



РЕПУБЛИКА СРБИЈА
НАРОДНА СКУПШТИНА
БЕОГРАД

ПРИМЉЕНО: 27.09.2024

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
ГУВЕРНЕР

Кг. бр. 5416/11 24

Орг. јед.	Број	Прилог	Вредност
03	400-224/24		

Београд, 27. септембра 2024.

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 2024), са образложењем свих фактора који су утицали на спровођење те политике – који је Извршни одбор Народне банке Србије усвојио на седници одржаној 12. септембра 2024. године.

С поштовањем,



Др Јергованка Табаковић





Народна банка Србије

2024

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



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 2024. године размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. септембра 2024. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

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 успону

ЕЦБ – Европска централна банка

ИПЦ – индекс потрошачких цена

мг. – међугодишње

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

NPL – проблематични кредити

ОПЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

РЗС – Републички завод за статистику

РС – Република Србија

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика од почетка 2024. године	7
2. Инструменти монетарне политике	10
Операције на отвореном тржишту	10
Депозитне и кредитне олакшице	10
Обавезна резерва	10
Каматне стопе	11
Операције на девизном тржишту	11
Девизни своп	11
3. Остварење циљане инфлације од почетка 2024. године	12
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	15
1. Међународно окружење	15
Економска активност и инфлација	15
Монетарна политика	18
Финансијска и робна тржишта	19
2. Међународне трансакције	21
Платнобилансна кретања и девизне резерве	21
Међународна инвестициона позиција земље	24
3. Кретања на финансијском тржишту	24
Каматне стопе	24
Премија ризика земље и кредитни рејтинг	26
Кретања на девизном тржишту и курс динара	27
4. Новац и кредити	28
Монетарни агрегати M1, M2 и M3	28
Кредити банака	30
5. Показатељи степена динаризације	32
6. Тржиште непокретности	33
7. Инфлациона очекивања	34
8. Фискална кретања	36
9. Агрегатна тражња	37
10. Економска активност	38
11. Зараде и запосленост	39
Списак графикана и табела	43



Резиме

Светска привреда се од почетка 2024. године опоравља, чак и нешто брже него што се очекивало, упркос још увек рестриктивним монетарним условима. То се односи и на зону евра, нашег најважнијег трговинског партнера, чији ће раст бруто домаћег производа, према релевантним међународним институцијама, ове године износити од 0,7% до 0,9%, а наредне године би требало да убрза на 1,3–1,5%, што ће се позитивно одразити на наш извоз и економску активност. Истовремено, **глобална инфлација је наставила да се смањује и током 2024.** након врхунца достигнутог крајем 2022. године, што је доприносило опадајућој путањи инфлације у Србији. Смањењу глобалне инфлације и даље су доприносили фактори и на страни понуде, и на страни тражње. На страни понуде важно је што су претходно биле снижене цене енергената и хране и што је обезбеђено боље функционисање глобалних ланаца снабдевања. На страни тражње дезинфлаторно су деловале каматне стопе водећих централних банака. **Инфлација у зони евра** такође је наставила да се смањује, с тим да је динамика тог смањења била постепенија него што се очекивало, највећим делом због нешто више базне инфлације од очекиване. И поред тога што је очекивала нешто вишу инфлацију него пре три месеца, **Европска централна банка** је у јуну, први пут од 2019. године, спустила своје основне каматне стопе за 25 базних поена, процењујући да је дошло време да ублажи рестриктивност своје монетарне политике. Нова смањења каматних стопа Европске централне банке очекују се у другој половини 2024. године, при чему се и даље полемише о једном или два смањења референтне каматне стопе, с обзиром на то да још увек није смањена инфлација у сектору услуга. За разлику од зоне евра, **Систем федералних резерви** је у јуну и јулу задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу. **Централне банке региона средње и југоисточне Европе** у режиму циљања инфлације налазе се у циклусу ублажавања монетарне политике, али се почетак и темпо попуштања разликује, као и код водећих централних банака.

Народна банка Србије је започела у јуну, а у јулу и септембру наставила да ублажава монетарну политику смањењем референтне каматне стопе за по 25 базних поена, на 5,75%. У основи тих одлука били су пре свега остварена опадајућа путања инфлације и њено очекивано кретање у хоризонту монетарне политике,

смањење глобалних инфлаторних притисака, као и чињеница да, и поред ублажавања, монетарна политика још увек има рестриктиван карактер, на шта утиче и смањење инфлационих очекивања.

Каматне стопе на динарске кредите наставиле су од почетка године да бележе умерени пад, који је започет крајем прошле године услед очекивања да ће уследити ублажавање монетарне политике Народне банке Србије. Истовремено, **смањена је и цена евроиндексираног задуживања** на домаћем тржишту по основу нижих каматних стопа на тржишту новца у зони евра услед ублажавања монетарне политике Европске централне банке, што све заједно треба да допринесе постепеном расту кредитне активности и домаће тражње, али без угрожавања опадајуће путање инфлације. Република Србија је почетком јуна на међународном финансијском тржишту успешно реализовала **емисију десетогодишњих доларских обвезница** у износу од 1,5 милијарди долара, чија ће се средства користити за одрживе пројекте у области Зелене агенде и социјално одговорне активности. **Након хеџинг операције, коначни трошкови задуживања у еврима износили су 4,75%, што се може сматрати повољним условима финансирања**, нарочито када се упореде са условима финансирања појединих земаља из окружења које већ поседују кредитни рејтинг инвестиционог ранга.

Кредитна активност према немонетарном сектору, по искључењу ефекта промене девизног курса, убрзала је раст на 4,7% међугодишње у јуну 2024. Тај раст је био готово подједнако вођен кредитирањем привреде и становништва, захваљујући расту њихове тражње у условима ублажених кредитних стандарда банака за динарско кредитирање и повољније цене задуживања. Негативан утицај на стање кредита привреди долазио је од доспећа кредита из гарантних шема, али осетно слабији него у претходном периоду. Кредити привреди су убрзали раст на 4,2%, а кредити становништву на 4,9% међугодишње. Повећано динарско кредитирање одразило се на даљи **раст степена динаризације пласмана**, на 36,1% у јуну. Као резултат снажног регулаторног оквира за банке и донетих мера макропруденцијалне политике, које су биле синхронизоване с мерама монетарне политике, **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у јуну ове године**

спустило се на ниво испод 3%, да би у јулу пало на 2,8%, што је најнижи ниво откад се статистички прати. Показатељ адекватности капитала од 21,8% у јуну, што је за 0,4 процентна поена више него крајем 2023. године, указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

Народна банка Србије очувала је релативну стабилност курса динара према евр у током 2024. у условима и даље повећаних геополитичких изазова, пажљиво пратећи факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на кретања на девизном тржишту и реагујући правовремено и одмерено. Након што су на самом почетку 2024. године били забележени депрецијацијски притисци, од друге половине јануара поново су се појавили апрецијацијски притисци, који су преовладавали у наредним месецима и били најснажнији током јуна. Да би одржала релативну стабилност курса динара према евр, Народна банка Србије је на међубанкарском девизном тржишту у првој половини године нето купила 1.330,0 милиона евра, а закључно с крајем јула 1.555,0 млн евра. При томе, само је у јануару интервенисала нето продајом девиза, док је у свим осталим месецима интервенисала или претежно на страни куповине девиза или само на страни куповине девиза. Посматрано крајем периода, динар је према евр током прве половине 2024. године номинално ојачао за 0,1%. Истовремено, због слабљења евра према долару на међународном тржишту, динар је према долару ослабио за 3,3%.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у првој половини 2024. године износио је 1,2 милијарде евра (3,3% бруто домаћег производа) и повећан је у поређењу са истим периодом 2023, када је био на рекордно ниском нивоу и износио свега 565,7 милиона евра (1,7% бруто домаћег производа). Посматрано по категоријама текућег рачуна, на повећање дефицита утицао је раст дефицита робне размене и дефицита на рачуну примарног дохотка, као и смањење суфицита у размени услуга са иностранством и суфицита на рачуну секундарног дохотка. При томе, робни извоз је повећан за 0,4% међугодишње, на 14,2 милијарде евра, а робни увоз за 1,1% међугодишње, на 17,7 милијарди евра. Расту извоза је највише допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз повећан за 2,4% међугодишње, а затим извоз пољопривредних производа, који је захваљујући доброј прошлогодишњој пољопривредној сезони био виши за преко 50,6% међугодишње. С друге стране, извоз струје смањен је за 64,8% међугодишње, првенствено услед високе базе из претходне године, што је

највише утицало на то да робни извоз забележи низак раст у посматраном периоду. На раст увоза највише је утицао даљи раст инвестиција, што потврђује увоз средстава за рад, који је повећан за 15,4% међугодишње, а виши је био и увоз потрошне робе за 8,7% међугодишње. С друге стране, увоз средстава за репродукцију смањен је за 5,3% међугодишње, пре свега под утицајем мањег увоза енергената.

Висина и структура прилива капитала додатно су ојачале екстерну позицију земље. На финансијском рачуну платног биланса током првог полугодишта остварен је нето прилив капитала од 2,9 милијарди евра, највише захваљујући најпожељнијој категорији прилива капитала – страним директним инвестицијама, као и успешној емисији еврообвезница јуну. Прилив страних директних инвестиција у Србију у првој половини 2024. премашао је 2,3 милијарде евра (за 6,5% више него у истом периоду 2023), док је нето прилив страних директних инвестиција износио 2,0 милијарди евра. При томе, четири петине прилива страних директних инвестиција било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, што потврђује опредељење страних инвеститора да наставе да улажу у Србију. Десету годину заредом, нето прилив по основу страних директних инвестиција у потпуности је покривао дефицит текућег рачуна, при чему је вредност овог показатеља у првом полугодишту 2024. износила 169%.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да се **девизне резерве Србије повећају на највиши ниво откад се прате подаци на овај начин (од 2000. године).** Бруто девизне резерве су током првог полугодишта ове године повећане за 2.597,4 милиона евра и на крају јуна износиле су 27,5 милијарди евра. Тај ниво девизних резерви је обезбедио покривеност новчане масе М1 од 179,1% и 7,2 месеца увоза робе и услуга, што је више него двоструко изнад стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама. У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и иностраних банака).

На консолидованом нивоу, током првог полугодишта 2024. године остварен је суфицит државе од 0,8% бруто домаћег производа, док је суфицит примарног биланса износио 3,1%. Јавни дуг централне власти крајем јуна 2024.

износио је 38,2 милијарде евра, или 50,0% пројектованог бруто домаћег производа за 2024. годину (наспрам 52,3% крајем 2023). Наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу пројектује се и у средњем року, и поред реализације програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

Синхронизованост монетарне и фискалне политике допринела је задржавању повољних изгледа раста економске активности, који је од почетка године био бржи него што се првобитно очекивало. У првој половини године раст бруто домаћег производа износио је 4,3% међугодишње. Према процени Народне банке Србије, тај раст је био вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највећи допринос обезбедили потрошња домаћинства и бруто инвестиције у основне фондове. С друге стране, нето извоз је негативно допринио расту економске активности у посматраном периоду услед бржег раста увоза од извоза, у условима текућег инвестиционог циклуса. Посматрано с производне стране, према нашој процени, расту бруто домаћег производа највише су доприносили услужни сектори, посебно трговина, као и грађевинарство и прерађивачка индустрија.

С обзиром на то да је раст бруто домаћег производа у првој половини ове године премашао очекивања, у новој пројекцији из августа Народна банка Србије је повећала пројектовану стопу привредног раста за ову годину на 3,8%, са 3,5%, колико је износила пројекција у мају. Слична очекивања у погледу привредног раста за ову годину имају и друге релевантне међународне институције – Међународни монетарни фонд и *Consensus Economics*, при чему ће тај раст, према њиховој оцени, бити један од највећих у региону средње и југоисточне Европе. Додатно убрзање економске активности, на распон 4–5%, требало би да уследи у наредне две године. Томе ће допринети реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, смањени глобални инфлаторни притисци и повољнији услови финансирања услед започетог ублажавања и наше монетарне политике и монетарне политике Европске централне банке. Раст би требало да води домаћа тражња, уз позитиван допринос свих њених компонената. Већој приватној потрошњи допринеће наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, али без знатнијих инфлаторних ефеката, јер би раст зарада требало да буде резултат и повећане продуктивности.

Повољна кретања на тржишту рада настављена су и током прве половине ове

године, о чему сведочи даље повећање просечних зарада и формалне запослености, уз истовремено смањење регистроване незапослености на нови најнижи ниво до сада. **Просечна номинална нето зарада** у шест месеци ове године износила је 96.579 динара (824 евра), што је за око 15% више него у истом периоду претходне године. При томе, у готово истој мери повећане су зараде у **јавном и приватном сектору**, широко распрострањено по делатностима. Укупан број **формално запослених** у првој половини 2024. године у просеку је повећан за 0,4% међугодишње, достигавши ниво од око 2,37 милиона лица. Истовремено, настављен је **вишегодишњи тренд смањења регистроване незапослености**, која је у јуну 2024. износила 370.611 лица, што је за 31,9 хиљада незапослених мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци. Стопа незапослености је у Т2 смањена на 8,2% (међугодишњи пад од 1,4 процентна поена).

Као резултат мера Народне банке Србије и попуштања глобалних трошковних притисака, инфлација у Србији је наставила да опада од почетка 2024. године и у мају се вратила у границе циљаног распона од $3 \pm 1,5\%$. У јуну се додатно спустила на 3,8%, што је за готово 10 процентних поена ниже него пре годину дана. Успоравању инфлације од почетка године доприносиле су све компоненте инфлације, при чему су цене хране од фебруара спорије расле од укупне инфлације, а у јуну је њихов допринос укупној инфлацији постао неутралан. И базна инфлација је услед претходног монетарног заоштравања успоравала од почетка 2024, изједначивши се у марту са укупном инфлацијом, након чега се током другог тромесечја стабилизovala на око 5% међугодишње, што је двоструко нижи ниво него годину дана раније. Када је у питању наредни период, према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће наставити да се креће у границама циљаног распона $3 \pm 1,5\%$ током целог хоризонта пројекције, а током наредне године постепено ће се приближити централној вредности циља од 3%. Томе ће највише допринети и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, очекивано постепено успоравање раста реалних зарада и очекивани пад светске цене нафте.

Инфлациона очекивања свих сектора за годину дана унапред смањена су до краја прве половине 2024. године, што доприноси успоравању инфлације и указује на висок кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије. Након што су се почетком године вратила у границе

циља, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред наставила су да се смањују и у јуну су се приближила средњорочним очекивањима, која су била на централној вредности циљаног распона (3,0%).

Имајући све наведено у виду, **можемо закључити да су средњорочни макроекономски изгледи Србије побољшани и подржани одговорним вођењем економске политике, наставком спровођења структурних реформи и реализацијом великих инфраструктурних пројеката.** Статус Србије као пожељне инвестиционе дестинације потврдиле су током ове године и рејтинг агенције – *Standard & Poor's* и *Fitch*, побољшањем изгледа кредитног рејтинга (који је на нивоу *BB+*) са стабилних на позитивне, чиме

се наша земља нашла на само пола корака од инвестиционог рејтинга.

У зависности од кретања кључних монетарних и макроекономских фактора из домаћег и међународног окружења, као и глобалне геополитичке ситуације, Народна банка Србије ће доносити одлуке о монетарној политици од састанка до састанка, узимајући при томе у обзир и очекиване ефекте претходно донетих одлука на инфлацију у наредном периоду. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку наставку раста наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и очувању повољног инвестиционог амбијента у нашој земљи.

I. Стратешки оквир монетарне политике

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

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

Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, одлука о циљаној инфлацији доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред. Будући да процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према Европској унији још увек траје, циљана инфлација је благо изнад квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Тако је крајем 2023. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2026.**

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 привредног раста и волатилних токова на међународном робном и финансијском тржишту, задржавањем циља монетарна политика доприноси даљем повећању отпорности наше привреде на потенцијално негативне екстерне утицаје, а тиме и очувању добрих изгледа раста наше привреде.

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

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед 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

¹ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2026. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 7. децембра 2023.

цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе Републике Србије.

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

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

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

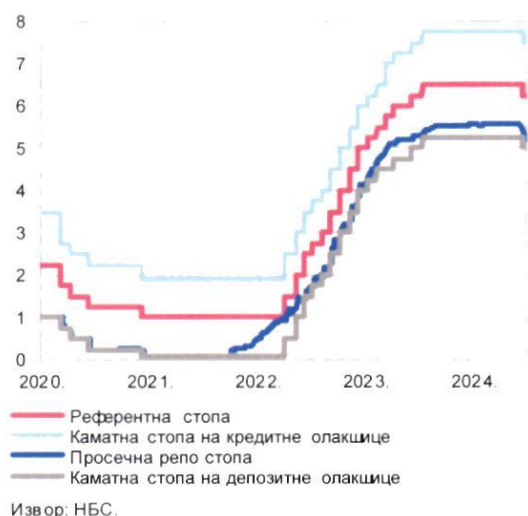
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика од почетка 2024. године

Монетарна политика од почетка 2024. водила се у складу с *Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2024. години*² и допринела је очувању макроекономске и финансијске стабилности у условима знатних изазова из међународног окружења. *Програм монетарне политике*, који је донет у децембру 2023, предвиђао је да ће при доношењу одлука Народна банка Србије процењивати природу и јачину инфлаторних притисака и да ће, у складу с тим, задржати потребну флексибилност монетарне политике у погледу степена реакције и коришћења инструмената како би обезбедила ценовну и финансијску стабилност у средњем року, али и наставила да пружа подршку одрживом привредном расту. Основу за доношење одлука о висини референтне каматне стопе представљале су **пројекције Народне банке Србије** које су указивале на то да ће се инфлација вратити у границе циљаног распона $3 \pm 1,5\%$ средином ове године и затим наставити да се креће у тим границама током целог хоризонта пројекције, с тим да ће се током наредне године постепено приближити централној вредности циља од 3%.

Народна банка Србије од почетка 2024. године до јуна није мењала висину референтне каматне стопе од 6,5% и на том нивоу налазила

Графикон II.1.1. Кретање референтне и просечне репо стопе (мг. стопе, у %)



се од јула 2023. године. И каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице остале су на нивоима од 5,25% и 7,75%, респективно. Одлуке да не мења висину референтне каматне стопе Извршни одбор је доносио узимајући у обзир средњорочне пројекције инфлације, али и чињеницу да су глобални инфлаторни притисци, иако опадајући, још увек повишени, као и да је и даље присутна знатна неизвесност у погледу кретања светских цена енергената и других примарних производа.

Извршни одбор је посебно пажљиво пратио **опадајућу, али и даље повишену увозну инфлацију**. У зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, настављено је смањење укупне инфлације, али је на опрезност још увек упућивала базна инфлација, која је, као и у САД, наставила да се креће изнад укупне инфлације. Разлог томе се налазио пре свега у још увек затегнутим условима на тржишту рада и расту номиналних зарада, због чега су ЕЦБ и ФЕД одлагали почетак циклуса ублажавања монетарних политика.

Од изазова из међународног окружења, Извршни одбор је посебно истицао **геополитичке сукобе и с тим у вези – ризик раста светске цене нафте и других примарних производа**. Цене већине примарних производа на светском тржишту расле су од почетка 2024, подстакнуте дешавањима на страни понуде и опоравком глобалне индустријске активности. У наредном периоду очекује се благо смањење цена примарних производа по основу побољшаних услова на страни понуде, али ће и даље бити знатно изнад нивоа пре пандемије. **Посебно волатилне су биле светске цене нафте**, у великој мери под утицајем геополитичких тензија на Блиском истоку, али и одлука земаља *OPEC+*, променљивих изгледа глобалног привредног раста, стања залиха нафте и сл.

Када су у питању **светске цене хране**, главни фактори који су допринели њиховом смањењу након врхунца 2022. јесу ланци снабдевања, који су се готово у потпуности нормализовали, затим цене гаса, које су пале на знатно прихватљивије нивое, као и то што је украјински извоз житарица настављен преко црноморског коридора. Иако се очекивало да ће глобална дезинфлација у овој области бити настављена, на потребну опрезност указивао је **индекс светских цена хране (ФАО)**,

² „Службени гласник РС”, бр. 110/2023.

који је, након седам узастопних месеци пада, у периоду март–јун 2024. бележио раст. Такође, опрезност је била неопходна и због променљивих временских прилика, као и доношења нових протекционистичких мера и трговинских рестрикција, које су могле подстаћи раст цена хране.

Ипак, услови у домаћем и међународном окружењу у којима је вођена монетарна политика у Србији, као и у већини других земаља, све више су подстицали дискусију о томе када треба започети ублажавање монетарне политике и колико и којим темпом га треба спроводити. Одлуке о томе захтевају пажљиво разматрање свих расположивих информација и података, анализу кретања инфлације и монетарне трансмисије како монетарно ублажавање не би било преурањено и тиме угрозило одрживост опадајуће путање инфлације и њено враћање на циљ. Временом је већина централних банака са све већом извесношћу предвиђала да ће се инфлација у њиховим земљама вратити у границе циља у П2 ове или П1 наредне године. У складу с тим, могло се очекивати даље успоравање раста цена производа и услуга које увозимо. У Србији се претходно поштрвање монетарне политике преносило на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, што је допринело паду инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, указујући на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике. У условима успоравања увозне инфлације и још увек ниске екстерне тражње, то је допринело успостављању одрживе опадајуће путање домаће инфлације и утицало на одлуку Извршног одбора да у јуну започне циклус ублажавања монетарне политике.

Извршни одбор Народне банке Србије започео је у јуну, а у јулу и септембру наставио да ублажава монетарну политику смањењем референтне каматне стопе за по 25 б.п., на 5,75%. Истовремено, и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице смањене су на 4,50% и 7,00%, респективно. Приликом доношења одлука о смањењу референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду и чињеницу да, и поред ублажавања, монетарна политика још увек има рестриктиван карактер, на шта утиче и смањење инфлационих очекивања.

У складу с најавама Извршног одбора, м.г. инфлација у Србији вратила се у границе циља ($3 \pm 1,5\%$) у мају и износила је 4,5%, а затим је додатно успорила у јуну на 3,8%. Опадању инфлације су највише допринеле цене

хране и нафтних деривата. Када је у питању базна инфлација (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), она је у јуну износила 5,1% м.г., што је ниво око кога се кретала и претходних неколико месеци као последица бржег раста цена услуга, с једне стране, и успоравања раста цена производа, с друге стране, што је карактеристично и за друге земље.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио факторе из међународног окружења, пре свега увозну инфлацију, чије се опадање очекује и у наредном периоду, иако нешто постепеније, као и екстерну тражњу, која постепено расте. Поступност у опадању инфлације, по свему судећи, утицаће на нешто опрезнији приступ у погледу ублажавања монетарних политика централних банака и у развијеним земљама и у земљама у успону него што се очекивало почетком године. У зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација је смањена на 2,5% у јуну, са 2,6% у мају, али су базна инфлација (2,9% м.г.) и раст цена услуга (4,1% м.г.), који се пажљиво прате, и даље стабилни и знатно изнад историјског просека услед раста трошкова рада. У остатку године очекује се извесна волатилност укупне инфлације у зони евра услед деловања базног ефекта код цена енергената. Према пројекцији ЕЦБ-а из јуна, очекује се да ће инфлација опати са 5,4% у 2023. на 2,5% у 2024. и на 2,2% у 2025. години. То је за 0,2 п.п. више у обе године него што се пројектовало три месеца раније, највећим делом због нешто више базне инфлације од очекиване.

И поред тога што очекује нешто вишу инфлацију него пре три месеца, ЕЦБ је у јуну, први пут од 2019. године, спустила своје основне каматне стопе за 25 б.п., процењујући да је дошло време да ублажи рестриктивност своје монетарне политике. Председница ЕЦБ-а Кристин Лагард истакла је у јуну да смањење основних каматних стопа не значи да ће га следити узастопна смањења основних каматних стопа. Након тога, на састанку у јулу основне каматне стопе ЕЦБ-а задржане су на непромењеном нивоу. Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да би очекивано постепено смањење цене евроиндексираног задуживања на домаћем тржишту по основу нижих каматних стопа на тржишту новца у зони евра услед ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, заједно са снижавањем референтне каматне стопе Народне банке Србије, требало да допринесе постепеном расту кредитне активности и домаће тражње, који неће угрозити опадајућу путању инфлације.

За разлику од зоне евра, **ФЕД** је у јуну и јулу задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу. И **централне банке региона средње и југоисточне Европе** у режиму циљања инфлације налазе се у циклусу ублажавања монетарне политике, али се почетак и темпо попуштања разликује, као и код водећих централних банака.

Разматрајући **екстерну тражњу**, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду очекивања да ће и развијене земље и земље у успону расти споријим темпом у периоду 2024–2026. него што је то био случај у деценији пре пандемије. Раст БДП-а зоне евра био је почетком године бољи него што се очекивало, подстакнут трговинском разменом и растућом потрошњом домаћинства, тако да је ЕЦБ у јуну повећала пројекцију раста за ову годину за 0,3 п.п., на 0,9%, а за наредну годину смањила за 0,1 п.п., на 1,4%. Постепени глобални привредни раст, а пре свега привредни опоравак зоне евра, утицаће на раст екстерне тражње за нашим извозом.

Доносећи одлуке о монетарној политици, Извршни одбор је узео у обзир да је прилив по основу СДИ у Србију и у овој години **вишеструко премашао дефицит текућег рачуна платног биланса, што доприноси наставку апрецијацијских притисака и рекордном расту девизних резерви**. Поред тога, Република Србија је на међународном финансијском тржишту у јуну први пут емитовала одрживе еврообвезнице (*Sustainability Bond*) у износу од 1,5 млрд долара. Да би одржала релативну стабилност курса динара према евра, Народна банка Србије је током П1 на девизном тржишту нето купила 1.330,0 млн евра, доприносећи расту девизних резерви на нови највиши ниво, чиме је додатно ојачана отпорност економије на екстерне ризике.

Када су у питању евентуални потреси из међународног окружења, већ дуже време посебну опрезност захтевају **геополитичке тензије**. Извршни одбор је имао у виду да је неизвесност у погледу кретања **цена примарних производа на светском тржишту** и даље изражена, посебно у случају цена нафте и гаса, где евентуална ескалација сукоба на Блиском истоку, дуже транспортне руте и већи логистички трошкови и даље представљају главни ризик. На светске цене примарних производа утицаће глобални привредни раст, који је и даље испод тренда, али се очекује његово постепено убрзање у наредном периоду. Привредни раст је и даље снажнији у САД него у већини других развијених земаља. Истовремено,

привредни раст Кине пројектује се на нешто нижим нивоима у односу на остварења у претходном периоду, иако је Кина предузела низ корака да стимулише своју привреду.

Када је реч о домаћим факторима, Извршни одбор је имао у виду да се смањење **инфлационих очекивања** наставља, што указује на кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије. Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред вратила су се у границе циља почетком године, а затим су наставила да се смањују, док су се за две године унапред смањила током Т2 на 3,0% (са 3,5%, колико су износила у марту), тако да су сада средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и за две и за три године унапред на нивоу централне вредности циља Народне банке Србије. Смањење инфлационих очекивања доприноси и нижој инфлацији и вишој реалној каматној стопи, тј. рестриктивнијим монетарним условима и без промене висине референтне каматне стопе.

Извршни одбор је пажљиво разматрао расположиве податке о **реалном сектору**, где је већина показатеља наставила да бележи позитивна кретања. Показатељи услужних сектора и грађевинарства, као и бржи опоравак производње од очекиваног након ремонта нафтне рафинерије у Панчеву, указивали су на то да би раст БДП-а и у Т2 могао бити виши од процена Народне банке Србије, што се и десило. Због већег привредног раста у П1 него што се очекивало, било је све изгледније да ће стопа раста БДП-а на нивоу године бити виша, услед чега је Народна банка Србије повећала своју пројекцију за 2024. годину на 3,8%. За наредне две године пројектовала је његово додатно убрзање на распон 4–5%, услед наставка инвестиционог циклуса подржаног програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”.

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

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 2024. 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 средином августа 2023. године, укупне номиналне вредности од 1.000,0 млрд динара. Емисија већег обима благајничких записа него што је то био случај у претходним годинама (500,0 млрд динара) резултат је потребе да се обезбеди довољан обим тржишног материјала за несметано обављање репо трансакција, у амбијенту повећаних вишкова динарске ликвидности у банкарском систему. Повећање динарских вишкова у највећој мери су допринеле интервенције Народне банке Србије

нето куповином девиза на МДТ-у услед апрецијацијских притисака на динар.

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 12.562,8 млрд динара. Остварени обим продаје био је нешто већи него у П2 2023. године (11.592,9 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 износило је 483,2 млрд динара, што је за 38,5 млрд динара више него у П2 2023. Стање тих ХоВ је крајем јуна износило 390,0 млрд динара, што представља смањење у односу на крај 2023. године (405,0 млрд динара).

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 2024. године преко ноћи депоновале средства код Народне банке Србије у износу од 93,9 млрд динара у просеку, што је за 16,5 млрд динара мање него у П2 2023. године.

У П1 банке су кредитне олакшице користиле као дневни (*intraday*) кредит (четири банке), у укупном износу од 21,9 млрд динара, док преконоћни (*overnight*) кредит није користила ниједна банка.

Обавезна резерва

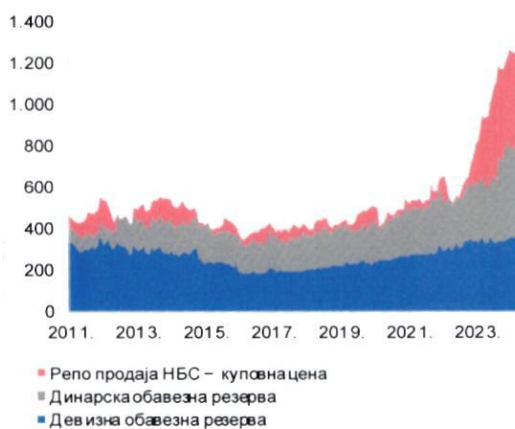
У П1 2024. обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 17,0 млрд

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

динара и у јуну је износила 426,6 млрд динара. То повећање је првенствено резултат раста чисто динарске обавезне резерве – за 9,1 млрд динара, захваљујући увећању динарских депозита становништва и привреде. Расту динарске обавезне резерве у нешто мањој мери допринело је и повећање дела девизне обавезне резерве који се издваја у динарима – за 7,9 млрд динара.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама током П1 повећана је за 92,4 млн евра и у јуну је износила 2.955,0 млн евра. Такво кретање је резултат повећања девизне основице за 811,1 млн евра (првенствено захваљујући расту девизне штедње, као и девизних депозита привреде).

Каматне стопе

Извршни одбор Народне банке Србије је крајем П1, на јунском састанку, донео одлуку о смањењу референтне каматне стопе за 25 б.п., на ниво од 6,25%, након што је готово годину дана задржана на непромењеном нивоу (од јула 2023). Одлука је донета с обзиром на континуирано опадајућу путању домаће инфлације и њен повратак у границе циља у мају 2024. године, као и очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду.

На састанку у јулу референтна стопа смањена је за додатних 25 б.п., на ниво од 6,00%. Истовремено, стопе на депозитне и кредитне олакшице смањене су у истом обиму, тако да износе 4,75% и 7,25%, респективно.

Каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату на износ оствареног

просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве током 2024. године није мењана и износи 0,75%.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике у 2024. години, Народна банка Србије је наставила да примењује режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност спровођења интервенција на девизном тржишту ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према евр, очувања стабилности цена и финансијског система, као и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

У П1 је номинално ојачао према евр за 0,1%. У првој половини јануара били су изражени депрецијацијски притисци, узроковани у највећој мери сезонски појачаном тражњом за девизама домаћих компанија – увозника енергената и смањењем нето индексиране имовине банака. Народна банка Србије је у активностима на МДТ-у само у јануару била нето продавац девиза у износу од 45,0 млн евра, док је у свим осталим месецима у П1 била нето купац девиза услед доминације апрецијацијских притисака.

Преовлађујућим апрецијацијским притисцима у П1 допринела је пре свега понуда девиза резидената, великим делом по основу прилива СДИ, као и извоза. Такође, од друге половине јануара до краја јуна 2024. године на страни понуде девиза деловали су и други фактори, пре свега нето откуп ефективног страног новца банака од овлашћених мењача и физичких лица, продужење девизне позиције банака по основу коришћења страних (нерезидентних) платних картица и продужење позиције по основу повећања нето индексиране имовине. Најснажнији апрецијацијски притисци на месечном нивоу у П1 забележени су у јуну, готово континуирано генерисани понудом девиза резидената, који су у појединим данима додатно појачани растом нето индексиране имовине банака. Народна банка Србије је у јуну нето купила 695,0 млн евра на МДТ-у.

У П1 Народна банка Србије је била нето купац девиза на МДТ-у у износу од 1.330,0 млн евра, а закључно с крајем јула нето куповина девиза износила је 1.555,0 млн евра.

Девизни своп

Народна банка Србије је у П1 2024. наставила да пружа могућност банкама да закључују билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза (евра) с Народном банком Србије. Билатералним своп трансакцијама Народна банка Србије настоји не само да пружи подршку банкама у управљању ликвидношћу, у смислу

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



Извор: НБС.

превазилажења проблема недовољних лимита за закључивање међубанкарских трансакција, већ и флексибилност у погледу тренутка закључивања трансакција и њихове рочности.

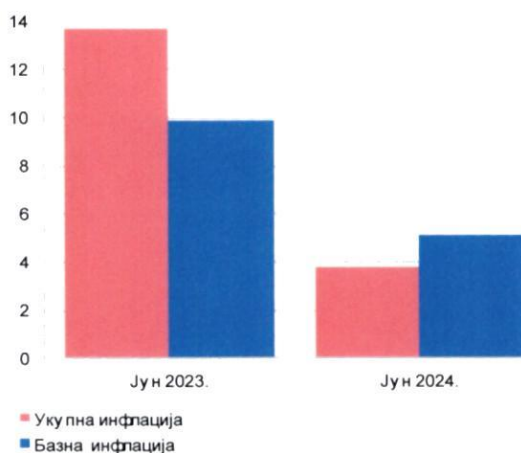
У билатералним своп трансакцијама Народне банке Србије у П1 реализовано је укупно 1.522,0 млн евра. Народна банка Србије је своп купила и своп продала по 761,0 млн евра.

3. Остварење циљане инфлације од почетка 2024. године

Мг. инфлација је и од почетка 2024. наставила да се креће силазном путањом, вративши се у мају у границе циљаног распона, да би се у јуну додатно спустила на 3,8%, што је за готово 10 п.п. ниже него пре годину дана. Мера инфлације, *trimmed mean*, добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера, кретала се слично као укупна инфлација, спутивши се у јуну на 3,9% мг. Поред тога, и **базна инфлација**, услед претходног монетарног заштравања, успоравала је од почетка 2024, изједначивши се у марту са укупном инфлацијом, након чега се током Т2 стабилizовала на око 5% мг., што је двоструко нижи ниво него годину дана раније.

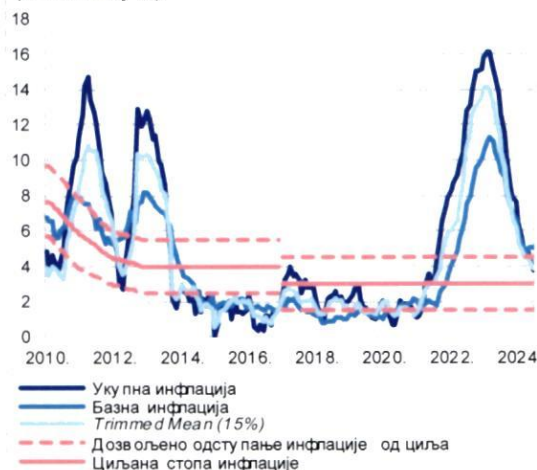
Успоравању инфлације у П1 највише је допринео знатно спорији мг. раст **цена хране и безалкохолних пића**, које су у јуну чак забележиле мг. пад (0,1%). То је у целини резултат снижених **цена непрерађене хране** (7,4% мг., уз негативан допринос инфлацији од 0,9 п.п.), по основу снажног пада цена свежег поврћа (21,3% мг.) услед повећане понуде и деловања ефекта високе прошлогодишње базе.

Графикон II.3.1. Мг. инфлација на крају П1 2023. и 2024. (у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

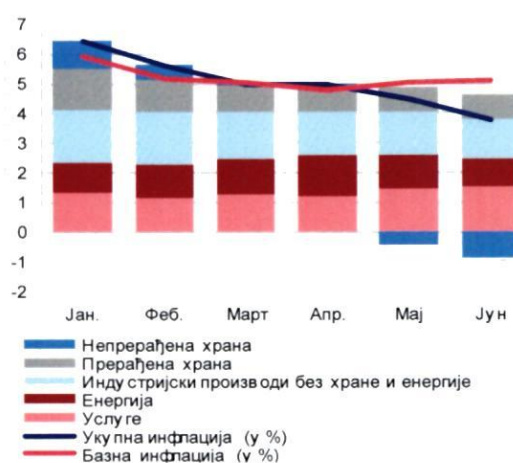
Графикон II.3.2. Динамика инфлације - укупне, базне и *trimmed mean* (мг. стопе, у %)



Цене прерађене хране успоравале су мг. раст, на 3,9% у јуну (уз допринос инфлацији од 0,8 п.п.), првенствено захваљујући споријем мг. расту цена прерађеног меса и безалкохолних пића. Наведена динамика цена условила је да **допринос целе групе хране и безалкохолних пића мг. инфлацији у јуну постане неутралан**.

Цене енергије су убрзавале мг. раст до априла, вођене пре свега вишим ценама електричне енергије и нафтних деривата. Ипак, до краја П1 цене енергије су успориле мг. раст, на 6,2% у јуну (уз допринос инфлацији од 0,9 п.п.), доминантно захваљујући изласку из обрачуна прошлогодишњег поскупљења електричне енергије у мају, чија цена је у мају и јуну забележила двоструко нижи мг. раст (7,3%) него у претходном делу П1. Цене гаса за домаћинства такође су успоравале мг. раст током П1, на 9,4%

Графикон II.3.3. Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији током П1 2024. (у п.п.)



у јуну, док су цене чврстих горива исказале мг. пад (5,5%), који је одређен појевтињем дрвета за огрев.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) постепено су успоравале мг. раст, који је у јуну износио 4,8% (уз допринос инфлацији од 1,4 п.п.), што је више него двоструко нижи раст него годину дана раније. Томе је у највећој мери допринео спорији мг. раст цена алкохолних пића, одеће и обуће и намештаја, а у мањој мери и спорији мг. раст цена медицинских и фармацеутских производа, возила и делова. С друге стране, цене цигарета су од маја убрзале мг. раст по основу повећања акциза.

Цене услуга су се током П1 кретале узлазном путањом, остваривши мг. раст од 6,4% у јуну (уз

допринос инфлацији од 1,6 п.п.), који је и даље нижи него у истом периоду прошле године. Раст цена услуга доминантно је одређен поскупљењем туристичких пакет-аранжмана током П1, мобилне телефоније, угоститељских и комуналних услуга, а од априла и виших цена закупнина. С друге стране, успорен је мг. раст цена медицинских услуга и кабловске претплате.

Регулисане цене, о којима директно или индиректно одлучује држава, бележиле су мг. раст у распону од 7% до 8% током П1, који је у јуну износио 6,9% (уз допринос инфлацији од 1,2 п.п.). Остварени раст је последица повећања цена цигарета и комуналних услуга, као и корекције цена електричне енергије из новембра прошле године.



III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Економска активност и инфлација

Према оценама водећих међународних финансијских институција, **светска привреда се показала отпорном** на последице вишеструке кризе у протеклом периоду, подржана повећаном потрошњом и акумулираном штедњом, као и снажним тржиштем рада. Привредни раст у Т1 био је виши од очекиваног у многим земљама, међу којима су Кина и зона евра, у којима се нето извоз знатно опоравио. Насупрот томе, привреда САД је после дужег периода експанзије привремено успорила раст у Т1 услед мање потрошње и извоза, који је поново убрзао у Т2. У јулу је ММФ оценио да су таква кретања у одређеној мери смањила јаз у економској активности међу земљама, тако да није мењао априлске пројекције глобалног привредног раста од **3,2% у 2024. и 3,3% у 2025. години**. Оцењено је да су ризици у хоризонту јулске пројекције уравнотежени, уз напомену да су повећани краткорочни ризици који се односе на постојану инфлацију у сектору услуга и с тим повезано отварање спирале цена и зарада, ескалацију трговинских тензија, као и могуће задржавање каматних стопа на вишем нивоу у дужем периоду.

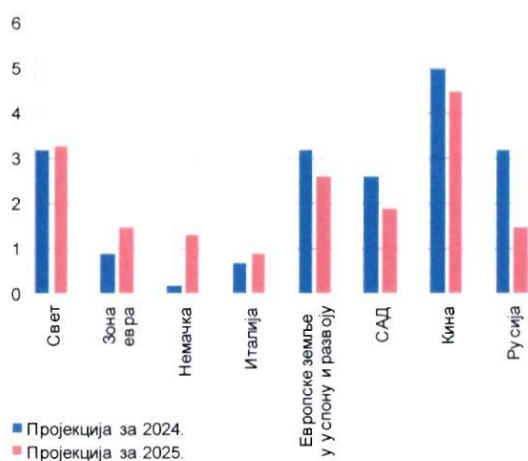
Опадајућа путања глобалне инфлације, која је настављена и почетком 2024, успорена је током Т2 услед перзистентних ценовних притисака у сектору услуга, који су донекле ублажени у

сектору индустрије. ММФ у јулу није мењао ни априлску пројекцију инфлације за 2024. од **5,9%**, док је она за 2025. благо снижена, за 0,1 п.п., на 4,4%. Инфлација се у већини развијених земаља и даље налази изнад циљаног распона, а њен очекивани повратак у границе циља, подржан слабљењем притисака с тржишта рада и пројектованим падом светских цена енергената, прогнозиран је за 2025. годину.

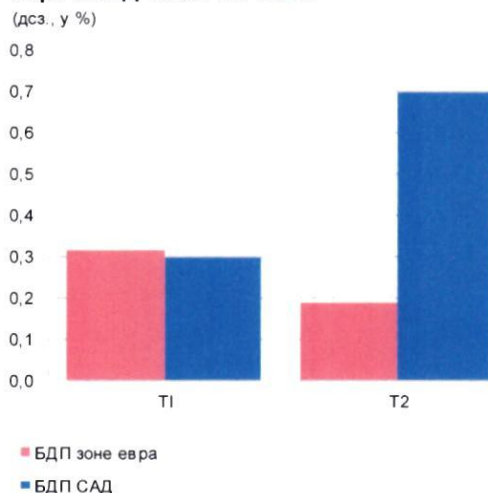
Привреда зоне евра је, након дужег периода стагнације, у Т1 остварила раст од 0,3% дсз., који се скоро у целости дугује повећању нето извоза. Укупна потрошња је у Т1 благо повећана, док су инвестиције у основна средства и залихе биле у паду. У исто време, **привреде Немачке и Италије**, наших најважнијих трговинских партнера унутар зоне евра, оствариле су дсз. раст од 0,2% и 0,3%, респективно. Динамика водећих краткорочних индекса за зону евра, *PMI* и *ESI*, указивала је на наставак привредног раста у Т2, упоредо с растом реалних расположивих доходака и повољнијих трговинских услова. Према подацима *Eurostat*-а, у Т2 је БДП, дсз. посматрано, у зони евра повећан за 0,2%, за колико је повећан у Италији, док је у Немачкој БДП смањен за 0,1%, под утицајем пада инвестиција у основна средства.

Тржиште рада у зони евра је подржавало економску активност, с обзиром на раст стопа запослености и активности, док се стопа

Графикон III.1.1. Пројекције реалног раста БДП-а у 2024. и 2025. години (у %)

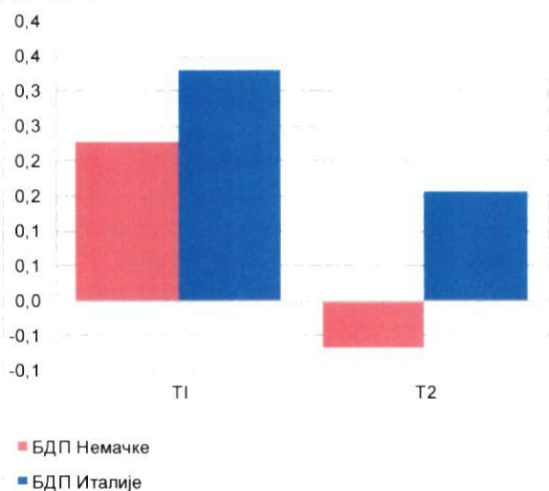


Графикон III.1.2. Реални раст БДП-а у зони евра и САД током П1 2024.



Графикон III.1.3. Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији током П1 2024.

(дсз., у %)



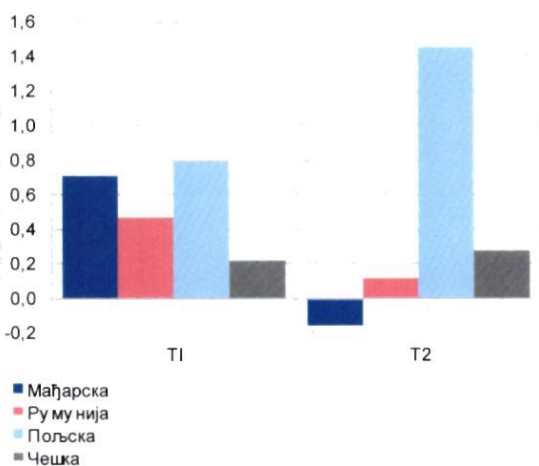
Извор: Eurostat.

незапослености током П1 кретала око најнижег нивоа од оснивања зоне евра (6,5% у јуну). Стопа незапослености у зони евра пројектована је на нивоу од 6,6% у 2024. години. Имајући у виду боље резултате него што је очекивала, ЕЦБ је у јуну ревидирала навише мартовску пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2024. за 0,3 п.п., на 0,9%. Пројекција за 2025. благо је снижена, за 0,1 п.п., на 1,4%, док за 2026. није мењана (1,6%).

Укупна инфлација у зони евра је у току Т1 успоравала, на 2,4% м.г. у марту, по основу знатно споријег раста цена хране, док су цене енергије успориле м.г. пад. Потом су цене енергије током Т2 умерено м.г. порасле под утицајем виших светских цена енергената и

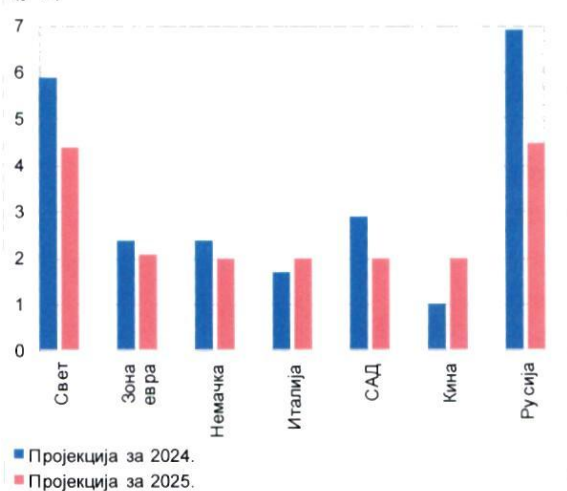
Графикон III.1.4. Реални раст БДП-а у земљама средње и југоисточне Европе током П1 2024.

(дсз., у %)



Извор: Eurostat.

Графикон III.1.5. Пројекција просечне инфлације у 2024. и 2025. години (у %)

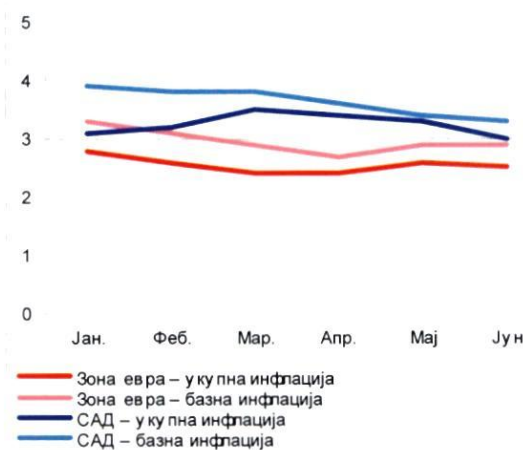


Извор: ММФ WEO (јул и април 2024).

ефекта ниске базе из истог периода прошле године, што се одразило на нешто вишу стопу инфлације, која је у јуну износила 2,5% м.г. **Базна инфлација у зони евра** у јуну се нашла на истом м.г. нивоу као у марту (2,9%), с обзиром на то да је у Т2 раст цена услуга благо убрзао, док је раст цена индустријских производа успорио. Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а на м.г. нивоу, **инфлација у Немачкој** у јуну је била нешто виша него у марту (2,5% наспрам 2,3%), док је **инфлација у Италији** спуштена на 0,9% у јуну (са 1,2% у марту). **ЕЦБ** је у јуну оценила да ће убрзани раст плата вршити притисак на инфлацију у зони евра, која је за 2024. пројектована на 2,5%, а за 2025. на 2,2%, што је за по 0,2 п.п. изнад мартовских пројекција.

Графикон III.1.6. Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом током П1 2024.

(м.г. стопе, у %)



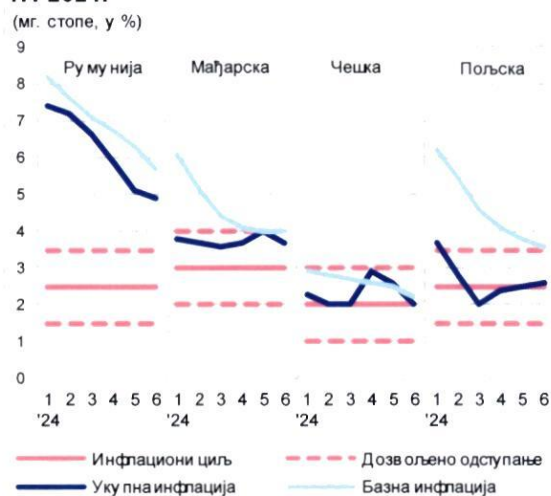
Извор: Eurostat и амерички Биро за статистику рада.

У региону средње и југоисточне Европе³ регистрован је привредни раст од 0,6% дсз. у Т1, који је определила увећана потрошња, пре свега домаћинства, као и веће залихе робе, насупрот чега је деловало смањење инвестиција у основна средства. Остварени привредни раст у Т1 био је широко географски распрострањен, са изузетком Словеније, у којој је економска активност стагнирала. У Т2 је настављен раст БДП-а у скоро свим земљама региона, који је најизраженији био у Пољској, док је једино Мађарска забележила пад БДП-а. Аналитичари *Consensus Economics*-а сматрају да ће на нивоу региона финална потрошња остати кључни покретач привредног раста, који је за 2024. пројектован на нивоу од 2,9% у земљама југоисточне Европе односно 2,4% у земљама средње Европе, док су за 2025. прогнозиране стопе од 3,4% и 3,3%, респективно.

Инфлација у земљама региона средње и југоисточне Европе које су у режиму циљања инфлације успорена је током Т1 као резултат успоравања прехранбене инфлације. Инфлација у **Румунији** наставила је током Т2 да се креће силазном путањом и јуну је спуштена на 4,9% мг. У **Чешкој** је инфлација, после пораста у априлу, враћена на циљани ниво од 2,0% у јуну, док је у **Мађарској**, после убрзања у априлу и мају, на крају Т2 износила 3,7%, што је благо изнад нивоа с краја Т1. У **Пољској** се инфлација у току Т2 кретала узлазном путањом, достигавши 2,6% у јуну, уз очекивани наставак раста све до Т1 2025, под утицајем повишених цена енергије. У јулу је за 2024. *Consensus Economics* пројектовао просечну инфлацију од 4,4% у земљама југоисточне Европе односно 3,4% у земљама средње Европе, што је ниже него у априлу, док је за 2025. прогнозирао просечну инфлацију од 3,3% и 3,5%, респективно.

Привреда САД, после дужег периода бољих остварења од очекиваних, успорила је раст на 0,3% дсз. у Т1, као резултат повећаних фиксних инвестиција и финалне потрошње, док су нето извоз и залихе робе били у паду. **ФЕД** је у јуну оценио да је током Т2 настављен солидан темпо привредног раста, вођен повећањем потрошње и снажним тржиштем рада. Према прелиминарној процени америчког бироа за економске анализе, БДП САД је у Т2 порастао за 0,7% дсз. На тржишту рада се током П1 сужавао јаз између понуде и тражње за радном снагом, о чему сведочи раст стопе незапослености, са 3,8% у марту на 4,1% у јуну. Јунске пројекције ФЕД-а остале су непромењене у односу на мартовске –

Графикон III.1.7. Кретање ИПЦ-а за поједине земље средње и југоисточне Европе током П1 2024.



Извор: централне банке посматраних земаља.

раст БДП-а је прогнозиран на 2,1% у 2024. и 2,0% у 2025, док је стопа незапослености пројектована на 4,0% у 2024. години.

Мерена променом ИПЦ-а, **укупна инфлација у САД** кретала се узлазном путањом током Т1, достигавши 3,5% мг. у марту, највише под утицајем повишених цена енергената. Од априла се вратила на силазну путању захваљујући убрзаном паду цена индустријских производа и знатно нижој стопи раста цена енергије у јуну и на крају П1 спустила се на 3,0%, што је њен најнижи ниво у протеклој години дана. Мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране и енергије, **базна инфлација у САД** успоравала је током целог П1 и у јуну је износила 3,3%, што је њен најнижи ниво у протекле три године. Томе је допринео поменути пад цена готових производа, као и спорији мг. раст цена услуга од марта. **Индекси издатака за личну потрошњу** (укупно и по искључењу хране и енергије) бележили су током П1 сличну мг. динамику као ИПЦ, остваривши мг. раст у јуну од 2,5% и 2,6%, респективно. Поменуте мере инфлације **ФЕД** је у јуну пројектовао, у просеку, на 2,7% у 2024. и 2,3% у 2025, што су нешто виши нивои него у марту, при чему се повратак инфлације на циљани ниво не очекује пре 2026. године.

Привреда Русије је у Т1 повећана за 5,4% мг., првенствено као резултат раста индустријске активности. ММФ је у јулу задржао априлску пројекцију раста БДП-а Русије од 3,2% у 2024, док је пројекција за 2025. снижена за 0,3 п.п., на 1,5%. **Привреда Кине** је у Т1 повећана за 5,3% мг. услед увећане државне потрошње и наставак фискалних подстицаја. ММФ је у јулу битно ревидирао навише априлску пројекцију раста

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

БДП-а Кине у 2024, за 0,4 п.п., на 5,0%, за колико је подигнута и пројекција у 2025, на 4,5%.

Монетарна политика

Од када је у септембру 2023. године окончала циклус повећања својих основних каматних стопа, **ЕЦБ** није мењала ниво основних каматних стопа све до састанка у јуну 2024, истичући да инфлација успорава, али да су домаћи инфлаторни притисци и даље забрињавајући. То се односило пре свега на повишене ценовне притиске с тржишта рада, који су одржавали инфлацију у сектору услуга релативно високом. Истовремено, ЕЦБ је од почетка године наставила да смањује биланс стања по плану, умереном динамиком. Настављено је смањење портфолија ХоВ купљених у оквиру **програма куповине активе (APP)**, јер ЕЦБ више није реинвестирала главницу доспелих хартија. Када је реч о **хитном програму куповине ХоВ због пандемије (PEPP)**, ЕЦБ је у потпуности реинвестирала главницу доспелих хартија током П1 ове године, да би затим током П2 портфолио постепено смањивала како би до краја 2024. реинвестирање било обустављено. Поред тога, ЕЦБ је редовно пратила утицај које враћање претходно позајмљених средстава банкама у оквиру **операција рефинансирања дугорочних кредита (TLTRO)** има на монетарне услове.

Одлуку да започне ублажавање монетарне политике ЕЦБ је донела у јуну 2024. смањењем каматних стопа за по 25 б.п., на 3,75% за каматне стопе на депозитне олакшице, на 4,25% за главне операције рефинансирања и на 4,50% за кредитне олакшице. Такву одлуку је донела имајући у виду пре свега слабљење ценовних притисака и успоравање инфлације, чему је битно допринела претходно пооштрена монетарна политика и по том основу заоштрени финансијски услови. На конференцији након јунског састанка председница ЕЦБ-а Кристин Лагард истакла је да смањење основних каматних стопа не значи да ће га следити узастопна смањења основних каматних стопа. Након тога, на састанку у јулу основне каматне стопе задржане су на непромењеном нивоу. ЕЦБ наводи да ће обезбедити да каматне стопе остану рестриктивне колико год то буде потребно да би се инфлација на одржив начин вратила на циљ у средњем року. Оцењено је да, и поред постигнутог напретка, домаћи ценовни притисци с тржишта рада остају снажни и да одржавају инфлацију у сектору услуга релативно високом, што захтева опрезност у вођењу монетарне политике. У складу с тим су и очекивања тржишних учесника да ће нова смањења уследити у септембру и децембру, а могуће и

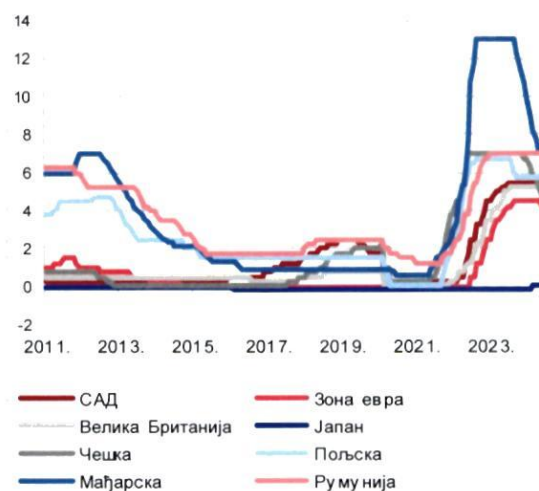
само крајем године, јер још увек није смањена инфлација у сектору услуга.

За разлику од ЕЦБ, **ФЕД** ни у јуну није мењао **распон референтне каматне стопе 5,25–5,50%**, који је на том нивоу од јула 2023. године. Такође, наставио је с процесом смањења своје активе у оквиру биланса стања. У посматраном периоду ФЕД је истицао да је настављен солидан раст економске активности у САД, да је раст броја запослених остао снажан, да је стопа незапослености на ниском нивоу, а инфлација ублажена, иако је још увек повишена. На састанку у јулу **ФЕД** није мењао висину **референтне каматне стопе**, али је у извештају навео да је остварен напредак ка постизању циља за инфлацију, што су тржишни учесници протумачили као најаву за будућа смањења референтне каматне стопе. ФЕД ће наставити да прати економске податке и биће спреман да прилагоди став монетарне политике на одговарајући начин ако се појаве ризици који би могли да ометају постизање његових циљева.

Централна банка Швајцарске, прва од водећих централних банака која је смањила референтну каматну стопу у марту, наставила је са смањењем од 25 б.п. у јуну, на 1,25%. Такав потез су и очекивали тржишни учесници, с обзиром на јачање швајцарског франка и релативно ниску инфлацију (према пројекцији централне банке од 1,3% у 2024. и 1,1% у 2025, под условом да референтна стопа остане на 1,25%). Након што је у марту први пут повећана од 2007. године, на распон 0–0,1%, чиме је изашла из негативне зоне, референтна стопа **Банке Јапана** поново је повећана у јулу на око 0,25%. **Банка Енглеске** није мењала висину

Графикон III.1.8. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

референтне каматне стопе (5,25%) од августа 2023, истичући да ће пратити колико дуго референтна стопа треба да се задржи на тренутном нивоу да би се постигла циљана инфлација.

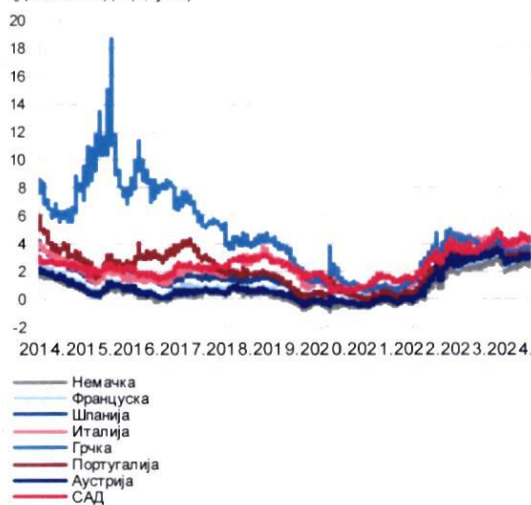
Од централних банака **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације, референтну каматну стопу у П1 2024. године највише је смањила **централна банка Мађарске**, за укупно 375 б.п., а затим додатно и у јулу за 25 б.п., на 6,75%. Од када је започето монетарно попуштање, октобра прошле године, темпо ублажавања монетарне политике постепено је успораван, што се очекује и у наредном периоду, с обзиром на изјаве челника централне банке да постоји врло мало простора за смањења референтне каматне стопе у остатку ове године. И **централна банка Чешке** имала је знатније монетарно ублажавање током П1, за укупно 200 б.п., с тим да је и почетком августа додатно снизила референтну каматну стопу на 4,5%. Као главни разлози таквих одлука наведени су успоравање инфлације и слабија економска активност. С обзиром на ризике у погледу кретања инфлације услед раста цена у сектору услуга, гувернер централне банке Чешке истакао је да ће темпо ублажавања монетарне политике вероватно бити смањен на наредним састанцима, као и да постоји могућност да се, у зависности од података, направи и пауза у циклусу смањења референтне стопе. Референтну стопу смањила је и **централна банка Румуније** у јулу, први пут од јануара 2021, за 25 б.п., на 6,75%. Пројектована инфлација централне банке је на nižем нивоу од претходне, па би се у наредном периоду могла очекивати даља смањења. Ипак, на опрезност указује неизвесност у погледу карактера фискалне политике, динамике зарада у јавном сектору и ефеката новог пензијског закона. Након смањења у октобру прошле године на 5,75%, **централна банка Пољске** није мењала висину референтне стопе, у складу с очекивањима. Иако се инфлација креће у границама циљаног распона, централна банка очекује да ће се раст цена убрзати у П2, подстакнут снажним тржиштем рада, те одбацује могућност смањења референтне стопе ове године.

Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља порасли су током П1, у просеку за око 54 б.п., што је био случај с десетогодишњим државним обвезницама САД, које су порасле за 52 б.п. Кретање приноса у Т1 било је релативно волатилније, услед веће несигурности тржишних учесника у погледу почетка попуштања монетарних услова водећих

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

(дневни подаци, у %)



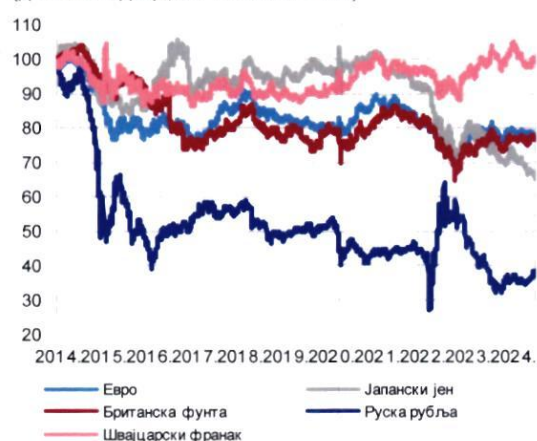
Извор: централне банке одабраних земаља.

централних банака. Међутим, током Т2 знатна отпорност привреде САД и корекције навише пројекција инфлације за зону евра учврстила су очекивања тржишних учесника о споријем интензитету будућег смањења каматних стопа ЕЦБ-а и ФЕД-а.

Током П1 долар је ојачао према еврау и већини осталих водећих валута на међународном финансијском тржишту. Јачање долара је резултат успешнијих перформанси привреде САД, чије је тржиште рада показало високу отпорност у поређењу са умеренијим економским опоравком зоне евра. Такође, крајем периода, слабљењу евра допринела је неизвесност око изборних дешавања у Француској.

Графикон III.1.10. Кретање курсева одређених националних валута према долару*

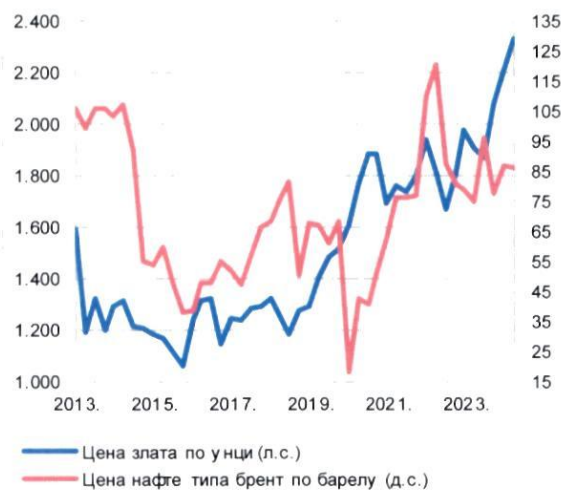
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: база података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон III.1.11. Кретање светских цена злата и нафте (крај тромесечја, у USD)



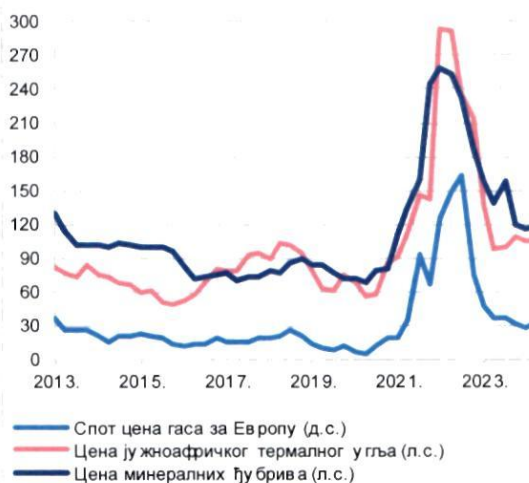
Извор: Блумберг.

Цена злата на светском тржишту доминантно се кретала узлазном путањом током П1 и крајем јуна је износила око 2.330 долара по унци, што је за 12,1% више него на крају 2023. На раст цене злата првенствено су се одразили раст тражње за златом услед појачаних геополитичких тензија и вести да ће централне банке и у 2024. куповати злато због диверсификације девизних резерви и смањења нивоа кредитног ризика.

Под утицајем повећаног геополитичког ризика услед тензија на Блиском истоку, прогноза *OPEC*-а и Међународне агенције за енергетику (*IEA*) о расту тражње за нафтом у 2024. и 2025, као и одлуке *OPEC*-а о смањењу производње нафте почетком године, која је касније продужена до краја Т2, цена нафте на светском тржишту кретала се узлазном путањом до средине априла, када је достигла ниво од око 93 долара по барелу. Након тога је цена нафте смањена на око 76 долара по барелу почетком јуна услед најаве *OPEC+* о постепеном укидању добровољног смањења производње од октобра, смањених геополитичких напетости и очекивања да би ФЕД могао задржати каматне стопе на вишем нивоу дуже него што је раније прогнозирао. До краја јуна цена нафте типа брент поново је повећана због смањених залиха у САД и пада извоза нафте и гаса из Норвешке у Европу због оштећеног цевовода, на око 87 долара по барелу, што је за 11,7% више него на крају 2023. године.

Реперна цена природног гаса за Европу (на холандском чворишту *TTF*) кретала се силазном путањом током јануара и фебруара услед топлијег времена од уобичајеног за то доба године и високе попуњености складишта. Након тога, цена природног гаса се до краја П1 кретала

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



Извор: Рефинитив и Светска банка.

узлазном путањом и крајем јуна је износила око 34 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 390 долара за хиљаду кубних метара гаса),⁴ што је за 6,3% више него на крају 2023. На раст цене природног гаса одразили су се појачана геополитичка неизвесност, повећана тражња за течним гасом у Азији, као и сезонско одржавање рафинерија и неочекивани прекиди рада терминала у Норвешкој.

Након што је услед повећане производње и мањег увоза Кине благо смањена током Т1, цена термалног угља остала је готово непромењена током Т2 и у јуну је износила око 105 долара по тони, што је за 3,2% ниже него на крају 2023. Истовремено, упркос вишим ценама природног гаса, који је један од кључних инпута у производњи, светске цене минералних ђубрива кретале су се првенствено силазном путањом током П1 и јуну су биле за 1,0% ниже него на крају 2023. године.

Након што су смањене у јануару и фебруару због слабе индустријске активности у Кини, цене већине метала и минерала кретале су се узлазном путањом у наредна три месеца услед повољнијих очекивања у погледу опоравка глобалне индустријске активности, пада залиха на Лондонској берзи, поопштрених санкција Европске уније и САД на увоз метала из Русије, као и бојазни од несташице бакра у наредном периоду. Цене метала и минерала поново су смањене у јуну, али су и поред тога биле за 8,0% више него на крају 2023. године.

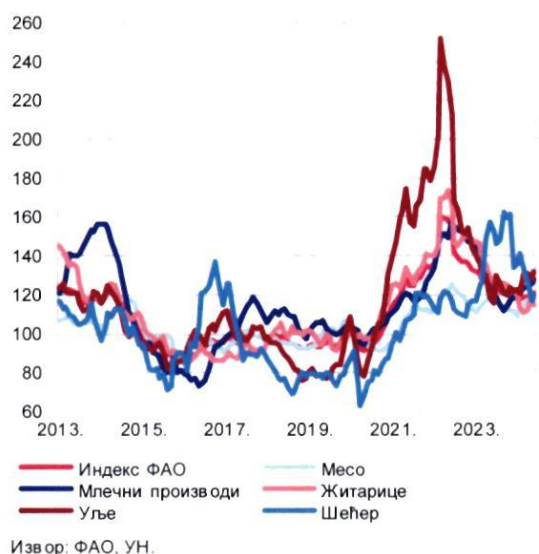
⁴ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента ($10,55 \text{ MWh} \approx 1.000 \text{ m}^3$).

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



Цене хране на светском тржишту, мерене индексом ФАО, кретале су се силазном путањом током јануара и фебруара, након чега су до краја П1 повећане, тако да су у јуну биле за 1,1% више него на крају 2023, док су, мг. посматрано, ниже за 2,1%. Раст у односу на крај 2023. определиле су више цене биљних уља (7,8%), млечних производа (7,6%) и меса (4,7%), док су у супротном смеру деловале ниже цене шећера (11,1%) и житарица (6,2%). На ниже цене житарица, чији је Србија нето извозник, утицали су слабија активност почетком године због новогодишњих празника, јака конкуренција из регије Црног мора и Јужне Америке, као и неповољне временске прилике у априлу и мају.

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



2. Међународне трансакције

Платнobilансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, **текући дефицит платног биланса** у П1 2024. износио је 1,2 млрд евра (3,3% БДП-а) и повећан је у поређењу с П1 2023, када је био на рекордно ниском нивоу и износио свега 565,7 млн евра (1,7% БДП-а). То је било и очекивано у условима убрзања реализације инвестиција, при чему је раст извоза робе и услуга од 4,0% мг. у П1 2024. и раст увоза робе и услуга од 4,8% мг. у складу с нашем годишњом проценом за ову годину.

Дефицит у робној размени у П1 износио је 3,4 млрд евра и био је за 4,1% виши него у истом периоду претходне године. При томе, **робни извоз** је повећан за 0,4% мг., на 14,2 млрд евра, а **робни увоз** за 1,1% мг., на 17,7 млрд евра. Расту извоза је највише допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз повећан за 2,4% мг., а затим извоз пољопривредних производа, који је захваљујући доброј прошлогодишњој пољопривредној сезони био виши за 50,6% мг. Извоз прерађивачке индустрије је повећан захваљујући пре свега извозу основних метала, осталих саобраћајних средстава и рачунара и других електронских производа, док се највећи

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

	П1 2023.	П1 2024.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-565,7	-1.185,7
1. Салдо робне размене	-3.278,7	-3.414,8
1.1. Извоз	14.190,2	14.250,6
1.2. Увоз	-17.468,9	-17.665,4
2. Салдо услуга	1.571,6	1.465,7
2.1. Извоз	6.070,7	6.828,3
2.2. Увоз	-4.499,2	-5.362,6
3. Салдо робе и услуга	-1.707,2	-1.949,1
3.1. Извоз робе и услуга	20.260,9	21.079,0
3.2. Увоз робе и услуга	-21.968,1	-23.028,0
4. Примарни доходак	-1.710,6	-1.875,2
5. Секундарни доходак	2.852,1	2.638,5
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-14,8	38,3
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	3.572,4	2.899,5
1. Директне инвестиције – нето	2.026,2	2.008,6
2. Портфолио инвестиције – нето	1.237,6	453,0
3. Финансијски деривати – нето	34,9	31,7
4. Остале инвестиције – нето	273,7	406,2
4.1. Трговински кредити	-629,9	300,0
4.2. Финансијски кредити	562,1	1.094,2
4.3. Готов новац и депозити – нето	339,2	-1.003,4
4.4. Остало – нето	2,3	15,5
IV. Средства резерви	3.129,9	1.976,4
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	137,9	224,4
VI. УКУПНИ БИЛАНС	3.129,9	1.976,4

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци.

¹⁾ По BPM6 методологији, осим знакова не конвенције.

негативан допринос бележи код извоза осталих машина и опреме, хемијских производа и производа од гуме и пластике. Током П1 порастао је и извоз рударства (7,8% м.г.). С друге стране, извоз струје је смањен за 64,8% м.г., првенствено услед високе базе из претходне године, што је највише утицало на то да робни извоз забележи низак раст у П1. На раст робног увоза највише је утицао даљи раст инвестиција, што потврђује увоз средстава за рад, који је повећан за 15,4% м.г., а виши је био и увоз потрошне робе за 8,7% м.г. С друге стране, увоз средстава за репродукцију смањен је за 5,3% м.г., пре свега под утицајем мањег увоза енергената, који је, према класификацији СМПК, био нижи за 751,1 млн евра него у П1 2023. При томе, смањен је увоз свих врста енергената, а највише електричне енергије и гаса.

Повећању дефицита текућег рачуна допринела је и размена услуга са иностранством. Суфицит у размени услуга смањен је за 6,7% м.г., на 1,5 млрд евра, услед бржег раста увоза услуга (19,2% м.г.) од раста извоза услуга (12,5% м.г.). Извоз услуга премашао је 6,8 млрд евра и био је вођен растом ИКТ, пословних и туристичких услуга, док је извоз транспортних услуга благо смањен. Увоз услуга је повећан на 5,4 млрд евра, уз позитиван допринос свих врста услуга, а највише туристичких и пословних услуга.

Дефицит на рачуну примарног дохотка повећан је за 9,6% м.г., на 1,9 млрд евра, претежно услед већих расхода по основу дохотка од СДИ. То је и очекивано ако се имају у виду континуиран прилив и раст стања СДИ у Србији, што подразумева и више расходе за исплату дивиденди. Повећани су и расходи по основу

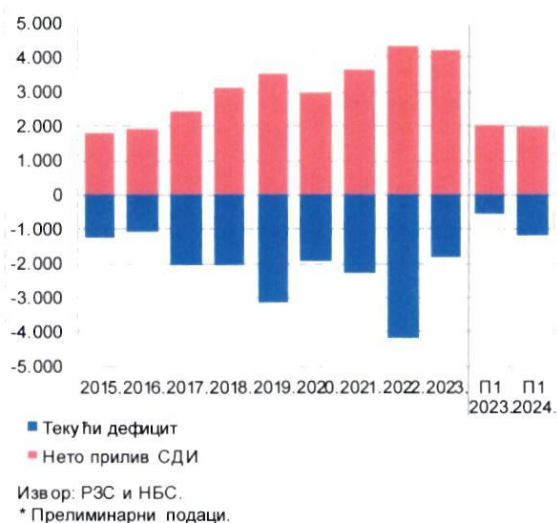
плаћених камата на финансијске кредите и по основу портфолио инвестиција, на шта се одразило претходно заоштравање глобалних финансијских услова услед рестриктивних монетарних политика централних банака.

Суфицит на рачуну секундарног дохотка смањен је у П1 за 7,5% м.г., на 2,6 млрд евра, што је последица нето одлива по основу званичне помоћи Владе (23,6 млн евра), док је у истом периоду претходне године забележен нето прилив (211,9 млн евра). Поред тога, и остали трансфери из иностранства (319,8 млн евра) били су нижи него у истом периоду претходне године. Нето прилив дознака из иностранства (2,3 млрд евра) био је нешто виши (1,9%) него у истом периоду претходне године.

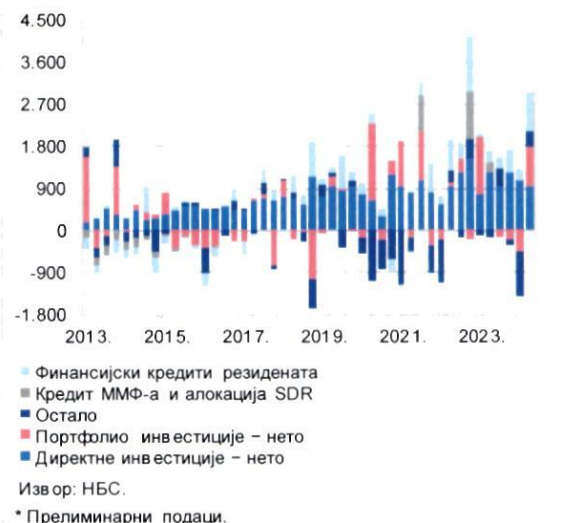
На финансијском рачуну платног биланса током П1 остварен је нето прилив капитала од 2,9 млрд евра,⁵ највише захваљујући приливу СДИ и успешној емисији еврообвезница у јуну.

Према прелиминарним подацима, прилив СДИ у Србију у П1 премашао је 2,3 млрд евра (за 6,5% више него у П1 2023), док је нето прилив СДИ износио 2,0 млрд евра. При томе, четири петине прилива СДИ било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, што потврђује опредељење страних инвеститора да наставе да улажу у Србију. Као и током претходних година, СДИ су биле географски и пројектно распрострањене, а највише улагања било је усмерено у грађевинарство, рударство, информисање и комуникације и прерађивачку индустрију. Десету годину заредом, дефицит

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

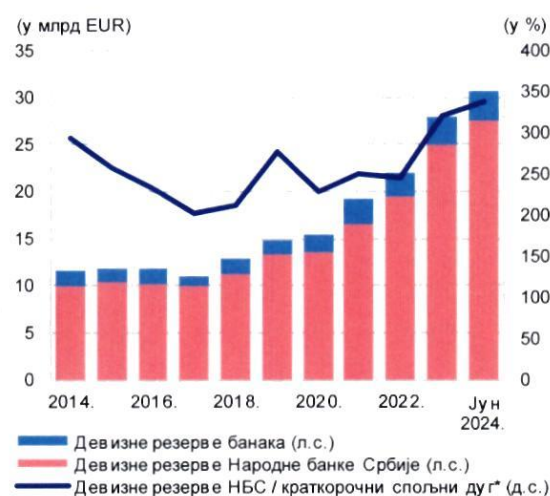


Графикон III.2.2. Структура финансијског биланса* (у млн EUR)



⁵ Без промене девизних резерви.

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



Извор: НБС.

* Краткорочни дуг по преосталој рочности.

текућег рачуна у потпуности је покривен нето СДИ, при чему је вредност овог показатеља у П1 износила 169%.

Почетком јуна Република Србија је на међународном тржишту успешно емитовала одрживе десетогодишње обвезнице у вредности од 1,5 млрд долара, чија ће средства бити коришћена за одрживе пројекте у области Зелене агенде и социјално одговорних активности. Резиденти су током П1 повећали улагања у ХоВ на иностраним тржиштима, а одливи су забележени и по основу трговине на домаћем секундарном тржишту, доспећа државних ХоВ и исплата везаних за амортизационе обвезнице, које су продате на међународном тржишту путем директне погодбе 2022. године. Таква кретања утицала су на то да по основу **портфолио инвестиција** у П1 буде остварен нето прилив капитала од 453,0 млн евра.

По основу **осталих инвестиција** у П1 је остварен прилив од 406,2 млн евра. При томе, по основу **финансијских кредита** остварен је нето прилив од скоро 1,1 млрд евра, а највећи део односи се на задужење привреде и Владе. С друге стране, банке су смањиле кредитне обавезе према иностранству. Поред тога, домаће банке су повећале средства на рачунима у иностранству, што је, уз смањење средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, утицало на то да по основу **готовог новца и депозита** у П1 буде забележен одлив од 1,0 млрд евра. По основу **трговинских кредита и аванса** регистрован је прилив од 300,0 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве**

Србије (према платнобилансној методологији)⁶ током П1 буду повећане за 1.976,4 евра.

Током П1 **брuto девизне резерве Народне банке Србије повећане су за 2.597,4 млн евра** и 30. јуна 2024. године износиле су 27.506,5 млн евра, што је највиши ниво откад се прате подаци на овај начин (од 2000. године). Овај ниво девизних резерви је обезбедио покривеност новчане масе М1 од 179,1% и 7,3 месеца увоза робе и услуга, што је више него двоструко изнад стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама. Истовремено, нето девизне резерве такође су забележиле највиши ниво и износиле су 23.270,4 млн евра, што је за 2.485,2 млн евра више него на крају 2023. 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 2024. године највеће учешће имали су иностране ХоВ (56,3%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (27,5%), злато (10,6%), ефективни страни новац (5,3%) и SDR код ММФ-а (0,3%).

Највећи девизни приливи у П1 остварени су по основу интервенција Народне банке Србије нето куповином девиза на МДТ-у⁷ у износу од 1.225,0 млн евра и по основу емисије девизних ХоВ Републике Србије на домаћем и међународном финансијском тржишту у нето износу од 1.102,4 млн евра. Приливи су остварени и по основу камата и купона у износу од 252,3 млн евра и обавезне резерве банака у нето износу од 245,4 млн евра. Такође, већи приливи су остварени и по основу платног промета с Косовом и Метохијом⁸ у износу од 166,1 млн евра и донација у износу од 98,7 млн евра.

Највећи одлив из девизних резерви Народне банке Србије реализован је по основу измирења девизних обавеза државе и раздужења Републике Србије према иностраним кредиторима у нето износу од 1.119,3 млн евра.

⁶ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

⁷ 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.

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

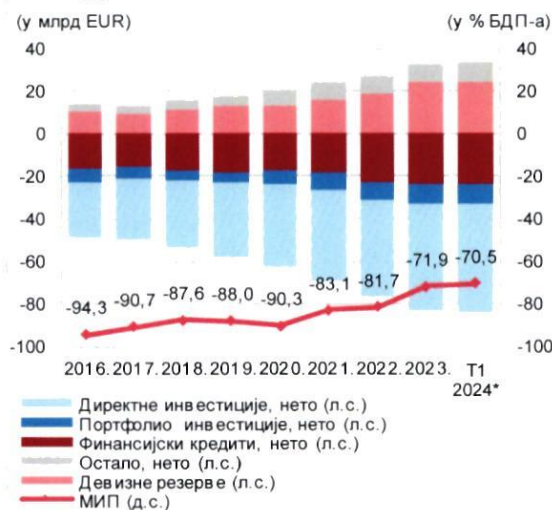
Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција, тј. разлика између средстава која поседују резиденти Србије у иностранству, с једне стране, и њихових обавеза према иностранству, с друге стране, била је негативна и на крају Т1 2024. године износила је **50,2 млрд евра**, што је за 158,0 млн евра више него на крају 2023. Међутим, захваљујући расту економске активности током Т1 смањено је учешће негативне међународне инвестиционе позиције у процењеном БДП-у за 1,4 п.п., на 70,5%.

У структури стране финансијске активе, која је на крају Т1 2024. износила 46,4 млрд евра, током посматраног периода у највећој мери су повећани готов новац и депозити банака у иностранству. Девизне резерве, као и раније, чине више од половине вредности укупне активе (53,7%).

У структури финансијске пасиве, чија је вредност на крају Т1 2024. износила 96,6 млрд евра, позитивно је то што су током посматраног периода највише повећане СДИ. Као најповољнија дугорочна врста страних улагања, оне и даље знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (58,2%), док финансијски кредити и портфолио инвестиције чине мањи део пасиве: 25,2% и 10,1%, респективно.

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

Почев од прве репо аукције у јуну, Народна банка Србије је прилагодила стратегију спровођења својих главних операција, смањујући износ понуде у односу на процењену тражњу банака на једнонедељним аукцијама репо продаје ХоВ. Такав приступ је резултирао смањењем релативног износа вишкова динарске ликвидности који Народна банка Србије повлачи путем главних операција, као и смањењем просечне пондерисане репо стопе. У складу с тим, као и са смањењем референтне каматне стопе, смањене су и каматне стопе на међубанкарском тржишту новца.

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца у првих пет месеци 2024. године минимално су осцилирале, након чега су у јуну забележиле пад готово једнак смањењу референтне каматне стопе, у просеку за 23 б.п., у односу на крај 2023. Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту *BEONIA* смањена је на 5,01%, док су каматне стопе *BELIBOR* смањене на распон од 5,01% за најкраћу рочност до 5,55% за рочност од шест месеци крајем јуна.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



Извор: Министарство финансија.

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

На примарном тржишту динарских државних ХоВ у П1 одржане су три аукције за продају осмогодишњих државних обвезница, односно још три реотварања емисије из октобра 2023, након првог реотварања у децембру. На аукцијама у јануару и фебруару забележена је висока тражња инвеститора и продате су ХоВ у износу од 104,7 млрд динара, са знатним учешћем нерезидената (око 43%), након чега је на аукцији у марту продато преосталих 2,9 млрд динара, чиме је комплетиран укупан обим емисије ових ХоВ од 150 млрд динара. Извршна стопа приноса на последњој аукцији у марту износила је 6,00%, што представља смањење од 30 б.п. у односу на аукцију из децембра, односно пад од 39 б.п. у односу на првобитну емисију из октобра. С обзиром на то да су у П1 доспеле главнице раније продатих двогодишњих и петогодишњих ХоВ у укупном износу од 72,4 млрд динара, стање динарских ХоВ повећано је за 35,2 млрд динара, на 874,9 млрд динара крајем јуна.

Током П1 нерезиденти су на аукцијама за продају осмогодишњих динарских ХоВ купили државне обвезнице у номиналној вредности од 45,7 млрд динара. Међутим, како су на секундарном тржишту учествовали као нето продавци и како су доспеле двогодишње и петогодишње динарске ХоВ, стање динарских државних ХоВ у њиховом власништву повећано је за 24,9 млрд динара, на 159,5 млрд динара крајем јуна, што чини готово 20% укупног портфолија динарских државних ХоВ.

У П1 организоване су три аукције за продају трогодишњих државних ХоВ у еврима, на

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.

којима су продате ХоВ у укупној номиналној вредности од 220,8 млн евра, при чему је стопа приноса остала непромењена (4,00%). Међутим, пошто су истовремено доспеле претходно емитоване ХоВ у износу од 476,4 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима смањено је за 255,5 млн евра у односу на крај 2023, на 1.664,0 млн евра крајем јуна.

Република Србије је 5. јуна на међународном финансијском тржишту успешно реализовала емисију првих десетогодишњих доларских одрживих обвезница. Продате су ХоВ у укупном износу од 1,5 млрд долара, по купонској стопи од 6,0%. Такође, ради ефикасног управљања јавним дугом, истовремено је закључена и хединг трансакција, којом је држава ове обавезе конвертовала у евре, чиме је смањен трошак задуживања, који након ове трансакције износи 4,750%. То се може сматрати повољним условима финансирања, нарочито када се упореде са условима финансирања појединих земаља из окружења које већ поседују кредитни рејтинг инвестиционог ранга.

На секундарном тржишту динарских ХоВ промет је повећан у П1 2024. за готово 50% у поређењу с П2 2023. и достигао је ниво од 163,1 млрд динара. Распон кретања просечних пондерисаних стопа приноса код ХоВ свих рочности смањен је у П1 2024, што се доводи у везу с падом премије ризике земље, али и смањењем референтне каматне стопе и каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. Просечни приноси у јуну кретали су се у распону од 4,71% за преосталу рочност од две године до 5,82% за преосталу рочност од девет година.

Очекивања тржишних учесника о све извеснијем почетку попуштања монетарних услова током П1 2024. резултирала су појефтињењем нових динарских кредита. Каматна стопа на нове динарске кредите становништву смањена је у П1 за 0,8 п.п., на 11,7% у јуну, услед појефтињења готовинских кредита и осталих некатегорисаних кредита – за по 1,1 п.п., на 12,1% и 9,4%, респективно. Каматна стопа на динарске кредите привреди смањена је за 0,2 п.п., на 8,1% у јуну, услед више него удвострученог учешћа инвестиционих кредита, чија је каматна стопа знатно смањена, за 2,2 п.п., на 7,2%, што је знатно испод нивоа каматних стопа преосталих категорија динарског кредитирања привреде. Каматне стопе на кредите за обртна средства и остале некатегорисане кредите износиле су 8,2% и 8,5%, респективно.

Каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву смањена је за 0,2 п.п., на 6,1% у јуну, у складу са очекиваним ублажавањем каматних стопа на тржишту новца у зони евра. Каматне стопе на остале некатегорисане кредите и потрошачке кредите у просеку су снижене за по 0,5 п.п., на 9,3% и 6,1%, респективно. Каматна стопа на евроиндексиране стамбене кредите

задржана је на нивоу од 5,1% применом одлуке Народне банке Србије о привременом ограничењу каматних стопа на ову категорију кредитирања за кориснике првог стамбеног кредита одобреног по варијабилној каматној стопи. Каматна стопа на евроиндексиране кредите привреди смањена је током П1 за 0,4 п.п., на 6,7% у јуну, вођена падом каматних стопа код доминантних категорија кредитирања, за око 0,5 п.п. код кредита за обртна средства на 6,6% и код инвестиционих и осталих некатегорисаних кредита на 6,9%.

Премија ризика земље и кредитни рејтинг

Глобална премија ризика кретала се доминантно силазном путањом током Т1, на шта су се одразила пре свега очекивања тржишних учесника да ће рецесија у водећим економијама бити избегнута, тј. да је меко приземљење готово извесно и да ће њихове централне банке током лета ове године започети циклус смањивања каматних стопа. Глобална премија ризика је током Т2 умерено повећана, првенствено услед очекивања тржишних учесника да ће ФЕД, у складу с најавама својих званичника, у наредном периоду спорије ублажавати монетарну политику.

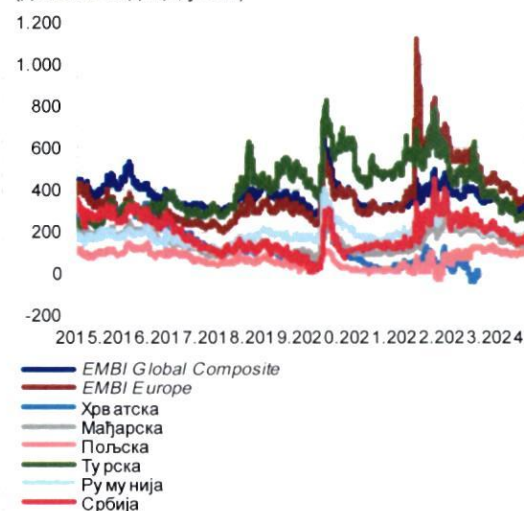
Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите
(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

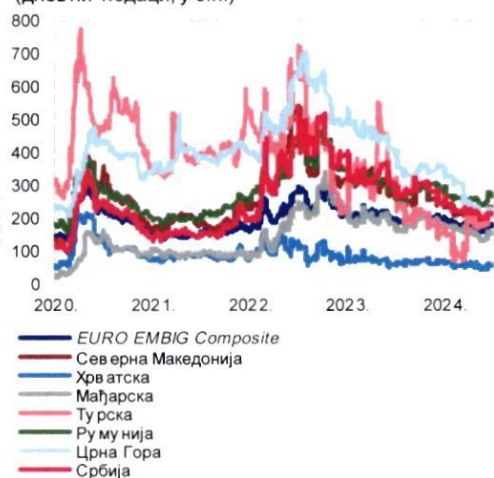
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

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



Извор: JPMorgan.

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



Извор: J.P. Morgan.

Композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, смањена је током П1 за 20 б.п. и крајем јуна је износила 180 б.п. Истовремено, *EURO EMBIG*, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, смањена је током П1 за 33 б.п., на ниво од 214 б.п. У истом периоду, доларска премија ризика Србије такође је смањена (за 20 б.п., на 168 б.п.), али је и даље наставила да се креће испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је повећана за 25 б.п., на 344 б.п.

Агенција *Fitch* је у фебруару потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз стабилне изгледе, а у августу је повећала изгледе за добијање инвестиционог рејтинга на позитивне, а претходно је то исто у априлу учинила и агенција *Standard & Poor's*. Крајем августа је и трећа најутицајнија светска рејтинг агенција, *Moody's*, побољшала изгледе Србије за повећање кредитног рејтинга са стабилних на позитивне, уз кредитни рејтинг који је на нивоу *Ba2*. Као кључне факторе за побољшање изгледа кредитног рејтинга агенције истичу кредибилан оквир укупне економске политике, отпорност коју је наша економија показала у периодима глобалних криза, повољне изгледе привредног

Табела III.3.1. Кредитни рејтинг (промена рејтинга и изгледа)

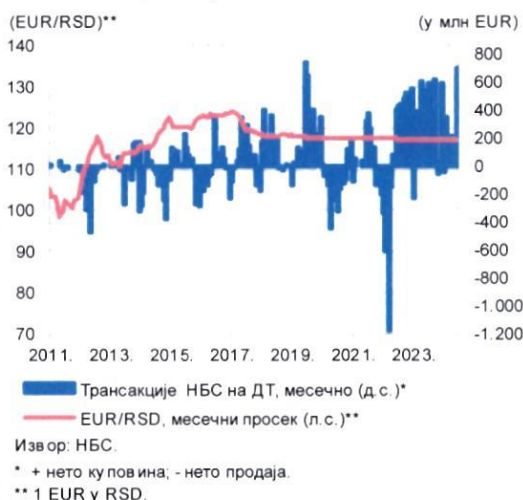
	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.
<i>S&P</i>	<i>BB+/позитивни</i> ¹⁾	<i>BB+/стабилни</i> ³⁾	<i>BB+/позитивни</i> ⁷⁾	<i>BB+/стабилни</i> ⁴⁾	<i>BB+/позитивни</i> ²⁾
<i>Fitch</i>	<i>BB+/стабилни</i> ⁶⁾				<i>BB+/позитивни</i> ⁵⁾
<i>Moody's</i>	<i>Ba3/позитивни</i> ⁶⁾		<i>Ba2/стабилни</i> ¹⁾		<i>Ba2/позитивни</i> ⁵⁾

Извор: НБС.

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

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

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



Извор: НБС.

* + нето куповина; - нето продаја.

** 1 EUR у RSD.

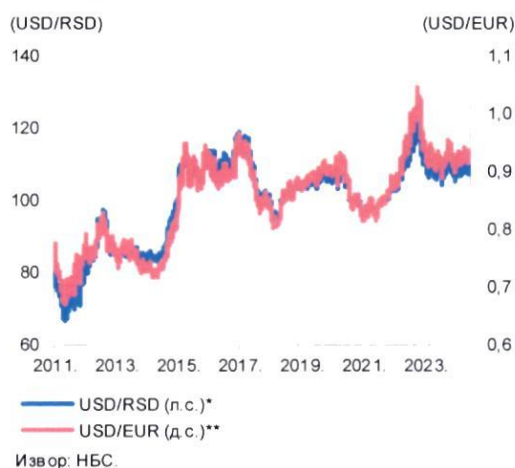
раста, стварање резерви које се могу користити у случају екстерних потреса, висок и диверсификован прилив СДИ, као и унапређење фискалне и екстерне позиције и отпоран банкарски сектор.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио релативно стабилно да се креће према еврима током П1 и крајем јуна његова вредност је била за 0,1% виша него крајем 2023. године. Истовремено, под утицајем слабљења евра према долару на међународном тржишту у условима раста дивергенције између монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а, динар је у П1 номинално ослабио према долару за 3,3%.

Након што су на самом почетку 2024. године били присутни депрецијацијски притисци, од

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



Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.

** 1 USD у EUR.

друге половине јануара поново су се појавили апрецијацијски притисци, који су преовладавали у наредним месецима и били најснажнији током јуна. Расту понуде девиза у П1 највише су допринели резиденти, који су захваљујући наставку раста извоза и прилива СДИ били нето продавци девиза чак и почетком године, што је неуобичајено с обзиром на повећану тражњу увозника енергената за девизама. Понуда девиза је током целог периода расла и захваљујући нето откупу ефективног страног новца и приливу девиза по основу послова с платним картицама. Расту понуде девиза у другој половини јануара и почетком фебруара допринели су и нерезиденти, који су куповали динарске државне ХоВ. Од марта су нерезиденти креирали тражњу за девизама, која је у потпуности била покривена приливима девиза по другим основама. Тражњи за девизама у појединим месецима, посебно током јануара, доприносило је смањење валутно индексиране активе банака,⁹ док је у јуну понуда девиза највише повећана под утицајем раста валутно индексиране активе банака.¹⁰

Да би одржала релативну стабилност курса динара према еврџ, Народна банка Србије је на МДТ-у у П1 нето купила 1.330,0 млн евра. При томе, само је у јануару интервенисала нето продајом девиза, док је у свим осталим месецима интервенисала или претежно на страни куповине девиза или само на страни куповине девиза.

Промет на МДТ-у који је остварен између банака¹¹ у П1 у просеку је дневно износио 32,4

млн евра, што је за 0,6 млн евра ниже него у истом периоду претходне године. При томе, највећа вредност промета остварена је у априлу (38,0 млн евра просечно дневно).

Већина валута земаља региона које су у режиму циљања инфлације ослабила је према еврџ током П1. Посматрано крајем периода, ослабили су румунски леј (0,1%), а услед смањења референтних каматних стопа и чешка круна (1,2%) и мађарска форинта (3,1%). Највише је ослабила турска лира (6,9%), упркос томе што је Централна банка Турске током П1 додатно заоштрила монетарну политику. С друге стране, током П1 према еврџ је ојачао једино пољски злот (0,8%).

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

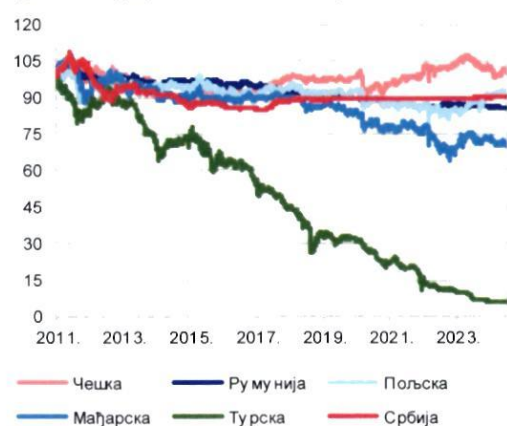
Најшири монетарни агрегат, М3, који, поред динарског новца, укључује и девизне депозите немонетарних сектора, повећан је током П1 2024.

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

	2023.	Јун 2024.	Промене у П1 2024.
Нето потраживања од иностранства	2.700.494	3.131.474	430.980
Нето потраживања банака од иностранства	-232.725	-103.128	129.597
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.847.733	1.599.336	-248.397
Нето домаћи кредити	3.220.815	3.128.061	-92.753
Нето потраживања од државе	-56.107	-267.298	-211.191
Пласмани држави	790.096	834.513	44.417
Депозити државе	-846.203	-1.101.812	-255.608
Потраживања од невладиних сектора	3.276.922	3.395.360	118.438
Становништво	1.474.361	1.543.199	68.838
Привреда	1.732.911	1.772.595	39.684
Др. финансијске корпорације	46.484	53.855	7.370
Локални нивои власти	22.798	25.357	2.559
Непрофитне и др. организације	368	355	-13
Остала нето актива	-1.373.082	-1.528.725	-155.644
Новчана маса М3	4.548.227	4.730.810	182.583
Новчана маса М2	2.280.993	2.346.565	65.572
Новчана маса М1	1.751.528	1.797.900	46.373
Готов новац у оптицају	369.368	353.392	-15.976
Депозити по виђењу	1.382.160	1.444.508	62.349
Динарски штедни и орочени депозити	529.466	548.665	19.199
Девизни депозити	2.267.234	2.384.244	117.011

Извор: НБС.

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



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

⁹ У настојању да уравнотеже своју отворену кратку девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке купују девизе, што делује у правцу слабљења динара.

¹⁰ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

¹¹ Без Народне банке Србије.

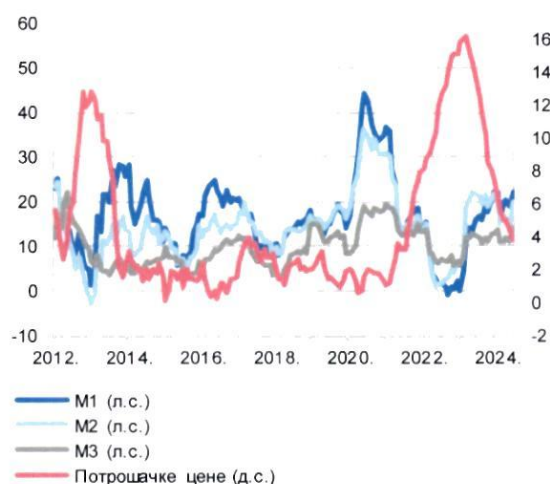
за 4,0%, при чему се око две трећине прираста односи на раст девизне компоненте.

Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** повећани су за 62,3 млрд динара, вођени сличним растом трансакционих депозита привреде и становништва, за 29,7 млрд динара и 28,1 млрд динара, респективно. Трансакциони депозити других финансијских организација и непрофитних и других организација повећани су током П1 за 2,9 млрд динара и 2,6 млрд динара, респективно, док је стање депозита локалног нивоа власти остало готово непромењено у односу на крај претходне године.

Орочени динарски депозити у П1 повећани су за 19,2 млрд динара, вођени пре свега растом динарске штедње становништва, за 22,7 млрд динара, а у мањој мери растом депозита других финансијских организација и локалног нивоа власти, за 7,1 млрд динара и 2,3 млрд динара, респективно, док су депозити привреде смањени за 10,6 млрд динара. Динарска штедња становништва наставила је да достиже нове рекордне нивое и крајем јуна је износила 159,2 млрд динара.¹² Релативна стабилност динара према еврау, више каматне стопе на динарску него на девизну штедњу, као и њен повољнији порески третман, учинили су динарску штедњу исплативијом од девизне, што доприноси њеном динамичнијем расту.

Девизни депозити су у П1 повећани за 1,0 млрд евра, највише захваљујући расту девизне штедње становништва за 592,2 млн евра (на 14,0 млрд

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



Извор: РЗС и НБС.

¹² Новчане масе укључују само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је крајем јуна износила 161,0 млрд динара.

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



Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

евра у јуну,¹³ чиме је достигла нови највиши ниво), а затим и расту девизних депозита привреде за 344,8 млн евра, захваљујући високом приливу СДИ. На раст девизних депозита током П1 у нешто мањој мери утицао је раст депозита других финансијских организација (за 49,3 млн евра) и непрофитних и других организација (за 23,6 млн евра).

Посматрано на мг. нивоу, монетарни агрегати су у П1 задржали сличну динамику раста с краја претходне године, при чему је она у највећој мери била опредељена растом најликвидније динарске компоненте, а затим и растом девизне компоненте. У јуну је мг. раст М1, М2 и М3 износио 22,2%, 19,9% и 14,0%, респективно.

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



Извор: НБС.

¹³ Укључујући средства нерезидената, девизна штедња је крајем јуна износила 15,0 млрд евра.

Кредити банака

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору, по искључењу ефекта промене девизног курса,¹⁴ убрзали су мг. раст на 4,7% у јуну (са 1,0% у децембру 2023), при чему је тај раст био готово подједнако вођен кредитирањем привреде и становништва. **Кредити привреди** су убрзали мг. раст на 4,2%, а **кредити становништву** на 4,9%. Кредитна активност је била и даље под утицајем повишених каматних стопа на динарске и евроиндексираних кредите у условима претходног заоштравања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а, а иако слабији него претходних година, негативан утицај на стање кредита привреди потицао је од доспећа кредита из гарантних шема. Ипак, банке су током П1, после дужег периода пооштравања, ублажиле кредитне стандарде, пре свега за динарске кредите, што је, уз раст тражње привреде и становништва, допринело расту кредитне активности.

Под утицајем високе реализације у јуну, **кредити привреди** су у П1 повећани за 39,2 млрд динара. Тај раст се у потпуности односио на задужење привредних друштава (57,6 млрд динара), док су кредити јавним предузећима смањени. Изражен раст динарских кредита (37,4 млрд динара) делом се може повезати са *Одлуком о адекватности капитала* Народне банке Србије, којом се приликом обрачуна показатеља адекватности капитала, почев од

2025. године, прописује обавеза банкама да умање капитал ако учешће девизно индексираних и девизних кредита у укупним кредитима нефинансијском и недржавном сектору одобрених у овој години премаши 71%. Посматрано по наменама, повећано је задуживање по основу кредита за ликвидност и обртна средства, увозних кредита и по текућим рачунима, док су смањена потраживања по основу инвестиционих кредита и осталих некатегорисаних кредита. Таква кретања утицала су на то да учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током П1 за 0,6 п.п., на 47,4% у јуну, док је учешће следећих по заступљености, инвестиционих кредита, смањено за 1,5 п.п., на 40,3%. Посматрано по делатностима, највише је повећано задужење предузећа из области енергетике, трговине и прерађивачке индустрије, док су једино предузећа из области саобраћаја и пољопривреде смањила кредитне обавезе према банкама. При томе, банке су више кредитирале микропредузећа, мала и средња предузећа него велика предузећа, због чега је учешће кредита одобрених овом сегменту предузећа у укупним кредитима привреди у јуну износило 59,3% и било за 0,2 п.п. више него крајем 2023, а њихово стање за 2,6% више него пре годину дана.

Обим новоодобрених кредита привреди у П1 износио је 461,8 млрд динара, што је за 15,7% више него у истом периоду 2023. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили 64% новоодобрених кредита привреди, при чему је нешто више од трећине тих кредита било одобрено сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа. На инвестиционе кредите односила се петина нових кредита, а чак 86% ових кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су током П1 за 69,2 млрд динара. Повећано је коришћење кредита свих намена, а скоро три петине тог раста односило се на готовинске кредите, за којима следе стамбени кредити. Таква кретања су допринела да учешће готовинских кредита у укупним кредитима становништву у П1 буде повећано за 0,6 п.п., на 45,3%, док је учешће стамбених кредита смањено у истој мери, на 38,7% у јуну. У оквиру кредита одобрених предузетницима, стање кредита за ликвидност и обртна средства повећано је за 6,5 млрд динара, док су инвестициони смањени за 0,6 млрд динара.

Графикон III.4.4. Доприноси мг. 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.

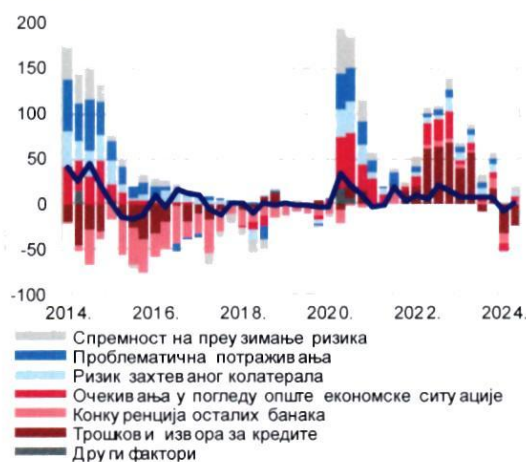
** Кредити одобрени предузетницима.

¹⁴ Рачунато по новом програмском курсу на дан 31. октобра 2022.

Обим новоодобрених кредита становништву у П1 износио је 288,9 млрд динара и био је за 38,0% виши него у истом периоду 2023. Томе су допринели пре свега готовински кредити, на које се односило скоро 70% нових кредита становништву. Следећи по заступљености били су стамбени кредити, који су чинили 14% нових кредита становништву (што је ниже него у 2022, када су у просеку чинили преко петине нових кредита становништву), као последица повишених цена некретнина и трошкова задуживања.

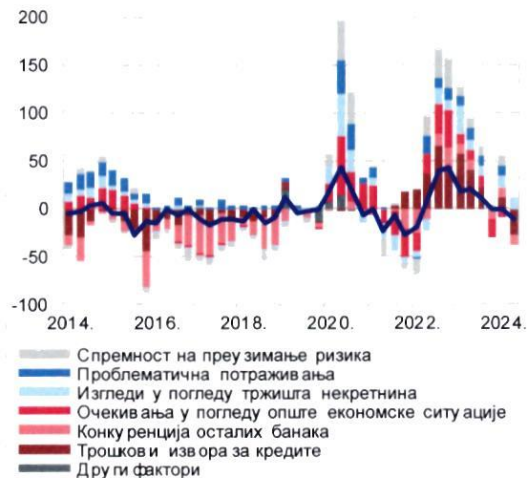
Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁵ показују да су банке у П1, после дужег периода поопштравања, ублажиле стандарде за привреду и становништво, и то претежно за динарске кредитне. Ублажавање је било пре свега опредељено нижим трошковима извора финансирања, што се може довести у везу и са очекиваним снижавањем референтних каматних стопа Народне банке Србије и ЕЦБ-а. У истом смеру деловали су и конкуренција међу банкама и позитивна очекивањима у погледу економске активности. Банке су оцениле да је у Т2, након три тромесечја, привреда повећала тражњу за кредитима, и то претежно мала и средња предузећа. Раст тражње одражава потребе за финансирањем обртних средстава, финансирањем инвестиција и реструктурирањем дугова. Становништво је у П1 повећало тражњу за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, а први пут после годину и по дана банке су оцениле да је повећана и тражња за девизно индексираним стамбеним

Графикон III.4.5. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



¹⁵ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

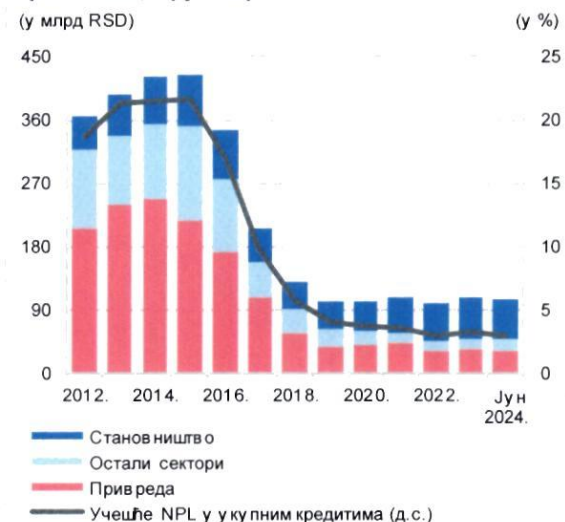
Графикон III.4.6. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



кредитима. Према оцени банака, раст тражње становништва био је опредељен потребама за рефинансирањем постојећих кредита и набавком трајних потрошних добара, уз позитиван утицај виших зарада, а после дужег времена у Т2 допринела му је и куповина непокретности.

Бруто NPL показатељ наставио је да се креће близу историјски најнижег нивоа током П1, што указује на то да заоштравање финансијских услова није имало веће последице на квалитет aktive банака. У јуну се овај показатељ спустио испод 3%, а у јулу је достигао најнижу вредност од 2,8%, што је за 0,4 п.п. ниже него на крају 2023.

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



Бруто *NPL* показатељ код сектора привреде¹⁶ смањен је за 0,3 п.п., на 1,8% у јулу, а за сектор становништва¹⁷ за 0,5 п.п., на 3,9%.

Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јулу је износила 105,8% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 62,0% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају ПП 2024. износио је 21,8%, што је за 0,4 п.п. више него крајем 2023. године и указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

5. Показатељи степена динаризације

Народна банка Србије остаје посвећена обезбеђивању ниске и стабилне инфлације, очувању релативне стабилности девизног курса и стабилности финансијског система, као и спровођењу мера и активности које доприносе јачању поверења у динар и већој употреби динара у домаћем финансијском систему.

Када је реч о мерама монетарне политике, политиком обавезне резерве Народна банка Србије је наставила да стимулише банке 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.

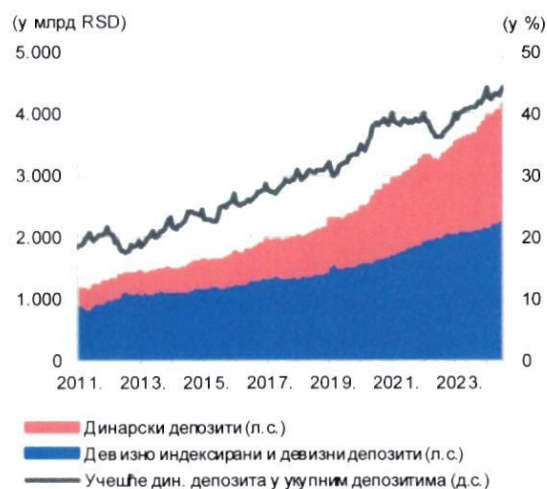
У погледу пруденцијалних мера које доприносе смањењу валутног ризика и повећању динаризације финансијског система, динарске државне ХоВ и динарске обвезнице предузећа с прихватљивим бонитетом, за разлику од девизних ХоВ, укључене су у листу прихватљивог колатерала за монетарне операције Народне банке Србије, што у дугом року доприноси развоју тржишта капитала кроз подстицај банкама да у својим портфолијима држе динарске ХоВ.

Када је реч о развоју инструмената заштите од девизног ризика, Народна банка Србије је наставила да с банкама закључује билатералне трансакције своп куповине и своп продаје девиза.

Резултат мера и активности Народне банке Србије јесте чињеница да је степен динаризације, према већини релевантних показатеља, знатно већи у поређењу са 2012. када је започето спровођење *Стратегије динаризације*.

Најзначајнији напредак остварен је у области динаризације депозита становништва и привреде. Крајем јуна овај показатељ је износио 44,2%, што је неznатно ниже од рекордног износа (44,4%), који је забележен крајем 2023. године, док је у поређењу с крајем 2012. (19,3%) овај показатељ на знатно вишем нивоу.

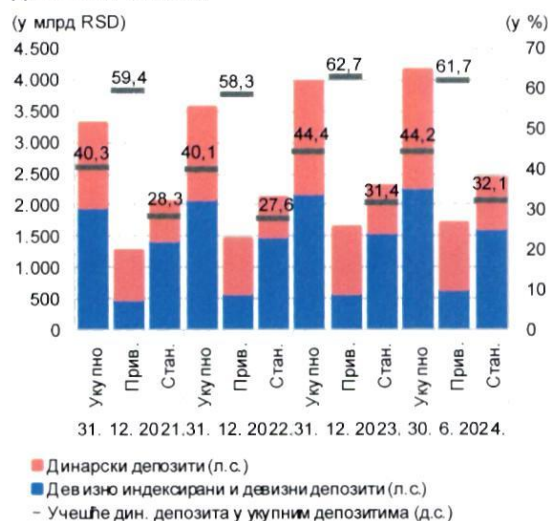
Графикон III.5.1. Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва



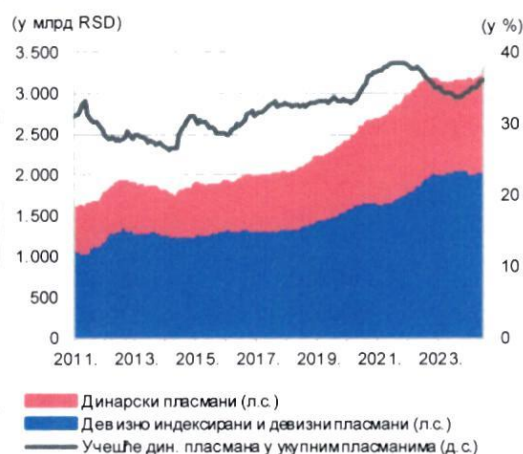
¹⁶ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 0,2 п.п. и у јуну је износило 2,3%.

¹⁷ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* такође је смањено за 0,4 п.п. и у јуну је износило 4,0%.

Графикон III.5.2. Секторска структура депозита банака

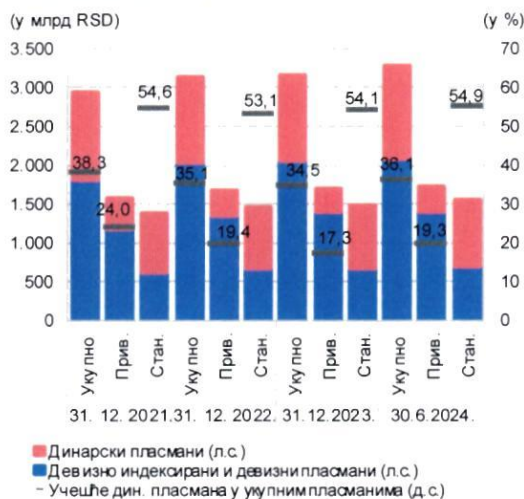


Графикон III.5.3. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву



С обзиром на значај депозита становништва као изузетно важног извора кредитне активности банкарског сектора, од посебне важности је чињеница да је степен динаризације депозита становништва током П1 наставио да се повећава и крајем априла је достигао рекордно висок ниво (32,5%). Иако је крајем јуна овај показатељ био нешто нижи (32,1%), изузетно је значајан његов раст уколико се упореди с крајем 2012. године (када је износио 8,8%). Расту динаризације депозита становништва доприноси и наставак веома динамичног раста динарске штедње, који се бележи посебно од новембра 2022. Динарска штедња је у П1 наставила да расте и бележи рекордно високе нивое и крајем јуна је износила 161,0 млрд динара, што је за 23,1 млрд динара (17%) више него на крају 2023, а чак девет пута више него на крају 2012. године.

Графикон III.5.4. Секторска структура пласмана банака



Крајем П1 2024. степен динаризације депозита привреде био је на нешто нижем нивоу у односу на крај 2023. (за 1,0 п.п.), али је и даље знатно виши него крајем 2012. (за 17,8 п.п.) и износи 61,7%. Смањење овог показатеља у П1 доводи се у везу са значајнијим депоновањем девизних средстава предузећа, док је износ депонованих динарских средстава такође повећан – али у мањем износу.

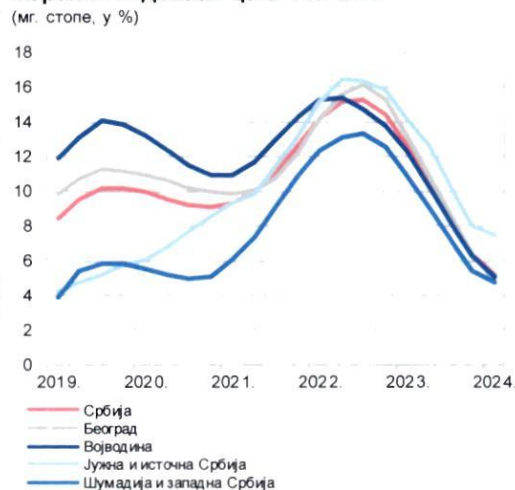
Динаризација пласмана привреди и становништву расла је у шест месеци 2024, чиме је прекинут тренд смањења овог показатеља, који је био присутан од П2 2021. у условима доспећа значајнијег износа динарских кредита одобрених у оквиру гарантних шема Републике Србије ради подршке привреди у време пандемије вируса корона. Крајем јуна 2024. овај показатељ је износио 36,1%, што је за 1,6 п.п. виши ниво него на крају 2023, а раст је значајнији ако се упореди с крајем 2012. године (8,1 п.п.).

Раст динаризације пласмана бележи се и код привреде и код становништва. Код привреде овај показатељ је током П1 повећан за 2,0 п.п., на 19,3%, услед опоравка динарског кредитирања привреде. И степен динаризације пласмана становништву је повећан, за 0,8 п.п., на 54,9%, под утицајем раста готовинских кредита (који се по правилу одобравају у динарима), и успоравања стамбеног кредитирања у условима већих цена на тржишту некретнина и виших трошкова задуживања.

6. Тржиште непокретности

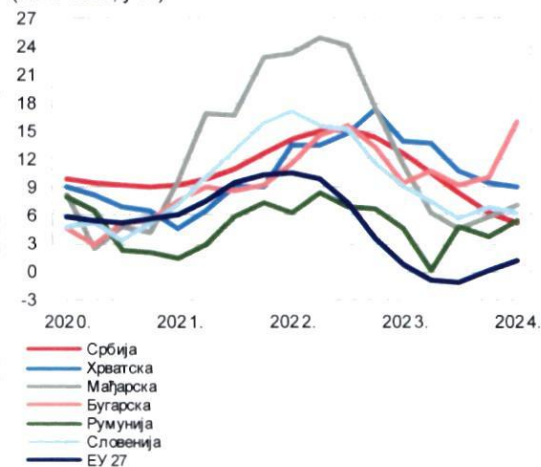
Према подацима Републичког геодетског завода, у Т1 2024. укупан број купопродаја станова неznатно је смањен, за 0,4% мг., док је у

Графикон III.6.1. Кретање цена станова у РС мерених индексом цена станова



Графикон III.6.2. Кретање цена станова мерених индексом цена станова, у земљама региона

(мг. стопе, у %)



Извор: Eurostat и РЗС.

T2, први пут након пет узастопних тромесечја, забележен раст од 7,5% мг., на укупно 11.532 реализоване трансакције. Укупна вредност прометованих станова у T2 износила је 978 милиона евра, што је за 7,3% више него у T2 2023. године.

Подаци Републичког геодетског завода указују на даље **успоравање раста цена станова**, које траје од T3 2022. У T2 2024. мг. стопа раста цена станова, мерена индексом цена станова, за Републику Србију износила је 4,7%, а за град Београд 4,0% мг. У сегменту староградње, на нивоу Србије, цене су порасле за 4,4% мг., а у сегменту новоградње, односно куповине од инвеститора, за 5,2% мг. Према подацима за T1,

Графикон III.6.3. Кретање броја издатих грађевинских дозвола и завршених станова



Извор: РЗС.

из кредитних средстава је купљено 7% непокретности. Као и до сада, из кредитних средстава су се највише плаћали станови – 18% станова је купљено на овај начин, што је исти проценат као и у T1 2023. године.

У међународном окружењу, према подацима Eurostat-а за T1 2024, цене станова у земљама региона такође настављају да расту. Највећи раст цена станова бележе Бугарска (16,0% мг.) и Хрватска (9,1% мг.). На нивоу Европске уније у целини ове цене су незнатно порасле (1,3% мг.).

Према подацима РЗС-а, укупан број издатих грађевинских дозвола за зграде у П1 2024. повећан је за 5% мг., док је у сличној мери смањен број дозвола за станове, за 5,2% мг. У 2023. Број завршених станова износио је 35,6 хиљада и био је виши за око 20% у односу на претходну годину, што треба да допринесе већој усклађености понуде и тражње за становима у наредном периоду.

7. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред током П1 кретала су се опадајућом путањом и налазила су се у оквиру граница циља за инфлацију Народне банке Србије. Према резултатима анкете агенције Ипсос, ова очекивања су снижена са 4,50% у јануару на 3,73% у јуну, док су се, према анкети агенције Блумберг, ова очекивања кретала на нешто нижем нивоу – у распону од 4,30% у јануару до 3,20% у јуну. Кретање краткорочних инфлационих очекивања у границама циља Народне банке Србије, близу

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



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

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

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



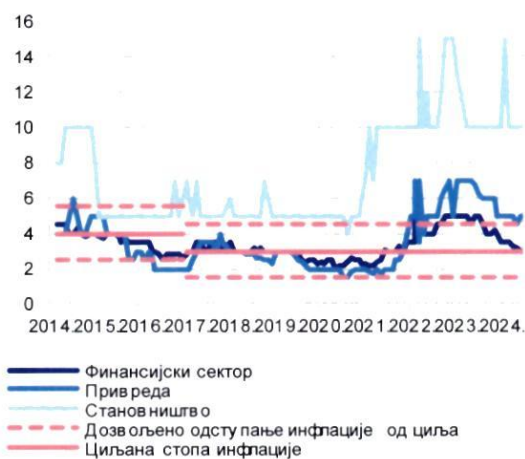
Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

централне вредности циља, указује на висок кредибилитет монетарне политике.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред у марту су смањена на 5,0%, са 6,0%, и на том нивоу су задржана и у остатку П1. Проценат привредника који су очекивали раст цена инпута у производњи био је готово двоструко мањи у јуну (29,9%) него у јануару (55,4%). Слична очекивања привредници су имали у погледу раста цена својих готових производа и услуга у наредна три месеца – проценат испитаника који су очекивали повећање ових цена смањен је са 51,9% у јануару на 27,0% у јуну. Ипак, проценат привредника који очекују раст цена својих готових производа и услуга у наредних дванаест месеци повећан је са 46,5% на 74,5%.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Графикон III.7.4. Очекивана просечна инфлација према оцени водећих економских прогностичара (у %)



Извор: Consensus Economics.

Инфлациона очекивања становништва уобичајено су виша од очекивања осталих сектора и у мају су смањена на 10%, где су се задржала и у јуну. Проценат становништва који очекује знатно повећање инфлације у наредних дванаест месеци током П1 готово двоструко је смањен, па у највећој мери становништво очекује умерено односно благо повећање цена (68,20% испитаника). Према резултатима квалитативне анкете, индекс очекиване инфлације бележио је ниже вредности од индекса перципиране инфлације, што указује на то да је становништво очекивало да инфлација у наредних дванаест месеци буде нижа од инфлације у претходној години дана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две и три године унапред кретала су се опадајућом путањом и у границама циља Народне банке Србије. У јуну су се очекивања за оба периода налазила на централној вредности циља од 3,0%. **Очекивања сектора привреде за две године унапред** највећи део П1 кретала су се на 5,0%, док су очекивања за **три године унапред** снижена и у јуну су износила 4,45%. **Инфлациона очекивања становништва за две и три године унапред**, након повећања у фебруару, вратила су се на ниво од 10,0%, на ком се налазе од априла 2023. године.

Очекивања професионалних прогностера у погледу просечне инфлације у Србији, према резултатима анкета Consensus economics-а, за ову годину била су у паду – од јануарских 5,1% до 4,7% у априлу и на овом нивоу су се задржала до јуна. За наредну годину ова очекивања су флукутирала у распону од 3,3% до 3,7%, а у јуну су износила 3,5%.

8. Фискална кретања

У П1 2024. године остварен је **суфицит опште државе** од 33,2 млрд динара (0,8% БДП-а), док је **суфицит примарног биланса** износио 131,8 млрд динара (3,1% БДП-а).

Јавни приходи су повећани у П1 2024. номинално за 14,1% мг. (236,3 млрд динара) у односу на исти период претходне године. Раст је првенствено био вођен већим приходима од рада, односно категорија социјалних доприноса (4,6 п.п.) и пореза на доходак (1,7 п.п.), као резултат раста запослености, али и плата у приватном и јавном сектору. Висок допринос бележи се од прихода од ПДВ-а (4,0 п.п.) и акциза (2 п.п.), захваљујући расту домаће тражње, а раст код акциза делом је и резултат базног ефекта, јер је у претходном периоду акцизна политика коришћена за ублажавање инфлаторних притисака. Порез на добит такође позитивно доприноси расту прихода (0,9 п.п.), услед повећане профитабилности привреде у 2023. за 12,3%, на 972,4 млрд динара.

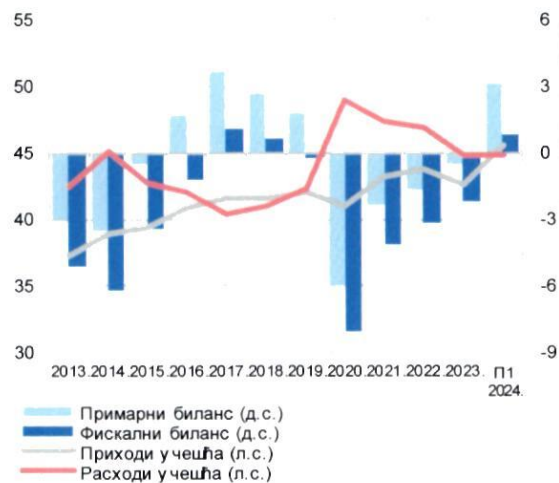
Јавни расходи су у П1 номинално повећани за 15,2% мг. (248,3 млрд динара), пре свега услед повећања плата и пензија ради одржавања животног стандарда становништва, али и због повећаних капиталних инвестиција у јавну инфраструктуру. Део повећаних расхода био је обезбеђен преусмерењем неискоришћених средстава намењених сектору енергетике. О томе сведочи и податак о буџетским позајмицама, које су у П1 биле мање за око 80% него у истом периоду претходне године, када су биле коришћене за подршку сектора енергетике. Расту укупних јавних расхода највише су допринели

издаци на социјалну помоћ и трансфере (5,9 п.п., од чега су пензије чиниле 4,9 п.п.), а потом и повећани расходи на запослене у јавном сектору (4,3 п.п.). У нешто мањој мери, раст расхода у П1 био је опредељен већим трошковима куповине робе и услуга (2,3 п.п.), субвенција (1,1 п.п.) и камата (1,0 п.п.). Током П1 капитални расходи су допринели повећању укупних јавних расхода са 2,1 п.п., при чему је повећано и планирано учешће ове категорије расхода у БДП-у на нивоу 2024. (за 0,5 п.п., на 7,3%), у складу с новим инвестиционим циклусом у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027“.

Јавни дуг централне власти крајем јуна 2024. износио је 38,2 млрд евра, или 50,0% пројектованог БДП-а за 2024. и у односу на крај 2023. нижи је за 2,0 п.п., што је резултат вишег пројектованог номиналног БДП-а у 2024. години. Када је реч о валутној структури јавног дуга, у односу на крај 2023. године, учешће дуга у еврима повећано је за 0,7 п.п., на 58,4%, док је дуг у динарима благо смањен, за 0,3 п.п. (на 21,4%), као и учешће дуга по основу *SDR* за 0,4 п.п., на 6,4% крајем јуна. Дуг у доларима остао је непромењен (13,4%).

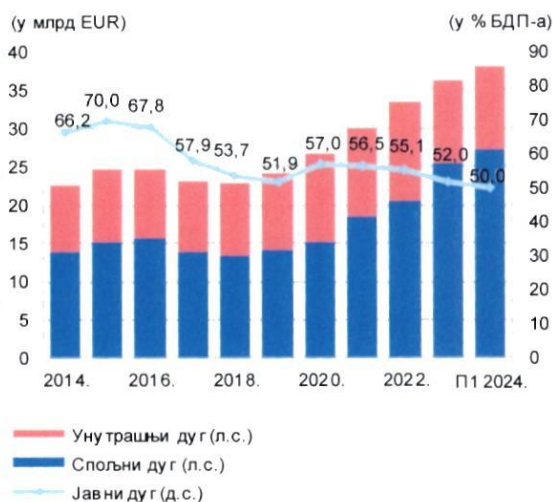
Фискалном стратегијом за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. дефинисан је **средњорочни фискални оквир**, којим је предвиђено интензивирање јавних инвестиција у инфраструктуру (пре свега путну и железничку) у саставу програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027“, чија је укупна процењена вредност готово 18 млрд евра. Нови фискални програм подразумеваће повећано учешће **капиталних расхода државе**, на распон 7,3–7,5% БДП-а у 2025. и 2026. са 6,6–6,8% из плана *Ревидиране фискалне стратегије за 2024. са пројекцијама за*

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



Извор: Министарство финансија.

Графикон III.8.2. **Јавни дуг***



Извор: Министарство финансија.

* Централни ниво државе.

2025. и 2026. С тим у вези, према овом оквиру, дефицит опште државе ове године износиће 2,2% БДП-а, а 2025. 2,5% БДП-а, да би се затим благо смањило на 2,3% БДП-а у 2026. и 2027. години. Ипак, пројектовани дефицити неће угрозити опадајућу путању јавног дуга, који би у наредном периоду требало да буде смањен на око 50% БДП-а.

9. Агрегатна тражња

Раст економске активности у П1 2024. настављен је бржом динамиком од очекиваног и износио је 4,3% м.г. (4,6% м.г. у Т1 и 4,0% м.г. у Т2). Према нашој процени, домаћа тражња водила је раст економске активности у П1, у оквиру које су највећи допринос обезбедили потрошња домаћинстава и бруто инвестиције у основне фондове. С друге стране, нето извоз је негативно доприносио расту економске активности у П1 услед бржег раста увоза од извоза, у условима текућег инвестиционог циклуса.

Приватна потрошња је у П1 повећана за 4,6% м.г. (што је обезбедило допринос од 3,2 п.п. расту БДП-а у П1), вођена њеним основним извором – масом зарада, која је, номинално посматрано, у П1 повећана за 15,7%, док је захваљујући даљем успоравању инфлације реални раст масе зарада достигао 10,2% м.г. Истовремено, потрошња домаћинстава у П1 подржана је и кредитима намењеним потрошњи, који од прошле године постепено убрзавају м.г. раст, на 5,8% у П1, и растом пензија, који је у П1 износио 21% м.г. И дознаке становништва су забележиле раст на м.г. нивоу, који је у П1 износио 1,9%. На раст

приватне потрошње упућује промет у трговини на мало, који је у П1 убрзао раст на 7,7% м.г., као и раст промета у угоститељству, који је у пет месеци већи за 11,5% м.г. Истовремено, у П1 су повећани број долазака и број ноћења домаћих туриста, за 5,8% м.г. и 6,3% м.г., респективно. Повећан и увоз потрошне робе, за 8,7% м.г. у П1.

И потрошња државе је била у порасту током П1 (4,0% м.г.), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и набавку робе и услуга. У складу с тим, укупна домаћа потрошња у П1 повећана је за 4,5% м.г., уз позитиван допринос економској активности од 3,8 п.п.

Приватне инвестиције су задржале позитивну динамику и, према нашој процени, у П1 су забележиле м.г. раст од 8,7%. У погледу извора финансирања инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран из остварене профитабилности предузећа у претходним годинама (према прелиминарним подацима Агенције за привредне регистре, нето добитак привреде у 2023. износио је 972 млрд динара и био је виши за 12,3% него претходне године). Такође, прилив СДИ у П1 већи је за 6,5% у односу на исти период претходне године, а инвестициони кредити бележе прираст од 2,0% м.г. На раст приватних инвестиција упућују пре свега подаци из области грађевинарства, које је, према нашој процени, у П1 забележило раст за скоро 10% м.г. У прилог томе говори раст броја издатих грађевинских дозвола у П1 за 2,8% м.г., као и раст производње грађевинског материјала за 3,3% м.г. Истовремено, снажан раст бележи и увоз опреме, који је у П1 већи за 15,4% у односу на исти период претходне године.

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



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



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



Државне инвестиције су оствариле раст од 6,5% м.г. у П1, што је пре свега повезано с реализацијом значајних инфраструктурних пројеката, тако да су **укупне инвестиције у фиксне фондове, према нашој процени**, повећане за 7,8% м.г., уз допринос расту економске активности од 1,8 п.п.

Повећање залиха у П1, према нашој процени, позитивно је допринело расту БДП-а (1,6 п.п.), што је великим делом и резултат ниске базе из претходне године.

Реални извоз Србије је у П1, према нашој процени, убрзао раст на 2,9% м.г. Убрзани раст је забележио и **реални увоз** (на 6,0% м.г.), због чега је допринос **нето извоза** расту БДП-а и у П1 био негативан (-2,7 п.п.), што је у складу с нашим очекивањима услед убрзања домаће тражње, пре свега инвестиција.

10. Економска активност

Раст економске активности у П1 износио је 4,3% м.г., вођен убрзаним растом услужних сектора, који су, збирно посматрано, допринели расту БДП-а са 2,6 п.п., од чега се готово 50% односи на допринос трговине. Убрзани раст је забележен и у сектору грађевинарства, које је обезбедило 0,5 п.п. расту БДП-а у П1, а позитиван допринос потекао је и од индустријске производње (0,5 п.п.), захваљујући позитивним кретањима у рударству и прерађивачкој индустрији.

Услужни сектори су, збирно посматрано, према нашој процени, наставили да убрзавају раст на 5,0% у П1 (са 3,2% у П2 2023, односно 0,9% у П1 2023), чиме су највише допринели убрзаном расту економске активности. На раст упућују пре свега подаци из области трговине, с обзиром на

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



то да је промет у трговини на мало у П1 реално повећан за 7,7% м.г. Раст је забележен и у угоститељству, где је реални промет у периоду јануар–мај већи за 11,5% м.г. Током П1 повећан је и укупан број долазака туриста за 10,2% м.г., а укупан број ноћења туриста за 7,8% м.г.

Позитивни трендови из претходне године у сектору **грађевинарства** настављени су и током П1, када је, према нашој процени, повећана активност за готово 10% м.г. У прилог томе говори и раст производње у области „остало рударство“ од 16,8% у П1, која највећим делом обухвата експлоатацију грађевинског материјала, као и раст производње грађевинског материјала (3,3% у П1). Повећан је и број издатих грађевинских дозвола у П1 за 2,8% м.г., као и вредност изведених радова за 13,4% м.г. У П1

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



повећан је и увоз опреме за 15,4% м.г. и увоз грађевинског материјала за 9,9% м.г.

Раст **индустријске производње**, према нашој процени, износио је 2,1% м.г. у П1, вођен растом активности у рударству и прерађивачкој индустрији, док је производња електричне енергије забележила пад на м.г. нивоу, делом и као последица високе базе из прошле године. Производња у сектору рударства повећана је у П1 за 10,6% м.г., највише захваљујући убрзању раста експлоатације руде метала и производње у области „остало рударство” (која већином обухвата грађевински материјал, попут шљунка, песка и сл.).

Позитивна кретања у прерађивачкој индустрији из П2 2023. настављена су и у П1 2024, када је раст производње износио 2,8% м.г., упркос и даље релативно скромној екстерној тражњи. Раст обима производње забележен је у 13 од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос дало је повећање производње рачунара, металних производа и прехранбене индустрије. С друге стране, м.г. посматрано, највише је смањена производња нафтних деривата, што је последица ремонта у рафинерији у Панчеву. Ипак, охрабрује чињеница да се производња нафтних деривата од маја готово вратила на просечан ниво производње из 2023. јер је ремонт завршен, тако да се у наставку године може очекивати пуна нормализација у производњи.

Временске прилике у досадашњем току године и расположиви подаци РЗС-а о нижој очекиваној производњи пшенице, као и појединих сорти воћа, указују на то да ће овогодишња пољопривредна сезона вероватно бити лошија од прошлогодишње. С тим у вези, наша процена је да је **пољопривредна производња у П1** благо смањена, за 3,9%.

Нето порези су, према нашој процени, услед раста потрошње и боље наплате пореских прихода **повећани** за 3,5% м.г., што доприноси расту БДП-а са 0,6 п.п.

Према нашој августовској пројекцији, стопа раста БДП-а у овој години износиће 3,8%, што представља корекцију навише у односу на претходне пројекције. Додатно убрзање економске активности, на распон 4–5%, очекујемо да уследи у наредне две године, чему ће допринети реализација инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Раст ће водити домаћа тражња. Већој приватној потрошњи допринеће наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, али без знатнијих инфлаторних ефеката, јер ће раст зарада бити

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



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

резултат и повећане продуктивности. Раст приватних инвестиција очекује се услед високог прилива СДИ, повећане профитабилности привреде претходних година и очуваног инвестиционог поверења, као и услед смањених глобалних инфлаторних притисака и повољнијих услова финансирања. Расту инвестиција допринеће и реализација инвестиција државе у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Услед очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза.

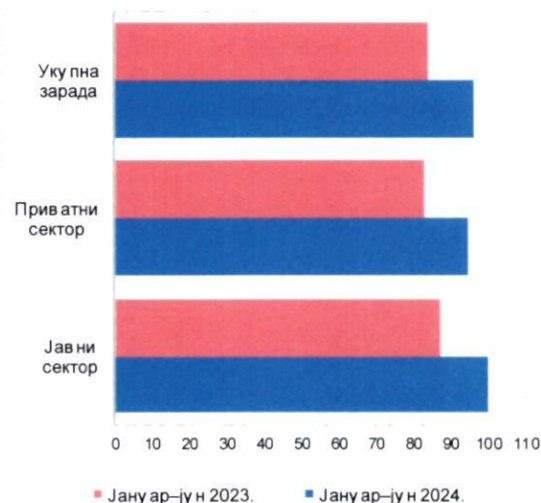
11. Зараде и запосленост

У П1 2024. настављена су повољна кретања на домаћем тржишту рада, о чему сведочи даље повећање просечних зарада и формалне запослености, уз истовремено смањење регистроване незапослености на нови најнижи ниво до сада.

Номинална нето зарада у П1 у просеку је износила 96.579 динара (824 евра), што је за око 15% више него у истом периоду претходне године, при чему су у готово истој мери повећане зараде у **јавном сектору и приватном сектору**. Медијална и минимална зарада у П1 су повећане за 15,6% и 17,8% м.г., респективно, и у просеку су износиле 74.225 динара и 46.973 динара, респективно.

Посматрано по делатностима, просечне номиналне зараде су у П1 највише м.г. порасле у прерађивачкој индустрији (16,3%), за којом следе области угоститељства и саобраћаја и складиштења са по 15,9% и 15,6%, респективно.

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

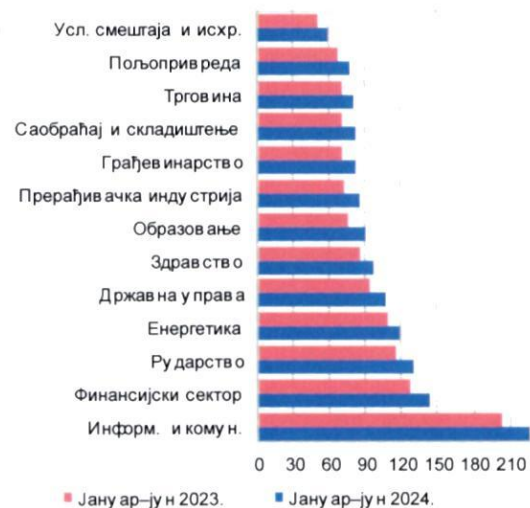


Извор: РЗС.

Истовремено, двоцифрен м.г. раст просечних зарада остварен је у готово свим привредним делатностима, изузев у областима стручних, научних, иновационих и техничких услуга (9,3%). Просечне номиналне зараде су порасле и у делатностима где преовладава јавни сектор – образовању (18,1%), државној управи (13,8%) и здравству (13,6%).

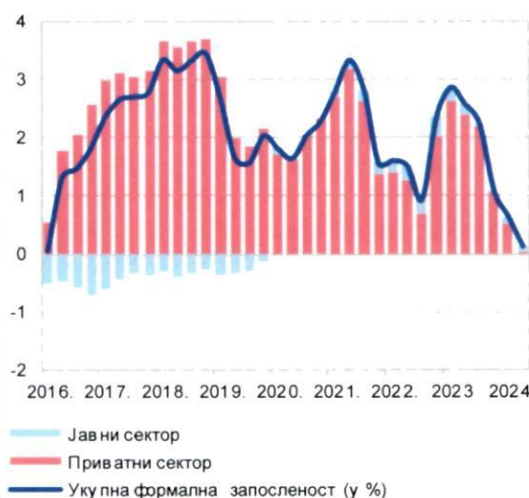
Укупна номинална нето маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, остварила је м.г. раст од 15,7% у ПП, по основу пораста просечних зарада и броја формално запослених. Према процени Народне банке Србије, **продуктивност укупне економије** у ПП повећана је за 4,1% м.г., вођена бржим растом економске активности од повећања запослености.

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



Извор: РЗС.

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

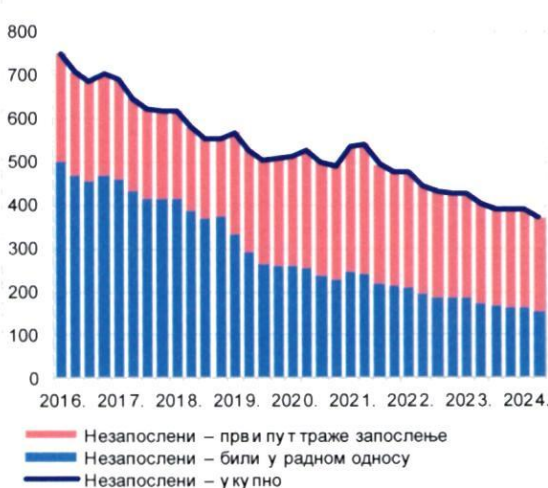


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Укупна формална запосленост у ПП у просеку је порасла за 0,4% м.г., достигавши ниво од око 2,37 млн лица у јуну, према подацима РЗС-а добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра. У јуну је број формално запослених био већи за око 12 хиљада лица него годину дана раније, доминантно вођен растом броја запослених код правних лица (за око 11 хиљада лица), а потом броја предузетника и запослених код њих (за око 6 хиљада лица), док је у супротном смеру деловао пад броја индивидуалних пољопривредника (за око 4 хиљаде лица).

Као и у претходном периоду, највећи број нових радних места током ПП отворен је у **приватном сектору**, тако да је број формално запослених у

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



Извор: НСЗ.

овом сектору у П1 у просеку износио 1,75 млн лица, што је за скоро 7 хиљада лица више него у истом периоду претходне године. Ако се посматрају делатности које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у П1 у просеку је највише повећана у стручним, научним, иновационим и техничким услугама, ИКТ услугама и грађевинарству, док је највише смањена у административним и помоћним услугама и у трговини. **Запосленост у јавном сектору** такође је м.г. повећана у П1, у просеку за око 2 хиљаде запослених.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** је у П1 смањена и у јуну је износила 370.611 лица, што је за 31,9 хиљада незапослених мање него пре годину дана и уједно њен нови најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци.

Према доступним резултатима из ревидиране **Анкете о радној снази**, који обухватају и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа активности је у Т2 2024. износила 56,0%, а стопа партиципације (стопа активности радно способних лица) 72,5%, што су за 0,5 п.п. и 0,4 п.п., респективно, виши нивои него у истом периоду прошле године. Стопа запослености је у Т2 повећана на 51,4% (м.г. раст од 1,1 п.п.), а стопа незапослености је смањена на 8,2% (м.г. пад од 1,4 п.п.), што је њен најнижи ниво према ревидираним подацима у складу с Пописом 2022. и додатна потврда наставка повољних кретања на тржишту рада.

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



*Подаци од 2021. у складу су са Пописом 2022. године.
Извор: РЗС.



Списак графикана и табела

Графикони

II.1.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	7
II.2.1.	Стање репо 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.	Мг. инфлација на крају П1 2023. и 2024.	12
II.3.2.	Динамика инфлације – укупне, базне и <i>trimmed mean</i>	12
II.3.2.	Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији током П1 2024.	12
III.1.1.	Пројекције реалног раста БДП-а у 2024. и 2025. години	15
III.1.2.	Реални раст БДП-а у зони евра и САД током П1 2024.	15
III.1.3.	Реални раст БДП-а у Немачкој и Италији током П1 2024.	16
III.1.4.	Реални раст БДП-а у земљама средње и југоисточне Европе током П1 2024.	16
III.1.5.	Пројекција просечне инфлације у 2024. и 2025. години	16
III.1.6.	Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом током П1 2024.	16
III.1.7.	Кретање ИПЦ-а за поједине земље средње и југоисточне Европе током П1 2024.	17
III.1.8.	Кретање референтних стопа по земљама	18
III.1.9.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	19
III.1.10.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	19
III.1.11.	Кретање светских цена злата и нафте	20
III.1.12.	Кретање цена природног гаса, термалног угља и индекса цена метала и минерала	20
III.1.13.	Индекс светских цена примарних производа	21
III.1.14.	Индекс светских цена хране	21
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	22
III.2.2.	Структура финансијског биланса	22
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	23
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	24
III.3.1.	Кретање каматних стопа	24
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	25
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	26
III.3.5.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	26
III.3.6.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	27
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	28
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	29
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	29
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	29
III.4.4.	Доприноси мг. расту кредита становништву	30
III.4.5.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	31

III.4.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	31
III.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним пласманима, бруто принцип	31
III.5.1.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима банака привреди и становништву	32
III.5.2.	Секторска структура депозита банака	32
III.5.3.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреде и становништва	33
III.5.4.	Секторска структура пласмана банака	33
III.6.1.	Кретање цена станова у РС мерених индексом цена станова	33
III.6.2.	Кретање цена станова мерених индексом цена станова, у земљама региона	34
III.6.3.	Кретање броја издатих грађевинских дозвола за станове и завршених станова	34
III.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	34
III.7.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	35
III.7.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	35
III.7.4.	Очекивана просечна инфлација према оцени водећих економских прогностичара	35
III.8.1.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	36
III.8.2.	Јавни дуг	36
III.9.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна	37
III.9.2.	Извоз и увоз робе и услуга	37
III.9.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	38
III.10.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	38
III.10.2.	Кретање показатеља економске активности	38
III.10.3.	Показатељи грађевинске активности	39
III.11.1.	Просечна номинална нето зарада	40
III.11.2.	Просечне номиналне нето зараде по делатностима	40
III.11.3.	Структура м.г. раста укупне формалне запослености	40
III.11.4.	Кретање регистроване незапослености	40
III.11.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	41

Табеле

III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	21
III.3.1.	Кредитни рејтинг	27
III.4.1.	Монетарни преглед	28