



ПРИМЉЕНО: 26 .09. 2022

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
ГУВЕРНЕР

КГ.бр. 23781/1/22

Орг јед	Број	Прилог	Вредност
03	400-1918	18	22

Београд, 26 . септембра 2022.

НАРОДНА СКУПШТИНА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

У складу с чланом 71. став 3. Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015 – одлука УС и 44/2018), достављамо вам Полугодишњи извештај о монетарној политици (јануар – јун 2022), са образложењем свих фактора који су утицали на спровођење те политике – који је Извршни одбор Народне банке Србије усвојио на седници одржаној 8. септембра 2022. године.

С поштовањем,



Др. Ђоргованка Табаковић
Др. Ђоргованка Табаковић

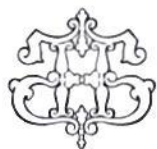


Народна банка Србије

2022

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Интерно до достављања Народној скупштини

**ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ
ЈАНУАР–ЈУН 2022.**

Београд, септембар 2022.

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.¹

Статутом Народне банке Србије² 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.

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2022. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. септембра 2022. 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

¹ 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.

² „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 спону
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
NP1 – проблематични кредити
ОРЕС – 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
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика од почетка 2022. године	7
2. Инструменти монетарне политике	9
Операције на отвореном тржишту	9
Депозитне и кредитне олакшице	10
Обавезна резерва	10
Каматне стопе	11
Операције на девизном тржишту	11
Девизне своп аукције Народне банке Србије.....	11
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2022. године	12
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	14
1. Међународно окружење	14
Економска активност и инфлација	14
Монетарна политика	16
Финансијска и робна тржишта	18
2. Међународне трансакције	21
Платнобилансна кретања и девизне резерве.....	21
Међународна инвестициона позиција земље	23
3. Кретања на финансијском тржишту	24
Каматне стопе	24
Кретања на девизном тржишту и курс динара	27
4. Новац и кредити	28
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	28
Кредити банака	29
5. Показатељи степена динаризације.....	31
6. Тржиште непокретности	33
7. Инфлациона очекивања	33
8. Фискална кретања	35
9. Агрегатна тражња	36
10. Економска активност	37
11. Зараде и запосленост	39
Списак графикана и табела	42

Резиме

Макроекономска кретања у међународном окружењу и Србији од почетка 2022. године обележио је раст инфлаторних притисака, што се одражавало и на одлуке монетарне политике Народне банке Србије. **Цене енергената и хране на светском тржишту** наставиле су снажан раст и у 2022, што се преливало на произвођачке цене, а затим и на малопродајне (потрошачке) цене. Растућа глобална тражња, често и наткомпензација пропуштене потрошње, подстакнута укидањем рестриктивних здравствених мера и монетарним и фискалним стимулансима, није била праћена одговарајућим прилагођавањем понуде, која је била оптерећена застојима у глобалним ланцима снабдевања и знатно вишим ценама контејнерског транспорта. То је, између осталог, довело и до знатног раста цена енергената у последњем тромесечју 2021. године, који је био подстакнут и повећањем залиха од стране појединих водећих светских економија. Након тога, заостравање геополитичких тензија од почетка 2022. и избијање сукоба у Украјини изазвали су додатан раст већ високих светских цена енергената, примарних пољопривредних производа и индустријских сировина (с обзиром на то да су Русија и Украјина значајне светске извознице житарица, а Русија и нафте и природног гаса, као и појединих племенитих метала), тако да су ове цене достигле или прстигле историјски највише нивое. На растуће инфлаторне притиске централне банке су реаговале заостравањем својих монетарних политика, што је за последицу имало и заостравање глобалних финансијских услова. При томе, **степен реакције монетарних политика централних банака разликовао се по земљама** у зависности од јачине додатних генератора инфлаторних притисака, пре свега домаће тражње и услова на тржишту рада. За разлику од других земаља у региону у режиму циљања инфлације, у Србији **домаћа тражња и фактори с тржишта рада нису у већој мери деловали инфлаторно, што објашњава то зашто је Народна банка Србије у претходном периоду у мањој мери заостравала монетарне услове** него што су то чиниле централне банке у региону.

Имајући у виду изузетно отежане околности у међународном окружењу, можемо рећи да су **домаћи макроекономски услови спровођења монетарне политике у досадашњем делу 2022. године повољни.** Томе је допринео ефикасан и координиран одговор монетарне и фискалне

политике на пандемију и енергетску кризу, као и на друге потресе из међународног окружења у претходном периоду, захваљујући чему су очувани инвестиционо и потрошачко поверење, производни капацитети и радна места.

Зато је у Србији, упркос ескалацији геополитичких тензија проузрокованих конфликтом у Украјини, **задржана релативно висока стопа раста економске активности,** која је током прве половине ове године износила 4,1% међугодишње. Остварени привредни раст је био изнад очекивања, која су била скромнија с обзиром на негативне ефекте сукоба у Украјини на глобални привредни раст. Раст је био вођен повећањем активности у услужним секторима, што се донекле дугује и базном ефекту проузрокованом пандемијом вируса корона. Поред тога, допринос расту је потекао и од индустрије, као и по основу нето пореза, док је активност у грађевинарству смањена у односу на рекордан ниво из прве половине 2021. Непромењен ниво активности ове године очекујемо у пољопривреди услед неповољнијих временских прилика, тј. суше у летњим месецима, као што је то био случај и прошле године, а постоји ризик да перформансе пољопривреде буду нешто лошије од пројектованих. Посматрано с расходне стране, привредни раст је у првој половини године био вођен потрошњом, растом залиха, као и инвестицијама у фиксне фондове. Током прве половине године надмашене су и пројектоване реалне стопе раста извоза упркос успоравању екстерне тражње, али је допринос нето извоза и даље био негативан због количинског раста увоза енергената.

У складу с кретањем економске активности, у првој половини 2022. **настављена су повољна кретања и на домаћем тржишту рада,** о чему сведочи даље повећање просечних зарада и формалне запослености, уз истовремено смањење регистроване незапослености. Тако је, према доступним подацима за прву половину 2022, просечна номинална нето зарада износила 72.945 динара, што је за 13,5% више него у истом периоду прошле године, при чему је раст зарада у приватном сектору био двоструко бржи него у јавном сектору. Од почетка 2022. бележи се бржи међугодишњи раст номиналних нето зарада од раста инфлације, што указује на очувани раст реалних доходака и по том основу куповне моћи становништва. Када је у питању формална

запосленост, она је у првој половини године премашила 2,3 милиона лица и јуну је била већа за 31 хиљаду лица него годину дана раније, док је регистрована незапосленост наставила да се смањује и у јуну је спуштена на 444.213 лица, што је за 96,5 хиљада незапослених мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци. Таква кретања резултат су наставка прилива инвестиција и сведоче о отпорности тржишта рада, упркос и даље присутним последицама пандемије и других потреса из међународног окружења, које су у великој мери саниране захваљујући економским мерама државе.

Фискална кретања и у 2022. години карактерише бржи раст прихода од очекиваног, што отвара простор за додатну реакцију фискалне политике у случају даљег заоштравања светске енергетске кризе. Економске мере Владе усмерене на ограничење цена основних животних намирница и енергената на домаћем тржишту настављају да делују у смеру ублажавања инфлаторних притисака и спречавања већих негативних ефеката на животни стандард грађана и пословну активност предузећа. При томе, ефекти смањених акциза на нафтне деривате за 15–20% неутралисани су растом прихода по другим основама, што доприноси нижем дефициту опште државе, који је у првој половини године износио 15,6 милијарди динара и био нижи за око 60% него у истом периоду претходне године. Новим средњорочним фискалним планом, који је рађен на бази макроекономских пројекција из прве половине ове године, пројектовано је смањење учешћа дефицита опште државе у бруто домаћем производу на 3% ове године, а затим до краја 2025. његово спуштање на 0,5%, што ће обезбедити да јавни дуг има опадајућу путању и снижи се на ниво од око 51% крајем 2025. Фискална политика ће, у складу с расположивим фискалним простором, у наредном периоду бити усредсређена на даље смањење укупног пореског оптерећења рада, чиме се додатно растерећује привреда и повећава њена конкурентност. На расходној страни, приоритет ће имати инфраструктурни и капитални пројекти (издвајања државе за капиталне инвестиције пројектују се на око 6–7% бруто домаћег производа годишње), као и политика пензија и плата, при чему ће се водити рачуна о томе да се повећањем ових највећих категорија расхода њихова учешћа у бруто домаћем производу не повећавају изнад нивоа достигнутих пре пандемије и не изазову већи инфлаторни притисци са стране тражње.

Према прелиминарним подацима, текући дефицит платног биланса у првој половини ове године износио је 2,6 милијарди евра (9,6% бруто домаћег производа), што је за 1,9 милијарди евра више него у истом периоду 2021. Целокупно повећање дефицита текућег рачуна у поређењу са истим периодом претходне последица је **повећане вредности увоза енергената, првенствено због раста њихових цена на светском тржишту.** Увоз енергената износио је 3,1 милијарду евра и већи је за 2,1 милијарду евра у односу на прву половину 2021, а око 80% тог повећања односи се на раст цена, а 20% на раст увезених количина. У супротном смеру деловао је наставак раста робног извоза по релативно високим стопама (32,7% међугодишње). Упркос успоравању екстерне тражње, у поређењу са истим периодом претходне године, извоз је био виши у 22 од 23 области прерађивачке индустрије. Такође, повећани су приливи по основу дознака, као и суфицит у размени услугама, захваљујући опоравку туризма и наставку интензивног раста извоза ИКТ сектора. На нивоу ове године очекујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу бити око 9,4%, првенствено због високих цена енергената на светском тржишту. У средњем року, раст извозних капацитета, уз очекивано смањење негативних ефеката екстерне тражње и неповољних односа размене, треба да допринесе постепеном смањењу дефицита текућег рачуна и очувању екстерне одрживости.

Екстерној одрживости допринеће и наставак релативно високог **прилива страних директних инвестиција у Србију**, који се од средине априла вратио на нивое које је бележио пре избијања конфликта у Украјини и у првих шест месеци достигао је 1,6 милијарди евра. Очекујемо да ће прилив по основу страних директних инвестиција у овој години износити око 3,4 милијарде евра (3,3 милијарде евра у нето изразу), што је блиско очекивањима и за наредне године. Поред страних директних инвестиција, прилив капитала је остварен и по основу кредитног задужења резидената у иностранству, док је одлив регистрован по основу трговинских кредита, већег износа средстава банака на рачунима у иностранству и портфолио инвестиција. **Бруто девизне резерве** Народне банке Србије су на крају прве половине 2022. године износиле 14,78 милијарди евра и биле су мање за 1,68 милијарди евра него на крају 2021. Њихов ниво је и даље адекватан и обезбеђује заштиту од потреса из међународног окружења – покривеност новчане масе М1 од 136% и пет месеци увоза робе и услуга. Истовремено, **нето девизне резерве** су износиле 11,91 милијарду евра и биле су мање за 1,80 милијарди евра у

односу на крај 2021. У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне хартије од вредности чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и првокласних иностраних банака).

Инфлација у Србији, као и у већини других земаља у свету, наставила је да се креће узлазном путањом и током досадашњег дела 2022. године. Услед геополитичких тензија између западних земаља и Русије и по том основу настављеног раста светских цена енергената и још увек високих светских цена хране, међугодишња инфлација у Србији достигла је у јуну 11,9%, од чега се преко две трећине доприноса и даље односи на цене хране и енергије. Под утицајем увозне инфлације расла је и **базна инфлација**, али је она била знатно нижа од укупне инфлације и у јуну је износила 6,7% међугодишње. Релативно нижа базна инфлација остварена је захваљујући пре свега **ограничавању преливања раста увозних цена на домаће цене путем релативне стабилности девизног курса**, а ефекат је имало и задржавање средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора у границама циља.

Депрецијацијски притисци, који су били присутни од четвртог тромесечја 2021. услед повећаног увоза енергената, додатно су појачани током првог тромесечја ове године у условима геополитичких тензија и ескалације кризе у Украјини. Ти притисци су знатно ослабили у априлу, а од маја преовлађују апрецијацијски притисци. И у условима повећане глобалне неизвесности, која карактерише досадашњи део 2022. године, Народна банка Србије очувала је релативну стабилност курса динара према евр, пажљиво пратећи факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на кретања на домаћем девизном тржишту и реагујући правовремено и одмерено. Посматрано од почетка године закључно с крајем јуна, **динар је према евр номинално био јачи за око 0,2%**, док је, због слабљења евра према долару на међународном тржишту, динар према долару ослабио за 7,4%. Народна банка Србије је до краја јуна на међубанкарском девизном тржишту интервенисала нето продајом девиза у износу од 1,79 милијарди евра.

Узимајући у обзир то да инфлацију у Србији у највећој мери опредељују трошковни притисци из међународног окружења и водећи рачуна о важности континуитета привредног раста у условима неповољнијих изгледа за раст светске привреде и јачања ризика од рецесије у многим

земљама, **Народна банка Србије наставила је да умерено заоштрава монетарне услове.** За разлику од других земаља у региону у режиму циљања инфлације, домаћа тражња и фактори с тржишта рада у Србији нису у већој мери деловали инфлаторно, па је Народна банка Србије започела циклус заоштравања монетарне политике без промене референтне каматне стопе тако што је од октобра 2021. повећавала просечну пондерисану каматну стопу на једнонедељним реверзним репо аукцијама, као и проценат вишкова динарске ликвидности банака које повлачи путем ових аукција. С обзиром на то да се просечна репо стопа готово изједначила с референтном каматном стопом, на седници у априлу ове године започето је повећање референтне каматне стопе, која је закључно са августом повећана за 200 б.п., на 3,0% (у априлу, мају и јуну за по 50 б.п., а у јулу и августу за по 25 б.п.), чиме је послат јасан сигнал да реакција централне банке неће изостати кад год се процени да је то потребно. Одлуке о повећању референтне каматне стопе донете су у складу са оценом да су инфлаторни притисци на светском и домаћем тржишту јачи и постојанијег карактера него што се претходно очекивало и да то захтева додатно заоштравање монетарних услова како би се ограничили секундарни ефекти на инфлациона очекивања.

И у условима умереног заоштравања монетарних услова и раста каматних стопа, **услови задуживања на домаћем тржишту могу се и даље оценити као повољни са становишта подршке кредитној активности, а тиме и привредном расту.** Укупни домаћи кредити бележили су двоцифрене међугодишње стопе раста и у јуну су, по искључењу ефекта промене девизног курса, били већи за 13,1%, уз и даље већи допринос кредита привреди у поређењу с кредитима становништву. **Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у јуну спуштено је на нови најнижи ниво до сада, од 3,26%**, што указује на то да квалитет aktive банака није погоршан ни након престанка примене мера економске помоћи државе и да не представља препреку за наставак раста кредитне активности.

Упркос лошијим изгледима за глобални привредни раст и наставку повећања трошковних притисака по основу виших цена енергената, домаћа економска активност у другом тромесечју била је изнад наших очекивања, па смо **пројекцију раста бруто домаћег производа Србије за ову годину задржали у распону 3,5–4,5%**, колико смо претпоставили и у мају. Ипак, због очекиваног успоравања економске активности у остатку ове и почетком наредне године, у условима јачања рецесионих притисака

у зони евра, кориговали смо наниже привредни раст за 2023. годину за 0,5 процентних поена, на распон 3,5–4,5%. Након тога, очекујемо повратак на претходно очекивану путању раста, око 4–5% годишње, чему би требало да допринесе слабљење ефеката конфликта у Украјини на екстерну тражњу, као и планирана реализација инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре. Узимајући у обзир изражену неизвесност у међународном окружењу, ризике пројекције раста бруто домаћег производа у овој и наредној години оцењујемо као асиметричне наниже.

Истовремено, према централној пројекцији инфлације (август 2022), очекујемо да ће међугодишња инфлација током трећег тромесечја ове године достићи врхунац, а да ће затим имати опадајућу путању, уз очекивани снажнији пад у другој половини 2023. и повратак у границе циља у првој половини 2024. тј. крајем хоризонта пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заштравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња у условима неповољнијих изгледа глобалног привредног раста. У кратком року, смиривању инфлаторних притисака допринеће и донете економске мере Владе којима је ограничен раст цена хране и енергената на домаћем тржишту.

Ако се то има у виду, може се оценити да су **средњорочни макроекономски изгледи Србије и даље повољни**, подржани одговорним вођењем економске политике, наставком спровођења структурних реформи и реализацијом великих инфраструктурних пројеката. **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 и повољном инвестиционом амбијенту. Народна банка Србије ће пажљиво пратити геополитичка дешавања и кретање свих кључних

фактора инфлације из домаћег и међународног окружења и процењивати да ли има потребе за додатном реакцијом или ефекти досадашњег заштравања монетарних услова обезбеђују да се инфлација у хоризонту пројекције врати у границе циља. Уколико се материјализују неки од ризика који би за последицу могли имати то да се инфлација у дужем периоду креће изван граница циља, Народна банка Србије је спремна да реагује свим расположивим инструментима.

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 ЕУ 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 2021. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2024.**

године на нивоу од 3,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.¹

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 опоравка 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 егзогених 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 којје су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

¹ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2024. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 9. децембра 2021.

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 од почетка 2022. године

Монетарна политика од почетка 2022. водила се у складу с *Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2022. години*² и допринела је очувању макроекономске и финансијске стабилности у условима снажних потреса из међународног окружења, пре свега геополитичких тензија због сукоба у Украјини, који снижава раст светске привреде, јача инфлаторне притиске и повећава неизвесност. *Програм монетарне политике*, који је донет у децембру 2021, 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. Као и до сада, Народна банка Србије је задржала 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. Монетарна и фискална политика настављају да буду координиране – и међусобно и са структурним политикама – како би се и даље јачала отпорност на потенцијалне негативне ефекте фактора из међународног окружења.

Народна банка Србије је од почетка 2022. године наставила да заоштрава монетарне улове – до седнице у априлу повећавањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама којима на недељу дана повлачи вишкове динарске ликвидности из банкарског система, а од априла и повећањем референтне каматне стопе.

У периоду јануар–март Извршни одбор је задржао референтну стопу на непромењеном нивоу од 1,0%, као и каматне стопе на депозитне (0,10%) и кредитне олакшице (1,90%). Међутим, у условима повећања инфлаторних притисака, који су пре свега последица фактора на страни понуде из међународног окружења, Народна банка Србије је наставила да користи флексибилност коју јој пружа постојећи монетарни оквир – повећавала је просечну пондерисану каматну стопу на једнонедељним реверзним репо аукцијама, као и проценат вишкова динарске ликвидности банака које

повлачи путем ових аукција. Процес постепеног смањивања рестриктивности монетарне политике започет је у октобру 2021. године, тако да је до априлске седнице Извршног одбора просечна пондерисана каматна стопа на аукцијама репо продаје ХоВ повећана за укупно 84 б.п. Иначе, аукције репо продаје ХоВ обављају се по методи вишеструке каматне стопе од децембра 2012. (уместо по фиксној стопи као до тада), чиме је заправо створена могућност да Народна банка Србије прилагоди монетарне услове и без промене основних каматних стопа, као и да реагује и између састанака Извршног одбора.

С обзиром на то да се просечна репо стопа готово изједначила с референтном каматном стопом, **на седници у априлу започето је повећање референтне каматне стопе, која је до августа повећана за 200 б.п., на 3,0%** (у априлу, мају и јуну за по 50 б.п., а у јулу и августу за по 25 б.п.). Проширен је и коридор каматних стопа Народне банке Србије на $\pm 1,00$ п.п. у односу на референтну стопу, тако да је са августовским повећањем референтне стопе повећана стопа на кредитне олакшице на 4,0%, а стопа на депозитне олакшице на 2,0%. На одлуку Извршног одбора о пооштравању монетарних услова утицали су инфлаторни притисци пре свега из међународног окружења, који су се показали јачим и постојанијим него што се претходно очекивало, посебно након избијања конфликта у Украјини. Ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и претходних година, Народна банка Србије доприносила је и **одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџу.** Посматрано од почетка године закључно с крајем јула, динар је према еврџу био јачи за око 0,2%, док је према долару ослабио за 9,6% услед јачања долара према еврџу на међународном тржишту.

На заоштравање монетарних услова утицале су пре свега **више увозне и произвођачке цене**, на које се одразио претходни раст светских цена енергената, хране и сировина, уз присутне више трошкове транспорта, као и застоје у снабдевању и несташице појединих сировина у производњи на глобалном нивоу. Инфлаторни ефекти тих фактора додатно су појачани геополитичким тензијама и избијањем кризе у Украјини, што је за последицу имало додатан знатан раст цена енергената, светских цена примарних пољопривредних производа и метала. С обзиром

² „Службени гласник РС”, бр. 119/2021.

на то да су Русија и Украјина значајни светски произвођачи житарица и метала, а Русија и нафте и природног гаса, цене ових производа приближиле су се историјски највишим нивоима или их чак премашиле. То је повећало бојазан и да би се насташнице и застоји у глобалним ланцима снабдевања, за које се очекивало да ће се постепено решавати током ове године, могли продужити. Иако су слабији изгледи глобалног привредног раста и повећање ризика од рецесије у САД и зони евра утицали на то да се светске цене примарних производа стабилизују последњих месеци, оне се и даље налазе на знатно вишем нивоу него почетком године.

Заоштравање геополитичких тензија повећало је и неизвесност на међународном финансијском тржишту услед лошијих изгледа глобалног привредног раста. Уз ефекте **оствареног и очекиваног заоштравања монетарних политика водећих централних банака**, ФЕД-а и ЕЦБ-а, то се одrazilо на мању спремност инвеститора за портфолио улагањима и на раст премије ризика Србије и других европских земаља у успону, одражавајући се и на више неутралне каматне стопе у тим земљама.

У складу са очекивањима, **ФЕД** је у досадашњем делу 2022. поштравао монетарне услове повећањем своје основне каматне стопе, која се закључно с јулом креће у распону 2,25–2,5%, као и смањењем свог биланса стања. Извесно је да ће ФЕД наставити да поштрава монетарне услове и у наредном периоду. **ЕЦБ** није мењала основне каматне стопе током П1 2022, а нормализација монетарне политике настављена је смањењем квантитативних олакшица. Ипак, ЕЦБ је на јунском састанку најавила да ће циклус повећања референтне каматне стопе започети у јулу. Иако је било најављено да ће референтна каматна стопа бити повећана за 25 б.п., повећање у јулу је било веће од очекиваног и износило је 50 б.п., а даља повећања очекују се и у наредном периоду. ЕЦБ је одлучила да до почетка јула заврши програм куповине активе банака (програм *APP*). Такође, на ванредном састанку у јуну донета је одлука да се повећа флексибилност реинвестирања у оквиру програма куповине активе *PEPP*, као и да се креира нови инструмент, како би се спречили фрагментација тржишта и неоправдан прекомеран раст приноса на ХоВ појединих чланица зоне евра. Одлуке о будућој монетарној политици водећих централних банака зависеће првенствено од јачине и постојаности инфлаторних притисака, који су се досад показали јачим од претпостављених, али и од изгледа раста њихових привреда, који су неповољнији него што се очекивало. С обзиром на то да би се **бржа нормализација монетарних политика ФЕД-а и**

ЕЦБ-а од очекиване у наредном периоду могла одразити на нижи прилив капитала и депресијацијске притиске у земљама у успону, Извршни одбор је констатовао да је **неопходна опрезност монетарне политике Народне банке Србије**.

За разлику од геополитичких тензија и брзине нормализације монетарних политика водећих централних банака, неизвесност у погледу **утицаја тока пандемије и појаве нових сојева вируса** на брзину глобалног привредног раста, светске цене примарних производа, а тиме и на инфлацију, смањена је у досадашњем делу 2022. године. Све већи број земаља ублажио је рестриктивне здравствене мере, уз оцену да су ефекти пандемије мањи него у претходним таласима. И поред тога, изгледи глобалног привредног раста за ову годину кориговани су наниже у условима растућих инфлаторних притисака по основу виших цена енергената и примарних производа, као и продужених застоја у глобалним ланцима снабдевања, уведених санкција западних земаља Русији и смањеног потрошачког и инвестиционог поверења. Овим ефектима могла би бити нарочито погођена зона евра, наш најзначајнији трговински партнер, с обзиром на јаке трговинске и финансијске везе с Русијом, а посебно њену енергетску зависност од Русије.

Раст инфлације на глобалном нивоу настављен је и током 2022. и у већини земаља, укључујући и зону евра, био је виши од очекивања, што је утицало на константну ревизију навише пројекција инфлације. У зони евра, инфлација је у јуну износила 8,6% м.г., при чему је раст произвођачких цена, због знатно виших цена енергената, хране и индустријских сировина, достигао 36,3% у мају. У земљама региона у режиму циљања инфлације, с којима такође остварујемо значајне трговинске везе, поред виших цена енергената и других трошкова у производњи, раст инфлације на двоцифрен ниво води и домаћа тражња, као и услови на тржишту рада, о чему сведочи и базна инфлација у овим земљама, која је виша него у Србији. Због тога су централне банке ових земаља претходних месеци у већој мери заоштравале монетарне услове него што је то чинила Народна банка Србије.

Када је реч о **инфлацији у Србији**, она је, у складу с предвиђањима Народне банке Србије, у Т1 2022. наставила да се креће узлазном путањом, али се у марту, услед виших глобалних инфлаторних притисака, нашла на вишем нивоу од очекиваног и износила је 9,1% м.г. Током Т2, под утицајем виших цена хране и енергената, инфлација се такође кретала на нешто вишем

нивоу од претпостављеног у мајској пројекцији и у јуну је износила 11,9% м.г., од чега је око две трећине доприноса и даље било последица раста цена хране и енергената. При томе, високе температуре и суша током јула указују на то да ће овогодишња пољопривредна сезона вероватно бити лошија од очекиване и да ће највероватније током Т3 изостати уобичајени пад цена воћа и поврћа, као и да ће слабљење трошковних притисака по основу цена хране бити мање него што се претпоставило у мајској пројекцији.

Када је реч о **базној инфлацији на домаћем тржишту** (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, она је под утицајем више увозне инфлације такође расла, али је и даље била знатно нижа од укупне инфлације и у јуну је износила 6,7%. Очувању базне инфлације на nižем нивоу допринела је релативна стабилност девизног курса, која представља снажно сидро ценовне стабилности у претходних осам година, као и изостанак снажнијих инфлаторних притисака са стране тражње.

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред умерено су расла претходних месеци и тренутно се налазе изнад горње границе циља. Ипак, **средњорочна очекивања су нижа и у случају финансијског сектора налазе се у границама циља**, што указује на то да финансијски сектор и привреда сматрају да ће фактори који утичу на раст инфлације у наредном периоду почети да слабе.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду и да **актуелно заоштравање монетарних услова неће знатније успорити домаћу тражњу**. Према процени РЗС-а, раст БДП-а је у Т1 износио 4,3% м.г. и, посматрано с производне стране, водили су га услужни сектори и индустрија, а посматрано с расходне стране, залихе, приватна потрошња и фиксне инвестиције. С друге стране, допринос нето извоза био је негативан, и то првенствено због раста увоза енергената. И поред смањених изгледа глобалног привредног раста за ову годину под утицајем конфликта у Украјини, као и неповољнијих показатеља економске активности за зону евра за Т2, наставља се раст производње и извоза прерађивачке индустрије у Србији, што указује на то да за сада смањење екстерне тражње није имало већих негативних ефеката на Србију. Томе су највероватније допринеле инвестиције у разменљиве секторе из претходних година, које су знатно повећале извозну понуду, а на раст извоза у мају одразио се и већи извоз пољопривредних производа након попуштања мера привременог ограничавања извоза ових производа. Према

оцени РЗС-а, раст БДП-а у Т2 износио је 3,9% м.г. Ипак, у остатку године очекује се успоравање економске активности, на шта ће се одразити неповољнији изгледи глобалног привредног раста, раст трошкова производње по основу виших цена енергената, као и повећана глобална неизвесност услед изражених геополитичких тензија.

Иако ће инфлација у хоризонту пројекције, по свему судећи, бити виша од мајске пројекције, у највећој мери због настављеног раста светских цена енергије и увозне инфлације, Извршни одбор процењује да ће **инфлација достићи врхунац током Т3, а да ће потом имати опадајућу путању и у границе циља се вратити у П1 2024**, мада ће се до краја периода пројекције кретати на вишем нивоу него што се очекивало у мају. **Успоравању инфлације ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, као и очекивано слабљење ефеката глобалних трошковних притисака**. С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује да ли има потребе за додатним заоштравањем монетарних услова или ефекти претходних мера обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

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. 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 П1 2022. биле су

једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

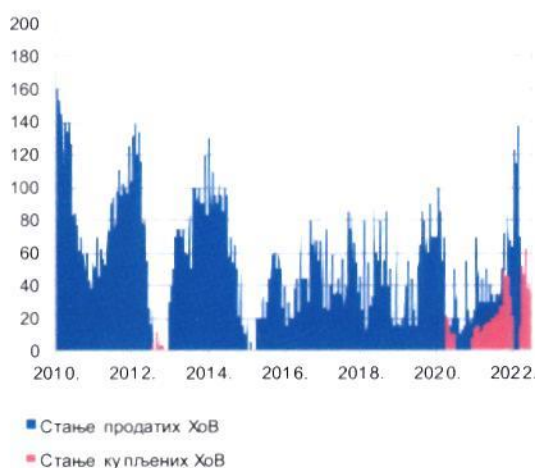
Репо трансакције Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје коришћена је једна серија благајничких записа емитована крајем 2021. године у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током П1 организовано је 26 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, по **моделу варијабилне вишеструке каматне стопе**. Укупна продаја ХоВ износила је 1.379,0 млрд динара. Остварени обим продаје био је нешто већи него у П2 2021. године (1.360,6 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 износило је 54,5 млрд динара, што је за 2,7 млрд динара више него у П2 2021. Посматрано у односу на крај 2021. године, стање тих ХоВ је смањено и крајем јуна је износило 5,0 млрд динара.

У условима глобалне неизвесности услед избијања сукоба у Украјини, од краја фебруара 2022. године Народна банка Србије обезбеђује банкама додатну динарску ликвидност путем билатералних трансакција репо куповине динарских државних ХоВ у ограниченом износу и на кратак рок. До краја јуна 2022. Народна банка Србије је путем ових трансакција обезбедила ликвидност у износу од 116,6 млрд

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



Извор: НБС.

динара, при чему је стање репо купљених динарских ХоВ 30. јуна износило 18,6 млрд динара.

Графикон II.2.3. **Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа** (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

Поред тога, Народна банка Србије је посредовала и у међубанкарским репо трансакцијама – с једне стране, обављала је трансакције репо продаје својих благајничких записа с банкама које имају вишак ликвидности, док је с другим банкама којима је ликвидност била потребна обављала трансакције репо куповине динарских државних ХоВ, уз неутрални ефекат на укупну динарску ликвидност. Ове трансакције имају за циљ прераспodelу вишкова динарске ликвидности између банака које немају лимите за међусобно трговање, а доприносе очувању стабилности на међубанкарском новчаном тржишту.

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 2022. године преко ноћи депоновале средства код Народне банке Србије у износу од 45,7 млрд динара у просеку, што је за 33,8 млрд динара мање него у П2 2021. године. Највише просечно дневно стање депонованих средстава забележено је у јануару (68,5 млрд динара), а најниже у мају (29,4 млрд динара).

У П1 2022. године банке су кредитне олакшице користиле као дневни (*intraday*) кредит (две банке) у укупном износу од 119,0 млрд динара и као преконоћни (*overnight*) кредит (једна банка) у укупном износу од 1,0 млрд динара.

Обавезна резерва

У П1 2022. године обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 6,4

млрд динара и у јуну је износила 253,7 млрд динара. Наведено повећање је резултат раста дела девизне обавезне резерве који се издваја у динарима за 10,6 млрд динара, док је чисто динарска обавезна резерва смањена за 4,2 млрд динара.

У истом периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 149,4 млн евра и у јуну је износила 2.625,7 млн евра. Такво кретање је резултат повећања девизне основе за 1.134,1 млн евра, чему је највише допринео раст девизне штедње грађана.

Каматне стопе

У Т1 2022. године референтна каматна стопа Народне банке Србије задржана је на нивоу од 1,00%, уз непромењен коридор каматних стопа ($\pm 0,90$ п.п. у односу на референтну стопу). У условима повећаних инфлаторних притисака на светском и домаћем тржишту, која су додатно интензивирани ескалацијом тензија у Украјини, Извршни одбор Народне банке Србије у априлу, мају, јуну, јулу и августу повећао је референтну стопу за укупно 200 б.п., на ниво од 3,0% (коридор каматних стопа је у априлу проширен на $\pm 1,00$ п.п. у односу на референтну стопу), тако да стопа на депозитне олакшице износи 2,0%, а стопа на кредитне олакшице 4,0%.

У истом периоду, повећавана је и каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве, и то у априлу са 0,10% на 0,25%, затим у мају на 0,50% и у јуну на 0,75%.

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



Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике у 2022. 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 еврџу, као и ради очувања стабилности цена и финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

У П1 2022. године динар је номинално ојачао према еврџу за 0,2%. Снажни депрецијацијски притисци, који су били узроковани високом тражњом за девизама домаћих компанија увозника енергената, обележили су Т1, на шта је, поред повећаног увоза, утицало повећање цена енергената на светском тржишту у условима геополитичке и енергетске кризе у вези са ситуацијом у Украјини. И поред јасних порука Народне банке Србије да стабилност домаћег девизног тржишта неће бити угрожена и да нема разлога да грађани појачано купују страну валуту, у марту су банке нето продале рекордно висок износ ефективног страног новца, што је изазвало додатне депрецијацијске притиске на домаћу валуту. Међутим, Народна банка Србије је одлучном реакцијом одржала релативну стабилност курса динара према еврџу. Деловање фактора који су условљавали слабење динара почело је постепено да јењава у априлу, након што је одржана стабилност на домаћем девизном тржишту, да би у мају и јуну апрецијацијски притисци преовладали. Повећана понуда девиза у Т2, која је довела до јачања домаће валуте, генерисана је повећањем нето индексиране имовине банака, високим нето откупом ефективног страног новца (који је на месечном нивоу био највиши у мају), као и понудом девиза од стране појединих резидената и нерезидената. Такође, на понуду девиза утицало је и продужење девизне позиције банака по основу коришћења платних картица.

У активностима на МДТ-у Народна банка Србије је у П1 2022. године нето продала 1.790,0 млн евра, при чему је у Т1 нето продала 2.115,0 млн евра, а у Т2 нето купила 325,0 млн евра.

Девизне своп аукције Народне банке Србије

Како би подстакла развој међубанкарске своп трговине и омогућила банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу, Народна банка Србије је у П1 2022. године наставила да организује редовне тромесечне и двонедељне аукције своп продаје и куповине девиза за динаре.

У П1 2022. године организовано је 48 редовних тромесечних своп аукција, на којима је Народна банка Србије своп продала и своп купила по 5

млн евра, и 46 редовних двонедељних своп аукција, на којима је Народна банка Србије своп продала и своп купила по 22,0 млн евра.

У П1 2022. године Народна банка Србије је увела могућност банкама да закључују билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза – евра с Народном банком Србије. Увођењем билатералних своп трансакција Народна банка Србије настоји да пружи не само подршку банкама у управљању ликвидношћу, у смислу превазилажења проблема недовољних лимита за закључивање међубанкарских трансакција, већ и већу флексибилност у односу на редовне своп аукције у погледу тренутка закључивања трансакција и њихове рочности. У билатералним своп трансакцијама Народне банке Србије у П1 2022. реализовано је укупно 789,0 млн евра.

3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2022. године

Услед наставка снажног раста светских цена примарних производа од почетка 2022, који је додатно интензиван по ескалацији украјинске кризе и геополитичких тензија, **инфлација у Србији**, као и у другим земљама региона и света, током П1 кретала се узлазном путањом, вођена вишим ценама хране и енергије (с преко две трећине доприноса расту м.г. инфлације).

М.г. инфлација је најпре повећана на 9,1% у марту, превасходно због поскупљења хране под утицајем прошлогодишње суше и израженог раста светских цена примарних пољопривредних производа и енергената. Раст светских цена примарних производа и енергената одразио се на веће трошкове у производњи и транспорту, који су, заједно са изостанком очекиваног

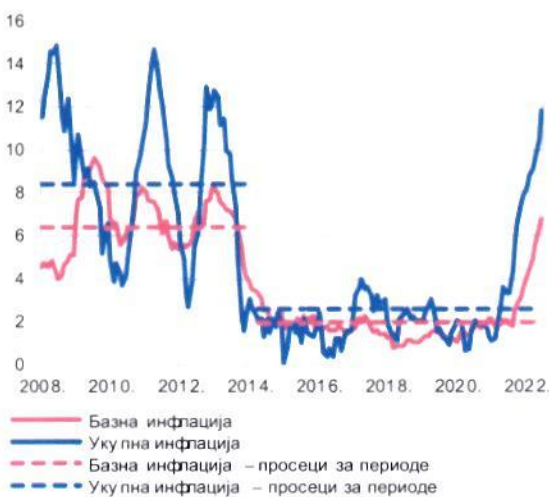
појефтињења воћа и поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне, условили додатно поскупљење хране и по том основу убрзање м.г. инфлације на 11,9% у јуну, упоредо са знатним поскупљењем енергената на домаћем тржишту.

У условима растућих увозних и произвођачких цена, **м.г. базна инфлација** (мерена променом ИПЦ-а без енергије, хране, алкохола и цигарета) такође је расла током П1 – у марту 4,8%, а у јуну 6,7%. И поред неповољних глобалних околности, базна инфлација, на коју мере монетарне политике највише утичу, кретала се знатно испод укупне инфлације у свим месецима, првенствено захваљујући очуваној релативној стабилности девизног курса и усидреним средњорочним инфлационим очекивањима финансијског сектора у границама циља.

Посматрано по компонентама ИПЦ-а, **цене на нивоу групе хране и безалкохолних пића** у П1 су порасле за 18,8% м.г. по основу знатно виших **цена непрерађене хране** (25,4%, уз допринос инфлацији од 2,7 п.п.) и широко распрострањеног раста **цена прерађене хране** (15,4%, уз допринос инфлацији од 3,2 п.п.), на који се преносе повишене цене индустријских сировина и транспорта.

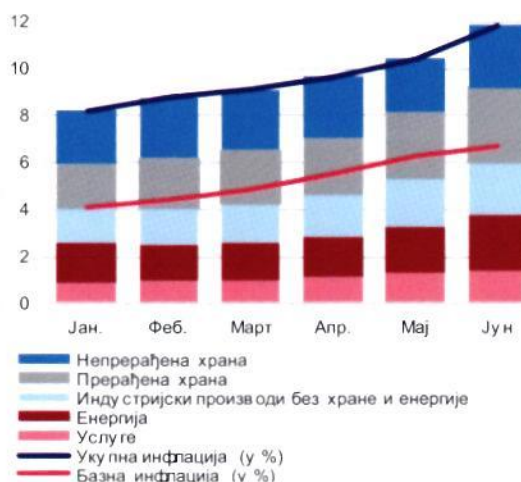
Цене енергије су у П1 порасле за 15,2% м.г., доминантно због изразитог раста цена нафтних деривата од 27,8% м.г. (уз допринос инфлацији од 1,7 п.п.), а у мањој мери и већег од уобичајеног раста цена чврстих горива (угаљ и дрва) од 28,6% м.г. (уз допринос инфлацији од 0,6 п.п.), под утицајем континуираног раста светских цена енергената и присутног ризика у погледу њихове расположивости у зимским месецима. И

Графикон II.3.1. Укупна и базна инфлација (м.г. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон II.3.2. Доприноси компоненти ИПЦ-а м.г. инфлацији током П1 2022. (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

поред незапамћеног поскупљења природног гаса на светском тржишту, цена за домаћинства у Србији није мењана како би се заштитила куповна моћ потрошача који користе овај енергент.

Ради спречавања обимнијег и трајнијег преливања повишених светских цена енергије и хране на домаће цене и ублажавања негативних ефеката на животни стандард грађана и економску активност, **Влада је предузела низ административних и фискалних мера** крајем прошле године и у досадашњем току 2022. како би привремено ограничила раст цена најважнијих категорија хране и енергије, а које у великој мери опредељују укупну инфлацију.

Цене на нивоу групе индустријских производа (без хране и енергије) у П1 су оствариле м.г. раст од 7,7%, који је пре свега одређен вишим ценама намештаја, опреме и одржавања домаћинства (10,9%, уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), возила и делова (9,0%), као и редовним годишњем усклађивањем акциза на цигарете

(6,3%). И цене осталих индустријских производа биле су у П1 више него у истом периоду прошле године, на шта је утицао и пораст цена деривата нафте који се користе у њиховој производњи.

Цене услуга су у П1 биле више за 5,8% м.г., првенствено због виших цена угоститељских услуга (13,1%) и транспортних услуга (8,9%), уз допринос инфлацији од по 0,3 п.п. Цене осталих услуга у П1 такође су порасле на м.г. нивоу, чему је допринело и постепено попуштање рестриктивних здравствених мера.

Регулисане цене, о чијем нивоу директно или индиректно одлучује држава, у П1 су биле више за 1,8% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.).

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Економска активност и инфлација

Успоравање глобалног привредног раста и убрзање инфлације обележили су П1 2022. доминантно услед ескалације украјинске кризе крајем фебруара, чије трајање и укупне последице прати висок ниво неизвесности. Због тога су водеће међународне финансијске организације више пута ревидирале наниже пројекције раста светске привреде на нивоу 2022. – Светска банка је у јуну прогнозирала раст од 2,9%, а ММФ у јулу раст од 3,2%. При томе, сагласни су у оцени да су **ризички пројекције изражено асиметрични наниже** у условима нарушене прехранбене и енергетске безбедности и могуће потпуне обуставе снабдевања Европе природним гасом из Русије, тешкоћа у обуздавању инфлације, поштравања финансијских услова и проблема у отплати дугова у појединим земљама у успону и развоју по том основу, додатног успоравања кинеске привреде, као и забринутости због даље фрагментације светских трговинских, финансијских и инвестиционих токова.

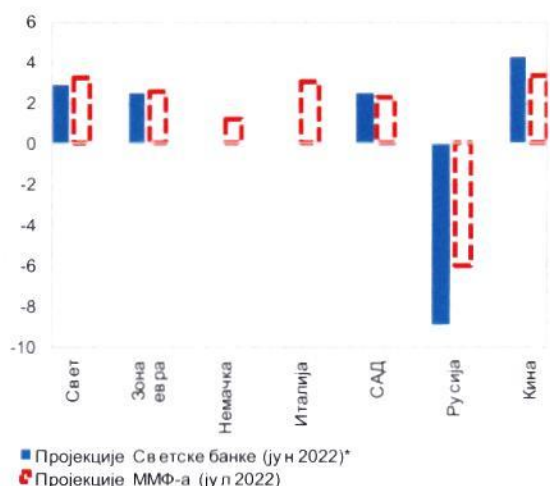
Привреда зоне евра је у Т1 остварила раст од 0,7% дсз., вођен повећањем нето извоза и залиха, и потом 0,8% дсз. у Т2 услед повољних резултата туристичке сезоне у јужноевропским земљама након ублажавања рестриктивних здравствених мера. И поред опоравка тражње за услугама које подразумевају физички контакт, више цене

енергије и хране ограничавају потрошачку тражњу, док поремећаји у глобалним ланцима снабдевања, интензивирани украјинском кризом и честим затварањима због нулте толеранције пандемије у Кини, ограничавају производну и трговинску активност. Узимајући то у обзир, **ЕЦБ** је у јуну пројектовала раст БДП-а зоне евра од 2,8%, што је битно ниже од претходних прогноза. Ризици пројекције су и даље знатно асиметрични наниже, посебно због могућих проблема у снабдевању европских земаља енергентима (пре свега природним гасом), што би условило нова поскуплења и пад производње.

Када је реч о остварењима у земљама које су главни спољнотрговински партнери Србије унутар зоне евра, **привреда Немачке** је у Т1 остварила раст од 0,8% дсз., док је у Т2 забележила незнатан раст (од 0,1% дсз.). **Привреда Италије** је у Т1 остварила благи раст од 0,1% дсз., који је убрзао на 1,1% дсз. у Т2, највише захваљујући повећаној активности услужног сектора.

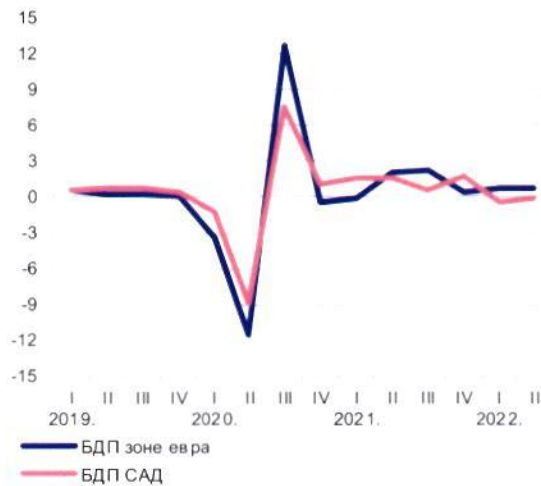
Инфлација у зони евра је убрзала током П1 и у јуну је достигла 8,6% мг., одређена знатним поскуплењем енергије и хране услед увећаних трошкова горива и ђубрива и отежаног снабдевања. **Базна инфлација у зони евра** такође је расла током П1 и у јуну је износила 3,7% мг. по основу виших цена индустријских производа и цена услуга, чији је мг. раст у јуну ипак био нешто нижи него у мају. Спорији мг. раст цена услуга (пре свега транспортних)

Графикон III.1.1. Пројекције привредног раста у 2022. према подацима Светске банке и ММФ-а (у %)



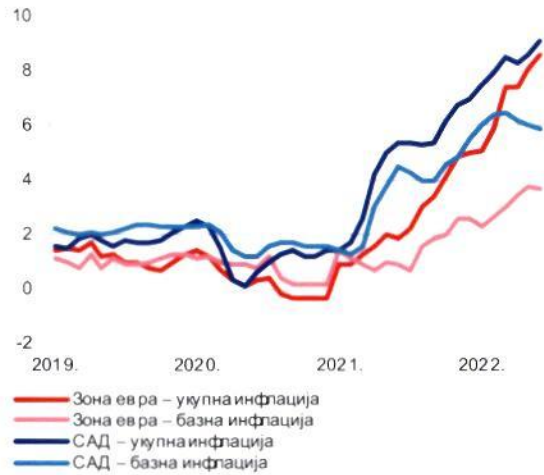
Извор: Светска банка, GEP јун 2022. и ММФ WEO Update јул 2022. *Светска банка није објавила пројекције за Немачку и Италију.

Графикон III.1.2. Тромесечна динамика привредног раста у зони евра и САД (дсз., у %)



Извор: Eurostat, U. S. Bureau of Economic Analysis и прерачун НБС.

Графикон III.1.3. Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом
(мг. стопе, у %)

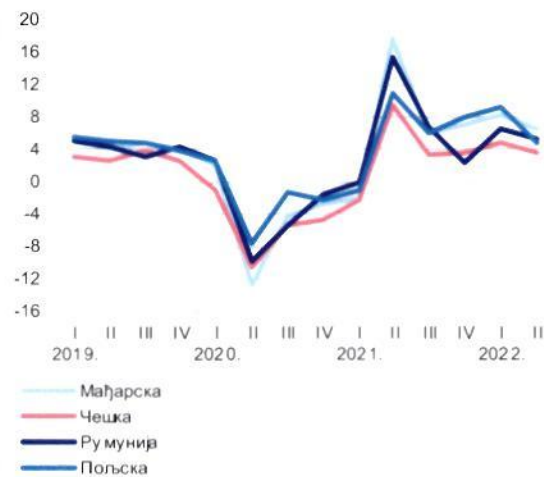


Извор: Eurostat и U.S. Bureau of Labor Statistics.

определио је и благо успоравање мг. инфлације у **Немачкој** на 8,2% (са 8,7% у мају, мерено променом хармонизованог ИПЦ-а), док је мг. инфлација у **Италији**, након успоравања раста у априлу, до краја П1 наставила да се креће узлазном путањом и у јуну је достигла 8,5%.

Привреда САД је забележила пад од 0,4% дез. у Т1, првенствено због смањења нето извоза, и додатни пад од 0,2% дез. у Т2 услед смањења залиха и инвестиција у основна средства, чиме се у П1 нашла у техничкој рецесији. На то је упућивало успоравање раста индустријске производње у претходним месецима и контракција нових поруџбина у јуну, први пут у протекле две године, као и погоршање потрошачког поверења. У условима снажног заостравања монетарне политике, које ће

Графикон III.1.4. Тромесечна динамика БДП-а у појединим земљама средње и југоисточне Европе
(мг. стопе, у %)



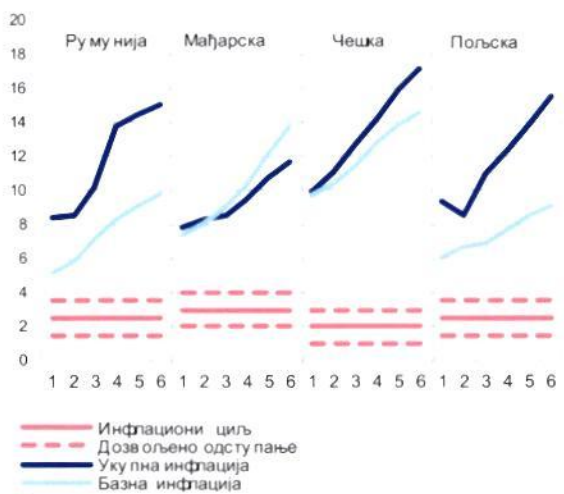
Извор: Eurostat.

вероватно бити настављено до краја године, **ФЕД** је у јуну прогнозирао раст БДП-а САД од 1,7% у 2022, што је знатно ниже од претходних пројекција.

Укупна инфлација у САД (мерена променом ИПЦ-а) кретала се узлазном путањом до априла, када је благо успорила, да би се у јуну попела на 9,1% мг. (највиши ниво у протекле четири деценије) по основу снажног поскупљења енергената и хране. **Базна инфлација у САД** (по искључењу цена хране и енергије) најпре је повећана током Т1, након чега је спуштена током Т2 (због успоравања раста цена производа) и у јуну је износила 5,9% мг., што је њен најнижи ниво од почетка године. ФЕД је оценио да је перзистентно висока инфлација последица деловања низа фактора на страни понуде и тражње, што знатно отежава обуздавање ценовних притисака у наредном периоду.

Привреда региона средње и југоисточне Европе³ остварила је раст од 7,4% мг. у Т1 као резултат повећања домаће тражње (уз допринос БДП-у од 10,8 п.п.), на супрот чега је деловало смањење екстерне тражње (уз негативан допринос БДП-у од 3,4 п.п.). У Т2 је успорио раст потрошње и инвестиција, што је, уз смањење нето извоза, утицало на приметно спорији привредни раст региона од 4,8% мг. Према оцени аналитичара, екстерна тражња ће наставити да успорава, док ће повишена инфлација и поштравање монетарних услова ограничавати домаћу тражњу. Због тога се очекује да привредни раст региона ослаби у остатку 2022, сличним темпом као код зоне евра,

Графикон III.1.5. Кретање ИПЦ-а за поједине земље средње и југоисточне Европе у П1 2022.
(мг. стопе, у %)



Извор: централне банке посматраних земаља.

³ У оквиру региона су обухваћени Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.

с којом се обавља највећи део трговинске размене земаља овог региона.

У свим посматраним земаљама **региона средње и југоисточне Европе** регистрован је раст потрошачких цена током П1, у условима знатног поскупљења енергије, хране и сировина, које је додатно подстакнуто избијањем конфликта у Украјини, због отежаног снабдевања и несташнице одређених енергената, пољопривредних производа и основних метала. Због тога су владе ових земаља предузимале бројне фискалне и административне мере како би ограничиле прекомеран раст цена енергије и основних животних намирница. Мг. посматрано, укупна инфлација у јуну достигла је 17,2% у **Чешкој**, 15,5% у **Пољској**, 15,1% у **Румунији** и 11,7% у **Мађарској**. Упоредо с тим, расла је и мг. базна инфлација, што указује на то да су инфлаторни притисци широко распрострањени. Ипак, поједини водећи аналитичари процењују да ће инфлација у посматраним земаљама региона достићи врхунац у Т3, након чега би требало да крене силазном путањом.

Руска привреда се, после раста од 3,5% мг. у Т1, суочила с низом потреса након избијања конфликта у Украјини и уведених санкција од стране ЕУ и западних земаља, који се односе на опсежна ограничења у спољнотрговинској размени, потешкоће у набавци сировина и компонената и прекид испоруке одређеног броја производа на руско тржиште. Под утицајем последица украјинске кризе и санкција Запада, од Т2 се очекује пад економске активности (4,0% мг., према процени државног статистичког завода), који ће на нивоу целе године износити 6,0%, према јулској пројекцији ММФ-а.

Кинеска привреда је у Т1 остварила раст од 4,8% мг., који је у Т2 приметно успорио на 0,4% мг., услед поновног ширења вируса корона и затварања кључних индустријских зона и лука. Раст БДП-а Кине на нивоу П1 процењен је на 2,5% мг., док је на нивоу целе године ММФ у јулу прогнозирао раст од 3,3%, с обзиром на последице учесталих затварања и продужену кризу у сектору пословања некретнинама.

Монетарна политика

Током П1 2022. **ЕЦБ** није мењала основне каматне стопе, а нормализација монетарне политике настављена је смањењем квантитативних олакшица. Ипак, ЕЦБ је на јунском састанку најавила да ће циклус повећања референтне каматне стопе започети у јулу. У јулу је референтна каматна стопа повећана за 50 б.п., што је било више него што је најављено у јуну (25 б.п.). Даља повећања очекују се и на

наредним састанцима, у зависности од економских података и процена инфлације у средњем року, а у склопу наставка нормализације монетарне политике најављено је и разматрање опција за ремунарацију откупљених вишкова ликвидности.

Након ревидирања наниже планираних износа куповине aktive у оквиру **програма APP**, на састанку у јуну донета је одлука о његовом престанку од 1. јула. Као и до сада, ЕЦБ је навела да ће средства од доспећа ХоВ купљених у оквиру овог програма бити реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа. Након што је почетком године смањен обим куповине aktive у оквиру **програма PEPP**, у складу с најавима, он је и окончан крајем марта, при чему ће се главница доспелих ХоВ реинвестирати најмање до краја 2024. године. У случају фрагментације тржишта (тј. раста стопа приноса на обвезнице појединих земаља), реинвестирање ће се флексибилно прилагодити привременим повећањем обима куповине обвезница одређених држава. Куповине ХоВ у оквиру овог програма могу бити настављене уколико то буде потребно како би се ублажили негативни утицаји повезани с пандемијом.

Као што је и најављено, у јулу је представљен **нов инструмент TPI (Transmission Protection Instrument)**, чији је циљ управо да се спречи фрагментација и већи раст приноса на ХоВ појединих чланица Монетарне уније. **TPI** омогућава куповину на секундарном тржишту дужничких ХоВ јавног сектора рочности између једне и десет година оних чланица које се суочавају с погоршањем услова финансирања. Обим куповине није унапред ограничен, а куповина ће бити окончана у случају ефикаснијег деловања трансмисионог механизма или ако се установи да је раст приноса последица специфичности државе.

ЕЦБ је наставила да обезбеђује ликвидност путем својих **операција рефинансирања дугорочних кредита банкама (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III)**, при чему су се посебни услови финансирања у оквиру овог програма примењивали до пред крај јуна.

Као што је сигнализирано у јануару, **ФЕД** је на састанку у марту повећао распон референтне каматне стопе за 25 б.п. и даље за 50 б.п. у мају, а у јуну и јулу за по 75 б.п., **на 2,25–2,50%, што су највећа повећања од 1994. године**. Даље повећање референтне каматне стопе очекује се и на наредним састанцима, при чему је највећи број представника ФЕД-а на састанку у јуну очекивао референтну стопу у распону 3,25–3,5%

крајем 2022, што је знатно изнад очекивања из марта. Повећања референтне каматне стопе очекују се и у 2023, с медијаном очекивања од 3,75% за крај године, док би се у 2024. она могла смањити и кретати у распону 3,25–3,5% крајем године.

Поред тога, у јуну је започето смањење биланса стања ФЕД-а у обиму од 47,5 млрд долара месечно, а од септембра тај износ треба да се повећа на 95 млрд долара месечно. Наставак заоштравања монетарне политике ФЕД је образложио даљим јачањем показатеља тржишта рада (у јуну и растом економске активности), док инфлација остаје повишена, одражавајући неравнотежу између понуде и тражње, раст цена енергената, али и ценовне притиске, који се све више шире на остале производе и услуге. Оцењено је да дешавања у Украјини доприносе расту инфлације и оптерећују глобалну економску активност, док ће затварања у Кини због пандемије вероватно погоршати застоје у ланцима понуде.

Након што је у децембру 2021. започела са заоштравањем монетарне политике, **Банка Енглеске** је и на наредна четири састанка, у фебруару, марту, мају и јуну, повећала референтну каматну стопу за по 25 б.п., на 1,25%, што је највиши ниво од јануара 2009. У складу с фебруарском одлуком, започето је смањење биланса стања престанком реинвестирања средстава од обвезница које доспевају. У мају је објављено да би продаја корпоративних обвезница из портфолија Банке Енглеске требало да почне у септембру, а, у складу с ранијим смерницама (кад референтна стопа достигне 1%), започето је и разматрање

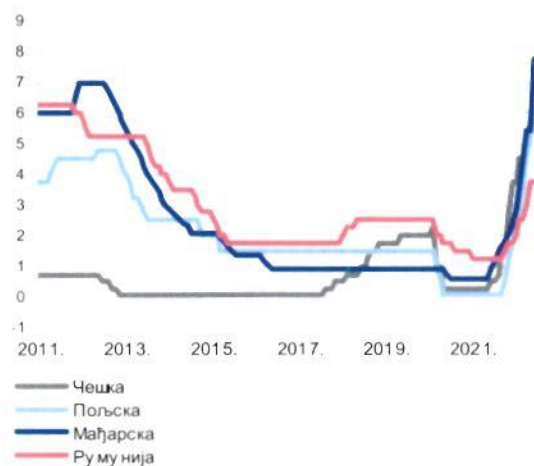
одлуке о почетку продаје државних обвезница, које чине око 98% програма куповине активне (*Asset Purchase Facility – APF*).

Неочекивано, и **централна банка Швајцарске** је у јуну, први пут од 2007. године, повећала референтну каматну стопу (за 50 б.п., на –0,25%), при чему нису искључена ни даља повећања.

Растући инфлаторни притисци, повезани и са ескалацијом сукоба у Украјини, утицали су на то да и централне банке региона средње и југоисточне Европе коригују навише пројекције инфлације и да наставе са заоштравањем монетарних политика у 2022. **Централна банка Чешке** од почетка године повећала је референтну каматну стопу за 325 б.п., на 7,0% у јуну, што је њен највиши ниво од априла 1999. године. Од јуна 2021. референтна каматна стопа повећана је девет пута заредом, укупно за 675 б.п. Такође, централна банка Чешке је навела да ће користити расположиве инструменте како би спречила прекомерну волатилност своје валуте, која се нашла на двогодишњем минимуму у јулу. И централна банка **Мађарске** наставила је да повећава референтну стопу – по 50 б.п. у јануару и фебруару и за по 100 б.п. у марту и априлу, на 5,4%. Поред тога, почетком марта је проширен коридор каматних стопа повећањем распона за стопу на кредитне олакшице (референтна каматна стопа + 3,0 п.п.), уз образложење да се тиме обезбеђује додатни маневарски простор монетарној политици. Истичући да су инфлациони ризици повећани навише, као и ризици секундарних ефеката, централна банка Мађарске је током јуна и јула по два пута оштро повећала референтну стопу за 535 б.п., на 10,75%. Од јуна 2021. референтна каматна стопа повећана је 15 пута, за укупно 1.015 б.п., а трошкови задуживања подигнути су на највиши ниво од децембра 2008. године. Поред тога, крајем јуна донета је одлука да се стопа на једнонедељне депозите изједначи с референтном стопом. За наредни период најављен је продужетак циклуса пооштравања монетарних услова и повећања референтне каматне стопе све док се инфлациона очекивања не буду стабилизовала око централне вредности циља и ризици инфлације подједнако избалансирани у хоризонту монетарне политике. И **централна банка Пољске** наставила је с пооштравањем монетарне политике у 2022. и закључно с јулом повећала је референтну каматну стопу укупно за 475 б.п., на 6,5%. Тиме је од октобра 2021. референтна каматна стопа узастопно повећана десет пута, укупно за 640 б.п. Поред тога, у марту је повећана и стопа обавезне резерве, са 2,0% на 3,5%. Централна банка Пољске саопштила је да ће предузети све потребне мере како би обезбедила макроекономску и

Графикон III.1.6. Кретање референтних стопа за изабране земље средње и југоисточне Европе

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

финансијску стабилност, пре свега да смањи ризик да инфлација остане повишена у дужем периоду. И **централна банка Румуније**, која је такође почела са заштравањем монетарне политике у октобру 2021, наставила је у 2022. с повећањем референтне каматне стопе – за 300 б.п. закључно с јулом, на 4,75%, тј. укупно за 350 б.п. од октобра 2021. Уз образложење да је то део постепене нормализације монетарне политике, у јануару је коридор каматних стопа симетрично проширен (референтна каматна стопа $\pm 1,0$ п.п.).

С друге стране, упркос снажним инфлаторним и депресијацијским притисцима, **централна банка Турске** од почетка 2022. није мењала референтну каматну стопу (14,0%), уз образложење да су инфлаторни притисци последица негативних шокова на страни понуде изазваних растом цена енергената, хране и примарних производа, а не фактора који потичу од измењених економских фундамената.

Након што је у фебруару знатно повећала референтну каматну стопу, **централна банка Русије** је од априла до јуна ову стопу укупно смањила за 1.050 б.п., на 9,5%, чиме је практично враћена на ниво пре ескалирања кризе у Украјини. Смањење референтне стопе образложено је тиме што се инфлација брже смањила и што се очекује њено даље смањивање. То је потврђено и јулском одлуком, када је референтна стопа смањена за додатних 150 б.п., на 8,0%, уз оцене да ће даља смањења референтне стопе бити размотрена у остатку године.

Финансијска и робна тржишта

Привремени позитивни сентимент на

Графикон III.1.7. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра

(дневни подаци, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

међународном финансијском тржишту, који је преовладавао крајем претходне и почетком текуће године због слабљења негативних ефеката пандемије вируса корона, убрзо се променио под утицајем ескалације геополитичких тензија и растућих и перзистентнијих од свих очекивања инфлаторних притисака. С тим у вези, имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта (VIX)** повећана је током П1 2022. за 11,4 п.п., на 28,7%. Истовремено, **индекс EM-VXY, који указује на волатилност валута земаља у успону**, порастао је за 0,7 п.п. и крајем јуна 2022. износио је 11,9%.

Приноси на **десетогодишње државне ХоВ** развијених земаља повећани су током П1. Убрзање инфлације на глобалном нивоу и преношење инфлаторних притисака на све већи спектар производа и услуга довели су до бржег од очекиваног заштравања монетарних политика водећих централних банака, што је кључно определило кретања новчаних токова на међународном нивоу. Упркос појачаној бојазни од рецесије и знатнијем успоравању глобалног привредног раста у условима повећане неизвесности на међународном нивоу, почетак заштравања монетарних услова и очекивано брже будуће реаговање водећих централних банака ради заустављања растуће инфлације утицали су на раст приноса државних обвезница развијених земаља у просеку за око 2 п.п. у П1. Још израженији раст приноса забележиле су десетогодишње државне ХоВ земаља у региону, чему је додатно допринело повећање референтних каматних стопа њихових централних банака.

Кретања на међународним валутним тржиштима била су под доминантним утицајем повећања

Графикон III.1.8. Кретање курсева одређених националних валута према долару*

(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: база података ММФ-а.

* Раст представља апријацију.

референтне каматне стопе ФЕД-а, што је допринело **јачању долара према већини осталих валута**. Јачању долара према евр, поред повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, у великој мери допринела су и очекивања тржишних учесника у погледу будућег бржег заштравања монетарне политике ФЕД-а, с обзиром на то да његови званичници потенцирају стављање инфлације под контролу чак и по цену привредног раста, истичући да су ризици рестриктивније монетарне политике далеко мањи од потенцијалног неуспеха обуздавања инфлаторних притисака. С друге стране, одлуке ЕЦБ-а о брзини нормализације монетарне политике морају у већој мери да узму у обзир и последице рестриктивности по привредни раст, с обзиром на очекивано веће успоравање економске активности зоне евра у условима актуелне геополитичке кризе. Поред тога, инвеститори су услед веће аверзије према ризику повећали тражњу за долларом као валутом сигурног уточишта, што је додатно утицало на његово јачање према осталим валутама.

Цена злата на светском тржишту, након првобитног пада почетком године, од фебруара је била у порасту, премашивши 1.900 долара по унци, по основу преласка инвеститора у сигурну активу по избијању конфликта у Украјини и уведених санкција западних земаља Русији. Започети раст цене злата је најпре успорен средином марта, када је ФЕД отпочео циклус повећања референтне каматне стопе, након чега је од средине априла уследио пад, под утицајем јачања вредности долара и високих стопа приноса на дугорочне државне обвезнице САД. У јуну је цена злата додатно спуштена, упоредо са смањењем биланса стања ФЕД-а и очекиваним снажнијим заштравањем монетарне

политике до краја 2022, као и лошијим изгледима глобалног привредног раста, тако да је на крају П1 износила 1.817 долара по унци, што је благо изнад нивоа с краја прошле године.

У условима повећане глобалне неизвесности због отежаног снабдевања нафтом и другим енергентима, првенствено из Русије, **цена нафте на светском тржишту** достигала је током Т1 рекордне нивое од преко 120 долара по барелу. После одлуке САД да настави с коришћењем стратешких резерви сирове нафте, обновљеног извоза нафте из Казахстана, као и потенцијалног пада тражње за нафтом у Кини због поновних затварања изазваних пандемијом, цена нафте се крајем марта и априла нашла на око 107 долара по барелу. Појачане геополитичке тензије и забринутост око глобалне понуде сирове нафте због неспровођења планова *OPEC+* о повећању производње, као и санкције Запада, пре свега ЕУ, на увоз око две трећине нафте из Русије поморским путем, утицале су на то да цена нафте у првој половини јуна забележи нове рекордне нивое (изнад 126 долара по барелу). Међутим, у другој половини месеца уследио је њен пад на око 115 долара по барелу, вођен погоршаним очекивањима у погледу раста светске привреде, што би ограничило тражњу за нафтом, као и поновног ширења вируса у Кини. И поред тога, цена нафте је на крају П1 била за 48,5% изнад нивоа с краја прошле године.

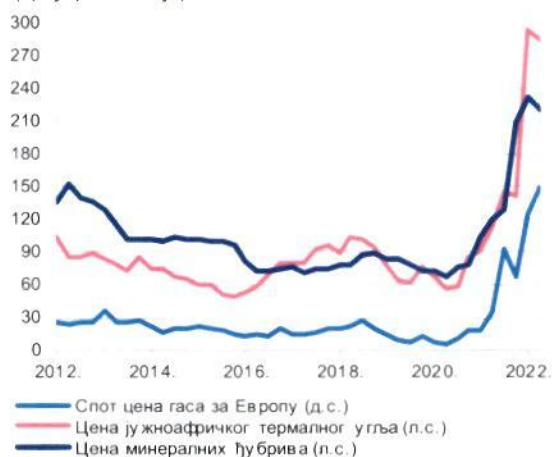
Реперна цена природног гаса за Европу (на холандском чворишту *TTF*) нагло се попела на преко 100 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 1.200 долара за хиљаду кубних метара гаса) по избијању конфликта у Украјини и крајем Т1 је износила око 120 евра по мегават-сату, што је и до четири пута више од нивоа

Графикон III.1.9. Кретање светских цена злата и нафте (крај тромесечја, у USD)



Извор: Блумберг.

Графикон III.1.10. Кретање цена природног гаса, термалног угља и индекса цена метала и минерала (крај тромесечја)



Извор: Рефинитив и Светска банка.

* Бакар, алуминијум, руда гвожђа, олово, никл, цинк и калај.

Графикон III.1.11. Индекс светских цена примарних производа (2010 = 100)



који је у просеку бележила до средине прошле године, када је кренула узлазном путањом. Током највећег дела Т2 цена природног гаса се налазила испод 100 евра по мегават-сату, под утицајем повећаних резерви течног нафтног гаса и топлијег времена. Ипак, од средине јуна цена гаса је поново порасла због проблема у испоруци овог енергента из САД и смањене понуде из Русије, тако да је на крају П1 достигла близу 150 евра по мегават-сату (тј. око 1.650 долара за хиљаду кубних метара гаса⁴), остваривши раст од 125% у односу на крај прошле године.

Вођена растом глобалне тражње за фосилним горивима, пре свега из Кине, где је због пандемије ограничено даље повећање домаће производње, **цена термалног угља** (пореклом из Јужне Африке) расла је током П1 и у априлу је достигла историјски максимум од око 300 долара по тони. ЕУ и Јапан су увели ембарго на увоз угља из Русије и повећали тражњу за угљем из других земаља, чиме су извршили додатан притисак на раст цене угља, која је на крају П1 била двоструко виша него на крају прошле године. У марту и априлу су знатно порасле **цене минералних ђубрива** због мање производње у Европи. И поред тога што су цене ђубрива кориговане у мају и јуну због мање тражње, оне су остале на вишем нивоу него с краја 2021. године.

Цене метала и минерала на светском тржишту (мерене индексом Светске банке) снажно су повећане током Т1, нарочито након ескалације украјинске кризе, када су знатно

Графикон III.1.12. Индекс светских цена хране (номинално, 2014–2016 = 100)



скочиле цене никла и паладијума услед смањене испоруке из Русије, која је међу главним светским произвођачима ових метала. Већ током Т2 цене метала и минерала су кориговане наниже, као резултат повећане понуде на глобалном нивоу, с једне стране, и мање тражње из Кине и нарушених изгледа раста у осталим земљама, с друге стране. Највише су смањене цене калаја, никла и алуминијума, а у мањој мери и цене руде гвожђа, бабра, олова и цинка. Према су на крају П1 биле нешто ниже него на крају 2021, цене метала и минерала су остале на високом нивоу због отежаног снабдевања из Украјине и санкција Запада према Русији.

Цене хране на светском тржишту су се нашле на историјском максимуму у марту (готово 160 поена, мерено индексом ФАО), пре свега због знатног поскупљења житарица (чији је Србија нето извозник), након чега су током Т2 смањене, првенствено по основу нижих цена биљних уља (палминог, сунцокретовог и сојиног). С доласком нове пољопривредне сезоне и повољнијих изгледа за производњу и понуду, цене пшенице и кукуруза су у Т2 кориговане наниже, а у мањој мери и цене шећера. Насупрот томе, у Т2 су повећане цене меса (живинског, говеђег и свињског) и цене млека и млечних производа, услед појачане увозне тражње и продужених застоја у снабдевању. Ипак, цене хране су на крају П1 биле за око 15% изнад нивоа с краја 2021, што указује на и даље присутне ценовне притиске на тржишту пољопривредних и прехрамбених производа.

⁴ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента (10,55 MWh = 1.000 m³).

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, **текући дефицит платног биланса** у П1 2022. износио је 2,6 млрд евра (9,6% БДП-а), што је за 1,9 млрд евра више него у П1 2021. Посматрано по категоријама текућег рачуна, повећање дефицита у П1 2022. било је пре свега одређено растом робног дефицита, који је био под великим утицајем раста увозних цена енергената. Повећан је и дефицит примарног дохотка, док су у супротном смеру деловали раст суфицита у размени услуга са иностранством и раст суфицита секундарног дохотка.

Бржи раст увоза (43,9% м.г.) од извоза робе (32,7% м.г.) утицао је на то да дефицит у робној размени у П1 достигне 4,8 млрд евра, што је за 2,2 млрд евра више него у истом периоду претходне године. Вођен извозом прерађивачке индустрије, уз позитиван допринос рударства, **робни извоз** у П1 достигао је 12,8 млрд евра, иако је екстерна тражња наставила да успорава, а функционисање глобалних ланаца било је додатно оптерећено геополитичким тензијама и противпандемијским мерама у Кини. Поред тога, део раста био је резултат виших цена. Извоз прерађивачке индустрије повећан је за 26,2% м.г.,

уз широко распрострањен раст (у 22 од 23 гране), при чему је највећи допринос потицао од извоза основних метала, прехранбених производа, хемијске индустрије, деривата нафте, производа од гуме и пластике и електричне опреме. Иако је од маја приметан опоравак извоза пољопривредних производа, након попуштања мера којима је почетком године ограничаван извоз житарица, извоз пољопривредних производа у П1 био је нешто нижи него у истом периоду претходне године. Повећање **робног увоза** на 17,6 млрд евра у великој мери се дугује повећаном увозу енергената, пре свега нафте и гаса. Увоз енергената у П1 износио је 3,1 млрд евра, што је за 2,1 млрд евра више него у истом периоду претходне године.⁵ При томе, око 80% тог повећања односи се на раст увозних цена, а око 20% на раст увезених количина. И према класификацији увоза према општим економским категоријама (*BEC*), расту увоза највише је допринео повећан увоз средстава за репродукцију (58,6% м.г.), категорије у оквиру које су сврстани енергенти. Следе увоз средстава за рад и увоз потрошне робе, који су повећани за 21,0% м.г. и 20,2% м.г., респективно, што указује на даљи раст инвестиција и личне потрошње. Таква кретања потврђује и класификација увоза по наменама, где су расту увоза највише доприносили енергенти и интермедијарни производи, а затим капитални производи и производи за широку потрошњу.

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

	П1 2021.	П1 2022.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-681,1	-2.615,6
1. Салдо робе размене	-2.584,7	-4.799,3
1.1. Извоз	9.632,7	12.786,7
1.2. Увоз	-12.217,4	-17.586,0
2. Салдо услуга	751,1	852,7
2.1. Извоз	3.443,8	4.692,4
2.2. Увоз	-2.692,7	-3.839,7
3. Салдо робе и услуга	-1.833,6	-3.946,6
3.1. Извоз робе и услуга	13.076,5	17.479,1
3.2. Увоз робе и услуга	-14.910,1	-21.425,8
4. Примарни доходак	-859,1	-1.220,4
5. Секундарни доходак	2.011,6	2.551,4
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-13,7	-10,3
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	1.073,0	751,4
1. Директне инвестиције – нето	1.756,0	1.507,5
2. Портфолио инвестиције – нето	821,9	-86,8
3. Финансијски деривати – нето	-43,6	25,2
4. Остале инвестиције – нето	-1.461,2	-694,5
4.1. Трговински кредити	-355,1	-1.222,4
4.2. Финансијски кредити	-120,9	873,6
4.3. Готов новац и депозити – нето	-986,5	-347,3
4.4. Остало – нето	1,3	1,6
IV. Средства резерви	-581,9	1.939,7
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	203,6	-65,3
VI. УКУПНИ БИЛАНС	581,9	-1.939,7

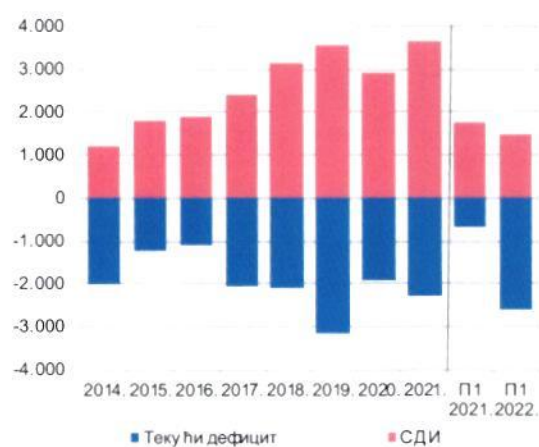
Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци.

¹⁾ По *ВРМ6* методологији, осим знакова не конвенције.

Иако је у П1 увоз услуга растао брже него извоз (42,6% м.г. наспрам 36,3% м.г.), услед већег удела извоза у размени услуга са иностранством, суфицит у **размени услуга** додатно је повећан,

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



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

⁵ За више детаља о повећаном увозу енергената у П1 видети Осврт 2 у *Извештају о инфлацији – август 2022.*

на 852,7 млн евра (13,5% мг.). Размена свих врста услуга повећана је у односу на исти период претходне године, при чему је раст извоза био пре свега вођен туристичким, ИКТ и пословним услугама, а раст увоза транспортним и туристичким услугама.

Дефицит на рачуну примарног дохотка повећан је на 1,2 млрд евра, претежно услед већих расхода по основу дохотка од СДИ. Таква кретања су очекивана, с обзиром на континуиран раст стања СДИ у Србији и последично више расходе за исплату дивиденди. Поред тога, износ реинвестиране добити виши је него у истом периоду претходне године, што указује на одређеност инвеститора да даље повећавају улагања у Србију. С друге стране, расходи по основу портфолио инвестиција били су нижи, делом захваљујући задужевању под повољнијим условима у претходном периоду и доспећу раније емитованих еврообвезница по вишим каматним стопама.

Суфицит на рачуну секундарног дохотка повећан је у П1 за 26,8% мг., на скоро 2,6 млрд евра, пре свега по основу већег прилива дознака из иностранства, који је готово достигао 2,1 млрд евра и био за 36,7% виши него у истом периоду претходне године. Расту суфицита допринео је и већи износ донација јавном сектору и нето трансфера по основу размене с Косовом и Метохијом.

Нето прилив на финансијском рачуну платног биланса у П1 износио је 751,4 млн евра.⁶ Прилив капитала односио се на СДИ и кредитно задужење резидената у иностранству, док је одлив регистрован по основу трговинских кредита, већег износа средстава банака на рачунима у иностранству и портфолио инвестиција.

Према прелиминарним подацима, **прилив СДИ у Србију** у П1 износио је 1,6 млрд евра, што је за 15,7% ниже него у истом периоду претходне године. При томе, од средине априла прилив СДИ вратио се на нивое које је бележио пре избијања конфликта у Украјини. Највише улагања потицало је из ЕУ и азијских земаља и било је усмерено у прерађивачку индустрију, за којима следе грађевинарство, трговина, научне, иновационе и техничке делатности. Истовремено, резиденти су повећали улагања у иностранство, тако да је нето прилив СДИ износио 1,5 млрд евра.

Геополитичке тензије и ескалација кризе у Украјини, али и почетак нормализације

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



монетарних политика водећих централних банака, одразили су се на **токове портфолио инвестиција**. Током шест месеци, по овом основу регистрован је нето одлив капитала од око 87 млн евра, који се претежно односио на продају ХоВ на секундарном тржишту. Одлив је регистрован и по основу доспећа државних ХоВ у поседу нерезидената. У јуну су нерезиденти директном погодбом купили 350 млн евра државних ХоВ на примарном тржишту, чиме је умањен ефекат продаје на секундарном тржишту. Поред тога, током П1 остварен је прилив по основу доспећа ХоВ у које су резиденти улагали на иностраним тржиштима.

По основу **осталих инвестиција** у П1 је забележен одлив од 694,5 млн евра. Највећи део тог одлива односио се на трговинске кредите (1,2 млрд евра) због ненаплаћеног извоза. По основу **готовог новца и депозита** забележен је одлив од 347,3 млн евра, пошто је повећање средстава на рачунима банака у иностранству премашило раст средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака. С друге стране, по основу **финансијских кредита** остварен је нето прилив (873,6 млн евра) под утицајем раста задужења банака, Владе и предузећа.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)⁷ током П1 буду смањене за 1,9 млрд евра.

Бруто девизне резерве Народне банке Србије 30. јуна 2022. износиле су 14.775,7 млн евра и биле су мање за 1.678,8 млн евра него на крају 2021. године. Такав ниво је обезбеђивао покривеност

⁶ Без промене девизних резерви.

⁷ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

новчане масе М1 од 136% и пет месеци увоза робе и услуга. Истовремено, нето девизне резерве су износиле 11.907,1 млн евра и биле су мање за 1.796,9 млн евра него на крају 2021. 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 30. јуна 2022. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (48,4%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (21,5%), ефективни страни новац (14,7%), злато (14,4%) и SDR код ММФ-а (1,0%).

Највећи девизни приливи у 2022. години остварени су по основу емисије дугорочних ХоВ РС на домаћем финансијском тржишту у износу од 672,3 млн евра. Поред тога, приливи су остварени по основу коришћења кредита за РС (231,4 млн евра), привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁸ (226,6 млн евра), донација (76,2 млн евра), девизне обавезне резерве банака (нето 71,3 млн евра), као и камата на девизна средства и наплате купона (укупно у нето износу од 34,8 млн евра).

Највећи одлив из девизних резерви Народне банке Србије реализован је по основу активности

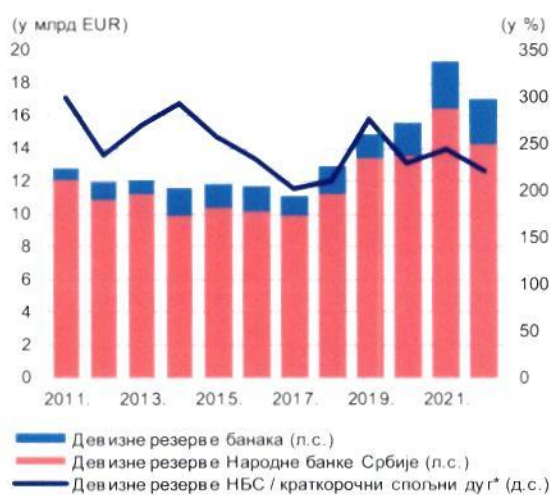
Народне банке Србије на МДТ-у⁹ – нето одлив девиза (ефекат спот и своп трансакција) у износу од 1.654,0 млн евра. Поред тога, реализовани су одливи по основу редовног измиривања обавеза према иностраним кредиторима (главнице и камате) у износу од 712,1 млн евра, доспелих ХоВ РС деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту 506,4 млн евра и по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства, укупно у нето износу од 48,5 млн евра. У вези с применом Закона о регулисању јавног дуга РС по основу неисплаћене девизне штедње грађана, исплаћено је укупно 12,1 млн евра (укључена је неисплаћена девизна штедња грађанима из бивших република СФРЈ у износу од 11,1 млн евра).

Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција, тј. разлика између средстава резидената Србије, с једне стране, и њихових обавеза, с друге стране, достигла је на крају Т2 2022. 46,9 млрд евра. У односу на крај 2021, **нето међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је за 2,7 млрд евра**. При томе, услед раста економске активности у 2022, **учешће нето инвестиционе позиције у процењеном БДП-у (83,0%)** остало је готово непромењено у односу на 2021. годину.

У структури стране финансијске aktive, која је крајем Т2 2022. износила 33,3 млрд евра,

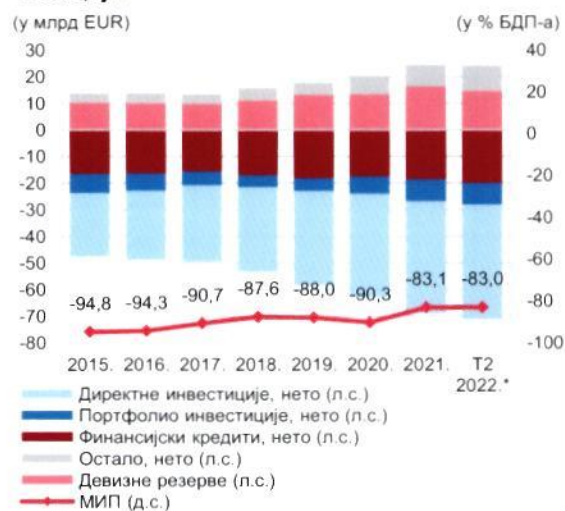
Графикон III.2.3. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга



Извор: РЗС.

* Краткорочни дуг по преосталој рочности.

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

⁸ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

⁹ 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.

девизне резерве и даље имају највеће учешће, чинећи 44,3% њене вредности. Ако се посматра структура финансијске пасиве, која је крајем Т2 износила 80,3 млрд евра, СДИ знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (59,1%), а портфолио инвестиције достигле су 10,8% укупних обавеза према иностранству.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

Пооштравање монетарних услова одразило се на раст каматних стопа на преконоћном међубанкарском тржишту новца. Каматна стопа BEONIA је током П1 константно расла, тако да је у односу на децембар 2021. повећана за 145 б.п. и крајем јуна нашла се на нивоу од 1,68%. И каматне стопе BELIBOR свих рочности током П1 бележиле су раст у сличној мери, за око 140 б.п., тако да су се крајем јуна кретале у распону од 1,63% за најкраћу рочност до 2,45% за рочност од шест месеци.

На примарном тржишту динарских ХоВ држава је током П1 2022. године одржала седам аукција за динарске ХоВ рочности од две године и једну аукцију за динарске ХоВ рочности од десет година, што је девето реотварање емисије од 6. фебруара 2018. године. Прва емисија за динарске ХоВ рочности од две године организована је 18. јануара 2022. године, на којој је извршна стопа била изједначена с купонском стопом и износила је 2,75%. Конфликт у Украјини знатно је утицао на кретања на међународном финансијском тржишту и раст премије ризика земаља у успону. На домаћем тржишту динарских ХоВ извршна стопа на

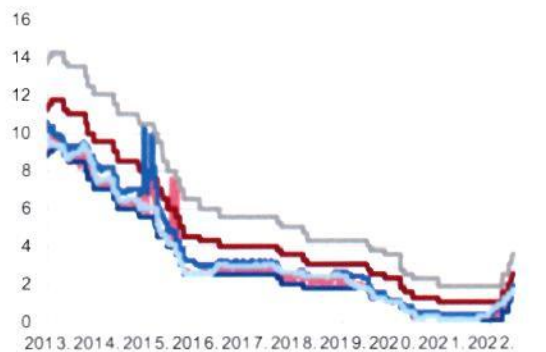
двогодишње обвезнице повећана је за 0,85 п.п. у односу на прву аукцију у јануару, на 3,6%, колико је износила на аукцији одржаној 7. јуна 2022. године. Ово је био случај и на аукцији за динарске ХоВ рочности од десет година, на којој је извршна стопа повећана за 4,2 п.п. у односу последњу аукцију одржану 9. фебруара 2021. године, на 6,7%.

Током П1 укупно су продате динарске ХоВ у номиналном износу од 62,5 млрд динара, а како су истовремено доспеле раније продате ХоВ у номиналном износу од 158,5 млрд динара, стање продатих динарских ХоВ смањено је на 894,6 млрд динара крајем јуна.

Нерезиденти су на секундарном тржишту у већој мери учествовали на страни продаје ХоВ, тако да је стање продатих динарских ХоВ у њиховом власништву током П1 смањено за 34,5 млрд динара, на 142,6 млрд динара крајем јуна, што представља 16% укупног стања продатих динарских ХоВ.

Током Т1 организоване су две аукције за продају ХоВ у еврима рочности од 2,5 година, једна аукција за продају ХоВ у еврима рочности од две године, а први пут је организована аукција за продају ХоВ у еврима рочности од 25 година. На другој аукцији за ХоВ у еврима рочности од 2,5 година у мају извршна стопа је непромењена, на нивоу од 0,81%, што је испод купонске стопе од 0,85%. На аукцији за ХоВ у еврима од 25 година номинално је продато 6,9 млрд динара, по извршној стопи од 2,5%, што је благо изнад купонске стопе од 2,3%. Продате су ХоВ у номиналном износу од 322,4 млн евра, а како су истовремено доспеле раније продате ХоВ у еврима у износу од 498,4 млн евра, стање

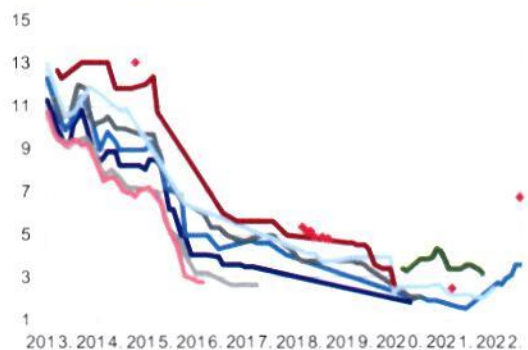
Графикон III.3.1. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



— Каматна стопа BEONIA
 — Референтна каматна стопа
 — Једнонедељни BELIBOR
 — Каматна стопа на депозитне олашнице
 — Каматна стопа на кредитне олашнице
 — Просечна пондерисана каматна стопа за репо продате ХоВ

Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон III.3.2. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

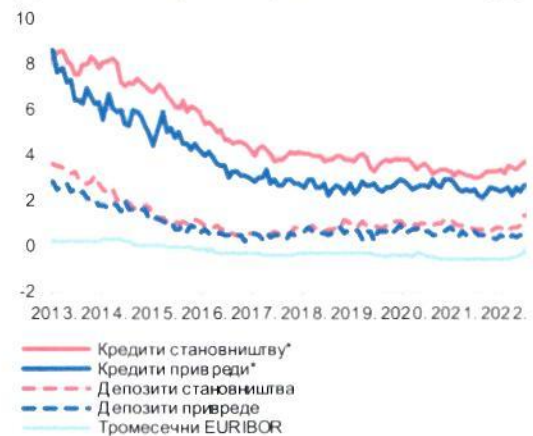
Графикон III.3.3. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

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.

продатих ХоВ у еврима током П1 је смањено за 176 млн евра, на 2.142,4 млн евра.

У јуну је директном погодбом продата обвезница у еврима рочности од 53 недеље, у номиналној вредности од 350 млн евра, по купонској стопи од 2,4%.

Криза у Украјини определила је кретања на секундарном тржишту, тако да је активност инвеститора била у константом паду, о чему сведочи промет од 161,0 млрд динара у П1 2022, који је у односу на П2 2021. преполовљен. Стопе приноса до доспећа порасле су у односу на децембар 2021. и у јуну су се у просеку кретале у распону од 3,68% за преосталу рочност од 13 месеци до 7,21% за преосталу рочност од десет година.

Раст каматних стопа на тржишту новца одразио се и на кретање каматних стопа на нове динарске кредите у П1, које су забележиле раст и у јуну су износиле 9,5% за кредите становништву и 4,0% за кредите привреди.

Раст каматне стопе на динарске кредите становништву вођен је растом каматне стопе на најзаступљенију категорију кредита становништву – готовинске кредите – за 1,5 п.п., на 10,1% у јуну. Повећане су и каматне стопе на потрошачке и стамбене кредите за 0,9 п.п. и 1,9 п.п., на нивое од 2,3% и 8,8%, респективно, чији је ефекат на укупну каматну стопу мали због њиховог ниског учешћа. Каматне стопе на остале некатегорисане кредите готово су непромењене у односу на децембар 2021. године.

Раст каматних стопа на нове динарске кредите привреди током П1 од 1 п.п. вођен је растом

каматне стопе на најзаступљенију намену кредита, за обртна средства, за 1,7 п.п., на 4,8%, а затим на инвестиционе кредите за 1,8 п.п., на 5,9%, као и растом њиховог учешћа. Каматна стопа на остале некатегорисане кредите била је практично непромењена у односу на крај 2021. и износила је 2,5%.

Код евроиндексираних кредита становништву, просечна каматна стопа повећана је за 0,4 п.п., на 3,7%, што је у потпуности последица раста каматних стопа на стамбене кредите у Т2, које су повећане за 0,3 п.п., на 2,9%.

И просечна каматна стопа на нове евроиндексиране кредите привреди повећана је током П1 за 0,2 п.п., на 2,7%, чему је допринео раст каматних стопа на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите за 0,2 п.п. и 0,5 п.п., на 2,6% и 3,4%, респективно.

Подизање каматних стопа одразило се и на каматне стопе на динарске орочене депозите привреде и становништва, које су током П1 повећане за 2,2 п.п. и 1,0 п.п., на нивое од 4,0% и 3,0%, респективно. Каматне стопе на орочене депозите становништва у еврима повећане су за 0,5 п.п., на 1,4%, док су каматне стопе на депозите привреде непромењене на нивоу од 0,5%.

Премија ризика земље и кредитни рејтинг

Ескалација геополитичких тензија и избијање конфликта у Украјини кључно су определили кретање премије ризика земаља у развоју (укључујући и Србију) током П1. Повећаној аверзији према ризику на међународном финансијском тржишту допринео је и почетак заостравања монетарних политика водећих централних банака у условима убрзања инфлације на глобалном нивоу.

С тим у вези, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, повећана је током П1 за 109 б.п. и крајем јуна је износила 272 б.п. Истовремено, *EURO EMBIG*, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, повећана је током П1 за 244 б.п., на ниво од 440 б.п. Доларска премија ризика Србије такође је порасла током П1 (за 173 б.п., на 312 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 П1 повећана за 130 б.п., на 460 б.п.

Упркос знатно повећаној неизвесности на међународном финансијском тржишту у П1, кредитни рејтинг Србије остао је очуван.

Агенција *Fitch* задржала је у фебруару кредитни рејтинг Србије на нивоу од ББ+, као и стабилне изгледе. Одлука је донета у условима већ појачаних геополитичких тензија, што додатно потврђује адекватност економских политика у Србији. *Fitch* је у образложењу ове одлуке акценат ставио на кредибилан оквир

Табела III.3.1. Кредитни рејтинг

(промена рејтинга и изгледа)

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

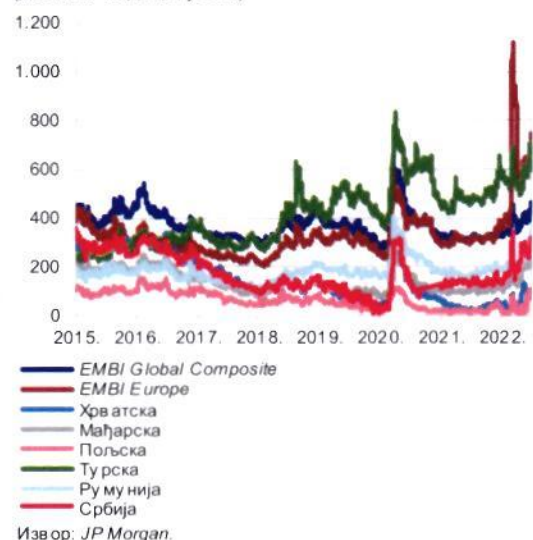
Извор: НБС.

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

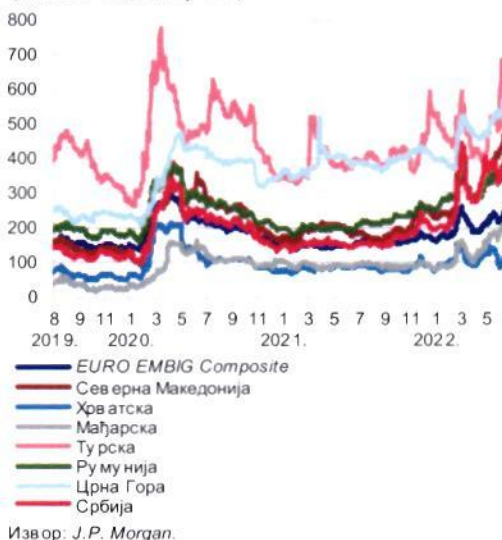
макроекономске политике, одговорну фискалну политику, као и на квалитетније управљање и виши ниво економског развоја у односу на земље са сличним кредитним рејтингом. Такође, истакнута је и стабилност банкарског сектора, као и повећана отпорност Србије на потресе из међународног окружења.

Агенција *Standard & Poor's* задржала је у јуну кредитни рејтинг Србије на нивоу од ББ+, уз стабилне изгледе. У односу на претходну оцену, када су изгледи за повећање рејтинга Србије били позитивни, агенција истиче да је промена изгледа опредељена геополитичким околностима и пре свега индиректним ефектима које конфликт у Украјини може да има на Србију. Поред тога, наглашен је кредибилитет и континуитет монетарне и укупне економске политике Србије, отпорност наше привреде, као и очувана стабилност банкарског сектора. Поред тога, агенција *Standard & Poor's* истакла је повољне перспективе привредног раста Србије у средњем року, које су подржане високим приливом инвестиција у извозно оријентисане секторе.

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.)



Кретања на девизном тржишту и курс динара

Депрецијацијски притисци, који су били присутни од Т4 2021. услед повећаног увоза енергената, додатно су појачани током Т1 ове године у условима геополитичких тензија и ескалације кризе у Украјини. Ти притисци знатно су ослабили у априлу, а од маја преовлађују апрецијацијски притисци. Ипак, релативна стабилност динара према еврџу очувана је током целог периода захваљујући интервенцијама Народне банке Србије. Посматрано крајем периода, динар је према еврџу у П1 ојачао за 0,2%, док је, због слабљења евра према долару на међународном тржишту, динар према долару ослабио за 7,4%.

Расту тражње за девизама током Т1 највише су допринела домаћа предузећа, увозници енергената, делом и због повећања цене енергената на светском нивоу. Ескалација кризе у Украјини утицала је и на раст премије ризика европских земаља у успону, што се одразило и на већу тражњу нерезидентата за девизама на домаћем тржишту крајем фебруара, али се она током марта ипак знатно смањила. Поред тога, у условима повећане глобалне неизвесности, физичким лицима је у марту продат рекордан износ ефективног страног новца, али се већ од априла поново бележи нето куповина ефективног страног новца, уз посебно високе износе куповине у мају и јуну. То је, уз прилив девиза по основу послова с платним картицама и раст валутно индексиране активне,¹⁰ која се захваљујући расту кредитне активности повећавала током целог периода, допринесило

Графикон III.3.7. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



¹⁰ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

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



расту понуде девиза. Током Т2 тражња за девизама знатно је опала, пошто су банке продале мање износе девиза него у Т1 и резидентима и нерезидентима. Када је реч о резидентима, тражњу за девизама и даље су генерисали увозници енергената, док су високи приливи по основу извоза и СДИ утицали на то да поједина предузећа повећају понуду девиза банкама. Већ у мају понуда девиза надмашила је тражњу, а у јуну је та разлика била знатно већа, што је резултирало јачањем апрецијацијских притисака.

Ради одржавања релативне стабилности на девизном тржишту, Народна банка Србије је током П1 на МДТ-у нето продала 1.790,0 млн евра. При томе, у прва четири месеца 2022. интервенисала је претежно продајом девиза,

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



највише у марту, док је у мају и јуну интервенисала само на страни куповине.

Промет на МДТ-у који је остварен између банака¹¹ у П1 у просеку је дневно износио 35,4 млн евра, што је за 6,6 млн евра више него у П2 2021. При томе, највећа вредност промета остварена је у мају (просечно 53,3 млн евра дневно), што је највиши ниво промета од децембра 2021. године.

Валуте земаља региона које су у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања према еврџу током П1. Посматрано крајем периода, према еврџу су ојачали чешка круна (0,5%) и румунски леј (0,1%), док су ослабили пољски злот (1,7%), мађарска форинта (7,0%) и турска лира (16,2%).

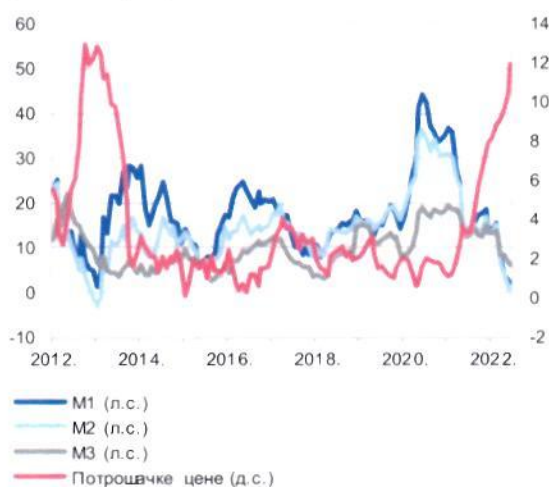
4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Повећана неизвесност изазвана ескалацијом геополитичких тензија утицала је првенствено на смањење најликвиднијих компонената новчане масе током П1. С тим у вези, динарски монетарни агрегати, М1 и М2, смањени су за 9,4% и 9,1%, респективно. Повећање девизних депозита обезбедило је релативно мање смањење најширег монетарног агрегата, М3, који је у П1 смањен за 2,1%.

Посматрано по појединачним категоријама, депозити по виђењу смањени су за 105,0 млрд динара, највише по основу смањења

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



Извор: РЗС и НБС.

трансакционих депозита становништва, а затим и привреде. Остали сектори забележили су релативно мање промене стање у односу на крај претходне године.

Орочени динарски депозити су у П1 смањени за 29,3 млрд динара, при чему је смањење депозита забележено код свих сектора изузев локалне самоуправе. Динарска штедња становништва је, услед повећане аверзије према ризику у условима ескалације геополитичких тензија, током П1 смањена за 18,3 млрд динара (од чега 14,8 млрд динара у марту) и крајем јуна је износила 85,3 млрд динара.¹² Ипак, важно је истаћи да су финансијска стабилност и релативна стабилност девизног курса остали очувани и у кризним временима, а да је привремени тренд смањења динарске штедње прекинут током јуна, када је забележила месечни прираст од 1,0 млрд динара.

Девизни депозити су у П1 повећани за 723,7 млн евра, највише захваљујући расту депозита становништва и привреде. Девизна штедња

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

	2021.	Јун 2022.	Промене у П1 2022.
Нето потраживања од иностранства	1.744.477	1.462.406	-282.070
Нето потраживања банака од иностранства	-202.387	-284.904	-82.517
Нето домаћа актива банкарског сектора	2.033.573	2.236.646	203.074
Нето домаћи кредити	3.335.144	3.478.788	143.644
Нето потраживања од државе	308.032	268.455	-39.576
Плasmани држави	871.782	775.589	-96.193
Депозити државе	-563.751	-507.134	56.617
Потраживања од невладиних сектора	3.027.112	3.210.333	183.221
Становништво	1.374.798	1.435.114	60.316
Привреда	1.594.382	1.707.089	112.707
Др. финансијске корпорације	31.801	40.378	8.577
Локални нивои власти	25.605	27.345	1.740
Непрофитне и др. организације	526	406	-120
Остала нето актива	-1.301.571	-1.242.142	59.430
Новчана маса М3	3.778.049	3.699.053	-78.997
Новчана маса М2	1.767.998	1.607.058	-160.940
Новчана маса М1	1.401.097	1.269.444	-131.653
Готов новац у оптицају	295.311	268.633	-26.678
Депозити по виђењу	1.105.786	1.000.811	-104.975
Динарски штедни и орочени депозити	366.901	337.614	-29.287
Девизни депозити	2.010.052	2.091.995	81.943

Извор: НБС.

¹² Новчане масе укључују само средства резидената. Уколико се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је крајем јуна износила 85,9 млрд динара.

¹¹ Без Народне банке Србије.

становништва је за шест месеци повећана за 382,7 млн евра, на 12,7 млрд евра у јуну,¹³ што је њен досадашњи максимум. Истовремено, депозити привреде су порасли за 293,7 млн евра, првенствено захваљујући приливу девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству.

Посматрано на мг. нивоу, монетарни агрегати су током П1 постепено успоравали раст – М1, М2, М3 су у јуну забележили мг. раст од 1,2%, 1,2% и 6,0%,¹⁴ респективно. Успоравање раста понуде новца највећим делом је последица дешавања у вези с привременим смањењем депозита у условима изражених геополитичких тензија, док је домаћа кредитна активност наставила позитивно да доприноси расту монетарних агрегата, подржана кредитирањем привреде, а затим и становништва.

Кредити банака

Укупни домаћи кредити бележили су двоцифрене мг. стопе раста током П1 и у јуну су, по искључењу ефекта промене девизног курса, били већи за 13,1%. Највећи допринос расту домаће кредитне активности пружали су кредити привреди (допринос од 8,0 п.п. у јуну), чији је мг. раст у јуну износио 15,8%. Следе их кредити становништву, с доприносом од 4,6 п.п. и мг. растом од 9,8% у јуну.

Кредити привреди су током П1, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани за 112,4 млрд динара. Раст се готово у потпуности

односио на девизно индексиране кредите, док је стање динарских кредита незнатно повећано у односу на крај 2021. **Посматрано по наменама**, раст је највише вођен кредитима за ликвидност и обртна средства, који су уједно и најзаступљенија категорија кредита привреди, са учешћем од 47,7% у јуну. Следе их инвестициони кредити, са уделом од 39,3%. **Посматрано по делатностима**, највиши раст задужења у П1 остварила су предузећа из области енергетике, прерађивачке индустрије и пословања некретностима. **Посматрано по величини предузећа**, раст је вођен делом тржишта који чине велика предузећа. Стање кредита одобренх микропредузећима, малим и средњим предузећима смањено је у П1 за 13,4 млрд динара, на шта се одражава доспеће кредита одобренх у оквиру гарантне шеме, а њихово учешће у укупним кредитима привреди у јуну је износило 61,1%.

Обим новоодобренх кредита привреди у П1 (553,6 млрд динара) већи је за 11,9% него у истом периоду прошле године. Највећи део нових кредита привреди односио се на кредите за ликвидност и обртна средства (59,5%), а следе их инвестициони кредити са учешћем од 22,6%. Микропредузећа, мала и средња предузећа искористила су половину одобренх кредита за ликвидност и обртна средства, односно 67% инвестиционих кредита.

Кредити становништву су, по искључењу ефекта промене девизног курса, у П1 повећани за 61,7 млрд динара. Највећи раст остварили су стамбени и готовински кредити (30,7 млрд динара и 25,5 млрд динара, респективно), док су остале врсте кредита забележиле релативно мање промене у односу на крај претходне године. У

Графикон III.4.2. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)



Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

¹³ Ако се укључе средства нерезидената, девизна штедња је крајем јуна износила 13,2 млрд евра.

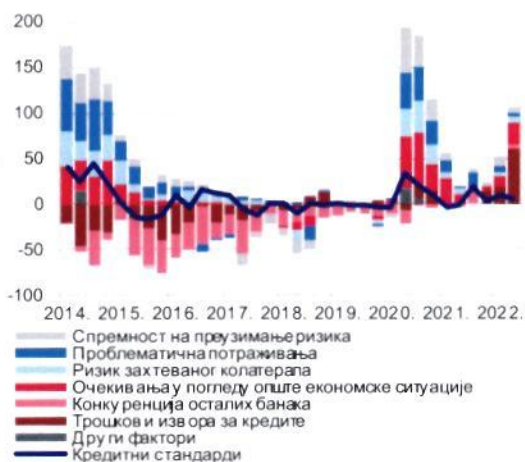
¹⁴ Напротив 14,8%, 13,8% и 13,3%, респективно, у децембру 2021.

Графикон III.4.3. Доприноси мг. расту кредита привреди (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

Графикон III.4.4. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



Извор: НБС.

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

оквиру кредита одобрених предузетницима, стање кредита за ликвидност и обртна средства веће је за 6,0 млрд динара, док су инвестициони повећани за свега 0,2 млрд динара.

У структури кредита становништву у јуну, најзаступљеније категорије били су готовински кредити (44,0%) и стамбени кредити (39,4%).

Обим новоодобрених кредита становништву у П1 износио је 277,1 млрд динара, што је за 0,3% мање него у истом периоду прошле године. Готовински кредити чинили су 59,9% нових кредита у П1, а стамбени кредити 22,4%.

Графикон III.4.5. Доприноси м. расту кредита становништву (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

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



Извор: НБС.

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

Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности¹⁵ показују да су банке у П1 наставиле са умереним поштравањем стандарда по којима су одобравале кредите привреди, при чему се то у већој мери односило на девизно индексираним кредитима. Стандарди по којима су одобравани кредити становништву, након годину дана ублажавања, у Т2 су благо поштравени, и то за најзаступљеније категорије – динарске готовинске кредите (укључујући и кредите за рефинансирање) и девизно индексирани стамбени кредити. Према оцени банака, и привреда и становништво су повећали тражњу за кредитима током П1. Тражња привреде за кредитима била је равномерно распоређена на сва предузећа, независно од њихове величине, и у нешто већој мери усмерена ка краткорочним кредитима. Финансирање обртних средстава водећи је фактор раста тражње привреде за кредитима, док су капиталне инвестиције пружале позитиван допринос током П1. Тражња становништва за кредитима усмерена је највише ка готовинским и стамбеним кредитима, с обзиром на то да су куповина непокретности и рефинансирање препознати као кључни фактори раста тражње.

Бруто NPL показатељ налазио се на опадајућој путањи током П1 и крајем јуна је износио 3,26%, што је његов најнижи ниво до сада, и у односу на крај 2021. ниже је за 0,3 п.п. Учешће NPL код сектора привреде¹⁶ смањено је током П1 за 0,6 п.п., на 2,2% у јуну, док је код становништва¹⁷

¹⁵ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

¹⁶ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће NPL у укупним кредитима у јуну је износило 2,4%.

¹⁷ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је, такође, износило 4,2%.

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



Извор: НБС.

повећано за 0,1 п.п., на 4,2% у јуну. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 90,7% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 57,0% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала¹⁸ на крају Т2 2022. износио је 19,4%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

5. Показатељи степена динаризаације

Народна банка Србије наставила је у П1 2022. да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије.

Мере монетарне политике које је Народна банка Србије спроводила у овом периоду, обележеним растом геополитичких тензија и повећаном међународном неизвесношћу, са интензитетом незапамћеним у новијој историји, допринеле су очувању поверења у финансијски систем, као и очувању релативне стабилности курса динара према евр, што представља главни предуслов за јачање поверења у динар.

Политиком обавезне резерве настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су знатно ниже од девизних, а Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

¹⁸ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

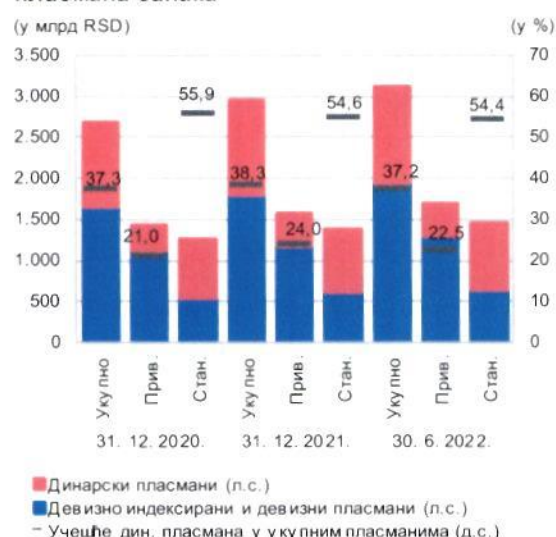
Графикон III.5.1. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву



Извор: НБС.

У погледу пруденцијалних мера које доприносе смањењу валутног ризика и повећању динаризаације финансијског система, банкама које клијентима одобравају динарске кредите у складу с првом и другом гарантном шемом,¹⁹ по каматним стопама које су за најмање 50 б.п. ниже од највише стопе прописане наведеним законима, Народна банка Србије и даље плаћа камату на део издвојене динарске обавезне резерве по повољнијој стопи (за 50 б.п. вишој) од стандардне.²⁰

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



Извор: НБС.

¹⁹ Закон о утврђивању гарантне шеме као мера подршке привреди за ублажавање пандемије болести *COVID-19* изазване вирусом *SARS-CoV-2* („Службени гласник РС”, бр. 153/20 и 40/21) и Закон о утврђивању друге гарантне шеме као мера додатне подршке привреди услед продуженог негативног утицаја пандемије болести *COVID-19* изазване вирусом *SARS-CoV-2* („Службени гласник РС”, бр. 40/21).

²⁰ Стандардна каматна стопа на издвојену обавезну резерву тренутно износи 0,75%.

Графикон III.5.3. Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва



Извор: НБС.

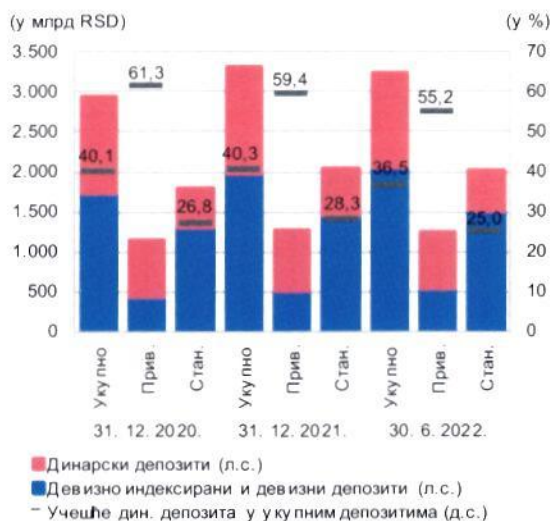
Поред наведеног, динарске државне ХоВ и динарске обвезнице предузећа с прихватљивим бонитетом, за разлику од девизних ХоВ, и даље су укључене у листу прихватљивог колатерала за монетарне операције Народне банке Србије, што у дугом року доприноси развоју тржишта капитала, кроз подстицај банкама да у својим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

Народна банка Србије наставила је да подржава развој инструмената за заштиту од девизног ризика. И у П1 2022. године редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза, чиме се подстиче међубанкарска своп трговина девизама и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

Од значаја за повећање динаризације у наредном периоду јесте наставак подршке развоју домаћег финансијског тржишта, путем веће интеграције домаћег тржишта капитала у међународне токове. У том смислу, значајно је да је *Clearstream* укључио домаће тржиште капитала у своју глобалну мрежу, чиме је омогућио директно салдирање динарских ХоВ за стране инвеститоре, а у току су активности на укључивању динарских државних обвезница у *Euroclear*. Све то би требало да допринесе повећању ликвидности домаћег тржишта ХоВ и побољшању услова финансирања државе.

Степен динаризације финансијског система Србије, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, у П1 2022. године смањен је за 1,1 п.п. и крајем јуна је износио 37,2%.

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



Извор: НБС.

Смањење динаризације пласмана у П1 2022. последица је пре свега већег валутно индексираног кредитирања привреде, као и успоравања динарског кредитирања привреде, које је у претходном периоду у највећој мери реализовано у оквиру гарантних шема РС. Због тога је степен динаризације пласмана привреди у П1 смањен за 1,5 п.п. и крајем јуна је износио 22,5%.

Степен динаризације пласмана становништву, слично као у претходном периоду, и током П1 2022. наставио је да се постепено смањује, под утицајем наставка раста валутно индексираних стамбених кредита. Динарски пласмани становништву су у овом периоду повећани у нешто мањој мери, као резултат наставка раста готовинских кредита, који се по правилу одобравају у динарима, тако да је степен динаризације пласмана овом сектору у П1 2022. смањен (за 0,2 п.п.) и крајем јуна је износио 54,4%.

Степен динаризације депозита привреде и становништва током П1 2022. године смањен је с рекордно високог нивоа крајем 2021. (40,3%) и крајем јуна 2022. износио је 36,5%. Посматрано по секторима, у овом периоду степен динаризације је смањен и код привреде (за 4,3 п.п., на 55,2%) и код становништва (за 3,3 п.п., на 25,0%), што се добрим делом може довести у везу са израженим геополитичким тензијама, услед којих је смањено депоновање динарских, а повећано депоновање девизних средстава.

Изражена неизвесност у међународном окружењу од краја фебруара све до половине априла утицала је на снажан раст тражње становништва за страном готовином (у

мењачницама и банкама). Током наведеног периода дошло је и до одређених промена у валутној структури штедње у корист девизне. Захваљујући одлучним, одмереним и благовременим мерама и активностима, Народна банка Србије је и у таквим, до сада незапамћеним околностима, обезбедила стабилност на девизном тржишту, као и несметано снабдевање и динарском и девизном ликвидношћу, па су наведена негативна кретања заустављена већ средином априла, а у јуну и јулу је динарска штедња и повећана.

6. Тржиште непокретности

Почетком 2022. тржиште некретнина у Србији је карактерисао раст промета и цена.

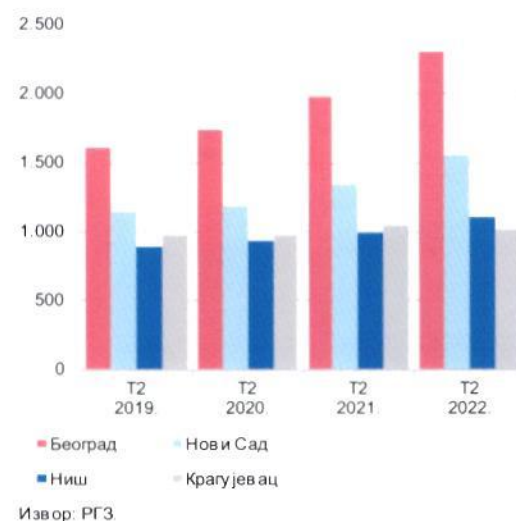
Укупан број регистрованих уговора о купопродаји непокретности у Србији (земљиште, објекти, посебни делови објеката) у П1 2022. износио је 68.280 и био је виши за 3,9% него у П1 2021. У укупном промету непокретности, највеће учешће (око 30%) имао је промет станова и у односу на исти период прошле године, он је благо повећан, за 1%. После станова, највише се прометовало грађевинским и пољопривредним земљиштем, као и осталим стамбеним објектима.

Према подацима Републичког геодетског завода, тренд раста просечне цене станова новоградње у већим градовима Србије настављен је током П1 2022. Највише су порасле цене новоградње у Новом Саду и Београду (за по 16% мг.) и износиле су 1.560 евра по квадратном метру и 2.304 евра по квадратном метру, респективно. **Просечне цене станова староградње у већим градовима Србије такође су расле, а највише у Новом Саду (за 22% мг.) и Нишу (за 20% мг.).** Просечна цена станова староградње у Београду износила је 1.773 евра по квадратном метру и повећана је за 18% мг.

Из **кредитних средстава** финансирано је 12% укупно регистрованих уговора, што је за око 4% мање него у П1 2021. На тај начин највише је финансирана куповина станова, и то са 28% у Т1 и 27% у Т2, што је мање него у П1 2021. године, када је 37% станова купљено на овај начин.

Када је реч о факторима на страни понуде на тржишту некретнина, **број издатих грађевинских дозвола** укупно за зграде (укључујући и пословне и друге) порастао је у П1 2022. за 14,7% мг. и износио је 10.316. Број

Графикон III.6.1. **Цене станова новоградње у већим градовима у Републици Србији** (у EUR/m²)



издатих грађевинских дозвола за стамбене зграде био је виши за 20,1% мг. и износио је 7.893, а број издатих грађевинских дозвола за станове порастао је за 7,4% мг. и износио је 18.911, па се и у наредном периоду може очекивати раст понуде станова.

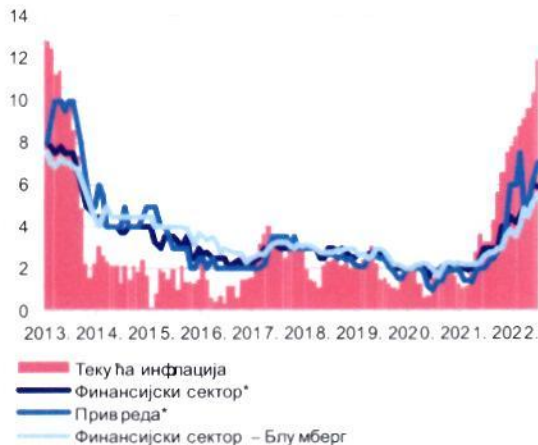
Значајан фактор раста тражње за некретноснама представља укупна номинална нето маса зарада, која је остварила мг. раст од 16,2%. Такође, расту тражње становништва за стамбеним кредитима у П1 2022. доприносили су и даље повољни услови задуживања.

7. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред пратила су раст текуће инфлације, али су се кретала на нижем нивоу, при чему су средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора задржана у границама циља.

Након почетка године, када су била у оквиру граница циља Народне банке Србије, **краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора**, према резултатима анкете агенције Ипсос, у марту су се први пут од септембра 2013. нашла изван њих (5,0%). До краја П1 она су се кретала изнад горње границе циља и у јуну су износила 5,9%. Сличну динамику кретања инфлационих очекивања финансијског сектора показали су и резултати агенције Блумберг – са 3,5% у јануару повећана су на 5,5% у јуну.

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



Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедиа, Блумберг и НБС.
* Агенција Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

Инфлациона очекивања сектора привреде за годину дана унапред такође су се кретала изнад граница циља Народне банке Србије. Након пораста у јануару на 6,0% и фебруару на 7,5%, у марту су пала на 5,0% и остала на истом нивоу у априлу, да би наставила раст и у јуну износила 7,0%. Ипак, према јунској анкети, повећање цена својих производа и услуга у наредној години дана очекивало је мање од половине испитаника (47,9%), што је и најнижи проценат од априла 2020. То би могло да говори у прилог очекивањима да ће ослабити ефекти фактора који су водили раст инфлације у Србији у претходном периоду.

Инфлациона очекивања становништва пратила су кретања текуће инфлације и током П1 била су у порасту. Уобичајено су виша од осталих сектора и кретала су се у распону од 10,0% до 20,0%. Истовремено, према резултатима квалитативне анкете,²¹ индекс перципиране инфлације наставио је да бележи више вредности од индекса очекиване инфлације, што указује на то да становништво ипак очекује да инфлација у наредних 12 месеци буде нижа од инфлације у претходној години дана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред наставила су и током П1 2022. године да се крећу у границама циља Народне банке Србије, где су усидрена откад се прате (март 2014). Након повећања са 3,5% на 4,0% у марту, стабилизовала су се и на том нивоу остала су до

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



Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.
* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

јуна. Средњорочна очекивања сектора привреде кретала су се у интервалу од 3,5%, на колико су снижена у априлу, до 5,0%, колико су износила на почетку и на крају периода. Истовремено, очекивања сектора становништва већим делом износила су 10,0%, изузев у мају, када су била на нивоу од 12,0%.

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за три године унапред такође се налазе у оквиру граница циља и износе 3,5% и 4,0%, респективно. Очекивања становништва за три године унапред уобичајено су виша и износе 10,0%.

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



Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.
* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

²¹ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2016*, Осврт 2, стр. 15.

8. Фискална кретања

Планирање фискалне политике у наредном периоду превасходно ће зависити од процене ефеката украјинске кризе на међународно и домаће окружење. У складу с тим, Влада је у П1 2022. године настојала да обезбеди простор за правовремену реакцију фискалне политике у случају даљег заоштравања глобалне кризе, док је основни средњорочни фискални оквир и даље усмерен ка уравнотежењу и стабилизацији јавних финансија како би се смањило учешће јавног дуга у БДП-у.

У првих шест месеци 2022, на нивоу опште државе забележен је дефицит од 15,6 млрд динара (0,5% БДП-а), што је за око 60% ниже него у истом периоду претходне године. Истовремено, суфицит примарног фискалног биланса износио је 58,6 млрд динара (1,8% БДП-а). У поређењу с пројекцијом датом у *Фискалној стратегији за 2023. годину са пројекцијама за 2024. и 2025. годину*, где је дефицит опште државе за 2022. процењен на ниво од 3% БДП-а, у П2 постоји простор да се оствари дефицит од преко 190 млрд динара како би се достигла вредност дефицита опште државе која је пројектована на годишњем нивоу.

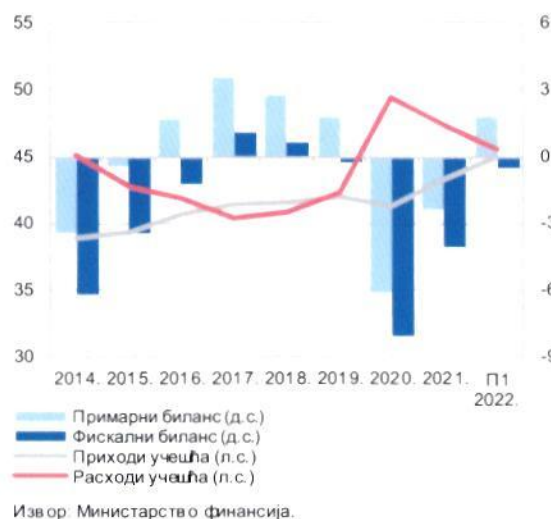
Новом *Фискалном стратегијом за 2023. годину* предвиђа се умерено напуштање експанзивне фискалне политике, која је била присутна током претходне две године услед неутралисања негативних ефеката пандемије, и прелазак на смањење укупног пореског оптерећења рада, чиме се додатно растеређује привреда и повећава њена конкурентност. Пројекције дате за 2023. и 2024. годину указују на то да ће учешће

дефицита опште државе у БДП-у следити опадајући тренд и да ће износити 1,5%, 1,0% и 0,5%, респективно.

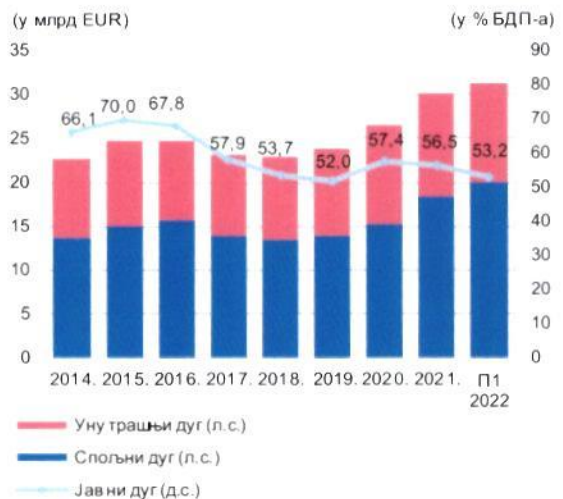
У односу на исти период претходне године, **јавни приходи** су у П1 2022. године реално порасли за 5,1% (195,4 млрд динара). Такав раст је вођен првенствено растом прихода од ПДВ-а на робу из увоза (допринос 3,7 п.п.), при чему је поменути раст ове категорије прихода једним делом резултат реалног раста привреде, делом раста увозних цена, а делом и веће количинске куповине енергената за потребе формирања залиха. Следећи позитиван допринос расту укупних прихода проистиче из пореза на добит (1,7 п.п.) и пореза на доходак (0,8 п.п.). У правцу смањења укупних прихода утицали су непорески приходи (допринос -0,5 п.п.) и акцизе (-0,1 п.п.). У наредном периоду, на приходној страни приоритет фискалне политике на основу *Фискалне стратегије за 2023. годину* остаће даље смањење пореског оптерећења зарада и наставак борбе против пореске евазије и сиве економије.

Јавни расходи су реално повећани за 3,1% мг. (172,3 млрд динара). Највећи утицај на раст јавних расхода потиче од капиталних расхода услед повећања издатака за јавне инвестиције, као и додатног улагања у здравствени систем. Допринос ове категорије расту јавних расхода износи 3,7 п.п. Од укупно планираних капиталних расхода у новој *Фискалној стратегији за 2023. годину* (496,8 млрд динара), у првих шест месеци реализовано је близу 40,0%. Позитиван допринос је забележен код расхода за куповину робе и услуга (1,5 п.п.) и код социјалне помоћи и трансфера (1,3 п.п.). С друге стране, у

Графикон III.8.1. Фискални и примарни резултат буџета опште државе (у % БДП-а)



Графикон III.8.2. Јавни дуг*



правцу смањења расхода деловале су ниже исплате субвенција, с негативним доприносом од 3,5 п.п. услед ефекта високе базе из претходне године због мера помоћи привреди. У наредном периоду, на расходној страни приоритет фискалне политике на основу *Фискалне стратегије за 2023. годину* имаће инфраструктурни и капитални пројекти (издвајања државе за капиталне инвестиције пројектују се на око 6–7% БДП-а годишње). Када је реч о политици пензија и плата, водиће се рачуна о томе да се повећањем ових највећих категорија расхода њихова учешћа у БДП-у не повећавају изнад нивоа достигнутих пре пандемије и не изазову већи инфлаторни притисци са стране тражње.

Јавни дуг централног нивоа власти крајем јуна 2022. године износио је 31,3 млрд евра, или 53,2% БДП-а, и у односу на крај 2021. нижи је за 3,3 п.п., што је резултат раста БДП-а.

Када је реч о валутној структури дуга, у односу на крај 2021. године, повећано је учешће дуга у еврима (на 58,0% на крају јуна), као и дуга у доларима (на 12,0%). С друге стране, учешће дуга у динарима смањено је за 3,6 п.п. и на крају јуна износило је 24,9%.

Новом *Фискалном стратегијом за 2023. годину* пројектовано је да ће учешће дуга опште државе у БДП-у ове године остати испод мадрихтошког критеријума од 60% БДП-а и да ће се као резултат смањења фискалног дефицита наћи на опадајућој путањи, при чему ће крајем 2025. године износити 50,7% БДП-а.

9. Агрегатна тражња

У условима повећане неизвесности услед избијања сукоба у Украјини, задржан је висок раст БДП-а током П1 (4,1% м.г.), чему су највише допринели потрошња и раст залиха, а затим инвестиције у фиксне фондове. Током П1 су задржане и високе стопе раста извоза упркос успоравању екстерне тражње, али је допринос нето извоза и даље био негативан због раста увоза енергената.

У оквиру домаће тражње, највећи допринос расту БДП-а потекао је од **приватне потрошње** (3,7 п.п.), која је током П1 повећана за 5,3% м.г. На снажан раст приватне потрошње указује пре свега раст реалног промета на мало, који је повећан за 8,5% м.г. Треба имати у виду да се раст потрошње делимично дугује и повећаној неизвесности након избијања сукоба у Украјини, што је посебно било изражено у марту, када је остварен реални раст промета од скоро 20% м.г.

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



Поред тога, поправљање епидемијске ситуације утицало је на даљи раст активности у осталим услужним секторима, о чему сведочи раст промета у угоститељству у пет месеци 2022. од 65% м.г., као и повећање броја долазака и ноћења домаћих туриста у П1 од 35,4% м.г. и 24,1% м.г., респективно.

Раст потрошње је заснован пре свега на расту примарног извора финансирања потрошње – масе зарада, која је у П1 повећана за 16,2% м.г., чему је у већој мери допринео раст зарада, а у нешто мањој мери и раст запослености. Током П1 је регистрован и раст дознака од око 36,7% м.г., што се може довести у везу с већом мобилношћу радне снаге услед даљег ублажавања здравствених мера у Европи. Иако је током П1 отпочет циклус повећања референтне

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



каматне стопе Народне банке Србије, раст стања кредита намењених потрошњи задржан је на нивоу од око 7%. Поред тога, средства за потрошњу потицала су и од једнократне исплате новчане помоћи пензионерима и становништву млађем од 30 година.

Потрошња државе је током П1 нешто спорije расла (3,5% м.г.), тако да је укупна домаћа потрошња повећана за 5,0% м.г., што је допринело расту БДП-а са 4,2 п.п.

Ескалација геополитичких тензија након избијања сукоба у Украјини и последични раст неизвесности условили су успоравање раста **инвестиција у фиксне фондове**, на 1,4% м.г. у П1, што је допринело расту БДП-а са 0,3 п.п. Инвестиције приватног сектора веће су за 0,3% м.г., при чему је задржана позитивна динамика код свих показатеља инвестиција. Наиме, током П1 је производња машина и опреме повећана за 9,8% м.г., док је увоз опреме био већи за 21% м.г. И увоз грађевинског материјала бележи раст од преко 40% м.г., док је број издатих грађевинских дозвола у П1 повећан за 14,7% м.г.

Раст инвестиционе активности приватног сектора у П1 је претежно финансиран из сопствених извора, а у нешто мањој мери и по основу инвестиционих кредита, који су током П1 повећани за 5,7% м.г. Финансирање инвестиција приватног сектора потекло је и по основу прилива СДИ, који је у првих шест месеци достигао 1,6 млрд евра и остао претежно усмерен у разменљиве секторе.

Државне инвестиције су у односу на рекордну 2021. годину повећане за 5,4% м.г. (допринос

расту БДП-а од 0,2 п.п.), што указује на то да је и у условима кризе настављена реализација инфраструктурних пројеката.

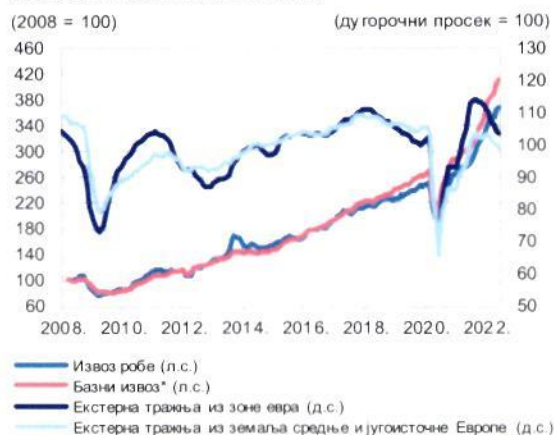
Знатан позитиван допринос расту БДП-а очекујемо и по основу раста **залиха** услед формирања залиха нафтних деривата и осталих стратешких производа у оквиру робних резерви.

Према нашој процени, у П1 је реални увоз робе и услуга брже растао од извоза, посматрано на м.г. нивоу (22,3% наспрам 19,9%), што је резултирало негативним доприносом **нето извоза** м.г. расту БДП-а од 3,8 п.п. То је у највећој мери последица повећаног увоза енергената, при чему је, упркос успоравању екстерне тражње, извоз наставио да бележи добре резултате и у П1 2022. године.

10. Економска активност

Упркос ескалацији геополитичких тензија проузрокованих конфликтом у Украјини, у Србији је задржана релативно висока стопа раста економске активности, која је током П1 износила 4,1% м.г. Тиме је, и поред успоравања екстерне тражње, остварен раст изнад очекивања, што показује да су негативни ефекти сукоба у Украјини на српску привреду за сада мањи од очекиваних. Раст је био вођен повећањем активности у услужним секторима, што се донекле дугује и базном ефекту проузрокованом пандемијом вируса корона. Допринос расту је потекао и од индустрије, као и по основу нето пореза. С друге стране, смањена је активност у грађевинарству у односу на рекордан ниво из П1 2022, као и у пољопривреди услед неповољних метеоролошких прилика.

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



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

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

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Раст неизвесности на глобалном нивоу, проузрокован ескалацијом конфликта у Украјини, није се у већој мери одразио на активност у прерађивачкој индустрији. То потврђује и обим производње прерађивачке индустрије, који је током П1 повећан за 4,5% мг., при чему је највећи допринос расту потекао од раста обима производње нафтних деривата (1,9 п.п.), што се може довести у везу с базним ефектом услед ремонта у нафтној индустрији током П1 2021. Поред тога, висок допринос расту прерађивачке индустрије потекао је од производње металних производа, машина и опреме, као и од производње прехранбених и фармацеутских производа, при чему је раст производње остварен у 13 од 24 делатности.

У П1 је остварен и интензиван раст активности у рударству (35,7% мг.). С друге стране, активност у сектору снабдевања електричном енергијом смањена је за 14,5% мг. услед проблема у електроенергетском систему у претходном периоду, тако да је укупна **индустријска производња** током П1 повећана за 3,3% мг., што је допринело расту БДП-а са 0,7 п.п.

Према нашој процени, **активност у грађевинарству** је снижена (допринос БДП-у -0,3 п.п.) у поређењу с рекордним нивоом који је достигнут у 2021. захваљујући интензивној реализацији инфраструктурних пројеката и значајном расту станоградње. На то указује смањена вредност изведених грађевинских радова. С друге стране, већина осталих показатеља указује на наставак позитивних кретања у области грађевинарства. Тако је у П1 број издатих грађевинских дозвола повећан за 14,7% мг. У П1 је благо порастао број запослених у грађевинарству (2,7% мг.) и обим

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



производње грађевинског материјала (1,5% мг.), док је увоз материјала повећан за преко 40% мг. номинално.

Током П1 је настављен тренд интензивног раста активности у **услужним секторима** (6,3% мг., уз допринос расту БДП-а од 3,3 п.п.), који је започет у 2021. години. На то указује пре свега снажан раст у трговини на мало, где је реални промет повећан за 8,5% мг. Повећан је и увоз потрошне робе за 20% мг. номинално. Побољшање глобалне епидемијске ситуације допринело је даљем опоравку у области туризма, где је, захваљујући удвострученом броју долазака страних туриста, број ноћења у П1 порастао за 43,1% мг. И реалан промет у угоститељству је у првих пет месеци 2022. повећан за 65% мг.

Графикон III.10.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна
(у п.п.)



Позитиван допринос расту БДП-а потекао је и од **нето пореза** (1,1 п.п.), што се може довести у везу са увођењем новог система фискализације и нижим субвенцијама у односу на претходну годину.

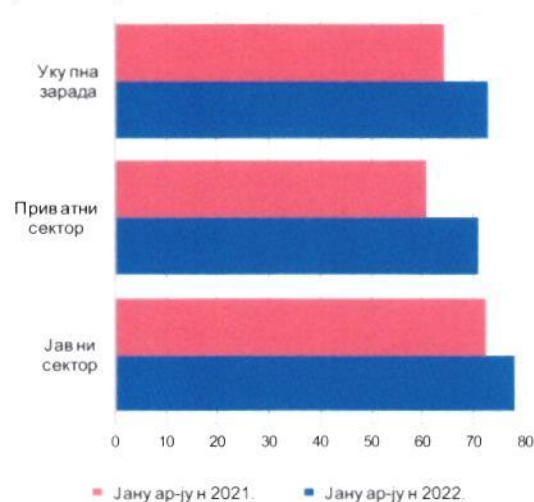
У нашој новој пројекцији, и ове и наредне године пројектујемо раст БДП-а у распону 3,5–4,5%, а затим његово убрзање у средњем року на 4–5% годишње. Посматрано с производне стране, раст БДП-а ће ове године бити вођен растом активности у услужним секторима и индустрији, уз позитиван допринос нето пореза, док ће допринос грађевинарства бити благо негативан, а неутралан од пољопривреде. Наредне године, позитиван допринос очекује се и од грађевинарства, чему треба да допринесе планирана реализација инфраструктурних пројеката у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре.

11. Зараде и запосленост

У П1 2022. настављена су повољна кретања на **домаћем тржишту рада**, о чему сведочи даље повећање просечних зарада и формалне запослености, уз истовремено смањење регистроване незапослености.

Просечна номинална нето зарада у П1 износила је 72.945 динара (620 евра), остваривши м.г. раст од 13,5%, вођен двоструко бржим растом зарада у **приватном сектору** (16,3%) него у **јавном сектору** (7,9%). У истом периоду, медијална нето зарада је порасла за 12,3% м.г., на 55.052 динара (468 евра), при чему је и минимална нето зарада порасла за 9,4% м.г., захваљујући динамичном привредном расту и бољем фискалном резултату од очекиваног у

Графикон III.11.1. **Просечна номинална нето зарада**
(у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

прошлој години. Од почетка 2022. бележи се бржи м.г. раст номиналних нето зарада од раста инфлације, што указује на очувани раст реалних доходака и по том основу куповне моћи становништва. У прилог томе говори и покривеност просечне и минималне потрошачке корпе просечном односно минималном зарадом, која је повећана на 88% и 81%, респективно.

Посматрано по делатностима, просечне зараде највише су м.г. порасле у услугама информисања и комуникација²² (33,4%), стручним, научним, иновационим и техничким услугама (19,2%), као и у услугама смештаја и исхране (15,7%), услед знатног попуштања здравствених мера. У исто време, просечне зараде су повећане и у осталим услужним делатностима које доминантно припадају приватном сектору, као и у грађевинарству, прерађивачкој индустрији и пољопривреди. Просечне зараде су м.г. порасле и у делатностима где преовладава јавни сектор – државној управи, здравству и образовању (8,1% збирно), у складу са одлуком Владе о повећању плата код буџетских корисника (око 7% у просеку на нивоу 2022). Поред широке секторске распрострањености, просечне зараде су м.г. порасле у свим **регионима Србије** – у београдском региону 15,2%, у региону Војводине 13,5%, у региону западне Србије и Шумадије 11,9% и у региону јужне и источне Србије 11,8%.

Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 16,2% м.г. по основу пораста просечних зарада и броја формално запослених. Према процени Народне банке Србије, **продуктивност укупне**

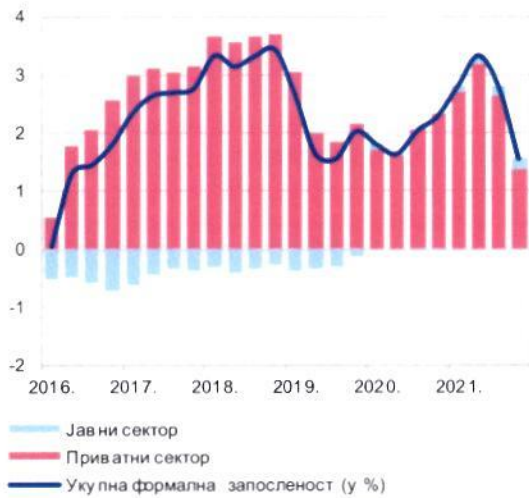
Графикон III.11.2. **Просечне номиналне нето зараде по делатностима**
(у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

²² Снажан раст зарада у ИКТ сектору делом дугује се и законском обухвату прилива из иностранства кроз Пореску пријаву за порез на одбитку, која је извор података о просечним зарадима.

Графикон III.11.3. Структура м. раста укупне формалне запослености (у п.п., просек тромесечја)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

економије наставила је м. раст у П1 (2,8% у Т1 и 2,4% у Т2), вођена бржим растом економске активности од повећања запослености. Продуктивност индустрије је убрзала м. раст са 0,5% у Т1 на 3,9% у Т2, као резултат убрзања индустријске производње.

Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, **укупна формална запосленост** у П1 је премашила 2,3 млн лица и у јуну је била већа за 31 хиљаду лица него годину дана раније, остваривши скоро идентичан м. раст у оба тромесечја (1,6% у Т1 и 1,5% у Т2). М. повећању формалне запослености у јуну допринео је већи број запослених код правних лица (за близу 38 хиљада лица), док је број индивидуалних пољопривредника и предузетника смањен (збирно за око 7 хиљада лица).

Број формално запослених у приватном сектору у јуну је достигао рекордних 1,7 млн лица, што је за око 26 хиљада изнад прошлогодишњег нивоа. У јуну је број запослених м. повећан у скоро свим услужним делатностима (изузев саобраћаја и сектора финансија), као и у прерађивачкој индустрији, грађевинарству, рударству и водоснабдевању. Насупрот томе, у истом месецу је забележен м. пад броја запослених у областима пољопривреде и енергетике. У **јавном сектору** је број формално запослених м. повећан за око 5 хиљада лица у јуну, од чега је највећи број новозапослених у областима здравства и

Графикон III.11.4. Кретање регистроване незапослености (у хиљ. лица, крај тромесечја)



Извор: НСЗ.

социјалне заштите по основу флексибилније контроле запошљавања.²³

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** је током П1 наставила да се смањује и у јуну је спуштена на 444.213 лица, што је за 96,5 хиљада незапослених мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци. У свим групама занимања унутар производног и услужног сектора у јуну је регистрован м. пад броја незапослених, уз наставак тенденције смањења укупног броја новопријављених лица на евиденцију која траже запослење.

Графикон III.11.5. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)



Извор: РЗС.

²³ Од 1. јануара 2021. до 31. децембра 2023. године, корисницима јавних средстава дозвољено је да, без посебних дозвола и сагласности Владе, запошљавају нове људе на одређено и неодређено време.

Према доступним резултатима из ревидиране **Анкете о радној снази**, који обухватају и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа активности је у Т2 2022. износила 55,8%, а стопа партиципације (стопа активности радно способних лица) 72,0%, што су за 1,5 п.п. и 2,2 п.п., респективно, виши нивои него у истом периоду прошле године. Стопа запослености је у Т2 износила 50,9% (раст од 1,6 п.п. у односу на Т1 и 2,6 п.п. м.г.), а стопа незапослености 8,9% (пад од 1,7 п.п. у односу на Т1 и 2,2 п.п. м.г.), што потврђује повољна кретања на тржишту рада.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.2.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	10
II.2.3.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	11
II.3.1.	Укупна и базна инфлација	12
II.3.2.	Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији током П1 2022.	12
III.1.1.	Пројекције привредног раста у 2022. према подацима Светске банке и ММФ-а	14
III.1.2.	Тромесечна динамика привредног раста у зони евра и САД	14
III.1.3.	Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом	15
III.1.4.	Пројекције привредног раста у 2022. према подацима Светске банке и ММФ-а	15
III.1.5.	Кретање ИПЦ-а за поједине земље средње и југоисточне Европе у П1 2022.	15
III.1.6.	Кретање референтних стопа за изабране земље средње и југоисточне Европе	17
III.1.7.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	18
III.1.8.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	18
III.1.9.	Кретање светских цена злата и нафте	19
III.1.10.	Кретање цена природног гаса, термалног угља и индекса цена метала и минерала	19
III.1.11.	Индекс светских цена примарних производа	20
III.1.12.	Индекс светских цена хране	20
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	21
III.2.2.	Структура финансијског биланса	22
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	23
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	23
III.3.1.	Кретање каматних стопа	24
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	24
III.3.3.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	25
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	25
III.3.5.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	26
III.3.6.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	26
III.3.7.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
III.3.8.	Кретање курса динара и евра према долару	27
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	27
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	28
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	29
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	29
III.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	30
III.4.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	30
III.4.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	30
III.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним пласманима, бруто принцип	31
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	31
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	31

III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	32
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	32
III.6.1.	Цене станова новоградње у Републици Србији	33
III.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	34
III.7.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	34
III.7.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	34
III.8.1.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	35
III.8.2.	Јавни дуг	35
III.9.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	36
III.9.2.	Извоз и увоз робе и услуга	36
III.9.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	37
III.10.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	38
III.10.2.	Кретање показатеља економске активности	38
III.10.3.	Показатељи грађевинске активности	38
III.10.4.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	39
III.11.1.	Просечна номинална нето зарада	39
III.11.2.	Просечне номиналне нето зараде по делатностима	39
III.11.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	40
III.11.4.	Кретање регистроване незапослености	40
III.11.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	40

Табеле

III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	21
III.3.1.	Кредитни рејтинг	26
III.4.1.	Монетарни преглед	28