12. Кретање цена природног гаса, термалног угља и индекса цена метала и минерала (крај тромесечја)



спуштена на око 78 долара по барелу, што је за 4,6% ниже него на крају 2022, на шта су се одразили повећање залиха у САД, раст производње земаља које нису чланице *OPEC+* и нижа глобална тражња.

**Реперна цена природног гаса за Европу**, на холандском чворишту *TTF*, кретала се силазном путањом током П1 под утицајем распрострањености увоза, повољних временских прилика и високе попуњености складишта, те је крајем јуна износила 37 евра по мегават-сату. Цена гаса је сезонски уобичајено повећана у јесењим месецима, након чега је до краја године спуштена на око 32 евра по мегават-сату услед попуњених складишта и повољних временских прилика, што је за 57,9% ниже него на крају 2022. **Реперна цена електричне енергије за Европу** (на Немачкој берзи) имала је сличну динамику као цена природног гаса и током П1 доминантно се кретала силазном путањом. На пад цене електричне енергије утицали су одлука Немачке о ограничењу цена струје и гаса и повољне временске прилике, док се на повремена одступања одразило затварање последње три активне нуклеарне електране у Немачкој. После сезонски уобичајеног раста у Т3, цена електричне енергије је смањена до краја године и у децембру је у просеку износила око 73 евра по мегават-сату, што је за 71,8% ниже него на крају 2022. године.

**Цена термалног угља** кретала се силазном путањом у П1 и у јуну је у просеку износила око 99 долара по тони, услед повољних временских прилика и повећане производње и нивоа залиха у Кини. Током Т3 цена угља се кретала узлазном путањом, али је до краја 2023. смањена и у децембру је у просеку износила око 109 долара

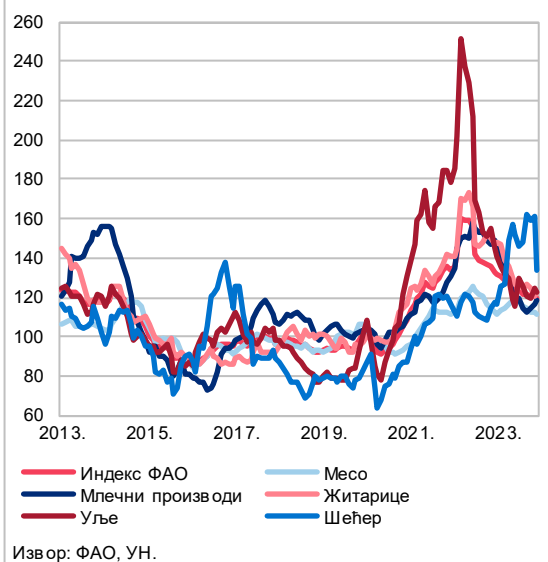
Графикон III.1.13. Индекс светских цена примарних производа (2010 = 100)



по тони, што је готово двоструко ниже него у истом периоду претходне године. **Цене минералних ђубрива** пратиле су динамику цене природног гаса и током 2023. доминантно су се кретале силазном путањом, изузев у Т3, када су умерено повећане, и у децембру су биле ниже за 36% него годину дана раније.

Након што су повећане због укидања политике нулте толеранције према вирусу корона у Кини у јануару, **цене метала и минерала**, према индексу Светске банке, кретале су се силазном путањом током П1, на шта се одразило повећање залиха и слабија тражња од очекиване. До краја 2023. цене метала и минерала биле су стабилно и у децембру су биле готово непромењене у односу на јун, али уједно и за 4,9% ниже него у истом периоду претходне године.

Графикон III.1.14. Индекс светских цена хране (номинално, 2014–2016 = 100)



**Светске цене хране**, мерене индексом ФАО, кретале су се силазном путањом током 2023. и у децембру су, м.г. посматрано, биле ниже за 10,6%. Када је реч о појединачним категоријама, у највећој мери су смањене цене млечних производа (20,0%), а затим цене житарица (16,6%) и биљних уља (15,4%), док су цене меса готово непромењене. На повремена одступања и раст индекса утицале су више цене шећера, које су у децембру биле више за 14,6% него у истом периоду претходне године.

## 2. Међународне трансакције

### Платнобилансна кретања и девизне резерве

**Дефицит текућег рачуна платног биланса** у 2023. износио је 1,8 млрд евра (2,6% БДП-а) и вишеструко је смањен у поређењу са 2022, када је износио 4,2 млрд евра (6,9% БДП-а). Посматрано по категоријама текућег рачуна, на побољшање екстерне позиције највише је утицао пад робног дефицита, за којим следи повећање суфицита у размени услуга са иностранством, док су у супротном смеру деловали већи дефицит примарног дохотка и смањење суфицита секундарног дохотка. При томе, нето прилив капитала на финансијском рачуну платног биланса вишеструко је покрио дефицит текућег рачуна, што је резултирало растом

девизних резерви на нови највиши ниво.

Раст извозне понуде и нижи увоз енергената допринели су да дефицит у робној размени у 2023. буде смањен на 6,6 млрд евра, тј. за 2,8 млрд евра у односу на 2022. При томе, **робни извоз** повећан је за 3,7%, на 27,9 млрд евра, док је **робни увоз** смањен за 4,8%, на 34,5 млрд евра. Расту извоза највише је допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз повећан за 5,4%, а затим извоз електричне енергије, који је повећан за 48,8%. Извоз прерађивачке индустрије наставио је да расте и у условима ниже екстерне тражње, што указује на отпорност и разноврсност извозне понуде, а највише му је допринео извоз моторних возила, електричне опреме и осталих машина и опреме. С друге стране, извоз рударства и пољопривреде били су нижи него у 2022. години.

На пад увоза највише је утицао нижи увоз енергената, за којим следе нижи увоз интермедијарних и капиталних производа, док је једино увоз потрошних добара повећан. У односу на 2022. годину, увоз енергената у 2023. био је нижи за 1,7 млрд евра (према класификацији СМТК), при чему је смањен увоз сирове нафте, нафтних деривата, гаса и електричне енергије, док је једино увоз угља за потребе производње електричне енергије повећан. Од тога, увоз сирове нафте, деривата и гаса смањен је за 975,7 млн евра, при чему се око две трећине смањења дугује ефекту нижих цена, а једна трећина мањим увезеним количинама. И према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), паду увоза највише је допринео смањен увоз средстава за репродукцију (11,2%), категорије у оквиру које

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије (у млн EUR)

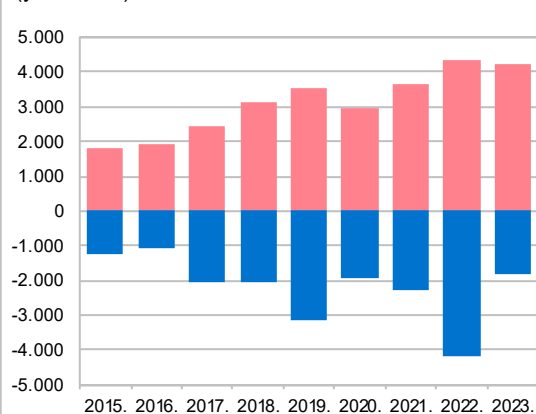
	2022.	2023.
<b>I. ТЕКУЋИ РАЧУН</b>	-4.162,2	-1.810,1
<b>1. Салдо робне размене</b>	-9.364,2	-6.604,1
1.1. Извоз	26.928,2	27.929,9
1.2. Увоз	-36.292,3	-34.534,1
<b>2. Салдо услуга</b>	2.314,3	3.017,3
2.1. Извоз	11.075,7	13.079,1
2.2. Увоз	-8.761,4	-10.061,8
<b>3. Салдо робе и услуга</b>	-7.049,9	-3.586,8
3.1. Извоз робе и услуга	38.003,9	41.009,0
3.2. Увоз робе и услуга	-45.053,8	-44.595,8
<b>4. Примарни доходак</b>	-3.001,1	-3.860,2
<b>5. Секундарни доходак</b>	5.888,7	5.636,9
<b>II. КАПИТАЛНИ РАЧУН</b>	-25,2	1,3
<b>III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)</b>	7.244,9	6.435,6
1. Директне инвестиције – нето	4.328,2	4.219,7
2. Портфолио инвестиције – нето	-12,4	917,8
3. Финансијски деривати – нето	99,0	73,5
4. Остале инвестиције – нето	2.830,1	1.224,7
4.1. Трговински кредити	-535,1	-118,7
4.2. Финансијски кредити	3.340,3	1.367,6
4.3. Готов новац и депозити – нето	25,7	-39,3
4.4. Остало – нето	-0,8	15,1
<b>IV. Средства резерви</b>	2.919,5	5.104,3
<b>V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ</b>	-138,0	477,5
<b>VI. УКУПНИ БИЛАНС</b>	2.919,5	5.104,3

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци.

<sup>1)</sup> По ВРМБ методологији, осим знакова не конвенције.

Графикон III.2.1. Покривеност текућег дефицита СДИ\* (у млн EUR)



■ Текући дефицит

■ Нето прилив СДИ

Извор: РЗС и НБС.

\* Прелиминарни подаци.

су сврстани енергенти. Следи увоз средстава за рад, који је смањен за 6,7%, док је увоз потрошне робе повећан за 5,5%.

На смањење дефицита текућег рачуна деловала је и размена услуга са иностранством, која је наставила да расте у 2023, уз израженије повећање извоза (за 18,1%, на 13,1 млрд евра) у односу на повећање увоза (за 14,8%, на 10,1 млрд евра). То је утицало на раст суфицита у **размени услуга** у 2023. који је премашао 3,0 млрд евра, што је за 30,4% више него у 2022. Размена свих врста услуга повећана је током 2023, при чему је раст извоза био пре свега вођен ИКТ и пословним услугама, а раст увоза туристичким и пословним услугама.

**Дефицит на рачуну примарног дохотка** повећан је за 28,6%, на 3,9 млрд евра, претежно услед већих расхода по основу дохотка од СДИ. То је и очекивано ако се имају у виду континуиран прилив и раст стања СДИ у Србији, што подразумева и више расхода за исплату дивиденди. Виши је био и износ реинвестиране добити, што потврђује одређеност инвеститора да наставе да повећавају улагања у Србију. Повећани су и расходи по основу плаћених камата на финансијске кредите и по основу портфолио инвестиција, на шта се одразило заоштравање глобалних финансијских услова услед рестриктивнијих монетарних политика централних банака.

**Суфицит на рачуну секундарног дохотка** износио је 5,6 млрд евра и био је нешто нижи (за 4,3%) у односу на 2022. услед мањих трансфера Владином сектору. С друге стране, нето прилив дознака задржан је на релативно високом прошлогодишњем нивоу (4,6 млрд евра).

На **финансијском рачуну платног биланса** током 2023. остварен је нето прилив капитала од 6,4 млрд евра,<sup>6</sup> највише захваљујући приливу СДИ. Прилив је забележен и по основу успешне емисије еврообвезница почетком године, као и по основу кредитног задужења државе и привреде и повлачења друге транше кредита у оквиру аранжмана с ММФ-ом. С друге стране, банке су смањиле своје обавезе према иностраним кредиторима, а одлив је забележен и по основу трговинских кредита и аванса.

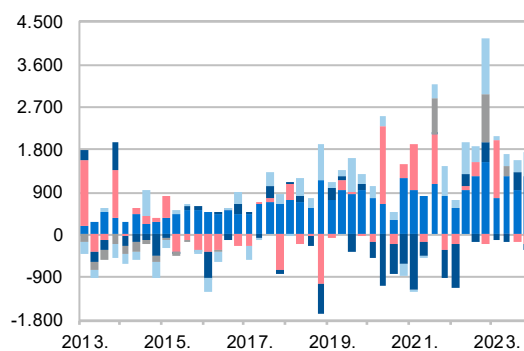
**Нето прилив СДИ** у 2023. износио је 4,2 млрд евра, док су укупна улагања у Србију премашила 4,5 млрд евра, што је чак и више у односу на претходни рекордни годишњи прилив из 2022. године (4,4 млрд евра). Девету годину заредом, дефицит текућег рачуна у потпуности је био

покривен нето приливом СДИ, при чему је вредност овог показатеља у 2023. достигла 233%. Поред тога, задржана је висока географска и пројектна распрострањеност СДИ и претежна усмереност у извозне секторе, а највише у прерађивачку индустрију (25,5%), која је кључни извозни сектор српске привреде.

Нето прилив капитала по основу **портфолио инвестиција** у 2023. износио је 917,8 млн евра, захваљујући успешној реализацији две емисије еврообвезница на међународном тржишту у јануару. Емитовано је 750 млн долара петогодишњих еврообвезница и 1,0 млрд долара десетогодишњих еврообвезница, а ради смањења девизног и каматног ризика, одмах су закључене хедџинг трансакције, тако да су обавезе по основу доларских ХоВ конвертоване у евре. Поред тога, нерезиденти су улагали и у динарске државне ХоВ на домаћем примарном тржишту и по том основу остварен је прилив од 168,7 млн евра. С друге стране, држава је крајем марта превремено откупила ХоВ емитоване у јуну 2022. директном погодбом (350,0 млн евра), а одлив је регистрован и по основу доспећа раније емитованих државних ХоВ и нето продаје државних ХоВ на секундарном тржишту.

По основу **осталих инвестиција**, у 2023. забележен је нето прилив од 1,2 млрд евра. Од тога, по основу **финансијских кредита** остварен је нето прилив од 1,4 млрд евра, при чему се највећи део односи на задужење Владе и повлачење дела средстава одобрених у оквиру стендбај аранжмана с ММФ-ом, а повећано је и задужење привреде, док су се банке нето раздужиле према иностранству. Средства од ММФ-а (око 200 млн евра) повучена су у јуну након успешног завршетка првог разматрања

Графикон III.2.2. Структура финансијског биланса\* (у млн EUR)



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

Извор: НБС.

\* Прелиминарни подаци.

<sup>6</sup> Без промене девизних резерви.



економског програма који је подржан стендбај аранжманом.<sup>7</sup> С друге стране, под утицајем израженијег раста потраживања по основу ненаплаћеног извоза од раста обавеза увозника према иностранству по основу **трговинских кредита** и аванса регистрован је одлив у износу од 118,7 млн евра. Поред тога, пошто је повећање средстава на рачунима домаћих банака у иностранству премашило раст средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, по основу **готовог новца и депозита** забележен је одлив од 39,3 млн евра.

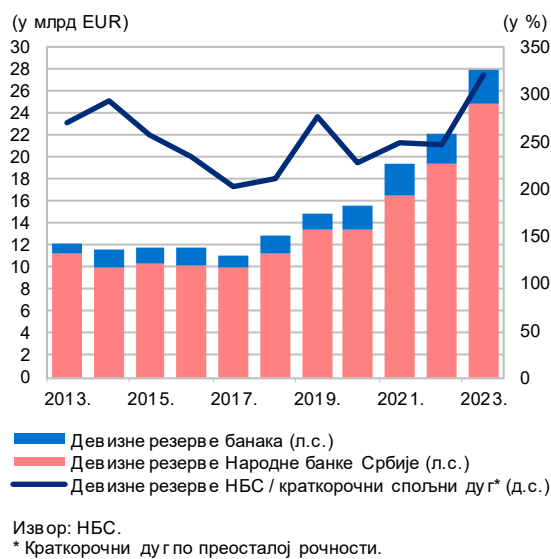
Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)<sup>8</sup> током 2023. буду повећане за 5,1 млрд евра.

Током 2023. године бруто девизне резерве Народне банке Србије, номинално посматрано, повећане су за 5.493,4 млн евра и 31. децембра 2023. године износиле су 24.909,1 млн евра, што је био највиши ниво бруто девизних резерви крајем месеца и године откад се прате подаци на овај начин (од 2000. године). Тај ниво резерви је обезбеђивао покривеност новчане масе М1 од 167% и 6,7 месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама. Нето девизне резерве такође су забележиле највиши ниво крајем месеца и године, и износиле су 20.785,2 млн евра, што је за 5.359,6 млн евра више у односу на крај 2022. године.

У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и првокласних иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви 31. децембра 2023. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (50,1%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (33,6%), злато (9,6%), ефективни страни новац (6,4%) и *SDR* код ММФ-а (0,3%).

Највећи девизни приливи у 2023. години остварени су по основу интервенција Народне

Графикон III.2.3. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга



банке Србије нето куповином девиза на МДТ-у<sup>9</sup> (нето прилив од 4.015,0 млн евра, што представља 73% укупног повећања бруто девизних резерви) и по основу емисије девизних ХоВ Републике Србије на домаћем и међународном финансијском тржишту у нето износу од 1.141,2 млн евра. Приливи су остварени и по основу донација (442,8 млн евра), платног промета с Косовом и Метохијом<sup>10</sup> у износу од 392,9 млн евра и по основу нето камата и наплате купона на ХоВ у износу од 351,6 млн евра. Девизни прилив у износу од 199,8 млн евра остварен је по основу повлачења друге транше стендбај аранжмана који је ММФ одобрио Републици Србији 19. децембра 2022. године. Ова средства могу се користити за рефинансирање обавеза Републике Србије и/или за финансирање текућих буџетских потреба.<sup>11</sup> Значајнији приливи су остварени и по основу девизне обавезне резерве банака у нето износу од 90,8 млн евра.

Највећи одлив из девизних резерви Народне банке Србије реализован је по основу измирења девизних обавеза државе и нето раздужења Републике Србије према иностраним кредиторима у укупном износу од 1.502,9 млн евра. У вези с применом *Закон о регулисању јавног дуга Републике Србије по основу неисплаћене девизне штедње грађана* исплаћено

<sup>7</sup> Друго разматрање аранжмана успешно је окончано у децембру, чиме је омогућено повлачење додатних средстава. С обзиром на акумулирање знатног износа резерви, креирање фискалног простора и одрживо финансирање платног биланса, средства нису повучена, а аранжман ће се у преосталом периоду третирати као аранжман из предострожности, што је једну ревизију раније него што се очекивало приликом одобрења аранжмана.

<sup>8</sup> Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

<sup>9</sup> Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

<sup>10</sup> Према *Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ*, „Службени лист СРЈ”, бр. 9/01.

<sup>11</sup> Народна скупштина Републике Србије 9. фебруара 2023. године усвојила је *Закон о регулисању обавеза Републике Србије према Међународном монетарном фонду на основу коришћења средстава стендбај аранжмана (stand-by arrangement) одобрених Републици Србији одлуком Одбора извршних директора Међународног монетарног фонда од 19. децембра 2022. године.*

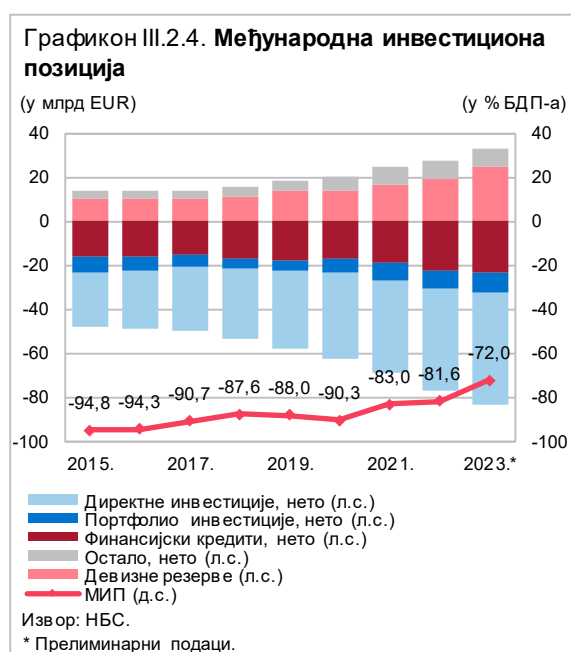
је укупно 25,1 млн евра (укључена је неисплаћена девизна штедња грађанима из бивших република СФРЈ, исплаћена у фебруару и августу у укупном износу од 22,9 млн евра).

### Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција, тј. разлика између средстава која поседују резиденти Србије у иностранству, с једне стране, и њихових обавеза према иностранству, с друге стране, била је негативна и на крају 2023. године износила је **50,0 млрд евра**, што је за 726,6 млн евра више него на крају 2022. Међутим, захваљујући расту економске активности у 2023. години, смањено је учешће негативне међународне инвестиционе позиције у процењеном БДП-у за чак **9,6 п.п.**, на **72,0%**.

У структури стране финансијске активе, која је на крају 2023. износила 44,8 млрд евра, у највећој мери су повећане девизне резерве. Као и у претходном периоду, девизне резерве чине више од половине вредности укупне активе (55,6%).

С друге стране, у структури финансијске пасиве, чија је вредност на крају 2023. износила 94,8 млрд евра, позитивно је то што СДИ, као најповољнија, дугорочна врста страних улагања, и даље знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (57,8%), док финансијски кредити и портфолио инвестиције чине мањи део пасиве: 31,6% и 10,4%, респективно.



## 3. Кретања на финансијском тржишту

### Каматне стопе

Народна банка Србије је од почетка 2023. године до јула у више наврата повећавала референтну каматну стопу и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице, на нивое од 6,50%, 5,25% и 7,75%, респективно, на којима су задржане до краја године, што се одразило на стабилнија кретања каматних стопа на међубанкарском тржишту новца у П2. Заостравање монетарних услова постигнуто је и повлачењем дела вишкова динарске ликвидности банака путем осталих инструмената монетарне политике, повећањем стопа обавезне резерве, уз повећање динарског дела издвајања девизне обавезне резерве, као и путем репо аукција, на којима је забележен раст просечне репо стопе, укупно за 140 б.п., на ниво од 5,56% на последњој аукцији у децембру.

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца повећаване су до јула, након чега је динамика раста у највећој мери успорена, да би у последњем тромесечју остале на готово непромењеним нивоима. Каматна стопа *BEONIA* повећана је за 123 б.п. током 2023. године, чиме се крајем године нашла на нивоу од 5,23%. Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности у овом периоду порасле су у распону 70–125 б.п. и крајем децембра кретале су се у интервалу од 5,25% за најкраћу рочност до 5,80% за рочност од шест месеци.

На примарном тржишту динарских ХоВ држава је током 2023. одржала укупно седамнаест аукција, на којима је забележен пад стопа приноса, који је делом био подстакнут постепеним смањењем глобалних инфлаторних притисака, мањим потребама Владе Републике Србије за финансирањем на домаћем тржишту, али и смањеном аверзијом инвеститора према ризику током последњег тромесечја, о чему сведочи и повећана активност нерезидената на домаћем тржишту државних ХоВ. За продају ХоВ оригиналне рочности две године одржано је седам аукција, на којима је стопа приноса смањена за 109 б.п., на 4,86%, док је за ХоВ оригиналне рочности дванаест и по година одржано шест аукција, на којима је стопа приноса снижена укупно за 95 б.п., на ниво од 6,20%. На аукцијама за поменуте рочности испуњен је планиран обим емисије, тако да су ХоВ рочности две године продате по номиналној вредности од 100 млрд динара, а ХоВ рочности дванаест и по година у вредности од 50 млрд динара. За продају динарских ХоВ рочности осам и десет година одржане су по две аукције, на којима је стопа приноса смањена за 9 б.п. и 35



б.п., респективно, при чему су продате ХоВ у номиналној вредности од 42,4 млрд динара и 18,4 млрд динара, респективно.

У 2023. укупно су продате динарске државне ХоВ у номиналном износу од 210,8 млрд динара, а како су истовремено доспеле раније продате ХоВ у номиналном износу од 312,5 млрд динара и превремено откупљене седмогодишње динарске ХоВ у номиналној вредности од 6,8 млрд динара, стање продатих динарских ХоВ смањено је на ниво од 839,7 млрд динара крајем децембра.

Стање продатих динарских ХоВ у власништву нерезидената током 2023. благо је повећано, на 134,6 млрд динара крајем децембра, као резултат њихових куповина на примарном тржишту, што чини 16% укупног портфолија динарских државних ХоВ.

У току 2023. године одржана је једна **аукција за продају ХоВ у еврима** рочности две године у јануару, по извршној стопи од 2,50% (колико је износила и купонска стопа). Ове ХоВ продате су у укупној номиналној вредности од 37,5 млн евра. Ипак, због превременог откупа обвезница издатих директном погодбом у вредности од 350,0 млн евра, као и доспећа ХоВ номиналне вредности 135,4 млн евра, стање ХоВ у еврима смањено је крајем децембра на 1.919,5 млн евра.

У јануару је држава средства за финансирање својих обавеза обезбедила и на **међународном финансијском тржишту** емитовањем **двеју еврообвезница у доларима (dual-tranche)** рочности пет и десет година, у вредности од 750 млн долара и 1 млрд долара, по купонским стопама од 6,25% и 6,50%, респективно.



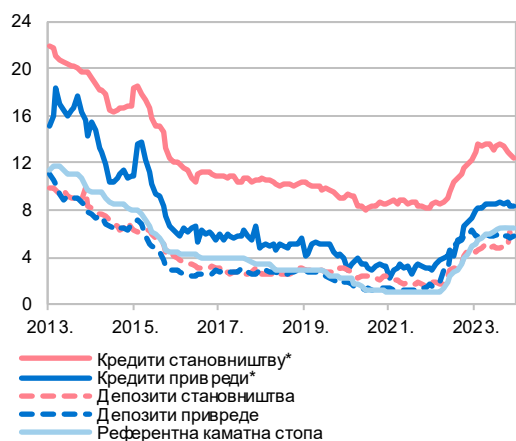
Постигнути услови финансирања могу се сматрати повољним, с обзиром на тадашње околности раста стопа приноса и континуиране неизвесности на међународном финансијском тржишту, а нарочито када се упореде са условима финансирања земаља које већ имају инвестициони рејтинг, а које су у том периоду емитовале еврообвезнице.

Постепено побољшање ситуације на међународном финансијском тржишту, а потом и већа спремност инвеститора да прихвате ниже стопе приноса одразили су се на кретања **на домаћем секундарном тржишту динарских ХоВ**, па су се просечне стопе приноса у 2023. години готово конзистентно смањивале. Просечне пондерисане стопе приноса крајем године кретале су се у распону од 4,90% за преосталу рочност до једне године, до 6,23% за преосталу рочност до девет година. Промет на секундарном тржишту благо је повећан у поређењу с претходном годином, за 1,2 млрд динара, тако да је у 2023. години износио 187,3 млрд динара.

**Заостравање монетарних услова одразило се на раст каматних стопа на нове динарске кредите током 2023. године, при чему су умереније промене монетарне политике у П2 определиле мање осцилације каматних стопа на тржишту новца, а самим тим и блаже промене каматних стопа на нове динарске кредите.** Каматне стопе на динарске кредите у децембру 2023. износиле су 12,5% за кредите становништву и 8,3% за кредите привреди (што је за 0,2 п.п. и 1 п.п. више него у децембру 2022), при чему је раст каматних стопа током године постепено успоравао, док су поједине каматне стопе крајем године чак смањене.



Графикон III.3.3. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

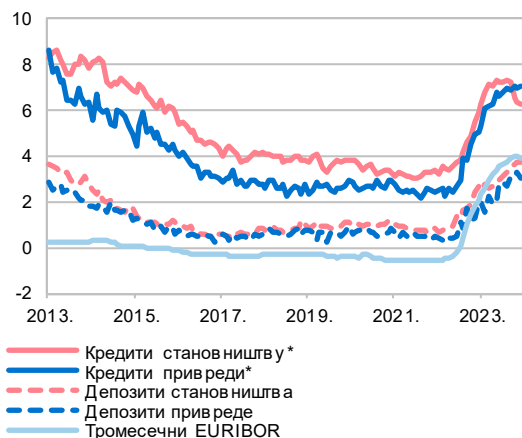
\* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Раст каматне стопе на динарске кредите становништву првенствено је био вођен растом каматне стопе на најзаступљенију категорију кредитирања становништва – готовинске кредите – за 0,2 п.п. у односу на децембар 2022, на 13,2%, док је каматна стопа на остале некатегорисане кредите, који су по заступљености друга категорија кредитирања, смањена за 0,3 п.п., на 10,5%. Раст каматних стопа забележен је код потрошачких и стамбених кредита за 0,3 п.п. и 1,4 п.п., на нивое од 3,0% и 12,9%, респективно, при чему ове намене имају знатно мање учешће у укупном динарском кредитирању становништва.

Раст просечне пондерисане каматне стопе на нове динарске кредите привреди у децембру 2023, у односу на исти месец претходне године, био је вођен растом каматних стопа код свих намена кредита, али у највећој мери растом каматних стопа на кредите за обртна средства и остале некатегорисане кредите, за 0,7 п.п. и 1,3 п.п., респективно, на ниво од 8,3%, при чему ове категорије заједно чине већину динарског кредитирања привреде (94%). Каматна стопа на инвестиционе кредите, који чине преостало динарско кредитирање привреде, повећана је за 1,8 п.п., на 9,4%.

Досадашње заоштравање монетарне политике ЕЦБ-а одразило се на **раст каматних стопа на нове евроиндексиране кредите** у 2023. години. Код евроиндексираних кредита становништву, просечна каматна стопа повећана је за 0,4 п.п. у односу на крај 2022, на 6,3% у децембру, услед раста каматних стопа на остале некатегорисане кредите за 1,7 п.п., на 9,8%, и потрошачке кредите за 1,0 п.п., на 6,5%, који заједно чине око 30% кредитирања становништва у евро знаку. Насупрот томе, каматна стопа на

Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

најзаступљенију категорију кредитирања становништва у евро знаку – стамбене кредите, смањена је за 0,1 п.п., на 5,0%, услед примене одлуке Народне банке Србије о ограничавању каматних стопа на стамбене кредите за физичка лица. Према овој одлуци, до 31. децембра 2024. године фиксни део номиналне каматне стопе за кредите с променљивом каматном стопом не сме бити виши од 1,1%, док у случају кредита с фиксном каматном стопом, номинална каматна стопа максимално може износити 5,03%.

Просечна каматна стопа на нове евроиндексиране кредите привреди повећана је током 2023. године за 2,0 п.п., на 7,1%, као последица раста каматних стопа на све намене кредитирања, а највећи допринос имао је раст каматних стопа на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите за 1,8 п.п. и 2,2 п.п., на нивое од 7,0% и 7,3%, респективно, при чему поменуте намене кредита чине готово 95% кредитирања привреде у евро знаку.

Пооштравање монетарних услова одразило се и на каматну стопу **на динарске орочене депозите становништва**, која је током 2023. године порасла за 0,6 п.п., на 5,3%, док је каматна стопа **на динарске орочене депозите привреде** смањена за 0,6 п.п., на 5,8%. Каматне стопе на орочене депозите становништва и привреде у еврима повећане су за око 1,0 п.п., на 3,8% и 3,0%, респективно.

## Премија ризика земље и кредитни рејтинг

Кретање глобалне премије ризика, као и премије ризика посматраних европских земаља у успону (укључујући и Србију), током 2023. године било је првенствено одређено дешавањима из међународног окружења. Слабљење глобалних трошковних притисака по основу нижих цена енергената, смањење проблема у глобалним ланцима снабдевања, успоравање инфлације на глобалном нивоу и заштравање монетарних политика утицали су на пад премије ризика током године. Насупрот томе, повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту услед проблема у пословању одређених банака у САД и Европи почетком године и заштравања геополитичких односа на Блиском истоку деловали су на повремена одступања и раст премије ризика на глобалном нивоу.

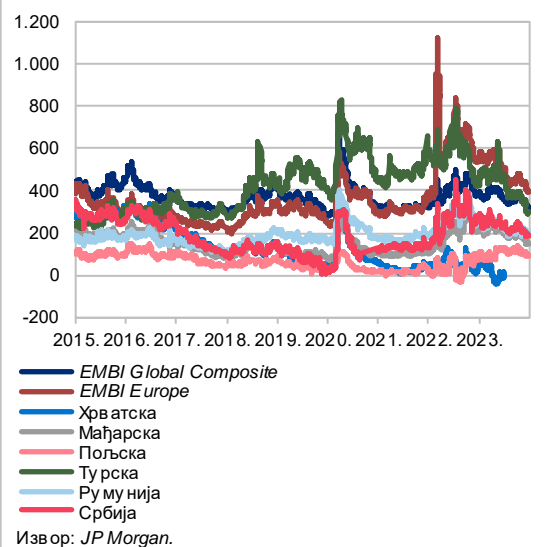
Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, смањена је током 2023. за 7 б.п. и крајем године је износила 200 б.п. Истовремено, *EURO EMBIG*, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, смањена је за 142 б.п., на ниво од 247 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је смањена током године (за 82 б.п., на 188 б.п.), при чему је и даље наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је током 2023. смањена за 55 б.п., на 319 б.п.

Агенција *Fitch* задржала је у фебруару и августу кредитни рејтинг Србије на корак до инвестиционог, на нивоу *BB+*, упркос израженим геополитичким ризицима. Истовремено, агенција је задржала и стабилне изгледе кредитног рејтинга Србије у наредном периоду. Посебно је

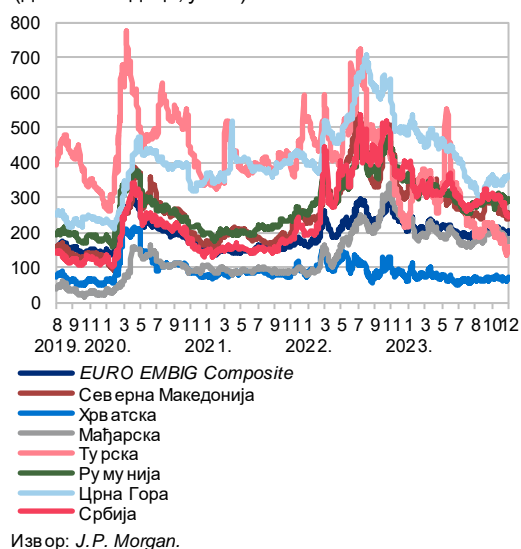
истакла важност очуване стабилности девизног курса у условима повишених међународних ризика, кредибилан оквир економске политике, виши БДП по глави становника у односу на земље са сличним кредитним рејтингом, боље управљање и виши ниво људског развоја у односу на земље са сличним кредитним рејтингом, као и уређене јавне финансије. Поред тога, наглашени су отпорност банкарског сектора на макроекономске ризике, висок и адекватан ниво девизних резерви и пуна покривеност текућег дефицита приливима од СДИ, што је посебно важно у условима високих светских цена енергената и укупних ризика који долазе из међународног окружења.

Агенција *Standard & Poor's* задржала је у априлу и октобру кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, на корак до инвестиционог, упркос израженим неизвесностима из међународног окружења. Агенција је задржала и стабилне изгледе кредитног рејтинга у наредном периоду, што је потврда изграђене отпорности домаће привреде на бројне глобалне изазове. Агенција *Standard & Poor's* наглашава да је постепеним повећањем референтне каматне стопе спречено даље ширење инфлаторних притисака, као и да су средњорочна инфлациона очекивања остала у великој мери усидрена захваљујући кредибилитету монетарне политике, заштравању монетарних услова и одржаној релативној стабилности девизног курса. Поред тога, агенција је истакла доказани кредибилитет укупне економске политике, повољне перспективе дугорочног раста Републике Србије, фискалну дисциплину, смањене потребе за финансирањем и опадајућу путању јавног дуга. Оцењено је и да је финансијски сектор добро капитализован, ликвидан и профитабилан, као и

Графикон III.3.5. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – *EMBI* (дневни подаци, у б.п.)



Графикон III.3.6. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – *EURO EMBIG* (дневни подаци, у б.п.)



Табела III.3.1. Кредитни рејтинг (промена рејтинга и изгледа)					
	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
S&P	BB/позитивни <sup>5)</sup>	BB+/позитивни <sup>5)</sup>	BB+/стабилни <sup>2)</sup>	BB+/позитивни <sup>5)</sup>	BB+/стабилни <sup>3)</sup>
Fitch		BB+/стабилни <sup>4)</sup>			
Moody's		Ba3 /позитивни <sup>4)</sup>		Ba2 /стабилни <sup>1)</sup>	

Извор: НБС.  
<sup>1)</sup> Март, <sup>2)</sup> Мај, <sup>3)</sup> Јун, <sup>4)</sup> Септембар, <sup>5)</sup> Децембар.

да је учешће *NPL* у укупним кредитима на минимуму.

У септембру је агенција *Moody's* потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *Ba2*, као и стабилне изгледе за његово даље повећање. *Moody's* наглашава повољне изгледе за привредни раст у средњем року, који су појачани знатним приливом СДИ, изграђену отпорност привреде на неповољна кретања из међународног окружења, уређене јавне финансије и фискални простор за реакцију на потенцијалне потресе, као и успех у спровођењу структурних реформи.

### Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио релативно стабилно кретање према еврџу током 2023. и, посматрано крајем периода, ојачао је према еврџу за 0,1%. Истовремено, због јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је према долару ојачао за 4,0%.

Након што је у јануару тражња за девизама на домаћем тржишту била виша од понуде, пре свега услед сезонског раста тражње увозника енергената за девизама, током свих наредних

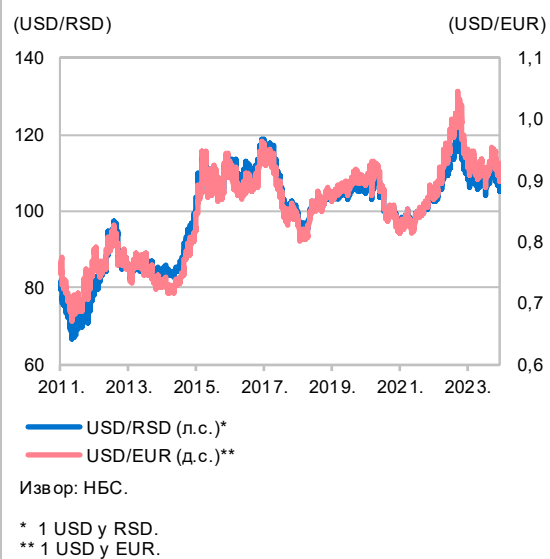


месеци, са изузетком новембра, понуда девиза вишеструко је надмашила тражњу, што је резултирало јачањем апрецијацијских притисака. Расту понуде девиза највише је допринео висок откуп ефективног страног новца, при чему је нето откуп у Т2 2023. био сличан рекордно високим износима откупа из Т3 и Т4 2022. У истом смеру деловала је и понуда девиза од стране резидената, пре свега захваљујући даљем расту извоза и СДИ. То је допринело да резиденти буду нето продавци девиза и крајем године, и поред куповине девиза за увоз енергената. Фактори на страни понуде девиза били су и прилив девиза по основу послова с платним картицама, а у већем делу године и раст валутно индексираних активе банака.<sup>12</sup> С друге стране, тражња за девизама потицала је од нерезидената и била је посебно изражена током маја, јуна, октобра и новембра, али је у потпуности била покривена понудом девиза из других извора.

Ради одржавања релативне стабилности на девизном тржишту, Народна банка Србије је током 2023. на МДТ-у интервенисала претежно на страни куповине девиза. Износ нето куповине девиза по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у у 2023. достигао је 3.940 млн евра, што је рекордан годишњи износ нето куповине девиза.

Промет на МДТ-у који је остварен између банака<sup>13</sup> у 2023. у просеку је дневно износио 31,5 млн евра, што је за 7,5 млн евра ниже него у

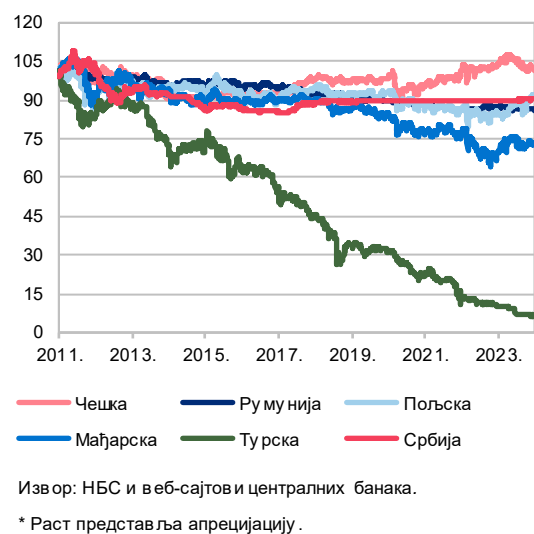
**Графикон III.3.8. Кретање курса динара и евра према долару**



<sup>12</sup> У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

<sup>13</sup> Без Народне банке Србије

Графикон III.3.9. Кретање курсева одређених националних валута према еврџ\* (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



2022. години. При томе, највећа вредност промета остварена је у децембру (37,2 млн евра просечно дневно).

Валуте земаља региона које су у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања према еврџ током 2023. Посматрано на нивоу године, према еврџ ојачали су пољски злот (7,9%) и мађарска форинта (4,6%), иако су централне банке Пољске и Мађарске започеле са смањењем референтних каматних стопа у септембру и октобру. С друге стране, блаже су ослабили румунски леј (0,5%) и чешка круна (2,5%), а знатније турска лира (39,2%).

#### 4. Новац и кредити

##### Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Монетарни агрегати су у 2023. години убрзали раст на мг. нивоу, претежно вођени растом најликвидније динарске компоненте, М1. Раст у П1 у већој мери је био вођен растом динарске штедне услед раста каматних стопа на депозите привреде и становништва, док је у П2 првенствено био опредељен растом депозита по виђењу. У децембру су М1, М2 и М3 забележили мг. стопе раста од 22,0%, 21,6% и 12,7%, респективно.

Посматрано по компонентама, депозити по виђењу повећани су током 2023. године за 257,3 млрд динара, вођени растом депозита становништва и привреде. Стање на трансакционим рачунима грађана повећано је током године за 101,1 млрд динара, а депозити привреде за 157,5 млрд динара.

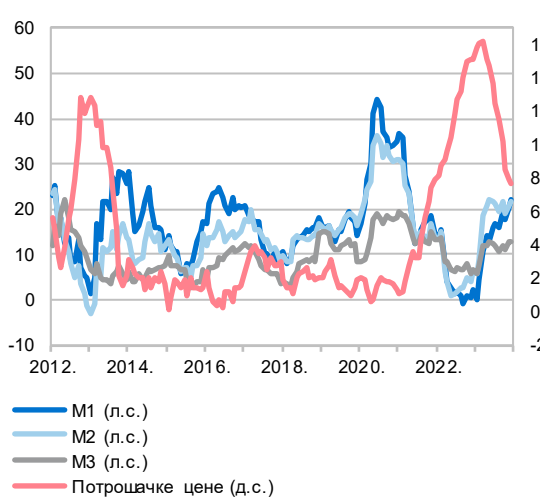
Табела III.4.1. Монетарни преглед (у млрд RSD)

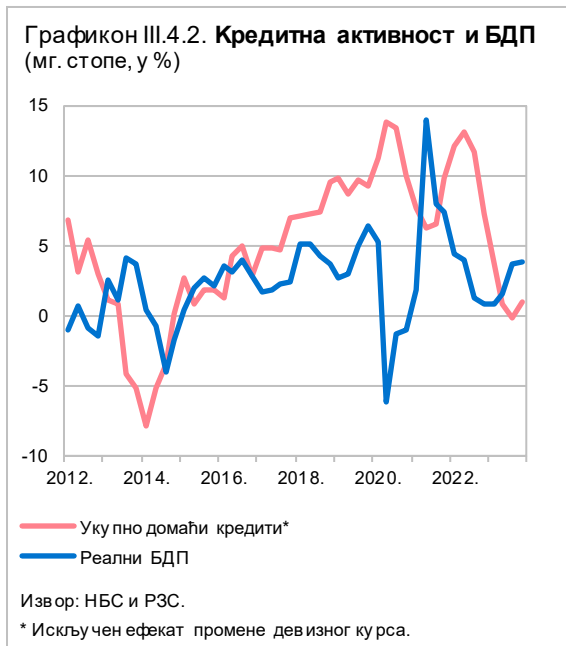
	2022.	2023.	Промене у 2023.
<b>Нето потраживања од иностранства</b>	<b>1.853.451</b>	<b>2.700.494</b>	<b>847.043</b>
Нето потраживања банака од иностранства	-321.348	-232.725	88.623
<b>Нето домаћа актива банкарског сектора</b>	<b>2.183.724</b>	<b>1.847.733</b>	<b>-335.992</b>
Нето домаћи кредити	3.414.420	3.220.815	-193.606
Нето потраживања од државе	171.757	-56.107	-227.864
Пласмани држави	830.183	790.096	-40.087
Депозити државе	-658.427	-846.203	-187.777
Потраживања од невладиних сектора	3.242.664	3.276.922	34.258
Становништво	1.458.057	1.474.361	16.304
Привреда	1.714.611	1.732.911	18.299
Др. финансијске корпорације	44.733	46.484	1.752
Локални нивои власти	24.815	22.798	-2.017
Непрофитне и др. организације	448	368	-80
Остала нето актива	-1.230.696	-1.373.082	-142.386
<b>Новчана маса М3</b>	<b>4.037.175</b>	<b>4.548.227</b>	<b>511.052</b>
Новчана маса М2	1.876.546	2.280.993	404.447
Новчана маса М1	1.435.715	1.751.528	315.813
Готов новац у оптицају	310.873	369.368	58.495
Депозити по виђењу	1.124.841	1.382.160	257.318
Динарски штедни и орочени депозити	440.831	529.466	88.634
Девизни депозити	2.160.629	2.267.234	106.604

Извор: НБС.

Орочени динарски депозити повећани су за 89,5 млрд динара, вођени растом депозита становништва за 40,8 млрд динара, а потом и депозита привреде за 33,1 млрд динара, услед повећаних депозита предузећа из области трговине на велико и мало, сектора некретнина и

Графикон III.4.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене (мг. стопе, у %)





сектора грађевинарства. Динарска штедња становништва је током 2023. године динамично расла и у П2 је бележила рекордне нивое, а крајем децембра достигла је ниво од 136,5 млрд динара.<sup>14</sup> Расту динарске штедње допринела је њена већа атрактивност као резултат виших каматних стопа и повољнијег пореског третмана динарске од девизне штедње, као и очувана финансијска стабилност и релативна стабилност курса динара према евр у и у периодима изражене глобалне неизвесности.

Девизни депозити су у 2023. повећани за 0,9 млрд евра, вођени растом девизних депозита становништва, а у нешто мањој мери повећани су и депозити других финансијских организација и привреде. Девизна штедња становништва током године повећана је за 571,9 млн евра, на до сада највиши забележени ниво од 13,4 млрд евра, колико је износила крајем децембра.<sup>15</sup>

### Кредити банака

**Укупни домаћи кредити**, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани су у 2023. за 1,0%, при чему су кредити привреди повећани за 0,9%, а кредити становништву за 1,2%. Кредитна активност је током 2023. успоравала (укупни кредити су од септембра до новембра бележили незнатан мг. пад), на шта су утицале више каматне стопе на кредите услед заоштравања монетарних политика ЕЦБ-а и Народне банке Србије, као и пооштрени кредитни стандарди банака. Ипак, у децембру је забележен опоравак кредитне активности, тако да је година завршена

<sup>14</sup> Обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња на крају 2023. износила је 137,9 млрд динара.

<sup>15</sup> Укључујући средства нерезидената, на 14,4 млрд евра.



с благим растом кредитне активности, мг. посматрано. Код кредита привреди значајан утицај на стање кредита потицао је и од доспећа кредита из гарантних шема, а код кредита становништву од септембра привремени негативан утицај на стање кредита потиче и од рачуноводственог третмана потраживања по основу стамбених кредита услед доношења одлуке о ограничавању каматних стопа за кориснике стамбених кредита с варијабилном каматном стопом.

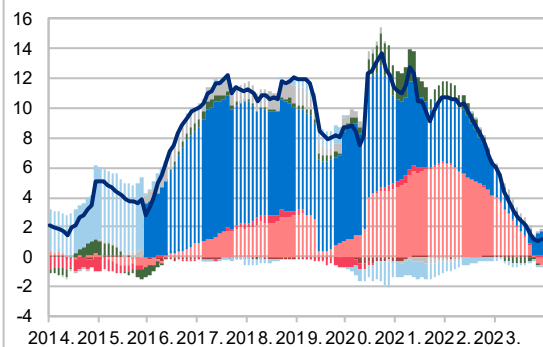
**Кредити привреди** су током 2023, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани за 13,8 млрд динара, вођени растом инвестиционих кредита, који су повећани за 28,4 млрд динара. Поред тога, повећани су и увозни кредити (за 3,5 млрд динара) и задужења по текућим рачунима (1,6 млрд динара). С друге





Графикон III.4.5. Доприноси м. расту кредита становништву

(у п.п., искључен ефекат промене дев изног курса)



— Остали\*  
— Инвестициони\*\*  
— За ликвидност и обртна средства\*\*  
— Готовински\*  
— Потрошачки  
— Стамбени  
— По трансакционим рачунима  
— Мг. стопа раста кредита, у %

Извор: НБС.

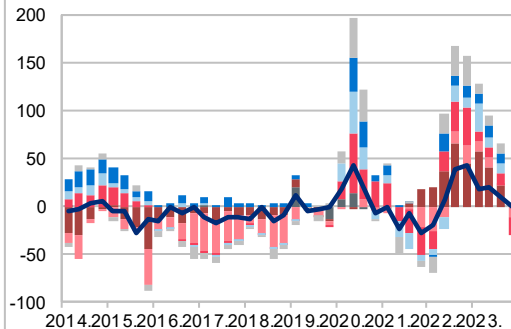
\* До децембра 2015. допринос готовинских кредита приказан је у оквиру доприноса осталих кредита.

\*\* Кредити одобрени предузетницима.

стране, смањени су остали некатегорисани кредити (–18,5 млрд динара), а у мањој мери и кредити за ликвидност и обртна средства (–1,2 млрд динара), на шта се одразило и доспеће кредита из гарантних шема. Таква кретања утицала су на то да током 2023. учешће инвестиционих кредита у укупним кредитима привреди буде повећано на 41,9%, док је учешће кредита за ликвидност и обртна средства смањено на 46,8% у децембру. С обзиром на то да су кредити из гарантних шема претежно били одобрени у динарима, смањено је стање динарских кредита (за 31,3 млрд динара), док су девизно индексирани кредити повећани за 45,1 млрд динара. Посматрано по делатностима, највише су се задужила предузећа из области пословања некретношћу, грађевинарства и саобраћаја, док се најизраженији пад задужења бележи код предузећа из области трговине, енергетике и пољопривреде. Посматрано по величини предузећа, под утицајем раздужења малих и микропредузећа, стање кредита одобрених делу тржишта које се односи на микропредузећа, мала и средња предузећа смањено је за 15,8 млрд динара, а њихово учешће у укупним кредитима привреди у децембру износило је 59,1%.

**Обим новоодобрених кредита привреди у 2023.** (1.163,7 млрд динара) био је нешто нижи (за 2,4%) у односу на претходну годину. Највећи део нових кредита привреди односио се на кредитне за ликвидност и обртна средства (62,3%), а следе их инвестициони кредити, са учешћем од 23,4%. Микропредузећа, мала и средња предузећа искористила су нешто више од половине одобрених кредита за ликвидност и

Графикон III.4.6. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



— Спремност на преузимање ризика  
— Проблематична потраживања  
— Изгледи у погледу тржишта некретношће  
— Очекивања у погледу опште економске ситуације  
— Конкурентност осталих банака  
— Трошков и извора за кредите  
— Други фактори  
— Кредитни стандарди

Извор: НБС.

Напомена: Раст у вредности у казује на поштравање, а пад на у блажавање кредитних стандарда.

обртна средства и скоро две трећине инвестиционих кредита.

**Кредити становништву**, по искључењу ефекта промене девизног курса, у 2023. повећани су за 16,8 млрд динара, вођени растом готовинских и потрошачких кредита, који су повећани за 22,2 млрд динара и 2,2 млрд динара, респективно. С друге стране, смањено је стање стамбених кредита<sup>16</sup> (–7,3 млрд динара) и осталих некатегорисаних кредита (–2,3 млрд динара). Током 2023. предузетници су повећали задужевање по основу инвестиционих кредита (1,9 млрд динара), док је стање кредита за ликвидност и обртна средства било готово непромењено. На крају године, учешће стамбених кредита у укупним кредитима становништву износило је 39,3%, а учешће готовинских кредита 44,7%.

Како би у околностима растућих каматних стопа смањила оптерећење корисника стамбених кредита, Народна банка Србије је у септембру донела одлуку<sup>17</sup> којом је ограничила каматну стопу за кориснике првог стамбеног кредита с променљивом каматном стопом, а чији уговорени износ не прелази 200.000 евра. Тим дужницима је привремено ограничена номинална каматна стопа за наредних 15 месеци, почев од октобарске рате, а банка неће имати право да од дужника потражује разлику у камати услед примене ове одлуке. Ограничењем каматне стопе рате већине кредита умањене су између 10% и

<sup>16</sup> Томе доприноси рачуноводствени третман стамбених кредита услед примене одлуке о ограничењу каматних стопа на стамбене кредитне, пошто је део потраживања привремено отписан с почетком њене примене. Тај износ ће се постепено враћати на стање стамбених кредита током 15 месеци, колико траје ова одлука.

<sup>17</sup> Одлука о привременим мерама за банке које се односе на стамбене кредитне физичким лицима, „Службени гласник РС”, бр. 78/2023.

25%, чиме ће се повећати расположиви доходак грађана, али не у мери којој би то могло да изазове веће инфлаторне притиске.

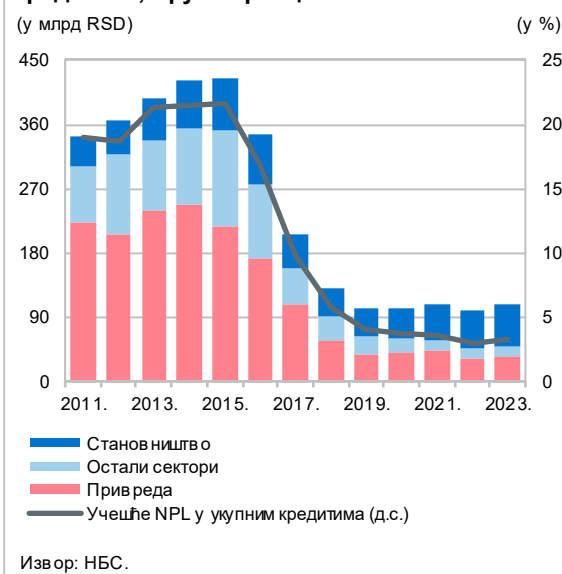
**Обим новоодобрених кредита становништву у 2023.** износио је 535,2 млрд динара, што је за 1,3% мање него у 2022. године. На готовинске кредите односило се 63,9% нових кредита у 2023, а на стамбене кредите 16,6% нових кредита становништву, што је ниже него у 2022. (када су у просеку чинили преко петине нових кредита становништву) и последица је повишених цена некретнина и трошкова задуживања.

**Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака**<sup>18</sup> показују да су банке, у складу са очекивањима, током 2023. наставиле с благим поопштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди, док су стандарди за становништво, након три тромесечја поопштравања, у Т4 задржани на непромењеном нивоу. На поопштравање кредитних стандарда привреди утицали су пре свега виши трошкови извора финансирања, а затим деловање конкуренције и повећана перцепција ризика услед неизвесности у погледу опште економске ситуације, ризичност захтеваног колатерала и проблематична потраживања, што се одразило на мању спремност за преузимање ризика. Банке су оцениле да је, укупно посматрано, привреда у већем делу године смањивала тражњу за кредитима, док се тражња становништва наизменично смањивала и повећавала. Тражњу привреде за кредитима подстицали су финансирање обртних средстава и реструктурирање дуга, док су аквизиције, а повремено и инвестиције, деловале у супротном смеру.

Према оцени банака, раст тражње становништва за кредитима вођен је претежно потребама за рефинансирањем постојећих кредита, а током Т4 и набавком трајних потрошних добара, уз позитиван утицај виших зарада, док је ситуација на тржишту непокретности, које карактеришу високе цене станова, деловала у супротном смеру.

**Бруто *NPL* показатељ** наставио је да се креће близу историјски најнижег нивоа током 2023. и у децембру је износио 3,2%, што указује на то да заопштравање финансијских услова није имало веће последице на квалитет активе банака. Бруто *NPL* показатељ код сектора привреде<sup>19</sup> није

Графикон III.4.7. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



промењен у односу на крај 2022. и у децембру је износио 2,1%, док је за сектор становништва<sup>20</sup> повећан за 0,4 п.п., на 4,4% крајем 2023. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 101,0% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 60,5% *NPL*.

**Показатељ адекватности капитала** на крају 2023. износио је 21,4%, што је за 1,2 п.п. више него крајем 2022. године и указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

## 5. Показатељи степена динаризације

У 2023. години Народна банка Србије наставила је да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије.

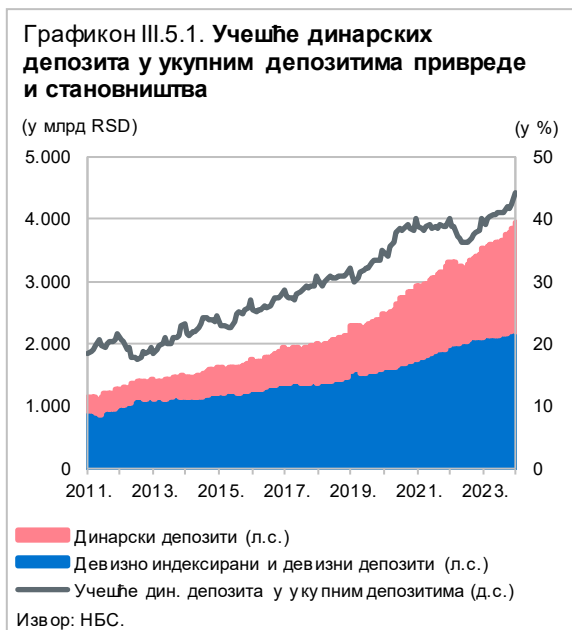
Мере монетарне политике које спроводи Народна банка Србије доприносе очувању макроекономске стабилности, релативне стабилности курса динара према евр, као и стабилности финансијског система, што представља главни предуслов за јачање поверења у динар.

Политиком обавезне резерве у 2023. настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Након повећања стопа обавезне резерве у септембру 2023, повећана је разлика између стопа обавезне резерве на динарске и на девизне изворе. Када је

<sup>18</sup> Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

<sup>19</sup> Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним у децембру је износило 2,4%.

<sup>20</sup> Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* у децембру је износило 4,3%.

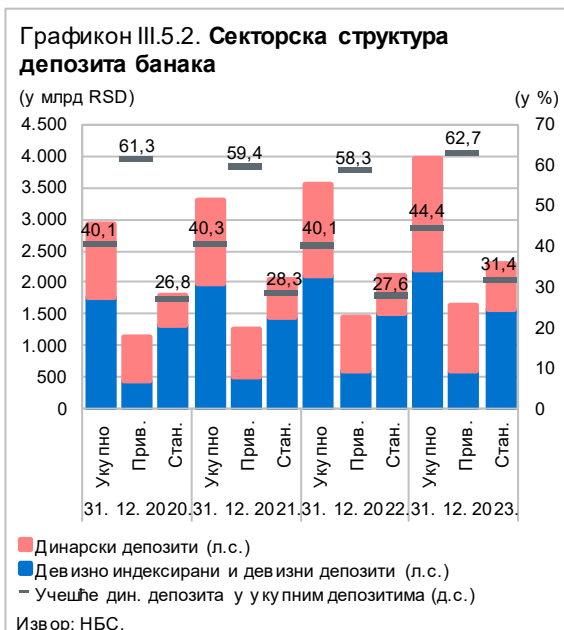


реч о политици ремунарације обавезне резерве, Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

Поред наведеног, динарске државне ХоВ и динарске обвезнице предузећа с прихватљивим бонитетом, за разлику од девизних ХоВ, укључене су у листу прихватљивог колатерала за монетарне операције Народне банке Србије, што у дугом року доприноси развоју тржишта капитала, кроз подстицај банкама да у својим портфолијима држе динарске ХоВ.

Степен динаризације, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву крајем 2023. износио је 34,4%, што је ниже (за 0,7 п.п.) у поређењу са крајем претходне године.

Посматрано по секторској структури, динаризација пласмана привреди постепено је смањивана од почетка 2022. до септембра 2023. године. То смањење се првенствено доводи у везу са отплатом кредита који су претходно одобравани у оквиру гарантних шема Републике Србије (прва и друга) као подршка економији у условима пандемије вируса корона, а у мањој мери и с већим ослањањем привреде на индексиране кредите приликом задуживања код банака. Међутим, под утицајем већег динарског кредитирања привреде, у Т4 2023. овој тренд је прекинут, тако да је степен динаризације пласмана привреди у овом периоду повећан (за 1,0 п.п.) и крајем године је износио 17,3%. И поред тога, посматрано на нивоу 2023. године, овај показатељ је смањен за 2,1 п.п.



Степен динаризације пласмана становништву у 2023. години порастао је (за 0,9 п.п.) и крајем године је износио 54,0%. Раст тог показатеља бележио се током већег дела године, под утицајем раста готовинских кредита, који се претежно одобравају у динарима. У истом смеру деловало је и успоравање стамбеног кредитирања, под утицајем заштравања монетарне политике ЕЦБ-а и повећања каматних стопа на евроиндексиране стамбене кредите, а које се доминантно реализује уз примену променљиве каматне стопе.

Степен динаризације депозита привреде и становништва током 2023. године наставио је да бележи дугорочни растући тренд и крајем године је забележио рекордно висок ниво од 44,4%. При томе, динаризација је повећана и код становништва и код привреде.

Након две године смањења, степен динаризације депозита привреде је у 2023. знатније повећан (за 4,4 п.п.), тако да је крајем године достигао 62,7%, што је рекордно висок ниво. Такво кретање је резултат знатно динамичнијег раста динарских депозита у поређењу с растом девизних депозита (23% наспрам 2%, респективно).

У 2023. знатније је повећан и степен динаризације депозита становништва (за 3,8 п.п.) и крајем године достигао је рекордна 31,4%. То повећање доводи се у везу с динамичним растом динарских депозита становништва (за 26%), у оквиру којих је посебно значајан раст динарске штедње,<sup>21</sup> која је 2023. године остварила најизраженији номинални раст откад се прате

<sup>21</sup> Укључујући и штедњу нерезидентна.





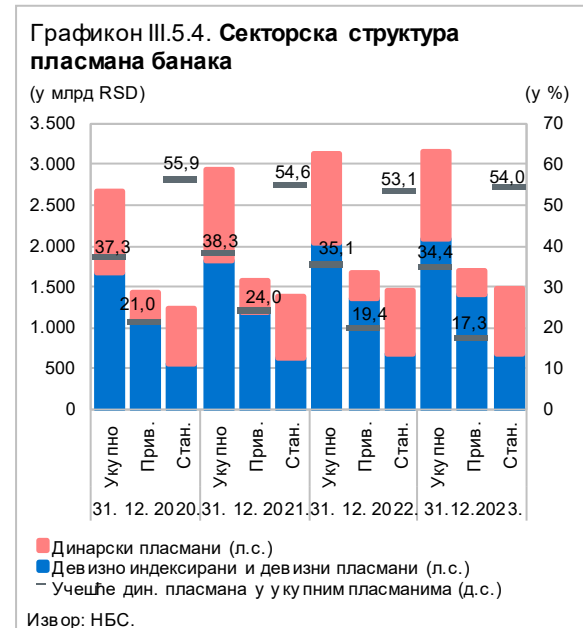
подаци (за 41,6 млрд динара, или 43%) и тиме достигла рекордан износ од 137,9 млрд динара крајем године.

Динамичном расту динарске штедње у протеклим месецима доприноси њена већа исплативост у поређењу с девизном штедњом. Према анализама које Народна банка Србије редовно спроводи и објављује, захваљујући релативној стабилности курса динара према еврџу, вишим каматним стопама на динарску штедњу у односу на девизну штедњу, као и повољнијем пореском третману камате на динарску штедњу (с обзиром на то да се камата на динарску штедњу не опорезује), штедња у домаћој валути била је исплативија од штедње у еврџима без обзира на период орочења, односно и у кратком и у дугом року, а што је дужи период орочења, та разлика је већа у корист домаће валуте.

Расту динарске штедње допринело је и повећање каматних стопа на динарску штедњу, делом под утицајем поштравања монетарне политике Народне банке Србије, а значајан је и утицај промотивних понуда и активности банака у периоду уочи и након Светског дана штедње, које су поједине банке задржале и у наредним месецима.

У наредном периоду очекује се да ће мере и активности које Народна банка Србије спроводи и које је донела у претходном периоду наставити да доприносе повећању динаризације. Једна од конкретних мера<sup>22</sup> која ће се примењивати почев од 2025. године предвиђа умањење капитала за

<sup>22</sup> Одлука о адекватности капитала банке, „Службени гласник РС”, бр. 103/2016, 103/2018, 88/2019, 67/2020, 98/2020, 137/2020, 59/2021, 67/2022, 137/2022, 48/2023 и 110/2023), члан 13а.

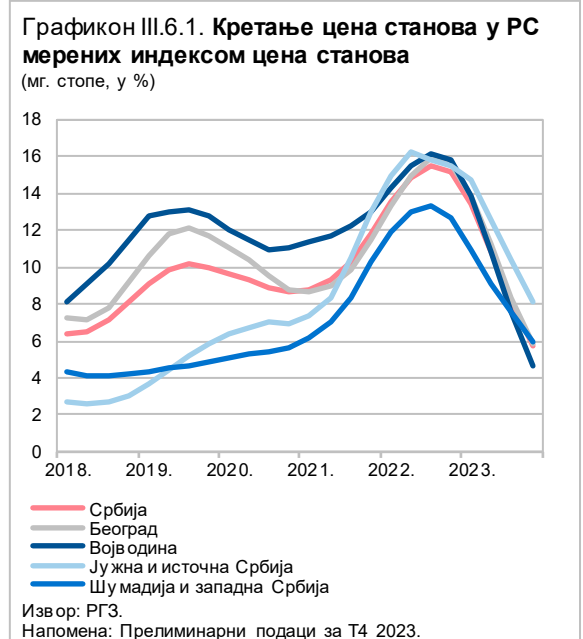


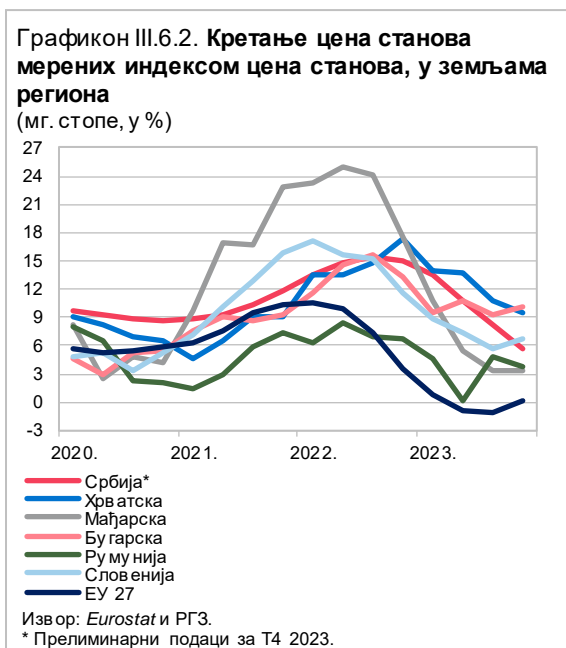
банке код којих учешће нових девизно индексираних кредита и кредита у иностраној валути одобрених нефинансијском и недржавном сектору од 1. јула 2023. премаши дефинисан лимит – при чему се тај лимит из године у годину постепено смањује, закључно са 2027. годином. На тај начин банке су стимулисане да у већој мери одобравају динарске кредите, уместо индексираних и девизних кредита.

## 6. Тржиште непокретности

У 2023. у односу на 2022. годину успорен је темпо раста цена некретнина и смањена активност купопродаје.

Према подацима Републичког геодетског завода, у 2023. број купопродаја, са укупно 121.627 реализованих трансакција, смањен је за





13% у односу на 2022. Укупан **обим новчаних средстава** на тржишту непокретности износио је 6,5 млрд евра и био је за 13% мањи него у 2022, од чега је 52,8% средстава утрошено у промету станова.

Подаци Републичког геодетског завода о **ценама некретнина** указују на наставак раста цена у 2023, али ипак нешто умеренијим темпом него у 2022. **Просечна цена станова новоградње** порасла за 1%, на 1.697 евра по квадратном метру (са 1.688 евра по квадратном метру), док је **просечна цена станова староградње** у Србији у 2023. износила 1.468 евра по квадратном метру и била је виша за 11% него у 2022. години (1.325 евра по квадратном метру). Просечна површина прометованог стана у новоградњи износила је 56 квадратних метара, а у староградњи 52 квадратна метра.

Као последица раста каматних стопа, смањује се број непокретности купљених из кредитних средстава – око 17% купљених станова финансирано је на овај начин (26% у 2022. години).

У међународном окружењу, према подацима Eurostat-а, цене станова у земљама региона такође настављају да расту успореним темпом. Највећи раст бележе Бугарска (10,1%) и Хрватска (9,5%), док је на нивоу Европске уније у целини забележен благи раст цена стамбених непокретности (0,2%).

**Према подацима РЗС-а, цена станова у новоградњи у Србији благо је порасла у 2023,** за 0,7% у односу на 2022, и то захваљујући расту у П1, док је у П2 била чак и нижа за 4,8% мг. Просечна цена станова новоградње у Србији у



просеку износила је 211.103 динара по квадратном метру. После Београда, у ком су повећане за 2,8% и достигле ниво од 312.011 динара по квадратном метру, највише цене новоградње у 2023. забележили су: Нови Сад (206.400 динара по квадратном метру), Чајетина/Златибор (197.521 динар по квадратном метру), нишка општина Медијана (176.336 динара по квадратном метру) и Врњачка Бања (172.663 динара по квадратном метру).

**Према подацима РЗС-а, укупан број издатих грађевинских дозвола у 2023. износио је 31.216 и повећан је за 6,4% у односу на претходну годину.** Раст је вођен већим бројем издатих дозвола за зграде (9,0% мг.), док број издатих дозвола за станове, први пут након девет година, смањен, за 1,4%.

## 7. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред током П1 су била стабилна, упркос наставку раста текуће инфлације почетком године, да би, с попуштањем инфлаторних притисака, у П2 они су успорили и приближили се границама циља за инфлацију Народне банке Србије. Смањење инфлационих очекивања за годину дана унапред и усидреност средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора говоре у прилог кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Према анкети агенције Блумберг, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** кретала су се током већег дела П1 на нивоу око 7%, да би до краја године била смањена на 4,5%, што је горња граница циља

Графикон III.7.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва\* (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

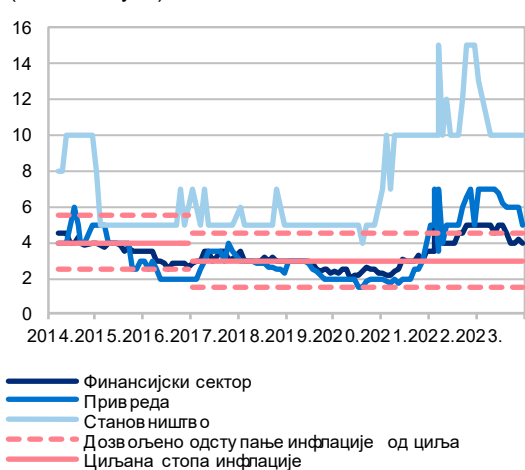
\* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

Народне банке Србије. Према резултатима анкета агенције Ипсос, ова очекивања била су стабилна на нивоу од око 8% током П1, након чега су смањена и у децембру су износила 5%.

**Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред** у П1 су била стабилна и износила су 10,0%, да би од јуна до краја године била снижена на ниво од 7%. Процент привредника који су очекивали раст цена својих готових производа и услуга у наредна три месеца био је више него двоструко мањи у односу на крај 2022. и износио је око 32%. Више од половине анкетираних предузећа у децембру није очекивао раст цена својих производа и услуга у наредних дванаест месеци (49,2%).

**Инфлациона очекивања становништва**, уобичајено виша од очекивања осталих сектора,

Графикон III.7.3. Очекивана инфлација за две године унапред\* (мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Графикон III.7.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред\* (мг. стопе, у %)



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

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

након десет месеци кретања на нивоу од 20%, у фебруару 2023. смањена су на 15%, где су се задржала већим делом године. Према резултатима квалитативне анкете, индекс очекиване инфлације бележио је ниже вредности од индекса перципиране инфлације, што указује на то да је становништво очекивало да инфлација у наредних дванаест месеци буде нижа од инфлације у претходној години дана.

**Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред** кретала су се у распону 4,0–5,0%, док су се за три године унапред налазила унутар граница циља Народне банке Србије. **Очекивања сектора привреде за две године унапред** смањена су са 7%, колико су износила почетком године, на 5% у децембру. Очекивања привреде за три године унапред током највећег дела године износила су 5,0%. **Инфлациона очекивања становништва** за две године унапред у априлу смањена су на 10% и задржала су се на том нивоу све до краја године, а толико су износила и очекивања за три године унапред.

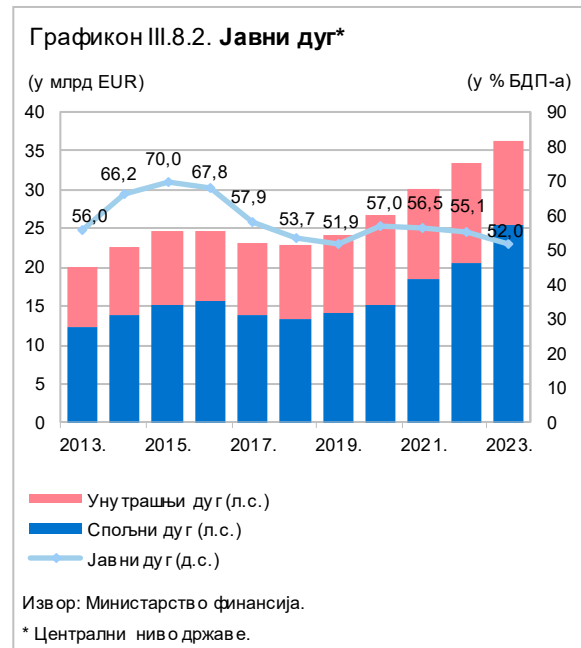
## 8. Фискална кретања

У 2023. години, на нивоу опште државе забележен је дефицит од 181,1 млрд динара (2,2% БДП-а). Истовремено, примарни биланс је био у дефициту од 31,8 млрд динара (0,4% БДП-а). Дефицит у 2023. нижи је за 46,4 млрд динара у односу на пројектовани ребалансом буџета за 2023. услед већих прихода од планираних, као и нижег извршења расхода, пре свега расхода за набавку робе и услуга и субвенције. Успешнији фискални резултат и мањи фискални импулс од очекиваног допринели су нижој инфлацији.



**Јавни приходи** су у 2023. порасли за 11,9% (370,0 млрд динара), при чему је раст остварен код свих категорија пореских прихода. Највећи раст међу пореским приходима, номинално посматрано, бележе приходи од доприноса за социјално осигурање, који су повећани за 108,6 млрд динара (допринос 3,5 п.п.), што је у највећој мери резултат раста масе зарада, и поред одлуке државе да смањи стопу доприноса на терет послодавца за 1 п.п. Прикупљен ПДВ у 2023. виши је за 63,4 млрд динара (с доприносом од 2,0 п.п.), што је делом резултат раста цена, а делом и реалног раста привреде, при чему треба имати у виду да је ПДВ на домаћу робу порастао за 92,3 млрд динара, с доприносом од 3,0 п.п., док је насупротив томе ПДВ из увоза смањен за 29,5 млрд динара, пре свега услед смањене вредности увоза енергената. На раст пореских прихода, готово у подједнакој мери, утицао је повећан порез на добит (с доприносом од 2,0 п.п.), будући да су порески обвезници у 2023. уплаћивали порез на добит остварену у 2022, када је забележено изузетно успешно пословање привреде. Порасли су и приходи од пореза на доходак (с доприносом од 1,5 п.п.), услед већ поменутог раста масе зарада.

**Јавни расходи** су у 2023. били виши него у 2022. за 9,8%, односно за 326,2 млрд динара. У 2023. години у односу на 2022. највише су повећани расходи за социјалну заштиту (с доприносом од 5,2 п.п., од чега су пензије допринеле са 4,1 п.п.), а потом расходи за запослене (2,4 п.п.) услед одлуке Владе Републике Србије да повећа плате и пензије током П2. На повећање јавних расхода утицала је већа куповина робе и услуга (2,1 п.п.), док су у нешто мањој мери утицале субвенције (са 1,6 п.п.), а потом капитални расходи и отплата камата са по 1,3 п.п. Када је реч о



капиталним расходима, у 2023. њихово извршење је било на нивоу од око 97% у односу на план из *Ревидиране фискалне стратегије* (584,4 млрд динара) и били су номинално виши за 42,5 млрд динара него у 2022. години.

**Јавни дуг централне државе** на крају 2023. износио је 36,2 млрд евра, а његово учешће у БДП-у било је на нивоу од 52,0%. Ако се упореди са стањем на крају 2022, учешће јавног дуга у БДП-у на крају 2023. ниже је за 3,1 п.п., што је готово у целости резултат вишег номиналног БДП-а за 2023. (допринос смањењу учешћа дуга у БДП-у од 7,4 п.п.). У мањој мери, на смањење учешћа јавног дуга у БДП-у утицао је пад стања дуга у динарима (допринос 0,9 п.п.), као и курсне разлике услед јачање динара према долару и осталим валутама.

## 9. Агрегатна тражња

Реални раст БДП-а у 2023. години износио је 2,5% и био је вођен нето извозом, а затим фиксним инвестицијама. Позитиван допринос потекао је и од потрошње домаћинства и државе, док је смањење залиха (с обзиром на то да је њихов велики део искоришћен током године за домаћу потрошњу, а делом и за извоз) негативно утицало на раст БДП-а у 2023. години.

**Приватна потрошња** је на нивоу 2023. повећана за 0,8% захваљујући њеном опоравку у П2. На раст потрошње домаћинства упућује раст реалног промета у угоститељству, који је у 2023. повећан за 9,4%, као и раст увоза потрошне робе, који је, иако је постепено успоравао током године, повећан за 5,2%. С попуштањем инфлаторних притисака, и реални промет у трговини на мало опоравио се крајем Т3 и током

Графикон III.9.1. Доприноси м. стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)

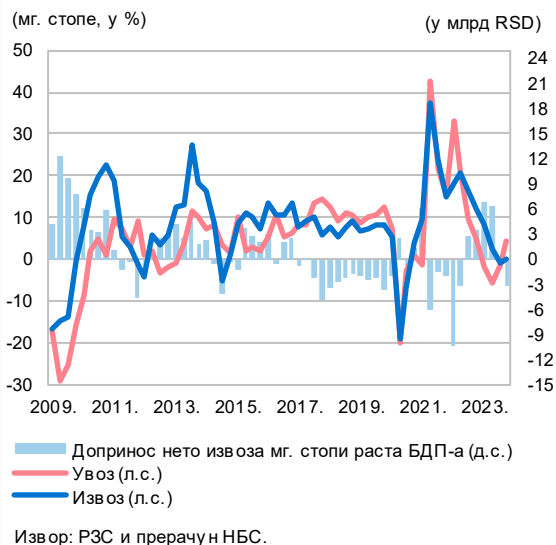


T4, али је на нивоу године ипак забележио пад од 1,9%. Примарни извор финансирања потрошње – маса зарада, као и претходних година, био је покретач раста потрошње. У 2023. години маса зарада је повећана за 17,0% номинално, односно 4,0% реално. И кредити су допринели расту потрошње, с обзиром на то да је остварен раст кредита намењених потрошњи (готовински и потрошачки кредити, дозвољени минус по текућем рачуну, кредитне картице) на нивоу године износио 1,7%. С друге стране, дознаке су, након две године снажног раста, у 2023. благо смањене (за 0,6%), што је у највећој мери последица високе базе из претходне године, а делом и успоравања економске активности и растућих трошкова живота у земљама западне Европе, из којих се и бележи највећи прилив дознака.

Државна потрошња је повећана за 0,3% у 2023. (и допринос расту БДП-а за 0,1 п.п.), тако да је укупна домаћа потрошња порасла за 0,8%, уз допринос расту БДП-а од 0,6 п.п.

Упркос израженим геополитичким тензијама, задржана је позитивна динамика **приватних инвестиција**, које су у 2023. повећане за 3,3%. На раст инвестиционе активности указује раст производње машина и опреме од 5,1%. Истовремено, повећана је вредност изведених радова за 11,7%, као и број издатих грађевинских дозвола за 6,4%. Процењујемо да је већина инвестиција финансирана из сопствених извора, на шта указује пре свега остварена профитабилност привреде из претходне године, од око 864 млрд динара, као и знатан прилив СДИ (од 4,5 млрд евра), који је премашио и рекордан ниво из претходне године. Део раста подржан је и инвестиционим кредитима, који су

Графикон III.9.2. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



у 2023. повећани за 3,8%. Наставак реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава допринео је расту **државних инвестиција** за 5,4% у 2023. У складу с тим, укупне фиксне инвестиције повећане су за 3,9% у 2023, уз допринос расту БДП-а од 0,9 п.п.

С друге стране, с обзиром на то да је велики део залиха из претходних година искоришћен током 2023. године за домаћу потрошњу, а делом и за извоз, смањење залиха негативно је утицало на раст БДП-а у 2023. години (допринос од -1,5 п.п.).

Највећи позитиван допринос расту БДП-а у 2023. години дао је **нето извоз (допринос 2,5 п.п.)**, што је резултат реалног раста извоза робе и услуга (2,4%) и пада увоза (-1,1%), што је

Графикон III.9.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије (тримесечни покретни просек, дес.)



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



кључно определило позитивна кретања у ПП. Расту извоза су допринеле пре свега претходне инвестиције у разменљиве секторе, које су знатно повећале извозну понуду прерађивачке индустрије, као и опоравак производње у сектору енергетике, који је омогућио и извоз електричне енергије.

## 10. Економска активност

Упркос смањењу екстерне тражње у условима успоравања економске активности зоне евра, нашег најважнијег спољнотрговинског партнера, и израженим геополитичким тензијама, раст БДП-а у 2023. другу годину заредом, износио је 2,5%. Раст је био вођен већом активношћу у свим производним и већини услужних сектора. При томе, готово подједнак допринос потекао је од грађевинарства, индустрије и пољопривреде.

Раст **индустријске производње** у 2023. (2,3%) вођен је опоравком у **електроенергетском сектору**, чији је обим производње, након проблема крајем 2021. и почетком 2022, у 2023. стабилизован и повећан за 12,7%. **Прерађивачка индустрија** је повећана за 0,7%, што потврђују и подаци о оствареном обиму производње прерађивачке индустрије (0,8%). Раст обима производње забележен је у половини од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос обезбедила је производња рачунара и електронских производа, затим моторних возила (и приколица) и хране. С друге стране, највећи негативан допринос расту прерађивачке индустрије потекао је од смањења обима производње металних производа, кокса и деривата нафте и хемијских производа. Обим производње у **рударству**, након стопе раста од преко 20% (делом и услед проширења

Графикон III.10.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, 2019 = 100)



производних капацитета) у две узастопне године, у 2023. је био готово непромењен.

**Грађевинарство** је у 2023. години забележило раст од готово 9%, што је делом резултат ниске базе из претходне године, а делом наставак реализације значајних саобраћајних инфраструктурних пројеката (обилазница око Београда, делови Моравског коридора, железничка пруга Нови Сад – Суботица). На раст грађевинске активности указује и вредност изведених радова, која је у 2023. години већа за 11,7%. Истовремено, повећан је број издатих грађевинских дозвола за 6,4%.

**Услужни сектори**, збирно посматрано, забележили су раст за 2,0% у 2023, уз допринос расту БДП-а од 1,1 п.п. То потврђују пре свега

Графикон III.10.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Графикон III.10.3. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)





показатељи из области туризма, с обзиром на то да је промет у туризму, мерен бројем долазака и ноћења туриста, повећан за 8,4% и 1,6%, респективно. Такође, реални промет у угоститељству већи је за 9,4%. С друге стране, реални промет у трговини на мало смањен је за 1,9%, што се може довести у везу с повишеним ценама хране, али и с базним ефектом, пошто је почетком претходне године (нарочито у марту) знатно порасла куповина основних животних намирница након избијања сукоба у Украјини.

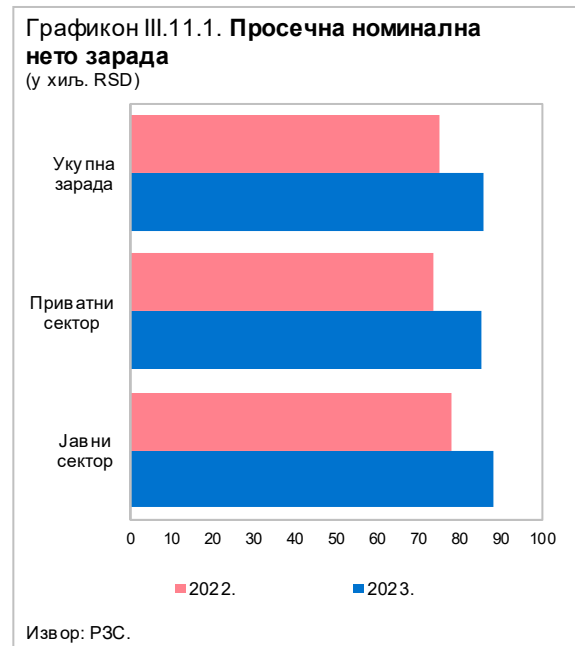
**Пољопривредна производња**, након две узастопне лоше сезоне, забележила је готово двоцифрени раст у 2023. години, од преко 8%, и допринела је расту БДП-а за 0,4 п.п.

**Нето порези** су благо повећани у односу на претходну годину и допринели су расту БДП-а за 0,1 п.п.

Посматрано по тромесечјима, динамика привредног раста је знатно убрзала у П2. Мг. раст је убрзан са 1,2% у П1, на 3,7% у П2, при чему је тромесечни раст у Т4 износио близу 1% дсз., што доприноси високом ефекту пренетих тенденција за 2024. и олакшава постизање пројектоване стопе раста, која се креће у распону 3–4%, с централном вредношћу од 3,5%. При томе, у свим тромесечјима остварен је позитиван раст БДП-а.

## 11. Зараде и запосленост

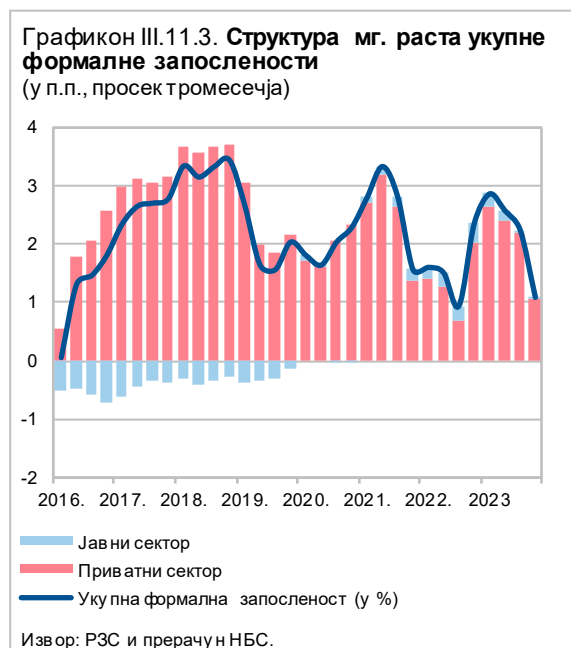
Повољна кретања на тржишту рада настављена су током 2023, о чему сведоче даљи раст запослености и смањење броја незапослених, уз двоцифрени мг. раст зарада.



На нивоу целе 2023. просечна **номинална нето зарада** износила је 86.007 динара, чиме је остварила мг. раст од 14,8%. При томе, бржи раст забележиле су зараде у приватном сектору (15,5%) него у јавном сектору (13,3%), што је допринело даљем смањењу јаза између плата у јавном и приватном сектору (који је на нивоу године износио 1,04). Минимална цена рада повећана је на 230 динара по сату почетком године, док је медијална нето зарада у 2023. у просеку износила 65.670 динара.

И током 2023. раст зарада је остао широко распрострањен, што потврђују више зараде у свим привредним делатностима, при чему је највиши раст забележен у областима трговине (15,7%), саобраћаја (15,5%) и државне управе (15,3%).



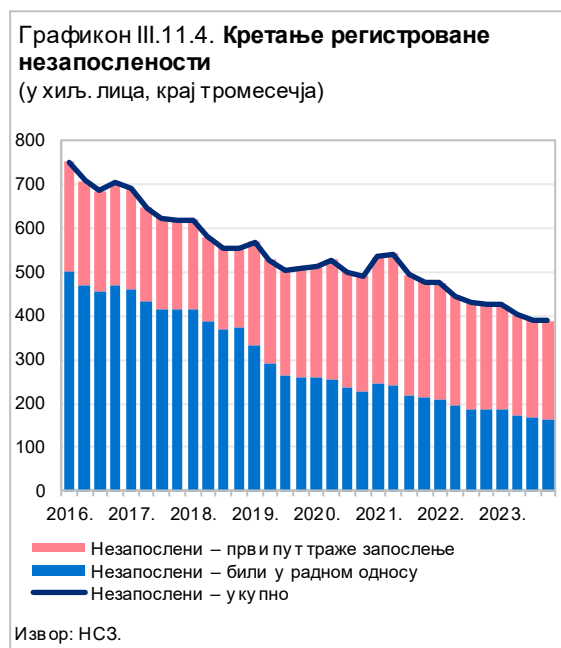


Као доминантан извор потрошачке тражње, укупна номинална **нето маса зарада** порасла је у 2023. за 17,0%, захваљујући расту номиналних зарада у свим делатностима, као и повећању формалне запослености.

Према нашој процени, **продуктивност укупне економије** успорила је раст са 0,9% у 2022. на 0,3% у 2023, услед бржег раста запослености у 2023. у односу на претходну годину.

Укупан **број формално запослених** у 2023. у просеку је повећан за око 51 хиљаду лица (2,2%), због раста запошљавања код правних лица (за око 38 хиљада лица) и предузетника (за око 16 хиљада лица), док је истовремено смањен број индивидуалних пољопривредника (за око 3 хиљаде лица). При томе, повећању формалне запослености у највећој мери допринело је запошљавање у приватном сектору. Запосленост у приватном сектору на крају 2023. износила је око 1,75 млн лица, али је услед флексибилније контроле запошљавања код корисника јавних средстава порасла формална запосленост и у јавном сектору, која је достигла ниво од око 611 хиљада лица у децембру.

Највећи број новозапослених у 2023. у просеку је забележен у ИКТ сектору и стручним, научним, иновационим и техничким услугама (за по 13 хиљада лица), за којима следи прерађивачка индустрија (око 6 хиљада лица). У истом периоду, број запослених је порастао и у осталим делатностима које претежно припадају приватном сектору, изузев у административним и помоћним услугама и пољопривреди, где је запосленост у 2023. у просеку смањена за око 2 хиљаде и хиљаду лица, респективно. Током 2023. повећан је и број запослених у јавном сектору,



доминантно вођен растом запослености у здравству (за око 5 хиљада лица).

Током 2023. настављен је вишегодишњи тренд смањења **регистроване незапослености**, која је у децембру износила 393.095 лица, што је за око 39 хиљада незапослених мање него годину дана раније, према подацима Националне службе за запошљавање. При томе, мг. пад броја незапослених остварен је у свим групама занимања унутар производног и услужног сектора.

Према резултатима Анкете о радној снази, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т4 2023. износила је 71,5%, док је стопа активности





(старији од 15 година) износила 55,6%, при чему су повећане за 1,2 п.п. и 1,4 п.п., респективно, у односу на исти период претходне године. Стопа укупне незапослености од 9,1% у Т4 2023. мања је за 0,3 п.п. него у истом периоду 2022, док је стопа запослености у истом периоду порасла за 1,3 п.п. и достигла ниво од 50,5%.

## IV. Очекивана кретања кључних макроекономских показатеља за 2024. годину

Одлуке монетарне политике донете током 2023. у великој мери су биле опредељене очекивањима и макроекономским пројекцијама за 2024. годину. Према пројекцијама, које су се у потпуности оствариле за 2023. и у погледу инфлације, дефицита текућег рачуна платног биланса и реалног раста БДП-а, за 2024. очекивао се наставак повољних трендова – наставак опадајуће путање инфлације и убрзање привредног раста, уз раст инвестиција, запослености и очување животног стандарда грађана.

Према пројекцијама из 2023, очекивало се да би **инфлација** средином 2024. године требало да се врати у границе циља, а до краја године да се приближи централној вредности циља од 3%. Томе би највише требало да допринесу ефекти претходног заоштравања монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака, наставак успоравања увозне инфлације, као и даљи очекивани пад инфлационих очекивања.

Очекивало се убрзање **привредног раста** у 2024. на распон 3–4%, с централном вредношћу од 3,5%, што говори у прилог „меког приземљења”, тј. да су ефекти заоштравања монетарне политике на економску активност и финансијску стабилност били минимални. Према проценама, пројектовани раст БДП-а водиће домаћа тражња. Раст приватне потрошње биће подржан даљим растом запослености и реалним растом зарада, али ће потрошња ипак спорије расти од укупног БДП-а, због чега не очекујемо веће инфлаторне притиске по том основу. Услед наставка реализације пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, очекујемо позитиван допринос и од фиксних инвестиција, које повећавају производни потенцијал земље. Ефекти претходних инвестиција у извозно оријентисане секторе одразиће се на раст извоза и у 2024, при чему ће очекивани снажан раст увоза, пре свега опреме и репроматеријала, условити негативан допринос нето извоза.

Ако се узме претходно у виду, **дефицит текућег рачуна**, који је у 2024. пројектован на 4% БДП-а, и даље ће бити у пуној мери покривен нето приливом СДИ. Очекивани наставак прилива СДИ и изражена тражња нерезидената за динарским ХоВ сведоче о повољним макроекономским изгледима и отпорности на негативне потресе из међународног окружења.

Приликом доношења одлука монетарне политике имало се у виду да, према *Ревидираној фискалној стратегији за период 2024–2026 године*, средњорочни фискални оквир предвиђа смањење **учешћа јавног дуга у БДП-у, уз планирано ограничавање дефицита државе** на 2,2% у 2024. У расходима државе приоритет ће и у наредном периоду имати инфраструктурни и капитални пројекти, с планираним уделом капиталних расхода око 6–7% БДП-а у 2024–2026. години. Према оцени Народне банке Србије, смањење дефицита државе у наредном периоду допринело би нижим инфлаторним притисцима, што би заједно са опадајућом путањом јавног дуга позитивно утицало на кредитни рејтинг и премију ризика земље.

## Списак графикана и табела

### Графикони

II.1.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	7
II.2.1.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.2.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	11
II.2.3.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	12
II.3.1.	Мг. инфлација на крају 2022. и 2023.	13
II.3.2.	Укупна и базна инфлација	13
II.3.2.	Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији током 2023.	14
III.1.1.	Процене реалног раста БДП-а за 2023. и пројекције за 2024.	15
III.1.2.	Реални раст БДП-а у зони евра и САД у 2023.	15
III.1.3.	Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији у 2023.	16
III.1.4.	Реални раст БДП-а у изабраним земљама средње и југоисточне Европе у 2023.	16
III.1.5.	Просечна инфлација у 2023. и пројекције за 2024.	17
III.1.6.	Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом у 2023.	17
III.1.7.	Кретање ИПЦ-а за поједине земље средње и југоисточне Европе у 2023.	17
III.1.8.	Кретање референтних стопа по земљама	18
III.1.9.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	19
III.1.10.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	20
III.1.11.	Кретање светских цена злата и нафте	20
III.1.12.	Кретање цена природног гаса, термалног угља и минералних ђубрива	21
III.1.13.	Индекс светских цена примарних производа	21
III.1.14.	Индекс светских цена хране	21
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	22
III.2.2.	Структура финансијског биланса	23
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	24
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	25
III.3.1.	Кретање каматних стопа	26
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	26
III.3.3.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	27
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	27
III.3.5.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	28
III.3.6.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	28
III.3.7.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	29
III.3.8.	Кретање курса динара и евра према долару	29
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	30
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	30
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	31
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	31
III.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	31
III.4.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	32

III.4.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	32
III.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним пласманима, бруто принцип	33
III.5.1.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима банака привреди и становништву	34
III.5.2.	Секторска структура депозита банака	34
III.5.3.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреде и становништва	35
III.5.4.	Секторска структура пласмана банака	35
III.6.1.	Кретање цена станова у РС мерених индексом цена станова	35
III.6.2.	Кретање цена станова мерених индексом цена станова, у земљама региона	36
III.6.3.	Кретање броја издатих грађевинских дозвола за станове и завршених станова	36
III.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	37
III.7.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	37
III.7.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	37
III.8.1.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	38
III.8.2.	Јавни дуг	38
III.9.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна	39
III.9.2.	Извоз и увоз робе и услуга	39
III.9.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	39
III.10.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	40
III.10.2.	Кретање показатеља економске активности	40
III.10.3.	Показатељи грађевинске активности	40
III.10.4.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	41
III.11.1.	Просечна номинална нето зарада	41
III.11.2.	Просечне номиналне нето зараде по делатностима	41
III.11.3.	Структура м.г. раста укупне формалне запослености	42
III.11.4.	Кретање регистроване незапослености	42
III.11.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	42

## Табеле

III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	22
III.3.1.	Кредитни рејтинг	29
III.4.1.	Монетарни преглед	30