

UNIVERZITET U BEOGRADU  
Ekonomski fakultet

FREI

# kvartalni monitor

ekonomskih trendova i politika u Srbiji

oktobar - decembar 2022

71





# **kvartalni monitor**

**EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI**

**Broj 71 • oktobar–decembar 2022**

**Beograd, mart 2023.**

## IZDAVAČ

Fondacija za razvoj ekonomske nauke (FREN)  
Kamenička 6, Beograd  
Tel/Fax: 011 3021 069  
E-mail: office@fren.org.rs  
<http://www.fren.org.rs>

## BILTEN IZLAZI KVARTALNO

### REDAKCIJSKI SAVET

Mihail Arandarenko (odgovorno lice Izdavača)  
Jurij Bajec  
Pavle Petrović  
Branko Urošević  
Boško Živković

### GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Milojko Arsić

### IZVRŠNI UREDNIK

Saša Randelović

### AUTORI

Milojko Arsić, Aleksandra Anić, Tržište rada  
Danko Brčerević, Privredna aktivnost  
Mirjana Gligorić Matić, Platni bilans i spoljna trgovina  
Slobodan Minić, Cene i devizni kurs  
Saša Randelović, Fiskalni tokovi i politika  
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

### SARADNIK U OVOM BROJU

Aleksandar Radivojević

### SLOG I PRELOM

Maja Tomić

### OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika (*QM*) osmislila je Kori Udovički, koja je bila glavna urednica prvih šest brojeva *QM*-a. Od sedmog do dvadesetčetvrtog broja, glavni urednik *QM*-a bio je prof Pavle Petrović. Glavna urednica dvadesetčetvrtog broja *QM*-a bila je Diana Dragutinović. Od broja dvadeset pet-dvadeset šest, glavni urednik *QM*-a je Milojko Arsić.

# Sadržaj

<b>Uvodnik</b> .....	5
----------------------	---

## **TRENDOVI**

1. Pregled .....	7
2. Privredna aktivnost .....	11
3. Tržište rada .....	18
4. Platni bilans i spoljna trgovina .....	23
5. Cene i devizni kurs .....	31
6. Fiskalni tokovi i politika .....	39
7. Monetarni tokovi i politika .....	47

## **OSVRTI**

<b>Osvrt 1. Oporavak međunarodnog turističkog prometa od posledica pandemije COVID-19 u Evropi i Srbiji</b> .....	54
---	----

*Alesandar Radivojević*

# Analitičke i notacijske konvencije

## Vrednosti

Podatke dajemo u valuti u kojoj se bitni ekonomski procesi najbolje odražavaju, bez obzira na to u kojoj valuti je podatak objavljen ili koja valuta je zvanično u upotrebi u transakcijama koje se opisuju. Na primer: *bilans plaćanja Srbije* dajemo u evrima, jer se najveći deo tokova u spoljnoekonomskim transakcijama Srbije vrednuje u evrima i jer je taj izraz najbliži realnom merenju tokova. Drugačiji primer: *analizu kreditne aktivnosti banaka* dajemo u evrima jer ih bankarski sektor u najvećoj meri indeksira u evrima, ali je kreditna aktivnost banaka u *monetarnom pregledu Srbije* data u dinarima, jer je cilj analize monetarnog pregleda objašnjavanje generacije dinarskih agregata.

## Definicije agregata i indeksa

Ukoliko se domaća upotreba definicija razlikuje od međunarodne konvencije, nastojimo da, gde god je to moguće, koristimo međunarodne definicije radi međunarodne uporedivosti.

**12-mesečni indeksi kretanja** – Poređenje u odnosu na isti period prethodne godine obaveštava o procesu tako što apsorbuje efekat svih sezonskih varijacija koje se dogode u prethodnoj godini, naročito same sezone koja se posmatra, a podiže meru promene na godišnji nivo. (Skloniji smo upotrebi ovog indeksa – stope rasta – nego što je to kod nas praksa).

**Nova privreda** – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

**Tokovi** – Tokovi se izvode kao promena stanja između dva perioda (u monetarnim računima izvorni podaci su stanja).

**Tradicionalna privreda** – Privredni subjekti koji su – sada, ili nekad – , bili društvena ili državna preduzeća.

## Notacija

**12-m** – indeks ili rast u odnosu na 12 meseci ranije ili u odnosu na isti period prethodne godine. Pravilan prapopisni oblik dvanaestomesečni, zamenjujemo sa 12-m zbog ekonomičnosti pisanja.

**H** – primarni novac

**Kumulativ** – upotrebljavamo u dva konteksta: (1) kretanje neke veličine u više perioda u okviru jedne godine, pri čemu se u svakom narednom periodu dodaje i tok iz prethodnog perioda i (2) kod cena i deviznog kursa kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

**IMC** – indeks maloprodajnih cena

**IIP** – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

**ITŽ** – indeks troškova života

**M1** – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

**M2 dinarski** – gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju i oročeni dinarski depoziti (u skladu s definicijom MMF-a; isto što i M2 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji).

**M2** – gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju, oročeni dinarski depoziti i devizni depoziti (u skladu s definicijom MMF-a; isto što i M3 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji).

**NDA** – neto domaća aktiva

**NSA** – neto strana aktiva (aktiva koja je obaveza nerezidentnog lica)

## Skraćenice

**BDP** – bruto domaći proizvod

**BDV** – bruto dodata vrednost

**ECB** – Evropska centralna banka

**EPS** – Elektroprivreda Srbije

**EU** – Evropska Unija

**JIE** – jugoistočna Evropa

**FED** – Američka centralna banka (Federal Reserve System)

**FZR** – Fond za razvoj Republike Srbije

**MAT** – Makroekonomske analize i trendovi, časopis Ekonomskog Instituta u Beogradu

**MMF** – Međunarodni monetarni fond

**MSP** – mala i srednja preduzeća

**NBS** – Narodna banka Srbije

**NZS** – Nacionalna služba za zapošljavanje

**OECD** – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

**PDV** – porez na dodatu vrednost

**QM** – Kvartalni monitor

**Q1, Q2, Q3, Q4** – kvartali: 1. 2. 3. i 4.

**RZS** – Republički zavod za statistiku Srbije

**SDI** – strane direktne investicije

**SDŠ** – stara devizna štednja

**SMTK** – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

**ZZP** – Zajam za preporod Srbije

# Uvodnik



Tokom prethodne godine pojavili su se znaci slabljenja inflacije u svetu, kao što su pad cena primarnih proizvoda, zaustavljanje rasta ili pad cena nekretnina, smanjenje jediničnih troškova rada i dr. Smanjivanje inflacije u velikom broju zemalja pokazuje da su mere restriktivne monetarne i fiskalne politike bile delotvorne, ali još uvek visoka inflacija u većini zemalja, kao i njeno kolebanje ukazuje da je neophodno nastaviti sa takvom politikom i u narednom periodu.

Prvi važan signal slabljenja inflacionih pritisaka bio je pad svetskih cena primarnih proizvoda, energije, metala i hrane tokom prethodne godine. Cene metala, koje velikim delom zavise od tekućih i planiranih investicija su počele da opadaju tokom drugog kvartala prethodne godine, što je održalo odlaganje i odustajanje od investicija u periodu rasta kamatnih stopa i povećanja geopolitičkih rizika. Međutim, u decembru prošle, i januaru ove godine cene metala su ponovo počele da rastu, što se povezuje sa ublažavanjem epidemioloških ograničenja u Kini i očekivanim rastom kineske privrede, kao i poboljšanim perspektivama svetske privrede. Cene hrane su imale znatan pad između aprila i avgusta prethodne godine, nakon čega su ostale na stabilnom nivou. Energija se koristi u svim privrednim aktivnostima i ima značajno učešće u potrošnji domaćinstva, pa stoga kretanje njenih cena značajno utiče na inflaciju. Pad cene energije je počeo tek u septembru prošle godine, da bi se nastavio do kraja prethodne i u prvim mesecima ove godine. Nestabilna geopolitička situacija, koja u narednom periodu može da se razvija u različitim pravcima, može ponovo da pokrene rast cena energije i hrane, što bi produžilo period visoke inflacije.

Drugi važan signal slabljenja inflacionih pritisaka je usporavanje rasta cena nekretnina u većini zemalja, dok su u nekim zemljama cene nekretnina počele da opadaju. Usporavanje rasta ili pad cena nekretnina direktno je povezan sa rastom kamatnih stopa, ali održava i smanjenje neravnoteže između ponude (proizvodnje) i tražnje (dohodaka), koja je tokom prethodne dve godine pokrenula inflaciju. Cene nekretnina u EU u proseku su značajno usporile, dok su u SAD sredinom prethodne godine opale, nakon čega stagniraju. Cene nekretnina u Srbiji su, usled visoke tražnje, tokom cele 2022. godine nastavile snažno da rastu ali je u kraju prethodne i na početku ove godine opao obim prometa što predstavlja signal zaustavljanja rasta cena.

Zarade utiču na inflaciju sa strane troškova, ali i sa strane tražnje. Oba mehanizma uticaja su makroekonomski značajna jer zarade učestvuju u BDP sa oko 60%. Sporiji rast zarada od rasta BDP u skoro svim evropskim zemljama tokom 2022. godina odražava smanjenje troškovnih pritisaka na rast cena, ali i usklađivanje tražnje sa proizvodnjom. Nominalne zarade u EU u prva tri kvartala prošle godine povećane su proseku za 4,8%, dok je inflacija u istom periodu u EU iznosila 8,5%, što znači da su realne zarade opale za 3,4%. U Srbiji su u prošloj godini zarade realno povećane za 1,7% ali su unutar godine opadale usled čega su u četvrtom kvartalu bile realno niže za 1,5% nego u istom periodu 2021. godine. Pad realnih zarada tokom prošle godine predstavlja neku vrstu kompenzacije, za brži rast realnih zarada od rasta produktivnosti tokom prethodnih nekoliko godina u skoro svim evropskim zemljama. Posledica bržeg rasta zarada od rasta produktivnosti je povećanje jediničnih troškova rada, koji su samo u periodu 2020-21. godine u EU povećani za preko 8%, što znači da je povećano učešće troškova rada u ceni proizvoda. Rast jediničnih troškova rada, koji je bio posledica nestašice radne snage u Evropi, direktno je uticao na rast troškova poslovanja, ali i na brži rast tražnje od rasta proizvodnje.

Znaci slabljenja inflacije u SAD registrovani su sredinom prethodne godine kada su cene počele da opadaju ili stagniraju u odnosu na prethodni mesec. Rezultat toga je pad godišnje inflacije u SAD sa 10,1% u junu prošle godine na 6% u januaru ove godine. Inflacija u EU je značajno usporila tek u novembru kada je rast cena u odnosu na prethodni mesec iznosio samo 0,1%. Nakon tog usledio je pad cena u decembru i rast u januaru što je rezultiralo u tome da je godišnja inflacija opala sa 11,5% u oktobru prošle na 10% u januaru ove godine. Inflacija je u SAD počela da opada nekoliko meseci ranije nego u EU, što se može direktno povezati sa ranijom primenom restriktivne monetarne politike u SAD. Maksimalna vrednost godišnje inflacije u Kini u prethodne dve godine je dostignuta u septembru prošle godine kada je iznosila 2,8%, da bi nakon toga počela da opada tako da je u januaru ove godine iznosila samo 1%. U zemljama Centralne i Istočne Evrope, godišnja inflacija je dostigla maksimalnu vrednost od 17,7% u novembru prošle godine nakon čega je počela da opada, tako da u februaru ove godine iznosi 15,9%. Na osnovu prethodnog sledi da je inflacija u većini zemalja počela da opada tokom druge polovine prethodne godine, ali da je i dalje visoka u skoro svim zemljama, osim Kine.

Maksimalna inflacija u Srbiji u prošloj godini dostignuta je u decembru kada je iznosila 15,1%, što je više od maksimalne inflacije u EU (11,5% u oktobru), ali manje od maksimalne inflacije u zemljama Centralne i Istočne Evrope (17,7% u novembru). Za razliku od evropskih zemalja inflacija u Srbiji je nastavila da raste u prva dva meseca ove godine, tako da je međugodišnja inflacija u februaru dostigla 16,1%. Razlika u dinamici inflacije između Srbije i ostalih evropskih zemalja najvećim delom je posledica razlika u kretanju cena energenata tokom prošle i ove godine. Većina evropskih zemalja je tokom prošle godine podigla cene energenata u skladu sa kretanjem njihovih cena na svetskom tržištu. Za razliku od njih Srbija je tokom prethodne godine minimalno povećala cene energenata, što je direktno uticalo da inflacija bude niža u odnosu na onu koja bi bila ostvarena da su cene energenata rasle slično kao u drugim zemljama. U Srbiji umesto potrošača deo troškova energenata platila je država što je direktno uticalo na rast fiskalnog deficita i javnog duga, što znači da je deo troškova energenata prevallen sa potrošača na poreske obveznike. Očigledno je da ovakva politika, koja ima za posledicu rast javnog duga nije dugoročno održiva, pa je podizanje cena energenata jedan od ključnih elemenata sporazuma Srbije sa MMF. Podizanje cene energenata počelo je već tokom druge polovine prethodne godine, a nastaviće se tokom ove i naredne godine, što će uticati da inflacija u Srbiji zadrži na visokom nivou duže nego u drugim evropskim zemljama.

Mada inflacija u svetu opada još uvek je velika neizvesnost u pogledu njenog kretanja u narednom periodu. Deo neizvesnosti potiče od geopolitičkih faktora kao što su rat u Ukrajini i pogoršanje odnosa između Zapada i Kine, koji u kratkom roku mogu da dovedu do ponovnog rasta cena primarnih proizvoda, kao što su hrana i energenti, što bi dovelo do rasta inflacije na nivou sveta. Dugoročna posledica pogoršanja geopolitičkih odnosa mogla bi da bude fragmentacija svetskog tržišta, odnosno smanjenje mobilnosti kapitala, proizvoda i rada, što bi imalo za posledicu rast troškova poslovanja, a time i povećanje inflacije.

Drugi potencijalni razlog za sporije opadanje inflacije moglo bi da bude širenje krize u bankarskom sektoru i odobravanje velikog iznosa kredita za likvidnost ugroženim bankama u SAD i švajcarskoj (za sada), čime se delimično neutrališe efekat restriktivne monetarne politike. Odobravanje kredita za likvidnost moglo bi da uspori ili čak da privremeno poveća inflaciju, samo u slučaju, ako se bude radilo o dugotrajnijoj intervenciji velikih razmera. Za sada je verovatnije da obim intervencije neće biti makroekonomski značajan, kao i da će ona biti kratkotrajna, što znači da ne bi trebalo da znatnije utiče na kretanja inflacije.

Imajući u vidu dinamiku inflacije tokom prethodnih nekoliko meseci, ocenjuje se da je opravdano da Centralne banke, uključujući i NBS, nastave sa primenom re-

striktivne monetarne politike, odnosno sa povećanjem kamatnih stopa u narednom periodu. Ovakva politika bi imala snažniji uticaj na obaranje inflacije, ako bi bila podržana restriktivnom fiskalnom politikom, odnosno politikom niskog fiskalnog deficita. Primenom restriktivne monetarne i fiskalne politike povećavaju se šanse za relativno brzo obaranje inflacije. Brzo obaranje inflacije je od presudne važnosti kako bi se sprečilo pokretanje spirale između inflacije i zarada. Prošle godine realne zarade su opale u većini zemalja, što je doprinelo obaranju inflacije, ali takva politika neće biti izvodljiva u dužem periodu. Ukoliko inflacija potraje duže otpori protiv smanjenja realnih zarada će biti sve snažniji, što znači da će zaposleni tražili da zarade prate inflaciju, a verovatno i da realno rastu, što bi moglo da dovede do pokretanja spirale između zarada i inflacije.

Drugi argument u prilog brzog obaranja inflacije je mogućnost da se ranije počne sa smanjivanjem kamatnih stopa, čime bi se podstakle investicije i privredni rast. Manje restriktivna monetarna i fiskalna politika imala bi za posledicu produženi period visoke inflacije i visokih kamatnih stopa. Sa stanovišta dugoročnog privrednog rasta poželjnija je kratkotrajna primena snažne restriktivne politike, nego dugotrajnija primena umereno restriktivne politike.

Treći argument u prilog strategije brzog obaranju inflacije je sprečavanje ugrađivanja visoke inflacije u inflaciona očekivanja. Što inflacija bude duže trajala to će sve veći broj privrednih subjekata ukalkulisati visoku inflaciju u svoje planove. Kada su očekivanja visoke inflacije preovlađujuća tada je za obaranje inflacije potrebno primeniti restriktivniju monetarnu i fiskalnu politiku, što implicira veće gubitke u pogledu privrednog rasta i zaposlenosti.

Procenjuje se da su se SAD i EU opredelile za brzo obaranje inflacije, što se manifestuje kroz rast kamatnih stopa centralnih banaka, ali i smanjivanje fiskalnih deficita. Efekti takve politike će biti nešto slabiji, ukoliko centralne banke budu odobrile veći iznos kredita za likvidnost u cilju sprečavanja bankarske krize ili ako dođe do ponovnog rasta cena primarnih proizvoda. Međutim, restriktivna monetarna i fiskalna politika bi i u takvim okolnostima biti delotvorna pri obaranju inflacije, ali bi troškovi takve politike, u smislu privredne aktivnosti i radnih mesta bili veći. Slično kao i u drugim zemljama obaranje inflacije u Srbiji zahteva nastavak restriktivne monetarne politike, ali bi bilo poželjno da se ostvari nizak fiskalni deficit, što znači da bi u ovoj godini trebalo odustati od dodatnih vanrednih programa pomoći građanima i privredi ili od vanrednog povećanja zarada, penzija i drugih dohodaka koje isplaćuje država.



# TRENDOVI

## 1. Pregled

U 2023. godinu Srbija ulazi s mešovitim makroekonomskim trendovima, u okviru kojih ima nešto više nepovoljnih nego povoljnih pokazatelja. Najveći makroekonomski izazov predstavlja visoka i još uvek rastuća inflacija. Na kraju 2022. rast cena iznosio je 15,1%, a do kraja februara 2023. dodatno je povećan na 16,1%. Privredna aktivnost trenutno je u stagnaciji, budući da je međugodišnji rast BDP-a u Q4 2022. bio svega 0,4% i postoje neizvesnosti u kom smeru će se privredna kretanja nastaviti u 2023. godine. Platnobilansna kretanja primetno su pogoršana na nivou čitave 2022. godini (tekući deficit povećan je sa 4,2% BDP-a iz 2021. na 6,9% BDP-a), ali u drugoj polovini godine ipak je došlo do znatnog poboljšanja. Glavni trendovi na tržištu rada krajem 2022. bili su stagnacija zaposlenosti i nezaposlenosti, uz blagi realni pad prosečne zarade (usled ubrzanja inflacije). Fiskalna kretanja mogu se u načelu oceniti kao stabilna i pored toga što je u 2022. ostvaren relativno visok budžetski deficit od 3,1% BDP-a. Međutim, u okviru ovog deficita realizovan je veoma visok nivo javnih investicija od 7,2% BDP-a, a bilo je i nekih vanrednih budžetskih izdataka (energetika, jednokratna izdvajanja za mlade) koji bi trebalo da se znatno umanje ili ukinu tokom 2023. godine. Kad se to uzme u obzir, osnovni fiskalni trendovi mogu se ipak oceniti kao stabilni. Dodatnu garanciju da će javne finansije Srbije u 2023. biti pod kontrolom daje i stendbaj aranžman s MMF-om koji je potpisan krajem 2022. godine.

Iako su prošla već dva i po meseca 2023. makroekonomske prognoze za ovu godinu još uvek su neizvesne, naročito uzimajući u obzir izuzetno nestabilne i nepredvidive međunarodne okolnosti. Trenutna očekivanja *QM*-a ostaju umereno optimistična, što u osnovi znači da prognoziramo da će tokom 2023. u Srbiji doći do znatnog usporavanja inflacije i do određenog oživljavanja privrednog rasta. Međutim, vrlo je moguće da se će rezultati ova dva važna makroekonomska indikatora u 2023. ipak biti nešto lošiji od trenutno važećih prognoza Vlade i NBS-a. Što se inflacije tiče, ona je u januaru i februaru 2023. već bila iznad prognoza NBS (iz poslednjih Izveštaja o inflaciji). Zbog toga je moguće da bi njen prosečan nivo u 2023. mogao da bude nešto preko 12% umesto očekivanih 11% (što je korišćeno i za izradu budžeta). Kad je privredni rast u pitanju, zasad nema mnogo pokazatelja iz 2023. na osnovu kojih bi mogla da se da nešto pouzdanija prognoza za tekuću godinu. Međutim, relativno slabi rezultati iz druge polovine 2022. nagoveštavaju da bi privredni rast u 2023. lako mogao da bude nešto niži od zvanično prognoziranih 2,5% (možda bi mogao da bude oko 2%). Dakle, uzimajući sve navedeno u obzir, zasad još uvek deluje da će glavni makroekonomski indikatori tokom 2023. ići u smeru očekivanih poboljšanja – ali pojavljuju se i određeni znaci upozorenja koji zahtevaju povećan oprez i dodatnu pripremljenost ekonomske politike da na vreme reaguje ukoliko se pojavi potreba.

Osim geopolitičkih rizika, koji su nepredvidivi, a koji značajno utiču na ekonomiju, tokom marta pojavila se kriza u bankama u SAD i Švajcarskoj. Snažna reakcije centralnih banaka i vlada u SAD i Švajcarskoj, za sada, je sprečila širenje panike, ali još uvek nije isključena pojava ozbiljnije krize u bankarskom sektoru. Eventualna ozbiljnija bankarska kriza bi skoro sigurno, dodatno oborila BDP, što bi podstaklo centralne banke da ublaže monetarnu politiku, kroz obilnu emisiju kredita za likvidnost, a u takvim okolnostima je verovatno zaustavljanje, a možda i smanjenje kamatnih stopa.

Privredna aktivnost u Q4 nastavila je sa usporavanjem (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Međugodišnji rast BDP-a iznosio je svega 0,4%, što je najniža kvartalna stopa privrednog rasta Srbije od 2020. godine. Na usporavanje privredne aktivnosti utiče ubrzanje inflacije koja smanjuje realni dohodak stanovništva i posledično privatnu potrošnju, ali i nastavak usporavanja privredne aktivnosti u EU s kojom je domaća privreda tesno povezana. Takođe, investicije i industrijska proizvodnja krajem 2022. beležile su opadajuće ili jedva pozitivne trendove. Na

godišnjem nivou Srbija je u 2023. ostvarila relativno skroman privredni rast od 2,3% koji je bio za 2 p.p. niži od prosečnog privrednog rasta uporedivih zemalja CIE. O razlozima zbog kojih je Srbija u 2022. imala lošije rezultate od uporedivih zemalja pisali smo u više navrata u prethodnim izdanjima *QM*-a. Njih pre svega vidimo u lošoj poljoprivrednoj sezoni usled suše i u nešto drugačijoj dinamici ekonomskog oporavka od zdravstvene krize u Srbiji u odnosu na druge zemlje CIE. Naime, u zemljama CIE i tokom 2022. trajao je još uvek odloženi efekat oporavka od zdravstvene krize (npr. snažan rast turizma u Hrvatskoj), a Srbija je efekat oporavka od krize iscrpila nešto ranije, bržim privrednim rastom tokom 2021. godine. Kao što smo pomenuli, trenutno prognoziramo da bi rast BDP-a Srbije u 2023. mogao da bude oko 2% (delom i usled očekivanog oporavka poljoprivrede od suše). Ovu prognozu, međutim, trebalo bi tumačiti kao uslovnu i indikativnu. Još od izbijanja zdravstvene krize u martu 2020. postalo je uobičajeno da se prognoze privrednog rasta za tekuću godinu znatno menjaju tokom godine – što ne isključujemo da će ponovo da se dešava i u 2023. godini.

Inflacija u Srbiji je još od avgusta 2021. ubrzavala iz meseca u mesec i prema poslednjim dostupnim podacima međugodišnji rast cena u februaru 2023. iznosio je visokih 16,1% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Ovo je rekordan nivo inflacije od kad se ona u Srbiji meri Indeksom potrošačkih cena (od početka 2007. godine) i čak 11,6 p.p. je iznad gornje granice ciljnog koridora NBS ( $3 \pm 1,5\%$ ). Procena *QM*-a je da je inflacija u Srbiji trenutno najverovatnije na svom vrhuncu (ili jako blizu toga) što znači da očekujemo njeno postepeno usporavanje u narednom periodu. Na to ukazuje slabljenje međunarodnih inflatornih pritisaka – budući da globalna inflacija već nekoliko meseci postepeno usporava. Inflacija u SAD imala je svoj vrhunac u junu 2022. od 9,1% i do februara 2023. smanjena je na 6%. U Evrozoni maksimum inflacije od 10,6% dostignut je u oktobru 2022. i do februara 2023. rast cena je smanjen na 8,5%, a u zemljama CIE vrhunac inflacije od oko 18% bio je dostignut u septembru 2022. i sada je ona smanjena na oko 16%. Osim međunarodnih činilaca, na očekivano usporavanje međugodišnje inflacije u Srbiji u narednim mesecima trebalo bi da deluju i domaći činioci – stagnacija privrednog rasta uz usporavanje realnog rasta privatne potrošnje, efekat više baze iz prethodne godine i povećanje restriktivnosti monetarne politike.

Skrećemo, međutim, pažnju na jednu specifičnost inflacije u Srbiji zbog koje će njeno usporavanje tokom 2023. po svemu sudeći biti primetno sporije nego u drugim zemljama CIE. Naime, Srbija je znatno zakasnila sa povećanjem kontrolisanih cena energenata (električne energije i gasa). Za razliku od drugih zemalja CIE koje su ove cene snažno (negde i višestruko) povećale još tokom 2022, politika Vlade Srbije bila je da najpre zamrzne cene ovih energenata na pretkriznom nivou, a onda da do kraja 2022. dozvoli njihovo skromno povećanje. Ovakva politika, međutim, nije mogla da se nastavi unedogled, između ostalog i zato što su gubici javnih preduzeća iz energetske sektora (Srbijagas i EPS) dosad koštali budžet čak oko 2,4 mlrd evra. Zbog toga je Srbija u januaru 2023. sprovela relativno snažne korekcije cena električne energije i gasa, a slična povećanja predviđena su i u maju tekuće godine (nakon tog majskog povećanja planirana su i još dva dodatna povećanja samo cene gasa krajem 2023. i u prvoj polovini 2024. godine). Upravo je to (zakasnelo) povećanja cene energenata u januaru 2023. bilo glavni razlog zbog kog je inflacija u Srbiji nastavila da raste u prva dva meseca 2023. dok je u većini drugih evropskih zemalja opadala. Zbog svega toga ocenjujemo da je Vladina politika predugog održavanja netržišnih cena gasa i električne energije bila ekonomski pogrešna. Ona ne samo što je dovela do ogromnog budžetskog troška, već će zbog zakasnelih korekcija cena energenata visoka inflacija u Srbiji najverovatnije da traje nešto duže u odnosu na uporedive zemlje.

U 2022. deficit tekućeg računa platnog bilansa bio je relativno visok (6,9% BDP-a) što je rezultat visokih vrednosti deficita u prvoj polovini godine (10,5% BDP-a) i znatno nižih u drugoj polovini godine (3,8% BDP-a). Važan činilac koji je uticao na ovako neobična spoljnoekonomska kretanja bio je uvoz energenata. Naime, u prvoj polovini 2022, a naročito u *Q1*, Srbija je imala neuobičajeno veliki deficit u trgovinskoj razmeni energenata. Razlog za to bilo je snažno povećanje svetskih cena (Srbija je neto uvoznik energenata), ali i vanredno povećanje uvezenih količina električne energije zbog kolapsa proizvodnje u EPS-u. U drugoj polovini godine, međutim, došlo je do

zaokreta ovog trenda budući da su svetske cene energenata počele da padaju, EPS je povratio jedan deo izgubljene proizvodnje, a Srbiji su na ruku išli i nešto blaža jesen i zima, pa je i potrošnja energije krajem godine bila vanredno umanjena. Pozitivno i prilično neočekivano platnobilansno kretanje iz 2022. bio je snažan rast stranih direktnih investicija (SDI). Neto prilivi SDI u Srbiju su u 2022. iznosili 4,3 mlrd evra, tj. 7,1% BDP-a. Od toga, čak 2,8 mlrd SDI došlo je u drugoj polovini godine što je neočekivan rezultat uzimajući u obzir velike međunarodne nestabilnosti (rat u Ukrajini), globalni rast kamatnih stopa, ali i činjenicu da su u drugoj polovini 2022. ukupne investicije u Srbiji bile na opadajućem trendu.

Snažno povećanje inflacije i usporavanje privredne aktivnosti tokom 2022. uticali su i na tržište rada (v. odeljak 3. „Tržište rada“). Iako je međugodišnji nominalni rast prosečne zarade tokom čitave 2022. bio relativno visok i iznosio je skoro 14%, ubrzanje inflacije dovelo je do toga da krajem godine međugodišnji realni rast zarada bude blago negativan. Konkretnije, u Q4 je međugodišnji pad zarada iznosio 1,5%. Usporavanje privredne aktivnosti postepeno je počelo da se odražava i na kretanje zaposlenosti tako da je po ARS-u u Q4 došlo do blagog međugodišnjeg smanjenja broja zaposlenih od 1% (mada je po administrativnim podacima registrovana zaposlenost i u Q4 zadržala rast od 2,4%). I pored određenog pogoršanja trendova krajem godine, kretanja na tržištu rada u 2022. ipak se mogu u načelu oceniti kao umereno povoljna. Ukupan broj zaposlenih u Srbiji po ARS-u (i u formalnom i u neformalnom sektoru) iznosio je u 2023. preko 2,9 miliona što je najveći broj zaposlenih u Srbiji od kad je ova anketa uvedena, a stopa nezaposlenosti bila je takođe na rekordno niskom nivou za Srbiju od 9,4%.

Visoka i rastuća inflacija uslovlila je povećavanje restriktivnosti monetarne politike tokom 2022. i u prva tri meseca 2023. godine (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). NBS je s postepenim povećanjem referentne kamatne stope počela u aprilu 2022. godine (s njenog istorijski najnižeg nivoa od 1%). Referentna kamatna stopa je tako, nakon 12 uzastopnih povećanja, dostigla sredinom marta 2023. godine nivo od 5,75%. Aktuelni trendovi inflacije sugerišu da će se ciklus monetarnog prilagođavanja najverovatnije završiti nakon još jednog ili dva povećanja ove kamatne stope. Tržišne kamatne stope koje banke daju i na indeksirane i na dinarske kredite su takođe u porastu. Prosečne ponderisane kamatne stope na indeksirane kredite povećale su se od početka do kraja 2022. za 2,55 p.p, što znači da su se skoro duplirale u odnosu na njihov nivo s kraja 2021. godine. Rast kreditne aktivnosti privrede tokom 2022. se usporavao tako da su se preduzeća u Q4 već neto razduživala prema domaćim bankama (za oko 270 miliona evra). Važan pozitivan rezultat domaćeg finansijskog sektora je to što učešće loših kredita u ukupnim nije povećano i pored relativno snažnog rasta kamatnih stopa. Na kraju februara 2023. učešće loših kredita u ukupnim iznosilo je svega oko 4%.

Fiskalni trendovi u 2022. bili su dosta specifični (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Na godišnjem nivou ostvaren je relativno visok budžetski deficit od 3,1% BDP-a koji je bio приметно veći od fiskalnog deficita uporedivih zemalja CIE, kao i čitave EU. Međutim, u okviru ostvarenog deficita u Srbiji od 3,1% BDP-a čak 2,7% BDP-a bili su zapravo budžetski troškovi za pokrivanje gubitaka Srbijagasa i EPS-a – što znači da bi budžet Srbije bio već u 2022. približno u ravnoteži da nije bilo ovih troškova. Pritom, trebalo bi imati u vidu i to da je Srbija u 2022. realizovala i neuobičajeno visok nivo javnih investicija od čak 7,2% BDP-a, a imala je i neke vanredne izdatke (poput neselektivne pomoći za mlade) koji ne bi trebalo da se više ponavljaju. Dakle, uzimajući sve navedeno u obzir može se oceniti da su osnovni fiskalni tokovi Srbije zapravo dosta stabilni, odnosno da je strukturni (sistemski) deficit nizak.

Ono što je naročito zanimljivo su perspektive fiskalne politike Srbije u 2023. i narednim godinama. Očigledno je da će troškovi za javna preduzeća (Srbijagas i EPS) u 2023. znatno da se umanje, jednim delom zbog povećanja cena električne energije i gasa na domaćem tržištu, a drugim delom zbog pada cene energenata na međunarodnom tržištu. Pošto su upravo ovi troškovi bili glavni izvor fiskalnih neravnoteža u 2022, Srbija ima odličnu priliku da u 2023. znatno smanji fiskalni deficit, tj. da umesto inicijalno planiranog budžetskog deficita u 2023. od 3,3% BDP-a, deficit spusti na ispod 2% BDP-a. To ne samo što je sad relativno lako izvodljivo, već je i ekonomski poželjno iz više razloga. Pre svega, niži deficit budžeta vodio bi



## 2. Privredna aktivnost

U Q4 je nastavljeno usporavanje privredne aktivnosti Srbije. Međugodišnji rast BDP-a iznosio je svega 0,4% i bio je najniži od početka 2021. godine. Ovakav rezultat bio je očekivan i najavili smo ga u prethodnim izdanjima QM-a. Naime, 1) visoka i rastuća inflacija smanjuju realni dohodak stanovništva i posledično privatnu potrošnju; 2) investicije i industrijska proizvodnja beleže tokom 2022. opadajuće ili neubedljive, jedva pozitivne trendove; 3) primetno je i dalje usporavanje privredne aktivnosti u EU s kojom je domaća privreda tesno povezana. Desezonirani BDP u Q4 pokazuje na prvi pogled nešto povoljnija kratkoročna kretanja od međugodišnjih indeksa. Rast desezoniranog BDP-a u Q4 u odnosu na Q3 iznosio je 0,7% (anualizovano skoro 3%). Međutim, ovaj rezultat tumačimo kao oscilaciju na približno stagnantnom trendu ekonomske aktivnosti, a ne kao najavu otpočinjanja snažnijeg privrednog oporavka – tim pre što je u prethodnom kvartalu (Q3) desezonirani BDP imao pad od 0,7% (koji je identičan sada ostvarenom rastu). Na nivou čitave 2022. godine rast BDP-a Srbije iznosio je 2,3%, što se može oceniti kao skroman rezultat. Druge zemlje CIE u proseku su u 2022. imale stopu privrednog rasta od 4,3% koja je bila 2 p.p. iznad Srbije, a primetno brži privredni rast od Srbije ostvaren je i na nivou čitave EU (3,5%). Jedan razlog za nizak privredni rast Srbije u 2022. bila je loša poljoprivredna sezona usled suše, što je umanjilo ukupni rast BDP-a za oko 0,5 p.p. Drugi razlog vidimo u tome što je u uporedivim zemljama CIE i tokom 2022. trajao odloženi efekat oporavka od zdravstvene krize (npr. snažan rast turizma u Hrvatskoj). Srbija je, za razliku od većine drugih zemalja CIE, efekat oporavka od krize iscrpila nešto ranije, bržim privrednim rastom tokom 2021. godine. Gledajući unapred, prognoze rasta BDP-a Srbije u 2023. i dalje su veoma neizvesne i očekujemo da će se menjati tokom godine. Pritom, i prvi januarski indikatori privrednih kretanja bili su mešoviti pa ne pružaju mnogo novih informacija na osnovu kojih se mogu dati pouzdanije prognoze za naredni period. Zbog toga zasad zadržavamo prognozu iz prethodnih izdanja QM-a da bi rast BDP-a Srbije u 2022. mogao da bude oko 2%. U okviru tog rasta, najveći deo privrede imao bi rast od oko 1,5%, uz dodatni doprinos poljoprivrede od oko 0,5 p.p. (očekuje se oporavak od sušne 2022. godine).

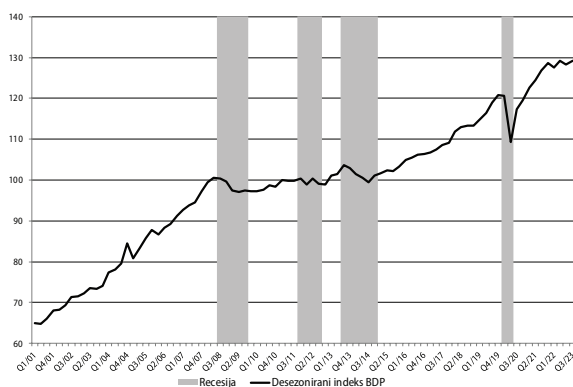
**Međugodišnji rast BDP-a u Q4 iznosio je 0,4%, a na nivou čitave 2022. godine 2,3%**

Po poslednjim procenama RZS-a, međugodišnji rast BDP-a Srbije u Q4 iznosio je 0,4% što predstavlja nastavak umanjivanja međugodišnjih stopa rasta BDP-a koje je trajalo tokom čitave 2022. godine. Konkretnije, na početku 2022, tj. u Q1, privredni rast Srbije bio je 4,1%, i onda se postepeno umanjivao iz kvartala u kvartal – na 3,8% u Q2, zatim na 1% u Q3 i sada na 0,4% koliko je ostvareno u Q4. Na nivou čitave 2022. godine Srbija je tako ostvarila rast BDP-a od 2,3% koji je upola niži od prognoza s kojima su ušle u 2022. godinu (4,5%). Glavni razlozi za znatno lošije privredne rezultate Srbije od očekivanja su događaji koji se nisu mogli predvideti u trenutku kad su prognoze BDP-a za 2022. pravljene (jesen 2021. godine). To su: izbijanje rata u Ukrajini (uz evropske sankcije Rusiji), dalje ubrzanje inflacije, energetska kriza (koja je u Srbiji dodatno pojačana katastrofalno lošim upravljanjem javnim preduzeća), kao i usporavanje privreda zemalja EU i regiona s kojima je ekonomija Srbije tesno povezana.

**U Q4 je došlo do rasta desezoniranog BDP-a u odnosu na prethodni kvartal od 0,7%**

Nestabilni, ali načelno stagnantni trendovi privredne aktivnosti Srbije tokom čitave 2022. mogu se dobro videti na indeksu desezoniranog BDP-a koji je prikazan u Grafikonu T2-1. Iako je u Q4 zapravo ostvaren solidan desezonirani rast BDP-a od 0,7% (anualizovano 2,8%), Grafikon T2-1 poprilično jasno ukazuje da je od početka 2022. osnovni trend privredne aktivnosti u Srbiji stagnacija, a da je ostvareni rezultat iz Q4 po svemu sudeći još jedna oscilacija na približno stagnatnom trendu privredne aktivnosti.<sup>1</sup> Kvartalne oscilacije desezoniranog BDP-a koje su se dešavale tokom čitave 2022. bile su neuobičajeno velike. Na početku godine desezonirani BDP je zabeležio pad od 0,9% u odnosu na Q4 2021. godine (anualizovani pad od 3,6%), a zatim je u Q2 došlo do kvartalnog rasta od 1,3% (anualizovani rast od 5,3%). Slično se ponovilo u Q3 i Q4 kada je desezonirani BDP prvo pao za 0,7%, a zatim porastao za isti procenat. Ovako česta

<sup>1</sup> Sličnu ocenu dali smo i u prethodnom izdanju QM-a kad smo pad desezoniranog BDP-a iz Q3 od 0,7% takođe tumačili kao nestabilnost na osnovnom trendu privredne aktivnosti, a ne kao najavu otpočinjanja recesije

**Grafikon T2-1. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2001-2023. godina (2008=100)**

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

Napomena: osenčeni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu Bry-Boschan procedure

**Trendovi**

Glavni razlog za usporavanje međugodišnjeg rasta BDP-a u Q4 je dalje usporavanje rasta trgovine, saobraćaja i turizma

i velika kolebanja desezoniranog BDP-a na kvartalnom nivou kao tokom 2022. nisu se dešavala u Srbiji još od 2012. godine (Grafikon T2-1), što dobro ilustruje koliko su trenutno turbulentna i nepredvidiva privredna kretanja.

U Tabeli T2-2 prikazali smo podatke o međugodišnjem rastu BDP-a Srbije po proizvodnom principu, tj. po pojedinačnim sektorima privrede. Glavna i očekivana promena koja se desila u Q4 je nastavak usporavanja rasta trgovine, saobraćaja i turizma. Ova heterogena grupacija usluga (koja se u kvartalnim nacionalnim računima prikazuju zajedno) u Q4 je imala međugodišnji rast od svega 2,8%. To je ozbiljno usporavanja u odnosu na prethodni kvartal kad je ova grupacija usluga imala rast od 5,5%, ali i u

odnosu na prvu polovinu godinu kad je međugodišnji rast ovog dela privrede bio oko 10%. Kretanje ove grupacije usluga najviše je uticalo na usporavanje međugodišnjeg rasta ukupnog BDP-a tokom 2022. godine. Naime, ove usluge, koje učestvuju u ukupnom BDP-u Srbije sa 20%, smanjile svoj rast sa 11,4% iz Q1 na 2,8% u Q4 čime su značajno obarale i međugodišnje stope rasta ukupnog BDP-a. Do sistematskog usporavanja rasta trgovine, saobraćaja i turizma tokom 2022. došlo je usled ubrzanja inflacije kao i usled postepenog iscrpljivanja prostora za nastavak ubrzanog postkriznog oporavka turizma i saobraćaja (koji su imali najdublji pad tokom zdravstvene krize).

**Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2017–2022<sup>1)</sup>**

	Međugodišnji indeksi														
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2021				2022				Učešće 2021
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	102,1	104,5	104,2	99,1	107,5	102,3	101,7	113,8	107,8	107,2	104,1	103,8	101,0	100,4	100,0
Porezi minus subvencije	102,2	105,5	103,5	97,7	108,3	104,1	99,3	116,7	109,1	108,1	108,2	105,1	102,5	101,1	17,3
Bruto dodata vrednost	102,1	104,3	104,4	99,4	107,4	101,9	102,2	113,2	107,5	107,1	103,3	103,5	100,7	100,3	82,7
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	103,3	103,4	104,9	99,2	108,5	102,6	102,7	114,6	108,9	108,2	104,0	104,3	101,5	100,9	92,4 <sup>2)</sup>
Poljoprivreda	88,6	115,1	98,4	102,3	94,3	91,7	94,1	94,6	94,4	94,2	91,6	91,4	91,5	92,2	7,6 <sup>2)</sup>
Industrija	102,6	100,9	100,4	100,5	106,3	101,8	104,4	115,7	102,3	104,0	102,0	104,6	99,6	101,2	21,6 <sup>2)</sup>
Građevinarstvo	105,4	112,4	133,7	96,7	117,6	90,2	119,8	118,3	119,4	114,4	94,3	93,1	87,9	87,5	7,3 <sup>2)</sup>
Trgovina, saobraćaj i turizam	105,2	106,3	106,0	94,7	114,3	106,7	102,4	128,9	114,9	112,7	111,4	108,1	105,5	102,8	20,0 <sup>2)</sup>
Informisanje i komunikacije	103,7	105,4	108,3	108,7	104,9	106,6	104,9	106,4	103,7	104,8	105,3	105,2	108,1	107,7	6,2 <sup>2)</sup>
Finansijske delatnosti i osiguranje	101,0	107,5	102,3	104,6	109,4	102,3	110,0	110,1	109,1	108,3	102,1	102,3	102,8	101,8	3,9 <sup>2)</sup>
Ostalo	102,5	101,5	102,6	98,8	105,5	103,2	97,8	108,0	108,8	107,7	103,9	104,9	102,0	101,9	33,5 <sup>2)</sup>

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

**Poljoprivreda i građevinarstvo imaju relativno dubok pad tokom čitave 2022. godine**

Ostali sektori privrede u Q4 uglavnom su ponovili slične rezultate kakve su imale u prethodnim kvartalima (Tabela T2-2). Poljoprivreda usled suše beleži pad u čitavoj 2022. od oko 8% što je važan podatak budući da je to приметно umanjilo rast ukupnog BDP-a Srbije u 2022. godini (za oko 0,5 p.p.), a posledica je vanrednih okolnosti koje se verovatno neće ponoviti u 2023. godini. Građevinarstvo je u Q4 nešto produbilo svoj pad iz prethodnih kvartala na 12,5% (u prva tri kvartala 2022. pad građevinarstva je bio 8,5% u proseku). Dok je za poljoprivredu sasvim jasno da je njen pad posledica privremenih okolnosti (suša), nepovoljni trendovi u građevinarstvu mogli bi biti trajnije prirode i verovatno su povezani s manjom investicionom aktivnošću i povećanjem kamatnih stopa na kredite. S pažnjom ćemo u narednom periodu pratiti i kakav će uticaj povećanje kamatnih stopa imati na sektor Finansijske delatnosti. Ovaj sektor je tokom 2022. imao relativno blag rast od 2,3%, koji je bio nešto niži nego u prethodnim godinama i moguće je da će se s daljim usporavanjem nastaviti u narednim kvartalima. Industrijska proizvodnja je u Q4 imala nizak međugodišnji rast od 1,2% koji je približno na nivou godišnjeg rasta ove delatnosti u 2022. godini (1,8%). O industriji će više reči biti u posebnom delu teksta.

**IT sektor postaje sve važniji za privredu Srbije**

Sektor privrede koji je u 2022, ali i dužem nizu prethodnih godina imao visoke i stabilne stope rasta je Informisanje i komunikacije (koje se odnose uglavnom na telekomunikacije i IT industriju). U 2022. ovaj sektor je imao rast od 6,6%, a u prethodnih 10 godina kumulativni rast ovog sektora bio je oko 65%. Moguće je da će dodatni impuls rastu ovog sektora privrede dati i povećan priliv imigranata iz Rusije koji su preselili svoje poslovanje u Srbiju. Još jedan važan indikator, koji smo primetili i u prethodnim izdanjima *QM*-a, jeste to da sektor Informisanje i komunikacije nakon 2022. već učestvuje u BDV-u Srbije sa oko 6,5%. To je znatno više od tradicionalnih privrednih sektora poput Saobraćaja i skladištenja ili Finansijskih usluga, a već je blisko učešću sektora Poljoprivrede i Građevinarstva u privredi Srbije.

**U Q4 se nastavlja postepeno usporavanje privatne potrošnje ali uz određeni oporavak neto izvoza**

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-3. Ovi podaci u načelu su u Q4 bili komplementarni analizi kretanja BDP-a po *proizvodnim* sektorima privrede. Privatna potrošnja, koja čini najveći deo rashodnog BDP-a, imala je u Q4 realni međugodišnji rast od 1,5% što predstavlja njeno dalje postepeno usporavanje u odnosu na prethodne kvartale. Privatna potrošnja je na početku godine, tj. u Q1 imala međugodišnji rast od 6,9%, tako da je njeno smanjenje za oko 4,5 p.p. od početka do kraja godine bilo glavni razlog za usporavanje ukupnog rasta BDP-a Srbije. Razlog za ovaj trend usporavanja rasta privatne potrošnje vidimo pre svega u povećanju inflacije koja je smanjivala realne dohotke stanovništva. Državna potrošnja je, uz određene oscilacije, uglavnom stagnirala tokom 2022, što je posledica njene očekivane postepene stabilizacije posle nekoliko vrlo turbulentnih godina tokom trajanja pandemije korona virusa. Uz to, visoka inflacija uticala je na realno umanjene plate u javnom sektoru u 2022. što je takođe umanjilo državnu potrošnju. Što se investicija tiče, one su, pod uticajem snažnog pada građevinarstva, u drugoj polovini 2022. prešle u zonu međugodišnjeg pada. Važno je, međutim, primetiti i to da je ukupan pad investicija u Q4 od 2,7% znatno manji od procenjenog pada građevinarstva (12,5%) što ukazuje da privreda još uvek zadržava rast investiranja u mašine i opremu od 3-4%. Na kraju, neto izvoz je u Q4 znatno i pozitivno doprinosa rastu BDP-a usled bržeg realnog rasta izvoza (12,9%) od uvoza (6,6%). Glavni razlog za ovakva kretanja neto izvoza u Q4 vidimo u međunarodnom padu cena energenata koje Srbija dominantno uvozi, kao i toplijoj zimi zbog koje su umanjene i količine uvezenih energenata.

**Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2017-2022. godine**

	Međugodišnji indeksi														
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2021				2022				Učešće 2021
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
BDP	102,1	104,5	104,2	99,1	107,5	102,3	101,7	113,8	107,8	107,2	104,1	103,8	101,0	100,4	100,0
Privatna potrošnja	102,2	103,1	103,6	98,1	107,7	103,7	98,1	117,2	108,3	107,5	106,9	103,8	103,0	101,5	66,0
Državna potrošnja	102,9	103,7	102,0	102,8	104,1	100,2	101,7	98,5	109,3	107,2	102,7	104,9	96,2	97,6	16,9
Investicije	106,6	117,5	117,2	98,1	115,9	99,4	111,5	125,1	115,6	113,0	101,2	102,1	98,1	97,3	23,1
Izvoz	108,2	107,5	107,7	95,8	119,5	117,6	108,6	136,3	122,5	114,0	120,0	121,6	116,9	112,9	54,5
Uvoz	111,1	110,8	110,7	96,4	117,7	117,8	98,5	142,4	121,2	113,8	134,9	122,9	111,0	106,6	62,3

Izvor: RZS

**Druge zemlje CIE u Q4 takođe usporavaju privredni rast ali nastavljaju da ostvaruju nešto bolje rezultate od Srbije**

U Tabeli T2-4 prikazane su uz Srbiju i stope međugodišnjeg rasta BDP-a u EU 27 i posebno u zemljama CIE.<sup>2</sup> U Tabeli se vidi da su i čitava EU i zemlje CIE imale i u Q4 primetno veći privredni rast od Srbije (1,5 i 1,3% respektivno u odnosu na 0,4% Srbije). Ova negativna razlika u privrednom rastu Srbije u odnosu na većinu drugih evropskih zemalja, postoji još od početka 2022, ali u Q4 je bila nešto smanjena (naročito uzimajući u obzir da je na privredu Srbije vanredno uticao i pad poljoprivrede usled suše). O razlozima zbog kojih su zemlje CIE, pa i čitava EU ostvarivale brži privredni rast od Srbije u 2022. detaljnije se diskutovalo u prethodnim izdanjima *QM*-a.<sup>3</sup> Pojednostavljeno rečeno, Srbija je nešto ranije popustila epidemiološke mere, pa se brže ekonomski oporavila od zdravstvene krize tokom 2021, ali su je druge zemlje pristizale tokom 2022. godine. Komparativni rezultati iz Q4 nagoveštavaju da se ovi efekti sad već iscrpljuju, pa polako već može da se zaokružuje analiza o uticaju zdravstvene krize na ekonomiju Srbije i drugih zemalja CIE.

<sup>2</sup> Uz zemlje CIE11 članice EU u naše podatke uključene su i zemlje Zapadnog Balkana.

<sup>3</sup> Za više detalja videti na primer *QM68*, odeljak „Privredna aktivnost“.

Tabela T2-4. Srbija i zemlje CIE: rast BDP-a u periodu 2018-2022. godine

	Međugodišnji indeksi												
	2018	2019	2020	2021	2022	2021				2022			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Srbija	4,5	4,2	-0,9	7,5	2,3	1,7	13,8	7,8	7,2	4,1	3,8	1,0	0,4
EU27	2,1	1,9	-5,6	5,4	3,5	-0,8	14,0	4,3	5,0	5,8	4,4	2,6	1,5
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	4,5	4,1	-3,4	6,4	4,3	-0,4	12,6	6,6	6,7	7,6	4,8	3,4	1,3
Albanija	4,0	2,1	-3,3	8,5	:	4,2	17,6	6,8	5,5	6,4	2,6	4,0	:
Bosna i Hercegovina	3,7	2,8	-3,0	7,6	:	3,2	11,8	7,4	7,4	5,7	5,8	2,6	:
Bugarska	2,7	4,0	-4,0	7,6	3,4	3,7	7,1	8,6	10,2	4,4	3,9	2,9	2,6
Crna Gora	5,1	4,0	-13,3	12,1	:	-5,6	16,9	27,9	9,3	4,6	13,6	2,8	:
Češka	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,4	-2,2	9,5	3,5	3,6	4,9	3,5	1,5	0,1
Estonija	3,8	3,7	-0,6	8,0	-1,3	2,5	13,9	8,4	7,4	2,9	-0,3	-2,9	-4,1
Hrvatska	2,8	3,4	-8,6	13,1	6,3	2,6	20,8	16,7	12,2	7,8	8,7	5,2	4,0
Letonija	4,0	2,6	-2,2	4,1	2,0	-0,6	9,8	4,4	2,5	5,5	2,5	0,2	0,3
Litvanija	4,0	4,6	0,0	6,0	1,9	2,8	9,1	5,6	6,5	4,8	1,7	1,8	-0,4
Mađarska	5,4	4,9	-4,5	7,1	4,6	-2,2	17,8	6,2	7,4	8,2	6,5	4,0	0,4
Severna Makedonija	2,9	3,9	-4,7	3,9	2,1	0,1	14,5	1,4	1,2	2,2	4,0	2,0	0,6
Poljska	5,9	4,5	-2,0	6,8	4,9	-0,8	11,3	7,4	9,4	10,5	5,2	4,4	0,5
Rumunija	6,0	3,9	-3,7	5,8	4,8	-0,3	15,4	6,7	2,4	6,3	5,1	3,8	4,6
Slovačka	4,0	2,5	-3,4	3,0	1,7	-0,1	9,9	1,4	1,3	2,9	1,3	1,4	1,1
Slovenija	4,5	3,5	-4,3	8,2	5,4	1,6	16,2	5,1	10,5	10,2	8,6	3,3	0,2

Napomena: još nisu objavljeni podaci za Q4 za tri zemlje: Albaniju, BiH i Crnu Goru  
Izvor: QM na osnovu podataka Eurostata

**Od izbijanja zdravstvene krize privreda Srbije je imala nešto bolje, ali ne i spektakularne rezultate u odnosu na uporedive zemlje**

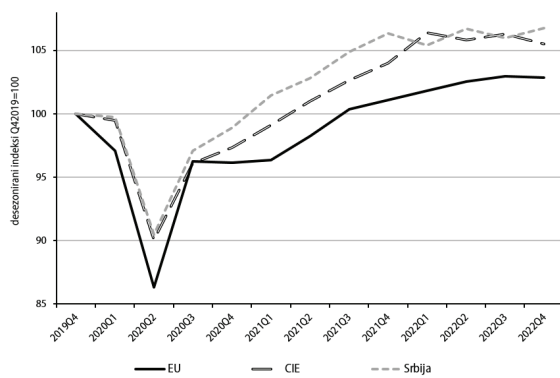
U prethodne tri godine, od 2020. do 2022. BDP Srbije je povećan za oko 9%. Rast uporedivih zemalja CIE u istom periodu bio je u proseku približno 7,3%. Dakle, Srbije jeste imala nešto bolje rezultate od proseka zemalja CIE, ali ova razlika nije dramatično velika (reda veličine 0,5 p.p. godišnje). Pritom, postoje zemlje CIE koje su u prethodne tri godine ostvarile bolje privredne rezultate od Srbije (Hrvatska, Poljska i Slovenija). Zbog toga su učestale ocene državnih zvaničnika da je Srbija evropski šampion u privrednom rastu u prethodnim godinama neutemeljene u podacima.

**U Q4 se nastavila primetno usporavanje privredne aktivnosti u čitavoj Evropi**

Komparativni podaci takođe pokazuju široko zastupljene znake usporavanja privredne aktivnosti u Evropi. Međugodišnji rast BDP-a na nivou EU u Q1 bio je 5,7%, a do Q4 već je bio smanjen na 1,5% (Tabela T2-4). Na nivou CIE godina je počela s rastom BDP-a od 7,6% a završava se s rastom od 1,3%. Kratkoročne trendove privrednog rasta u ovim grupama zemalja još jasnije opisuju desezonirani indeksi BDP-a koje smo (uključujući i Srbiju) prikazali u Grafikonu T2-5. U Grafikonu se i iz drugog ugla vide razlike u privrednim kretanjima od izbijanja zdravstvene krize u Srbiji, zemljama CIE i čitavoj EU, o čemu smo ekstenzivno pisali u QM-u tokom prethodnih godina. Ono na šta sad posebno skrećemo pažnju je to da je u Q4 2022. desezonirani indeks BDP-a na nivou čitave EU prvi put od završetka zdravstvene krize imao pad u odnosu na prethodni kvartal (mada je taj pad bio minimalan i iznosio je svega 0,1%).

**Zadržavamo prognozu rasta BDP-a Srbije u 2023. od 2%**

Grafikon T2-5. Srbija, CIE i EU: desezonirani indeksi BDP-a, 2020-2022. godine



Izvor: QM na osnovu podataka Eurostata

Privredna kretanja u Srbiji, kao i u čitavom regionu CIE, trenutno su veoma nestabilna, što dobro ilustruju i oscilacije desezoniranog BDP-a u 2022. koje se mogu videti u Grafikonu T2-5. Zbog toga je trenutno veoma teško oceniti na koju stranu će se okrenuti privredni trendovi u narednom periodu: da li u smeru privrednog oporavka, otpočinjanja recesije, ili će se nastaviti stagnacija koja je obeležila 2022. godinu. Nešto više informacija o tome ne donose ni prvi dostupni indikatori za januar 2023. godine. Industrijska proizvodnja Srbije u januaru imala je solidan međugodišnji rast od 4,1%, ali je njen desezonirani indeks ipak pao za čak 2% u odnosu na decembar 2022. godine. Januarski rast prometa u maloprodaji (u stalnim cenama) bio je niskih 1,8% – svakako pod uticajem visoke inflacije koja i dalje ubrzava. Međutim, to je opet bio bolji rezultat maloprodaje nego u novembru i decembru 2022. godine. Na sve to trebalo bi dodati preliminarne januarske podatke o spoljnoj trgovini koji ukazuju na



snažan rast neto izvoza, pošto je izvoz robe rastao po stopi od 21%, a uvoz po stopi od 12,5%. Dakle, ovako divergentna kretanja januarskih indikatora privredne aktivnosti definitivno ne mogu pouzdano da ukažu u kom smeru će se nastaviti privredna kretanja Srbije u narednom periodu. Zbog svega toga, nešto pouzdanije prognoze privrednog rasta Srbije u 2023. trenutno su praktično nemoguće. Zato ćemo zasad zadržati prognozu iznetu u prethodnim izdanjima *QM*-a, da bi rast BDP-a Srbije u 2023. mogao da bude oko 2% – gde bi najveći deo privrede imao stopu rasta od oko 1,5% dok bi očekivani oporavak poljoprivrede od suše mogao ukupnu stopu rasta BDP-a da podigne na oko 2%. Naravno ovu prognozu trebalo bi tretirati kao uslovnu i indikativnu i moguće je da će se dosta revidirati tokom tekuće godine – kao što se to dešavalo u periodu od 2020. do 2022. godine.

## Industrijska proizvodnja

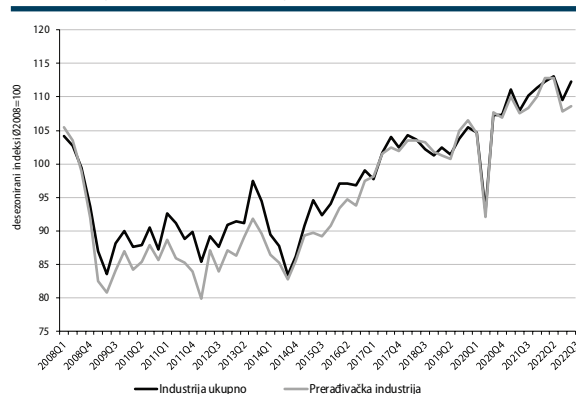
Čitavu 2022. obeležili su sledeći trendovi u industrijskoj proizvodnji: 1) ukupan rast industrijske proizvodnje bio je relativno nizak i iznosio je 1,7%; 2) u okviru industrijske proizvodnje postojala su tri potpuno divergentna trenda – visok rast rudarstva od 22,6%, nizak rast prerađivačke industrije (1,4%) i relativno dubok pad proizvodnje električne energije od 7,1% (Tabela T2-6). Podaci za Q4, kao i za januar 2023. pokazuju, međutim, određene promene u ovim kretanjima. Pre svega, u Q4 se završio period dubokog međugodišnjeg pada proizvodnje električne energije – ne toliko zbog boljeg poslovanja EPS-a, već prvenstveno zbog poređenja s nižom bazom iz prethodne godine.<sup>4</sup> Takođe, rudarstvo je nastavilo sa dosta visokim, dvocifrenim stopama rasta, mada su te stope sada nešto niže od uobičajenih iz prethodnih godinu dana. Na kraju, možda i najvažniji trend tiče se prerađivačke industrije, koja čini okosnicu industrijske proizvodnje u Srbiji i najbolje opisuje tržišna kretanja čitave delatnosti. Rezultati prerađivačke industrije postepeno se pogoršavaju. Prerađivačka industrija je 2022. godinu počela sa stopama rasta od preko 4% (Tabela T2-6), da bi u Q4 ovaj sektor privrede imao pad od 2,3%, a u januaru 2023. tek neznatni rast od 0,2%.

**Tabela T2-6. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2017–2023. godine**

	Međugodišnji indeksi															
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2021				2022				2023	2021
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Januar	Učešće
Ukupno	104,2	101,4	100,3	100,5	106,4	101,7	104,1	117,4	102,6	103,8	101,9	104,8	99,5	100,7	104,1	100,0
Rudarstvo	102,2	95,2	101,2	102,7	127,6	122,6	100,9	125,3	140,6	143,0	139,0	133,0	109,2	116,9	116,3	11,7
Prerađivačka industrija	106,6	102,0	100,2	100,1	105,6	101,4	103,0	119,3	100,3	103,0	104,1	104,8	99,1	97,7	100,2	72,6
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	94,1	101,2	100,5	101,0	100,7	92,9	109,1	107,5	96,1	90,6	80,9	91,9	95,9	106,0	112,5	15,6

Izvor: RZS

**Grafikon T2-7. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2022. godine**



Izvor: RZS i Eurostat

<sup>4</sup> I pored solidnog međugodišnjeg rasta ovog sektora industrijske proizvodnje u Q4 2022. i u januaru 2023, još uvek nije dostignuta proizvodnja električne energije iz istih perioda 2020. godine.

*Desezonirani indeksi industrijske proizvodnje potvrđuju određeno pogoršavanje osnovnih trendova industrijske proizvodnje od druge polovine 2022. godine*

Desezonirane indekse industrijske proizvodnje (i odvojeno prerađivačke industrije prikazali smo u Grafikonu T2-7. U Grafikonu se potvrđuje da je pik industrijske proizvodnje u Srbiji bio dostignut sredinom 2022, od kada je došlo do njenog smanjenja, naročito u prerađivačkoj industriji (svetlija linija na Grafikonu). Iako je u Q4 zabeležen određeni porast desezonirane industrijske proizvodnje u odnosu na Q3, njen nivo iz Q2 2022. nije bio dostignut. Podsećamo i na to da je u januaru 2023. došlo do novog desezoniranog smanjenja, kako ukupne industrijske proizvodnje, tako i samo prerađivačke industrije (koje nije prikazano na Grafikonu, jer su u njemu podaci samo na kvartalnom nivou).

**U zemljama CIE u Q4 je došlo do relativno snažnog usporavanja industrijske proizvodnje**

U Tabeli T2-8 uz Srbiju dajemo komparativne podatke o industrijskoj proizvodnji u EU i posebno u zemljama CIE.<sup>5</sup> U Tabeli se vidi da je Srbija tokom zdravstvene krize u 2020. imala znatno manji pad industrijske proizvodnje i od zemalja CIE i od čitave EU. Međutim, onda je u 2021. i 2022. Srbija imala niže stope rasta industrijske proizvodnje od obe posmatrane grupe zemalja. Zemlje CIE tako su u proseku već do kraja 2022. uspele da prestignu Srbiju, tj. kumulativni rast industrijske proizvodnje u zemljama CIE u prethodne tri godine u proseku je iznosio 10,7%, a Srbije u istom periodu 8,7%. Podaci za Q4, međutim, nagoveštavaju da se period relativno visokog rasta industrijske proizvodnje u zemljama CIE dosta naglo prekida. Međugodišnji rast industrijske proizvodnje u Q4 smanjen je u CIE na svega 1,6% (nakon što je u Q3 bio 6,1%). Uz to, čak 9 od posmatranih 13 zemalja CIE u Q4 je imalo međugodišnji pad industrijske proizvodnje.<sup>6</sup> Na nivou čitave EU ovakvo usporavanje industrijske proizvodnje u Q4 kao u zemljama CIE nije se još uvek dogodilo (Tabela T2-8), ali mora se uzeti u obzir i to da na nivou EU nije ni u prvoj polovini 2022. bilo visokog rasta ove delatnosti kao u CIE.

**Tabela T2-8. Srbija i zemlje CIE: međugodišnji rast industrijske proizvodnje, 2018-2022. godine**

	2018	2019	2020	2021	2022	Međugodišnji rast (%)							
						2021				2022			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Srbija	1,4	0,3	0,5	6,4	1,7	4,1	16,3	2,5	3,8	1,9	4,8	-0,5	0,7
EU (27)	1,2	-0,2	-7,3	8,3	1,9	4,9	23,7	6,0	1,3	1,1	1,7	2,8	2,1
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	4,3	1,8	-5,2	10,9	5,3	5,7	29,0	5,9	6,3	8,2	5,9	6,1	1,6
Bosna i Hercegovina	1,7	-5,5	-6,6	9,8	0,9	7,0	17,8	8,4	6,7	3,3	4,5	-0,9	-2,8
Bugarska	0,4	0,6	-6,2	10,1	12,8	0,6	16,8	10,5	13,2	17,1	17,5	14,0	3,9
Češka	3,1	-0,4	-7,2	6,6	2,5	4,3	28,2	-0,1	-1,9	0,3	0,8	6,1	3,2
Estonija	4,8	7,1	-2,8	12,8	-2,3	5,8	21,6	12,7	11,8	4,3	2,6	-5,0	-10,4
Hrvatska	-0,7	0,6	-3,4	6,3	1,6	5,8	13,1	3,1	3,9	3,0	2,5	2,4	-1,5
Letonija	2,0	0,8	-1,7	6,4	0,8	3,7	12,6	6,3	3,5	4,0	3,6	-2,6	-1,2
Litvanija	6,0	2,9	-1,9	20,3	9,3	13,7	25,1	17,6	24,2	23,5	9,2	10,0	-2,5
Mađarska	3,9	5,6	-7,1	9,9	5,7	5,5	36,7	2,4	1,2	5,6	4,5	9,2	3,7
Severna Makedonija	5,4	3,7	-9,5	1,5	-0,3	-6,1	22,3	-3,5	-2,3	3,4	1,3	-1,8	-3,4
Poljska	5,8	4,3	-2,1	14,9	11,0	8,5	30,1	10,4	12,9	16,1	12,6	10,2	5,7
Rumunija	4,3	-3,2	-9,3	6,7	-1,7	1,6	32,5	0,9	-2,4	-0,4	-2,6	-0,6	-3,3
Slovačka	4,5	0,7	-8,1	10,3	-3,7	6,7	36,0	0,9	3,4	-2,6	-3,0	-1,6	-7,0
Slovenija	5,1	3,1	-5,3	10,3	1,5	3,3	25,5	6,1	7,9	6,4	3,0	2,3	-4,9

Izvor: QM na osnovu podataka Eurostata

**Trenutno izgleda da bi industrijska proizvodnja u Srbiji mogla da bude u stagnaciji u 2023. godini**

Uzimajući sve navedeno u obzir – relativno loša kretanja prerađivačke industrije u Srbiji u drugoj polovini 2022. godine (koja se nastavlja i u januaru 2023. godine), kao i snažno i široko rasprostranjeno usporavanje industrijske proizvodnje u čitavom regionu CIE – ocenjujemo da je malo verovatno da će industrijska proizvodnja Srbije tokom 2023. imati dobre rezultate. Zasad smo najbliži prognozi da bi u 2023. moglo da dođe do stagnacije ili niskog rasta industrijske proizvodnje, poput onog koji je ostvaren u 2022. godini. Naravno, kao i za sve prognoze privredne aktivnosti koje se daju u ovom trenutku, i za ovu važi da je samo indikativna i moguće je da ćemo je promeniti u narednim izdanjima QM-a.

## Građevinarstvo

**Po proceni RZS-a građevinarstvo je u Q4 imalo dubok međugodišnji pad od 12,5%, a na nivou čitave 2022. pad od oko 10%**

U Q4 se nastavljaju i dodatno pogoršavaju dosta loši rezultati građevinarstva koji traju tokom čitave 2022. godine. Procenjeni međugodišnji pad BDV-a građevinarstva u Q4 iznosio je 12,5% i nešto je dublji nego u prva tri kvartala 2022. kad je bio 8,5% (Tabela T2-2). Kretanje BDV-a građevinarstva zvanična statistika uglavnom utvrđuje na osnovu vrednosti izvedenih građevinskih radova u Srbiji u stalnim cenama. Ta vrednost izvedenih građevinskih radova po proceni RZS-a imala je u Q4 međugodišnji pad od 13,7%. Na nivou čitave godine pad građevinarstva u 2022. procenjen je na 9,8%.

Zvanične podatke o kretanju građevinarstva, međutim, uvek dodatno analiziramo. Naime, građevinarstvo je delatnost koja se statistički dosta otežano prati jer je vrlo dinamičan sektor

<sup>5</sup> Pošto su na Eurostat-u dostupni podaci o industrijskoj proizvodnji i za Bosnu i Hercegovinu i Severnu Makedoniju, i ove dve zemlje uključene su u grupu zemalja CIE

<sup>6</sup> Tri od četiri zemlje CIE koje su u Q4 imale pozitivne međugodišnje stope rasta industrijske proizvodnje bile su Poljska, Češka i Mađarska, koje zajedno čine oko 60% ukupne industrijske proizvodnje CIE. Zbog tako velikog pondera, ukupan rast industrijske proizvodnje u CIE bio je u Q4 pozitivan i pored toga što je najveći broj zemalja u uzorku (9 od 13 zemalja) imalo pad industrijske proizvodnje.

s velikim brojem preduzeća koja se brzo osnivaju i gase, a dobar deo delatnosti obavlja se i u sivoj zoni. Zbog toga se ponekad dešava da zvanični podaci o kretanju građevinske aktivnosti ne odslikavaju najbolje stvarna tržišna kretanja u ovom sektoru. Ta dodatna analiza koju smo sprovedi potvrđuje da je građevinarstvo u Q4, ali i čitavoj 2022. znatno pogoršalo svoje trendove u odnosu na prethodne godine i da je najverovatnije zaista bilo u padu. Međutim, vrlo je moguće da je taj pad ipak nešto manji od 10% koliko prikazuje zvanična statistika.

**Posredni indikatori nagoveštavaju da je pad građevinarstva u 2022. bio možda nešto manji nego što prikazuje zvanična statistika**

Realni rast plata zaposlenih u građevinarstvu u 2022. bio je pozitivan i iznosio je 0,3%. Takođe, tokom 2022. nastavio se rast zaposlenosti u ovom sektoru. Po ARS-u rast ukupne zaposlenosti u građevinarstvu tokom 2022. bio je 0,9%, a rast registrovane zaposlenosti (na osnovu administrativnih podataka) bio je 1,7%. Ovo su приметно lošija kretanja zaposlenosti i zarada u građevinarstvu u odnosu na prethodne godine, što potvrđuje da je došlo do pogoršanja trenda ove delatnosti, ali opet ne ukazuju da je tokom 2022. došlo do pada građevinarstva za oko 10% koliko pokazuje zvanična statistika. Slično tome, indeks proizvodnje cementa tokom 2022. takođe je imao minimalni rast od 0,6% (Tabela T2-9). Ovo je takođe lošiji rezultat u proizvodnji cementa od uobičajenog u prethodnim godinama, ali opet nije bio toliko loš da bi bio potpuno konzistentan s prikazanim padom građevinske aktivnosti od 10%. Uzimajući sve u obzir, podaci sa tržišta rada i indeks proizvodnje cementa nesporno potvrđuju da je tokom 2022. došlo do znatnog pogoršanja trenda, verovatno i pada građevinske aktivnosti tokom 2022. godini. Međutim, zadržavamo određenu rezervu da ova delatnost ima toliko dubok pad od oko 10% – koji prikazuje RZS.

**Malo je verovatan oporavak građevinarstva u narednom periodu**

**Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2022. godine**

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	103,7	108,1	110,2	105,9
2009	34,1	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3
2012	107,9	88,3	58,2	84,9	79,6
2013	83,5	78,7	127,6	93,5	94,9
2014	136,2	90,3	96,2	104,7	101,5
2015	77,9	112,4	104,5	108,7	103,1
2016	120,2	109,8	109,9	100,4	108,9
2017	110,4	104,1	96,4	118,7	105,9
2018	107,5	110,6	112,8	106,3	109,7
2019	112,2	96,7	103,3	104,1	102,8
2020	154,9	97,9	112,7	118,2	116,8
2021	80,2	130,8	101,9	101,2	103,9
2022	108,1	97,8	94,3	105,9	100,6

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

Za građevinarstvo je trenutno veoma teško pouzdano oceniti i postojeće trendove, a još je teže dati prognozu budućih kretanja. Pritom, i u prošlosti se neretko dešavalo da građevinarstvo svojim rezultatima iznenadi. Mada se još uvek ne može isključiti nijedan scenario, trenutno ne deluje realistično očekivati da će u skoro vreme doći do preokreta i snažnijeg rasta građevinarstva. Velike globalne neizvesnosti kakve trenutno vladaju utiču na investitore da se privremeno uzdržavaju od investicija, a na građevinarstvo negativno utiče i relativno snažan rast kamatnih stopa. Zbog toga očekujemo da će građevinarstvo i u 2023. nastaviti sa padom, tj. sa sličnim kretanjima kao u 2022. godini. Međutim, ne bi bilo iznenađenje da zvanični podaci u 2023. pokažu znatno manji pad građevinarstva nego što je bio u 2022. godini – ne toliko zbog tržišnih trendova u građevinarstvu (za koje očekujemo da će biti slični kao u 2022. godinu), već zbog toga što postoje nagoveštaji da je prikazani pad ove delatnosti u 2022. zvanična statistika možda i precenila.

## 3. Tržište rada

Rezultati na tržištu rada su mešoviti, zaposlenost i nezaposlenost stagniraju, dok realne zarade opadaju u većem delu 2022. Stopa nezaposlenosti i stopa zaposlenosti su skoro nepromenjene u odnosu na isti kvartal prethodne godine i iznosile su 9,2% i 50,1%, respektivno, u Q4 2022. Ukupna zaposlenost prema Anketi o radnoj snazi (ARS) je u Q4 opala za 1%, dok je registrovana zaposlenost prema podacima Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) porasla za 2,4% međugodišnje. Stopa neformalne zaposlenosti je iznosila 12,8%. Neformalna zaposlenost je skoncentrisana u poljoprivredi, gde iznosi 50%. Zaposlenost je porasla i u javnom i u privatnom sektoru, pri čemu je rast zaposlenosti u privatnom sektoru veći i iznosio je 3% međugodišnje. Prilagođavanja na tržištu rada se vide kroz smanjenje ili stagnaciju zarada u većini delatnosti. Prosečna zarada je iznosila 79 hiljada dinara, i ona je realno manja u Q4 2022. u odnosu na isti kvartal prethodne godine za 1,5%. U 2022. u odnosu na 2021. godinu, prosečne zarade su realno porasle za 1,7%, što je dosta manje u odnosu na stope realnog rasta u prethodnim godinama (u 2021. rast je bio 5,4%, u 2020. je iznosio 7,7%). U 2019. i 2020. godini zarade su realno rasle znatno brže nego BDP, pa je u poslednje dve godine došlo do prilagođavanja zarada kretanju privredne aktivnosti. Inflacija je u Q4 2022. u potpunosti obezvređila nominalni rast plata u javnom sektoru, i u odnosu na prethodni kvartal (realni pad od 2,4%) i u odnosu na isti kvartal prethodne godine (realni pad od 7,6%), dok su u privatnom sektoru zarade realno povećane za 1,3%. Prosečna zarada u javnom sektoru je u Q4 2022. prvi put bila manja od prosečne zarade u privatnom sektoru za oko 1.000 dinara. Veće prosečne zarade u privatnom sektoru u odnosu na javni sektor su posledica različite dinamike povećanja zarada u dva sektora. Očekujemo da u prvom kvartalu 2023. godine zarade u javnom sektoru budu u proseku veće nego u privatnom sektoru, s obzirom na to da se zarade u javnom sektoru povećavaju na početku godine. Produktivnost rada je u Q4 opala, dok su realni jedinični troškovi rada stagnirali.

### Zaposlenost i nezaposlenost

**U Q4 stopa zaposlenosti je iznosila 50,1%, a stopa nezaposlenosti 9,2%**

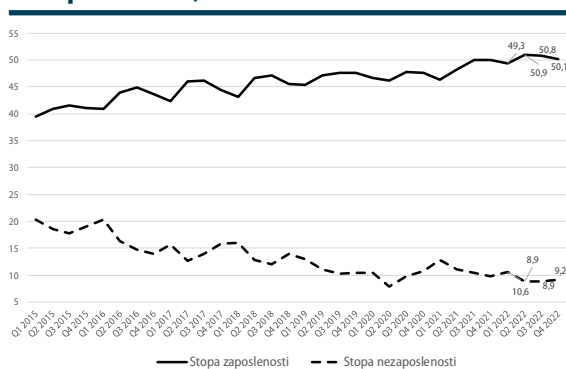
**U periodu 2010–2022. poboljšana je struktura stanovništva na tržištu rada, aktivnost i zaposlenost je povećana, dok je neaktivnost i nezaposlenost smanjena**

**Negativni demografski trendovi su uticali na pozitivne promene na tržištu rada**

**Stopa neformalne zaposlenosti van poljoprivrede je iznosila 6,5%, dok je u poljoprivredi i dalje veoma visoka (50.1%)**

Osnovni indikatori tržišta rada (stopa zaposlenosti i nezaposlenosti) pokazuju stagnaciju (Grafikon 3. 1). Stopa zaposlenosti je iznosila 50,1% i veća je za 0,1 pp u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok je stopa nezaposlenosti od 9,2% manja u odnosu na isti kvartal prethodne godine za 0,6 pp. Iako je stopa zaposlenosti nepromenjena, došlo je do pada ukupnog broja zaposlenih za skoro 30 hiljada, odnosno 1%. Pad ukupnog stanovništva je bio neznatno veći od pada broja zaposlenih, 1,2% međugodišnje, pa je stopa zaposlenosti ostala nepromenjena. Broj nezaposlenih je takođe opao za 26 hiljada lica međugodišnje. Ukupan broj nezaposlenih u Q4 2022. je bio manji od 300 hiljada. Broj nezaposlenih u 2022. je bio za oko 50 hiljada manji u odnosu na prosek 2021. godine, odnosno za 14%.

**Grafikon T3-1. Kretanje stope zaposlenosti i nezaposlenosti, 15+**

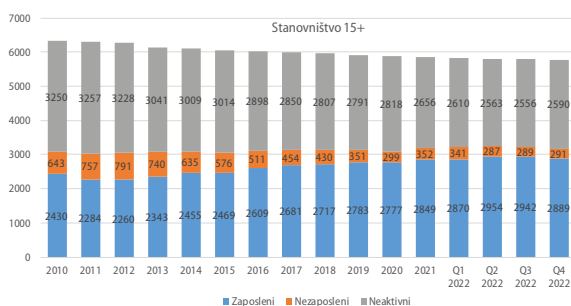


Napomena: Prekid u seriji 2021.  
Izvor: RZS, ARS

Prema podacima ARS, ukupno stanovništvo se smanjilo za oko pola miliona, odnosno 8% u periodu 2010–2022. Prema demografskim projekcijama smanjivanje broja stanovnika u Srbiji, slično kao i u ostalim evropskim zemljama, predstavlja dugoročni trend koji će se nastaviti u narednim decenijama. Glavni pokretači smanjivanja broja stanovnika su negativan prirodni priraštaj i u manjoj meri neto emigracija. Osim toga očekuje se rast učešća starog stanovništva u ukupnom broju stanovnika. Smanjivanje broja stanovnika i starenje stanovništva, utiće na smanjenje ponude rada, uprkos očekivanom povećanju starosne granice za penzionisanje i povećanju

učesća penzionera na tržištu rada. Uticaj navedenih faktora na tržište rada je teško predvideti jer će se oni događati uporedo sa supstitucijom nekih poslova mašinama i veštačkom inteligencijom, ali i kreiranjem novih poslova.

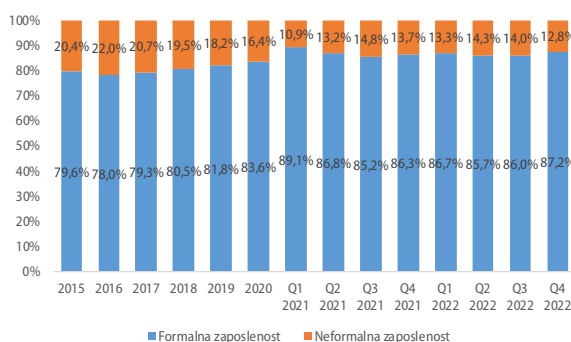
**Grafikon T3-2. Kretanje stanovništva, 15+, 2010–2022.**



Napomena: Prekid u seriji 2021.  
Izvor: RZS, ARS

rasta, emigracije i starenja stanovništva, što dovodi do pritiska na tržištu rada, odnosno rasta zaposlenosti, a pada nezaposlenosti i neaktivnosti.

**Grafikon T3-3. Formalna i neformalna zaposlenost u % od ukupne zaposlenosti, 15+**



Napomena: Prekid u seriji 2021.  
Izvor: RZS, ARS

industrija i usluge ostvarile međugodišnji rast broja zaposlenih, dok poljoprivreda konstantno beleži smanjenje broja registrovanih zaposlenih lica (Tabela 3. 1). U periodu 2017–2022. broj registrovanih zaposlenih u poljoprivredi se smanjivao, pri čemu je godišnji pad u 2022. iznosio 5,6%. Građevinarstvo je ostvarilo rast broja zaposlenih prema oba izvora podataka, iako je BDV realno opala za čak 12,5% međugodišnje.

**Tabela T3-1. Kretanje broja zaposlenih (15+) i realne bruto dodate vrednosti (BDV) prema sektorima delatnosti, međugodišnja promena**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
Zaposlenost CROSO	3,0%	3,8%	2,4%	2,3%	3,0%	1,8%	1,9%	1,8%	1,2%	2,6%
BDV	2,1%	4,3%	4,4%	-0,6%	7,4%	1,9%	3,3%	3,5%	0,7%	0,3%
Zaposlenost poljoprivreda	-0,7%	-1,2%	-5,5%	-1,7%	-1,8%	-5,6%	-4,6%	-5,2%	-6,6%	-6,1%
BDV poljoprivreda	-11,4%	15,1%	-1,7%	2,3%	-5,7%	-8,3%	-8,4%	-8,6%	-8,5%	-7,8%
Zaposlenost industrija	4,7%	5,0%	3,1%	3,3%	2,9%	0,7%	1,2%	1,0%	-0,2%	0,7%
BDV industrija	-0,8%	4,0%	-23,8%	0,5%	6,3%	1,9%	2,0%	4,6%	-0,4%	1,2%
Zaposlenost građevinarstvo	1,2%	7,9%	9,7%	9,1%	4,8%	1,7%	3,4%	2,1%	0,3%	1,2%
BDV građevinarstvo	5,4%	12,4%	33,6%	-3,3%	17,6%	-9,8%	-5,7%	-6,9%	-12,1%	-12,5%
Zaposlenost usluge	2,5%	3,2%	1,8%	1,5%	2,9%	2,5%	2,1%	2,2%	1,9%	3,6%
BDV usluge	5,8%	2,3%	20,1%	-1,1%	8,5%	4,3%	5,8%	5,4%	3,8%	2,6%

Napomene: Registrovana zaposlenost bez registrovanih individualnih poljoprivrednika je korišćena za zaposlenost (CROSO). Zaposlenost u Q4 2022. i u 2022. su prethodni podaci. Kvartalni podaci za BDV za 2022. godinu su prethodni podaci, dok je godišnji podatak za BDV suma kvartalnih.  
Izvor: RZS, CROSO i SNR

*Kretanje zaposlenosti je u skladu sa kretanjem privredne aktivnosti*

*Zaposlenost je značajno opala u poljoprivredi i prema ARS i prema CROSO*

*Registrovana zaposlenost je porasla u industriji, uslugama i građevinarstvu*

*Zaposlenost se povećala i u javnom i u privatnom sektoru*

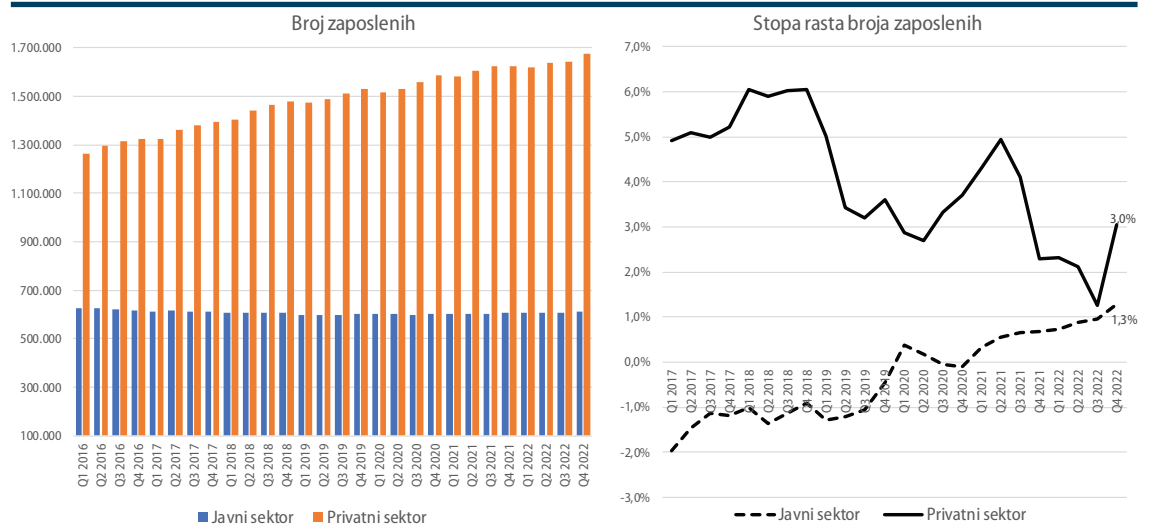
Smanjenje ukupnog stanovništva (15+) u periodu 2010–2022. je praćeno pozitivnom promenom u strukturi, broj zaposlenih se povećao za oko pola milion (483 hiljade), što je rast od 20%, dok se broj nezaposlenih smanjio za 341 hiljadu, odnosno za 53%. Broj neaktivnih lica je takođe smanjen za skoro 700 hiljada, odnosno za 21%. Iako je ukupno stanovništvo 15+ smanjeno, povećao se broj aktivnih i zaposlenih lica, a smanjio broj nezaposlenih i neaktivnih lica (Grafikon 3. 2), što ocenjujemo kao pozitivan trend. Poboljšanja na tržištu rada u poslednjih 12 godina su posledica privrednog

Stopa neformalne zaposlenosti se smanjuje, i u Q4 2022. je iznosila 12,8% (Grafikon 3. 3). Stopa neformalne zaposlenosti u poljoprivredi je iznosila 50,1%, dok je van poljoprivrede iznosila 6,5%.

Kretanje ukupne zaposlenosti (zaposleni kod poslodavaca, preduzetnici i zaposleni kod njih, lica koja samostalno obavljaju delatnost) prema podacima CROSO je u skladu sa kretanjem privredne aktivnosti. Bruto dodata vrednost (BDV) je u 2022. u odnosu na prethodnu godinu realno porasla za 1,9%, a zaposlenost je porasla za 1,8%. Posmatrano prema delatnostima i kvartalima, vidimo da su građevinarstvo,

Ukupan broj registrovanih zaposlenih lica prema podacima CROSO je iznosio 2 miliona i 342 hiljade u Q4 2022. Broj registrovanih zaposlenih lica je veći u odnosu na prethodni kvartal za 2,4%, odnosno za 50-ak hiljada zaposlenih. Posmatrano prema strukturi, porastao je i broj zaposlenih u pravnim licima, kao i broj preduzetnika i zaposlenih kod njih i lica koja samostalno obavljaju delatnost. Smanjio se broj registrovanih individualnih poljoprivrednika. U odnosu na isti kvartal prethodne godine, zaposlenost je povećana i u javnom i u privatnom sektoru, pri čemu je relativni rast u privatnom sektoru veći i iznosio je 3% međugodišnje. Broj zaposlenih u javnom sektoru je iznosio 614 hiljada, dok je u privatnom sektoru milion i 673 hiljade zaposlenih u Q4 2022. Ukupna registrovana zaposlenost se povećala u 2022. u odnosu na 2021. godinu za 36 hiljada, a godišnji rast zaposlenosti je iznosio 1,8%. Delatnost sa najvećim godišnjim rastom je informisanje i komunikacije, gde je broj zaposlenih povećan za 12 hiljada, tj. 14,2%. Značajni godišnji rast zaposlenosti je ostvaren i u rudarstvu (6,7%), administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima (5,6%), stručnim, naučnim i tehničkim delatnostima (6,2%) i poslovanju nekretninama (5,1%). Posmatrano prema svojini, zaposlenost je u 2022. godini u odnosu na prethodnu godinu povećana za 1% u javnom sektoru i 2,2% u privatnom sektoru.

**Grafikon T3-4. Kretanje zaposlenosti u javnom i privatnom sektoru**



Napomena: Podatak za Q4 2022. je prethodni podatak. Zaposlenost obuhvata broj zaposlenih u pravnim licima, preduzetnike i zaposlene kod njih, kao i lica koja samostalno obavljaju delatnost.  
Izvor: RZS, CROSO

**Prosečna neto zarada u Q4 je realno manja za 1,5% međugodišnje, dok je u celoj 2022. porasla za 1,7%**

**U 2022. godini je primetan manji realni godišnji rast zarada u odnosu na prethodne tri godine.**

**Grafikon T3-5. Indeks realnih zarada, 2009=100**



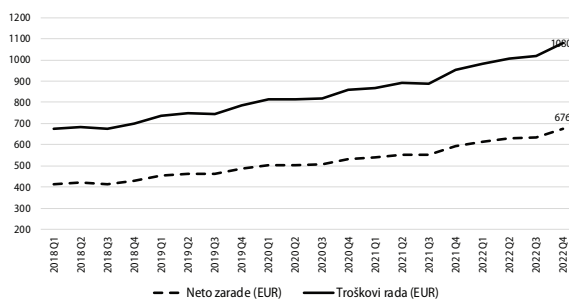
Napomena: Prekid u seriji 2018.  
Izvor: RZS.

## Zarade

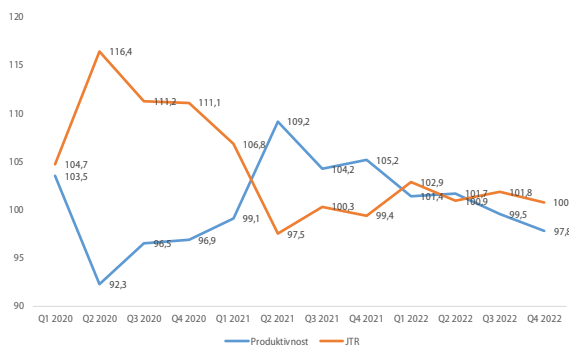
Prosečna neto zarada je iznosila 79.302 RSD u Q4 2022. Međugodišnji nominalni rast zarada je iznosio 13,4%, dok je realno zarada opala za 1,5% u Q4 2022. U 2022. u odnosu na 2021. godinu, realne zarade su bile 1,7% veće, što je u skladu sa kretanjem realne BDV (1,9%). U 2022. godini je zabeležen najmanji realni godišnji rast zarada u odnosu na prethodni period (2018–2021). Prilagođavanje realnih zarada je očekivano, s obzirom na to da zarade u prethodnih nekoliko godina rastle brže od BDP i produktivnosti.

Medijalna zarada u 2022. godini je iznosila 57 hiljada dinara, dok je prosečna zarada bila 75 hiljada dinara. Medijalna zarada je manja od prosečne zarade za 18 hiljada dinara odnosno 24,4% u 2022. godini. Medijalna zarada raste malo



**Grafikon T3-8. Prosečne neto zarade i troškovi poslodavca u evrima**

Izvor: RZS za plate, NBS za devizni kurs.

**Grafikon T3-9. Kretanje produktivnosti rada i realnih jediničnih troškova rada, Q1 2020 – Q4 2022.**

Napomene: Registrovana zaposlenost bez registrovanih individualnih poljoprivrednika je korišćena za zaposlenost (CROSO). Zaposlenost u Q4 2022. je prethodni podatak. Kvartalni podaci za 2022. godinu su prethodni podaci.  
Izvor: Proračun autora na podacima RZS.

od 2012. do 2022. iznosi 74%, dok su realne zarade u istom periodu povećane za 28%.

## Produktivnost rada

Registrovana zaposlenost u Q4 2022. (bez individualnih poljoprivrednika) je porasla za 2,6% međugodišnje, dok je BDV realno porasla za 0,3%. Produktivnost rada je u Q4 realno opala za 2,2% u odnosu na isti kvartal 2021, dok su jedinični troškovi rada porasli za 0,8%. U drugoj polovini 2022. godine, produktivnost rada je imala međugodišnji pad, dok su jedinični troškovi rada stagnirali. U 2022. godini produktivnost rada je nepromenjena u odnosu na prethodnu godinu, dok su realni jedinični troškovi rada porasli za 1,6%.

**Produktivnost rada u Q4 2022. je opala međugodišnje, dok su realni jedinični troškovi rada bili nepromenjeni**

## Dodatak

**Tabela D3. 1 Osnovni indikatori tržišta rada**

	2017	2018	2019	2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
Stopa aktivnosti (%)	54,0	54,5	54,6	54,0	53,1	54,3	55,8	55,4	55,2	55,8	55,8	55,1
Stopa zaposlenosti (%)	46,7	47,6	49,0	49,1	46,3	48,3	50,0	50,0	49,3	50,9	50,8	50,1
Stopa nezaposlenosti (%)	13,5	12,7	10,4	9,0	12,8	11,1	10,5	9,8	10,6	8,9	8,9	9,2
Stopa neformalne zaposlenosti (%)	20,7	19,5	18,2	16,4	10,9	13,2	14,8	13,7	13,3	14,3	14,0	12,8

Napomena: Prekid u seriji 2021.

Izvor: RZS.

**Tabela D3. 2 Prosečne neto zarade i troškovi poslodavca u EUR**

	2018	2019	2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
Prosečne neto zarade ukupno (€)	420	466	511	541	553	552	595	613	628	634	676
Prosečne neto zarade industrija (€)	413	454	485	502	519	514	546	553	575	579	617
Troškovi poslodavca ukupno (€)	684	754	827	869	890	888	955	981	1006	1017	1080
Troškovi poslodavca industrija (€)	672	734	784	807	835	828	877	884	923	930	988

Napomena: Industrija obuhvata delatnosti B, C i D, ponderisani prosek zarada. Kurs dinara prema evru, prosek perioda (NBS).

Izvor: Proračun autora na podacima RZS i NBS.



## 4. Platni bilans i spoljna trgovina

U 2022. godini deficit tekućeg računa iznosi 4,14 mlrd evra (6,9% BDP-a), što je znatno iznad nivoa iz 2021. od 2,27 mlrd evra (4,2% BDP-a). Posmatrano po pojedinim kvartalima 2022. godine, nivo tekućeg deficita je rezultat visokih vrednosti u prvoj polovini i znatno nižih u drugoj polovini godine. Viši tekući deficit u 2022. u poređenju sa 2021. godinom dominantno je rezultat rasta robnog deficita, i u manjoj meri rastom deficita na računu primarnog dohotka, dok je istovremeno došlo do rasta neto priliva na računu sekundarnog dohotka i na računu usluga. Spoljnotrgovinski tokovi, doznake i odliv dohodaka od kapitala povećani su usled svetske inflacije. Visoka vrednost robnog deficita je znatno iznad proseka u poslednjih deset godina, a povećanje je najvećim delom posledica rasta deficita u trgovini energentima. Izvoz robe je iznosio 26,9 mlrd evra, i za 28% je iznad prošlogodišnjeg, dok je uvoz dostigao 36,3 mlrd evra, i za 34% je viši od prošlogodišnjeg. Ovakav rast vrednosti izvoza i uvoza znatnim delom je posledica rasta svetskih cena – jedinična vrednost i izvoza i uvoza je viša od prošlogodišnje u sva četiri kvartala. Količnik izvoznih i uvoznih cena (indeks odnosa razmene) je u sva četiri kvartala ispod 100, ukazujući na pogoršane odnose razmene, što je delovalo u pravcu rasta spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita tokom 2022. godine. Priliv po osnovu sekundarnog dohotka je značajan zbog veoma visokog neto priliva ličnih transfera – 4,6 mlrd evra, tj. 7,7% BDP-a, od čega su doznake radnika 3,7 mlrd evra, tj. 6,1% BDP-a. U 2022. zabeležen je izuzetno visok priliv kapitala, što je vodilo znatnom rastu deviznih rezervi. Neto priliv SDI je bio na veoma visokom nivou (4,3 mlrd evra, tj. 7,1% BDP-a) i za skoro petinu iznad prošlogodišnjeg. Istovremeno došlo je do porasta inostrane zaduženosti privatnog sektora, a u većoj meri javnog sektora i NBS, što se odrazilo na ubrzani rast spoljnog duga.

**U 2022. deficit tekućeg računa 4,14 mlrd evra, tj. 6,9% BDP-a...**

**...znatno iznad nivoa zabeleženog u 2021. godini...**

**...u drugoj polovini godine osetno niži nego u prvoj polovini godine**

**Visoka vrednost robnog deficita iznad proseka u poslednjih deset godina...**

**...izvoz, uvoz, doznake i odliv dohodaka od kapitala povećani usled svetske inflacije**

Spoljnotrgovinski i tekući bilans beleže visoke deficite u 2022. godini, mada su rezultati bolji u drugoj polovini godine. U 2022. godini na tekućem računu platnog bilansa ostvaren je deficit od 4,14 mlrd evra (6,9% BDP-a). Takav nivo tekućeg deficita je znatno iznad nivoa zabeleženog u 2021. godini od 2,27 mlrd evra (4,2% BDP-a). Posmatrano po pojedinim kvartalima 2022. godine, ostvareni nivo tekućeg deficita na nivou godine je rezultat relativno visokog nivoa u prvoj polovini (u proseku 10,5% BDP-a) i znatno nižih nivoa u drugoj polovini godine (u proseku 3,8% BDP-a).

Ovakav porast tekućeg deficita u 2022. u poređenju sa 2021. godinom rezultat je većim delom rasta robnog deficita (za čak 4,2 pp BDP-a, tj. sa 11,3% na 15,5% BDP-a), kao i, manjim delom, rasta deficita na računu primarnog dohotka<sup>1</sup> (za 1,1 pp BDP-a, tj. sa 3,9% na 5,0% BDP-a). Sa druge strane, istovremeno je došlo do rasta neto priliva na računu sekundarnog dohotka<sup>2</sup> (za 1,5 pp BDP-a, tj. sa 8,3 na 9,8% BDP-a) i na računu usluga (za 1,2 pp BDP-a, tj. sa 2,6% na 3,8% BDP-a, Tabela T4-1).

Tokom 2022. zabeležen je robni deficit od 9,35 mlrd evra, tj. 15,5% BDP-a, dok je ostvaren suficit na računu usluga od 2,32 mlrd evra (3,8% BDP-a). Time, u 2022. spoljnotrgovinski deficit je iznosio 7,04 mlrd evra, tj. 11,7% BDP-a (Tabela T4-1 i Grafikon T4-2).

Visoka vrednost robnog deficita je znatno iznad proseka u poslednjih deset godina, a povećanje je najvećim delom posledica rasta deficita u trgovini energentima. Izvoz robe je iznosio 26,9 mlrd evra (39% BDP-a), i za 28% je iznad prošlogodišnjeg. Uvoz je dostigao 36,3 mlrd evra (51% BDP-a), i za 34% je viši od prošlogodišnjeg. Ovakav rast vrednosti izvoza i uvoza znatnim delom je posledica rasta svetskih cena – jedinična vrednost izvoza i uvoza su povećane za 18,2% i 22,9%, respektivno. Količnik izvoznih i uvoznih cena (indeks odnos razmene) je tokom 2022. godine ispod 100, ukazujući na pogoršane odnose razmene. Na relativno visok suficit na računu usluga je povoljno uticao pre svega brz rast turističkih, informaciono komunikacionih i poslovnih

<sup>1</sup> Ova stavka u platnom bilansu obuhvata naknade za zaposlene, dividende, reinvestiranu dobit, kamate i druge dohotke od faktora proizvodnje.

<sup>2</sup> Ova stavka u platnom bilansu obuhvata doznake, donacije i druge vrste transfera.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2020	2021	2022	2022			
				Q1	Q2	Q3	Q4
<b>u milionima evra</b>							
<b>TEKUĆI RAČUN</b>	-1.929	-2.266	-4.139	-1.532	-1.366	-404	-837
Roba	-5.201	-6.020	-9.353	-2.579	-2.739	-1.884	-2.152
Izvoz robe	16.079	21.018	26.913	6.150	6.822	6.816	7.126
Uvoz robe	21.280	27.038	36.266	8.728	9.560	8.700	9.278
Usluge	1.102	1.398	2.316	489	408	531	888
Prihodi	6.191	7.800	11.087	2.167	2.549	3.117	3.253
Rashodi	5.090	6.402	8.771	1.679	2.141	2.586	2.365
Primarni dohodak	-1.425	-2.058	-3.013	-522	-687	-753	-1.052
Prihodi	571	536	654	137	167	160	191
Rashodi	1.996	2.594	3.667	658	854	913	1.243
Sekundarni dohodak	3.595	4.414	5.912	1.079	1.652	1.702	1.479
Prihodi	4.346	5.294	7.189	1.349	1.943	2.099	1.799
Rashodi	751	880	1.277	269	291	397	320
Lični transferi, neto <sup>1)</sup>	2.859	3.310	4.622	807	1.247	1.423	1.145
od čega: Doznake radnika	2.121	2.511	3.669	618	1.012	1.217	821
<b>KAPITALNI RAČUN- neto</b>	-30	-25	-25	-3	-8	-6	-9
<b>FINANSIJSKI RAČUN</b>	-2.079	-2.122	-3.783	-1.611	-1.411	-156	-606
Direktne investicije	-2.938	-3.657	-4.306	-562	-935	-1.284	-1.525
Portfolio investicije	-1.624	-1.556	64	185	-98	-205	183
Finansijski derivati	87	32	-99	11	-36	-56	-17
Ostale investicije	2.125	440	-2.362	1.011	-658	-270	-2.446
Ostali vlasnički kapital	1	-2	-2	-2	0	2	-2
Gotov novac i depoziti	718	678	285	785	-437	-12	-51
Krediti	-454	-776	-3.369	-145	-652	-413	-2.159
Centralna banka	8	4	-986	0	0	0	-986
Depozitne institucije osim centralne banke	-477	-135	-112	161	-311	-144	182
Država	295	-484	-1.629	-118	-256	-155	-1.099
Ostali sektori	-280	-161	-642	-187	-85	-113	-256
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	4	-30	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	1.856	1.329	724	374	431	153	-234
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	760	0	0	0	0	0
<b>Devizne rezerve</b>	270	2.619	2.919	-2.256	316	1.659	3.200
<b>GREŠKE I PROPUSTI- neto</b>	-121	169	381	-76	-37	255	240
<b>PRO MEMORIA</b>							
<b>u % BDP-a</b>							
Bilans tekućih transakcija	-4,1	-4,2	-6,9	-11,8	-9,1	-2,6	-5,0
Bilans robne razmene	-11,1	-11,3	-15,5	-19,9	-18,3	-12,0	-12,8
Izvoz robe	34,4	39,4	44,6	47,4	45,7	43,4	42,5
Uvoz robe	45,5	50,7	60,1	67,3	64,0	55,4	55,3
Bilans robe i usluga	-8,8	-8,7	-11,7	-16,1	-15,6	-8,6	-7,5
Lični transferi - neto	6,1	6,2	7,7	6,2	8,4	9,1	6,8
BDP u evrima <sup>2)</sup>	46.796	53.329	60.371	12.973	14.929	15.702	16.767

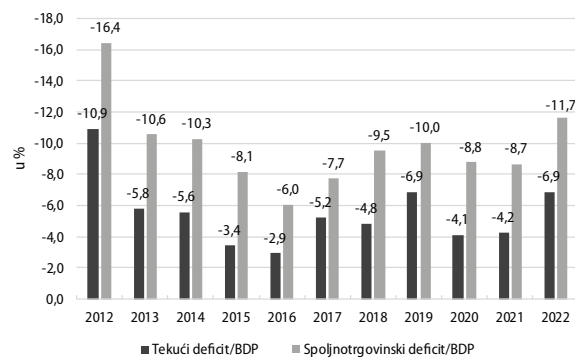
Napomena: Platni bilans Republike Srbije je usklađen sa međunarodnim smernicama sadržanim u Priručniku za izradu platnog bilansa br. 6 MMF-a (BPM6).

Izvor: NBS

1) Lični transferi predstavljaju tekuće transfere između rezidentnih i nerezidentnih domaćinstava.

2) Kvartalne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spoljnotrgovinski deficit, 2012-2022



Izvor: NBS, QM

usluga<sup>3</sup>. Izvoz robe i usluga je u 2022. godini bio na nivou od 38 mlrd evra (63% BDP-a), a uvoz robe i usluga dostiže 45 mlrd evra (74% BDP-a), što predstavlja porast od, respektivno, 32% (9 pp BDP-a) i 35% (12 pp BDP-a), u poređenju sa odgovarajućim vrednostima u 2021. godini.

U 2022. neto priliv na račun sekundarnog dohotka iznosi 5,91 mlrd evra (9,8% BDP-u), od čega je neto priliv na račun ličnih transfera 4,62 mlrd evra (7,7% BDP-a), od čega od čega su 3,7 mlrd evra, tj. 6,1% BDP-a predstavlja neto priliv od doznaka radnika. Stoga, njihovo učešće u BDP-u je za

približno 1,5 pp BDP-a iznad odgovarajućih prošlogodišnjih nivoa, a na nivou rekordno visokih vrednosti iz 2018. godine (Tabela T4-1). Doznake obično imaju kontra ciklični karakter – u periodima globalnih kriza najčešće dolazi do rasta priliva ovih sredstava u zemljama primaocima, o čemu smo pisali u prethodnim brojevima *QM*-a. Dodatno, inflacija je uticala da je i iznos doznaka, kao i svih ključnih makroekonomskih pokazatelja, nominalno viši. Uz to, na iznos doznaka svakako ima uticaj i imigracija stanovništva koje je podstaknuto sukobom u Ukrajini. Zabeležen je neto odliv po osnovu primarnog dohotka od 3,01 mlrd evra (5,0% BDP-a), što je za 1,1 pp iznad prošlogodišnjeg neto odliva po ovom osnovu. Dominantan razlog za ovaj porast deficita primarnog dohotka su veći rashodi po osnovu dohotka od SDI, tj. značajniji su odlivi po osnovu povlačenja dividendi u inostranstvo.

**Visok priliv kapitala  
usled priliva SDI i  
zaduživanja po osnovu  
finansijskih kredita...**

**...visok rast deviznih  
rezervi**

Ukupan neto priliv kapitala tokom 2022. bio je 6,68 mlrd evra<sup>4</sup>. Visok priliv kapitala je rezultat znatnijeg neto priliva po osnovu SDI i ostalih investicija, sa jedne strane, kao i neto odliva po osnovu portfolio investicija (kupovina državnih obveznica Srbije, od strane stranaca), sa druge strane (Tabela T4-1). Tokom 2022. neto priliv SDI je iznosio 4,3 mlrd evra, što čini 7,1% vrednosti godišnjeg BDP-a. U poređenju sa prethodnom godinom, neto priliv SDI je u 2022. godine viši za skoro 650 miliona evra (za 0,3 pp BDP-a). Time, deficit tekućeg računa je bio pokriven neto prilivom po osnovu SDI, što je slučaj od 2015. godine. Zaduživanje po osnovu ostalih investicija od 2,36 mlrd evra, neto, u najvećoj meri je posledica zaduživanja po osnovu finansijskih kredita (3,37 mlrd evra<sup>5</sup>, usled zaduživanja: države 1,63 mlrd evra, NBS 1 mlrd evra, privrede 642 miliona evra i banaka 112 miliona evra). Neto odliv zabeležen je na računu *Trgovinski krediti i avansi* (od 724 miliona evra) i *Gotov novac i depoziti* (285 miliona evra). Tokom 2022. godine devizne rezerve su povećane za 2,92 mlrd evra.

**U Q4 2022. deficit  
tekućeg računa 837  
miliona evra, tj. 5,0%  
BDP-a...**

**... na nižem nivou  
posmatrano**

**međugodišnje i u odnosu  
na prvu polovinu 2022.  
godine...**

Tokom Q4 2022. godine deficit tekućeg računa iznosi 837 miliona evra, tj. 5,0% BDP-a. Time je tekući deficit za 119 miliona evra, tj. za 1,5 pp BDP-a ispod nivoa iz Q4 2021. godine (kada je iznosio 6,4% BDP-a, Tabela T4-1). Niži nivo tekućeg deficita u Q4 2022. u odnosu na Q4 2021. godine prvenstveno je posledica porasta suficita po osnovu usluga (za 2,4 pp BDP-a) i, u manjoj meri, smanjenja deficita robne razmene (za 0,5 pp BDP-a). Istovremeno, došlo je do porasta deficita na računu primarnog dohotka (za 1,4 pp BDP-a), dok je učešće suficita sekundarnog dohotka u BDP-u gotovo nepromenjeno.

**Niži nivo tekućeg deficita  
međugodišnje posledica  
porasta suficita po  
osnovu usluga**

U Q4 2022. tekući deficit od 5,0% BDP-a viši je u poređenju sa prethodnim kvartalom, ali je ispod nivoa iz prve polovine godine (Q1: 11,8%, Q2: 9,1%, Q3: 2,6%). Spoljnotrgovinski deficit u Q4 iznosi 1,26 mlrd evra, tj. 7,5% BDP-a i za 2,9 pp BDP-a je ispod vrednosti iz Q4 2021. Robni deficit iznosi 2,15 mlrd evra, tj. 12,8% BDP-a. To je apsolutno za oko 170 miliona evra više, ali relativno za 0,5 pp BDP-a iznad nivoa iz Q4 2021. godine. Suficit na računu usluga u Q4 dostiže 888 miliona evra (5,3% BDP-a) i znatno je iznad prošlogodišnje vrednosti iz Q4 – za 462 miliona evra, tj. za 2,4 pp BDP-a.

Tokom Q4 izvezeno je robe u vrednosti od 7,13 mlrd evra, dok je uvoz u ovom periodu iznosio 9,28 mlrd evra. To je, respektivno, iznad vrednosti iz istog perioda prethodne godine za 21,5% i 18,2%.<sup>6</sup> Ipak i uvozni i izvozni tokovi su krajem 2022. godine bili pod uticajem usporavanja kako eksterne tražnje (usled usporavanja privredne aktivnosti u zemljama EU), usporavanja domaće privredne aktivnosti, ali i pada svetskih cena.<sup>7</sup> Izvoz robe u BDP-u je za 3,0 pp iznad nivoa iz Q4 godinu dana ranije, dok je učešće uvoza u BDP-u istovremeno poraslo za 2,5 pp. Pri tome, pokrivenost uvoza izvozom je i dalje na uobičajenom nivou od 77%. Desezonirani podaci u Q4 odnosu na Q3 2022. ukazuju da je izvoz viši za 5%, dok uvoz stagnira (Grafikon T4-3). U poređenju sa Q2 2022, izvoz je viši za 10%, a uvoz niži za 5%.

<sup>4</sup> 7,06 mlrd evra sa računom *Greške i propusti*.

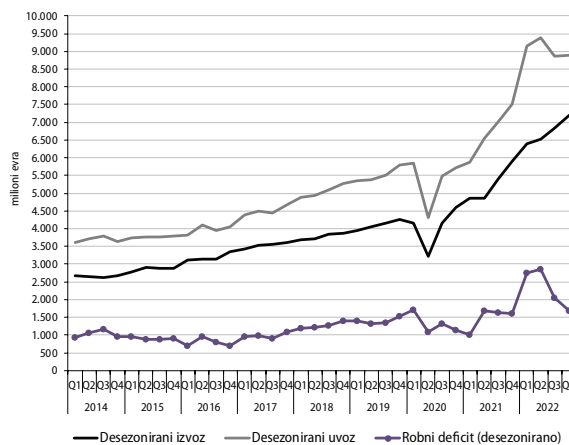
<sup>5</sup> Deo dodatnog zaduživanja predstavlja kredit od Ujedinjenih Arapskih Emirata, kao i povlačenje dela sredstava odobrenih u okviru stendbaj aranžmana s MMF-om, v. *Izveštaj o inflaciji*, februar 2023. g., str. 44.

<sup>6</sup> Podaci NBS za uvoz i izvoz robe razlikuju se od podataka RZS-a (u narednim sekcijama *Izvoz i Uvoz*, u nastavku teksta) jer ne uključuju robu na doradi (v. Okvir 1 o izmeni metodologije obračuna Platnog bilansa u QM37). Stoga postoji određena razlika u nivoima izvoza i uvoza, kao i stopama rasta, u zavisnosti da li je izvor podataka NBS ili RZS.

<sup>7</sup> V. deo Privredna aktivnost u ovom broju *QM*-a.

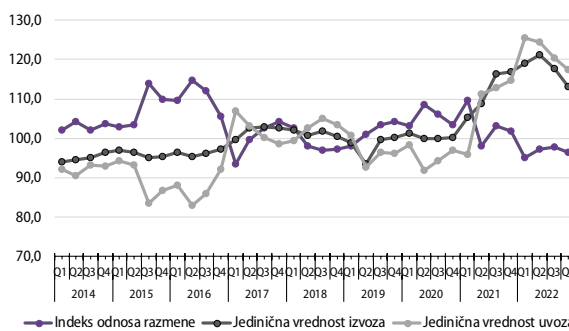
**Pogoršanje odnosa razmene, kao i u prethodnim kvartalima 2022. godine**

**Grafikon T4-3. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2014-2022**



Izvor: NBS, RZS, QM

**Grafikon T4-4. Međugodišnji indeksi odnosa razmene, 2014-2022**



Izvor: RZS, QM

**Veoma visok priliv kapitala i osetni porast deviznih rezervi**

**Izvoz je u 2022. godini iznosio 27,6 mlrd evra, za 26,3% viši nego u 2021. godini**

Ostvaren je znatan priliv SDI (1,53 mlrd evra, neto, tj. 9,1% BDP-a), izrazito visok priliv po osnovu ostalih investicija (2,45 mlrd evra, neto - pri čemu je 2,2 mlrd evra neto zaduživanje po osnovu finansijskih kredita, od kojih je 1 mlrd evra zaduživanje države). Sa druge strane je do neto odliva kapitala na računu portfolio investicija došlo od 183 miliona evra. Tokom Q4 zabeleženo je osetno povećanje deviznih rezervi NBS od 3,2 mlrd evra.

## Izvoz

Ostvarena vrednost izvoza u 2022. godini iznosi 27,6 mlrd evra, što je 26,3% iznad vrednosti zabeležene u 2021. godini. Tokom 2022. godini, međugodišnje posmatrano, izvoz i uvoz usporavaju rast u drugoj u odnosu na prvu polovinu godine, mada je kod uvoza to usporavanje dosta izraženije. Izvoz nakon rasta u Q1 od 29%, izvoz i u Q2 od 32%, beleži rast od 23% u Q3 i 19% u Q4 (Tabela T4-5). Usporavanje rasta vrednosti izvoza, a naročito uvoza, tokom druge polovine prethodne godine velikim delom je posledice pada svetskih cena proizvoda. Početkom 2023. izvoz ponovo blago ubrzava rast u poređenju sa krajem 2022, jer je u januaru 2023. 21% iznad vrednosti iz januara 2022. godine. Ovakva dinamika rasta domaćeg izvoza 2022. godine može se direktno dovesti u vezu sa usporavanjem rasta privredne aktivnosti naših najvažnijih spoljnotrgovinskih partnera – zemalja EU i regiona.

U Q4 2022. zabeležen je međugodišnji rast vrednosti izvoza kod svih grupa proizvoda, izuzev *Ostallog* (neklasifikovanog) *izvoza*. Zapravo, dinamika rasta ukupnog izvoza u najvećoj meri je određena dinamikom tri grupe proizvoda (sa najvećim učešćem u ukupnom izvozu):

8,404 mlrd evra sa računom *Greške i propusti*.

Izvozne i uvozna cene, iskazane u evrima, su tokom 2022. godine ostvarile visok rast. Uvozne cene su povećane za 22,9%, dok su izvozne cene porasle za 18,2%, ali je relevantno da su izvozne i uvozne cene opadale nakon prvog kvartala (videti Grafikon T4.4). Količnik izvoznih i uvoznih cena (indeks odnos razmene) je u Q4 2022. godine ispod 100, kao i u prethodna tri kvartala 2022. godine - ukazujući na pogoršanje odnosa razmene. Indeks u Q4 od 96,4 ukazuje da su odnosi razmene za 3,6% nepovoljniji nego u istom periodu 2021. godine (v. Grafikon T4-4). Pri tome, u Q4 jedinična vrednost i izvoza i uvoza je viša od prošlogodišnje, što je slučaj u sva četiri kvartala.

Neto priliv na računu sekundarnog dohotka iznosi 1,48 mlrd evra u Q4, tj. 8,8% BDP-a. Time je učešće neto priliva u BDP-u gotovo nepromenjeno u poređenju sa učešćem godinu dana ranije (Tabela T4-1). Od toga, priliv po osnovu ličnih transfera čini 6,8% BDP-a. Na računu primarnog dohotka evidentiran je deficit od 1,05 mlrd evra (6,3% BDP-a). Ostvareni deficit znatnije premašuje nivo iz Q4 2021. godine - za 327 miliona evra, tj. za 1,4 pp BDP-a.

U Q4 2022. zabeležen je veoma visok priliv kapitala od 3,80 mlrd evra<sup>8</sup> (Tabela T4-1).

**Usporavanje rasta kod Intermedijarnih proizvoda i Netrajnih proizvoda**

**Stabilan rast izvoza Kapitalnih proizvoda od 30% međugodišnje se nastavlja u januaru 2023. godine**

**Izvoz Energije ubrzava rast**

*Intermedijarnih proizvoda, Netrajnih proizvoda za široku potrošnju i Kapitalnih proizvoda. Izvoz intermedijarnih proizvoda je imao znatno usporavanje rasta iz kvartala u kvartal (respektivno od Q1 do Q4: 51%, 43%, 21% i 15%). Usporavanje u Q4 je primetno i kod Netrajnih proizvoda za široku potrošnju u odnosu na rast iz prethodnih kvartala 2022. godine (u Q4 rast od 14% međugodišnje, nakon stabilnog rasta od oko 25-28% u prethodna tri kvartala). Izvoz Kapitalnih proizvoda beleži i dalje bitan porast od 30% međugodišnje, što je na nivou rasta iz Q3, ali brže nego u prvoj polovini godine (Tabela T4-5).*

Tokom 2022. izvoz Energije je beležio stope rasta od 67% u Q1 i 88% u Q2, zatim usporavanje u Q3 (međugodišnji rast od 14%) i ponovo ubrzanje rasta u Q4 (58% međugodišnje), da bi u januaru 2023. bio za 127% iznad januara 2022. godine. Imajući u vidu međugodišnji rast cene energije u evrima po kvartalima (respektivno 76%, 86%, 59% i 24%), izvezena količina energetskih proizvoda je u poređenju sa istim periodom 2021. godine 5% niža u Q1, nepromenjena u Q2, niža za 28% u Q3 i viša za 27% u Q4.

**Tabela T4-5. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2021–2022**

	Učešće u ukupnom izvozu u 2022	2021	2022	2022			2022					
				Q2			Q3			Q4		
				u %	u milionima evra			u %				
Ukupno	100,0	21.858	27.605	6.914	6.823	7.148	32,0	22,7	18,7			
Ukupno bez drum. vozila	96,9	21.076	26.758	6.679	6.625	6.915	33,1	23,0	18,7			
Energija	5,5	864	1.506	270	212	343	87,7	13,8	57,6			
Intermedijarni proizvodi	43,8	9.265	12.095	3.197	2.994	3.008	42,8	20,7	14,6			
Kapitalni proizvodi	19,8	4.455	5.462	1.325	1.343	1.610	17,1	30,3	30,5			
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	16,7	3.672	4.615	1.090	1.145	1.376	19,4	33,9	32,5			
Trajni proizvodi za široku potrošnju	4,7	1.044	1.309	327	345	362	20,2	37,8	32,0			
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	20,5	4.612	5.673	1.359	1.523	1.499	26,0	28,5	13,6			
Ostalo	5,7	1.619	1.560	437	406	327	17,2	-5,1	-7,3			

Izvor: RZS

**U 2023. očekujemo da će izvoz i dalje biti dominantno opredeljen kretanjem cena na svetskom tržištu, kao i kretanjem privredne aktivnosti u evropskim zemljama**

Očekujemo da će važan faktor vrednosti domaćeg izvoza u 2023. godini – kao što je to bio slučaj i u 2022. godini – biti kretanje cena proizvoda na svetskom tržištu. Uz to, domaći izvozni rezultat će biti opredeljen ostvarenjima na polju privredne aktivnosti u zemljama evrozona i okruženja. Ukoliko se nastavi aktuelno usporavanje privredne aktivnosti u EU to se može odraziti nepovoljno na domaći izvozni rezultat u narednim kvartalima. Dodatno, realna aprecijacija dinara u odnosu na evro iz prethodnog perioda će se negativno odraziti na vrednost izvoza i u predstojećem periodu.

## Uvoz

**Uvoz 39,0 mlrd evra u 2022. godini...**

Tokom 2022. godine uvezeno je robe u vrednosti od 39,0 mlrd evra (Tabela T4-6), što je iznad ostvarenog uvoza tokom 2021 za 34,8%. U prvoj polovini godine uvoz beleži veoma visok međugodišnji rast (48% u Q1 i 40% u Q2), dok usporava rast u drugoj polovini godine, mada je i dalje značajno iznad prošlogodišnjih nivoa (23,8% u Q3 i 18,9% u Q4). Usporavanje rasta uvoza u drugoj polovini godine znatnim delom je posledica usporavanja rasta vrednosti uvoza energije (nakon međugodišnjih stopa rasta uvoza energije od 291% u Q1 i 147% u Q2, sledi međugodišnji rast od 52% u Q3 i 45% u Q4), dok koga je došlo zbog pada cena energenata, ali i manjeg uvoza električne energije. Dodatno, usporavanje domaće privredne aktivnosti deluje u pravcu usporavanja rasta uvoza. U januaru 2023. se usporavanje rasta uvoza nastavlja, te je 12,5% iznad vrednosti iz januara 2022, velikim delom usled bitnijeg usporavanja rasta vrednosti energenata (međugodišnji rast 5,5%). Kako je izvoz na nepromenjenom nivou, dok uvoz beleži ovako izražen rast, početkom 2023. godine robni deficit se smanjuje.

**...ostvaruje znatan međugodišnji rast od 34,8% velikim delom usled rasta svetskih cena**

**Evidentno usporavanje rasta uvoza tokom 2022 nastavlja se u januaru 2023...**

**...usporavanje uvoza kod većine proizvodnih grupa, posebno Energenata**

Uvoz u Q4 2022. iznosi 9,87 mlrd evra, što je za 18,9% iznad vrednosti iz Q4 2021. godine. U odnosu na prethodni kvartal, ali i na prvu polovinu godine, sve proizvodne grupe (sa izuzetkom Netrajnih proizvoda za široku potrošnju) beleže usporavanje rasta uvoza (Tabela T4-6). Tokom

Q4 uvoz energije raste po stopi od 45% međugodišnje. Uvoz Intermedijarnih proizvoda beleži međugodišnje povećanje od 10,7% (nakon višeg međugodišnjeg rasta u Q3, a posebno u prvoj polovini godine). Uvoz Kapitalnih proizvoda je u Q4 2022. za 8,1% iznad vrednosti iz Q4 prethodne godine, dok je istovremeno uvoz Trajnih proizvoda za široku potrošnju zabeležio porast od 6,2%, a ostali uvoz za 29,5%. Za razliku od приметnog usporavanja rasta ovih navedenih proizvodnih grupa, jedini izuzetak je uvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*. Uvoz ovih proizvoda beleži ubrzanje rasta od 24% međugodišnje, nakon međugodišnjeg rasta od 21-22% u prethodna tri kvartala (Tabela T4-6).

**Tabela T4-6. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2021-2022**

	Učešće u ukupnom uvozu u 2022 u %	2021	2022	2022			2022		
				u milionima evra			u %		
				Q2	Q3	Q4	Q2	Q3	Q4
Ukupno	100,0	28.935	39.009	9.924	9.036	9.866	40,0	23,8	18,9
Energija	17,5	2.914	6.823	1.518	1.116	1.335	147,3	51,7	44,8
Intermedijarni proizvodi	34,7	10.864	13.547	3.568	3.248	3.368	32,0	16,8	10,7
Kapitalni proizvodi	17,1	5.778	6.687	1.854	1.609	1.703	23,5	9,9	8,1
Trajni proizvodi za široku potrošnju	1,8	614	693	166	158	189	14,5	10,3	6,2
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,9	4.677	5.825	1.390	1.378	1.701	21,6	21,6	24,1
Ostalo	13,9	4.088	5.434	1.428	1.527	1.570	45,3	47,1	29,5
Uvoz bez energije	82,5	26.021	32.186	8.406	7.920	8.531	29,8	20,7	15,6

Izvor: RZS

Uvezena vrednost energije u Q4 viša je za 45% međugodišnje, što predstavlja nastavak usporavanja rasta iz prethodna dva kvartala. Rast cena naftnih derivata u evrima u Q4 2022. godine iznosi 24% međugodišnje<sup>9</sup>, bitan deo ostvarenog rasta vrednosti uvoza energije posledica je porasta nivoa cena. Zapravo, kada se isključi porast cena energenata, kalkulacija ukazuje da su uvezene količine ovih proizvoda za 16% iznad prošlogodišnjih. To je dosta „racionalniji“ porast uvezene količina ovih proizvoda, za razliku od prve polovine godine, gde su, po isključenju rasta cena (u proseku za 80% međugodišnje) uvezene količine energenata bile za 123% više u Q1 i 33% više u Q2 u odnosu na iste kvartale 2021. godine.

**Problemi u poslovanju  
domaćih javnih  
preduzeća iz  
energetskog sektora  
važan faktor visokog  
rasta vrednosti uvoza**

Globalna energetska kriza uslovlila je rast cena energenata, sa jedne strane, dok su prisutni problemi u domaćem elektroenergetskom sistemu uslovlili porast uvezene količina po veoma visokim cenama u prvoj polovini godine, sa druge strane. Zapravo, krajem 2021. i prvoj polovini 2022. godine je došlo do povećanog uvoza gasa (za potrebe proizvodnje električne energije), uglja i električne energije, kao i formiranje strateških zaliha energenata. Time, navedeni problemi u poslovanju domaćih javnih preduzeća iz energetskog sektora predstavljaju važan faktor visokog rasta vrednosti uvoza, i posledično rasta spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita u 2022. godini, o čemu smo pisali u prethodnim brojevima QM-a.

**Cene i domaća  
privredna aktivnost  
važni faktori domaćeg  
uvoza u 2023. godini**

Energetska kriza i rast cena energenata su imali dominantan uticaj na visoku vrednost domaćeg uvoza u 2023. godini. Uz to, domaći problemi vezani za javna preduzeća iz energetskog sektora su uticali na značajniji količinski uvoz u prvoj polovini 2022. godine, te na ukupnu uvezenu vrednost u ovoj godini. U 2023. godini kao neki od osnovnih faktora vrednosti uvoza će svakako biti kretanje cena uvezene proizvoda, kao i kao i nivo domaće privredne aktivnosti. Cene energije su početkom godine blago ispod prošlogodišnjih (9% u dolarima, 5% u evrima prema podacima Svetske banke i kalkulaciji autora). Dalje geopolitičke okolnosti će važno opredeljavati cenu energenata, tj. da li će se ona formirati na visokom prošlogodišnjem nivou ili iznad/ispod toga. Ukoliko se nastave trendovi pada cena energenata (tj. da su one u 2023. ispod visokih prošlogodišnjih), kao i da se nastavi usporavanje privredne aktivnosti iz Q4 2022. godine<sup>10</sup>, to bi se odrazilo na usporavanje rasta uvoza u 2023. godini. Efekat realne aprecijacije dinara prema evru će biti pozitivan na vrednost uvoza, tj. delovaće u pravcu njegovog porasta u budućem periodu.

<sup>9</sup> Izračunavanje autora, na osnovu podataka Svetske banke o cenama nafte tipa Brent. Cene u dolarima su međugodišnje porasle za 11%.  
<sup>10</sup> V. deo Privredna aktivnost u ovom broju QM-a.

## Spoljni dug

**Spoljni dug iznosi 39,98 mlrd evra, tj. 68,4% BDP-a**

Na kraju Q3 2022. spoljni dug iznosi 39,98 mlrd evra i čini 68,4% BDP-a<sup>11</sup>. Time je spoljni dug tokom perioda januar–septembar uvećan za oko 3,5 mlrd evra, iako je njegovo učešće u BDP-u ostalo nepromenjeno (Tabela T4-7).

Rast spoljnog duga tokom prvih devet meseci 2022. posledica je zaduživanja privatnog i javnog sektora. Dodatno zaduživanje javnog sektora u ovom periodu iznosilo je 1,34 mlrd evra. Istovremeno, privatni sektor je uvećao inostrani dug za dodatnih 2,14 mlrd evra. Porast dugoročnog duga privatnog sektora (rast od 2,14 mlrd evra) najvećim delom je rezultat dodatnog zaduživanja privrede (od 1,39 mlrd evra), a samo malim delom i banaka (svega 72 miliona evra). Nivo kratkoročnog duga na kraju Q3 2022. godine je veći za 754 miliona evra u poređenju na stanje devet meseci ranije. Od toga, nivo kratkoročnog duga privrede i banaka je uvećan od početka januara do kraja septembra, respektivno, za 350 i 404 miliona evra.

U periodu od juna do septembra (u Q3) spoljni dug je uvećan za 1,68 mlrd evra. Pri tome, rast javnog duga je iznosio 753 miliona evra, dok je istovremeno zabeležen porast privatnog duga za 928 miliona evra. Od evidentiranog porasta spoljnog duga privatnog sektora, 569 miliona evra čini porast po osnovu dugoročnog duga, dok je kratkoročni dug za 359 miliona evra veći na kraju Q3 nego tri meseca ranije. Rast dugoročnog duga banaka iznosi 61 milion evra, dok je porast kratkoročnog duga 84 miliona evra od kraja juna do kraja septembra (Tabela T4-7).

**Tabela T4-7. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2018–2022**

	2018	2019	2020	2021	2022		
					Mar.	Jun	Sep.
<b>stanja, u milionima evra, kraj perioda</b>							
Ukupan spoljni dug	26.662	28.254	30.787	36.488	36.947	38.295	39.976
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	62,2	61,5	65,8	68,4	67,6	67,7	68,4
Javni spoljni dug <sup>1)</sup>	13.425	13.866	14.978	19.144	19.232	19.734	20.487
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	31,3	30,2	32,0	35,9	35,2	34,9	35,1
Dugoročni	13.425	13.866	14.978	19.144	19.232	19.734	20.487
od čega MMF	0	0	0	0	0	0	0
specijalna prava vučenja	472	479	455	480	1.181	1.215	1.239
Kratkoročni	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug <sup>2)</sup>	13.238	14.387	15.809	17.345	17.715	18.561	19.489
(U % BDP-a) <sup>4)</sup>	30,9	31,3	33,8	32,5	32,4	32,8	33,3
Dugoročni	11.836	12.462	14.223	15.732	15.981	16.554	17.123
od čega banke	1.717	1.959	2.348	2.629	2.625	2.641	2.702
od čega privreda	10.109	10.490	11.859	13.082	13.334	13.890	14.399
od čega ostali	11	14	17	21	22	23	22
Kratkoročni	1.401	1.925	1.585	1.612	1.734	2.007	2.366
od čega banke	1.346	1.445	1.473	1.356	1.416	1.676	1.760
od čega privreda	55	479	112	256	317	331	606
Neto spoljni dug <sup>3)</sup> , (u% BDP-a) <sup>4)</sup>	35,9	32,4	37,0	37,6	41,4	41,6	40,2

Napomena: Spoljni dug Republike Srbije obračunava se po principu „dospelog duga“, koji obuhvata iznos duga po glavnici i iznos obračunate kamate koja nije plaćena u momentu ugovorenog dospeća.

Izvor: NBS, QM

1) Spoljni dug javnog sektora Republike Srbije obuhvata dug države (u koji je uključen dug Kosova i Metohije po kreditima koji su zaključeni pre dolaska misije KFOR-a, neregulisan dug prema Libiji i klirinški dug prema bivšoj Čehoslovačkoj), Narodne banke Srbije, lokalne samouprave, fondova i agencija koje je osnovala država i dug za koji je izdata državna garancija.

2) Spoljni dug privatnog sektora Republike Srbije obuhvata dug banaka, preduzeća i ostalih sektora, za koji nije izdata državna garancija. Spoljnim dugom privatnog sektora nisu obuhvaćeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (1040,5 miliona evra, od čega se 470,8 miliona evra odnosi na domaće banke, 569,7 miliona evra na domaća preduzeća).

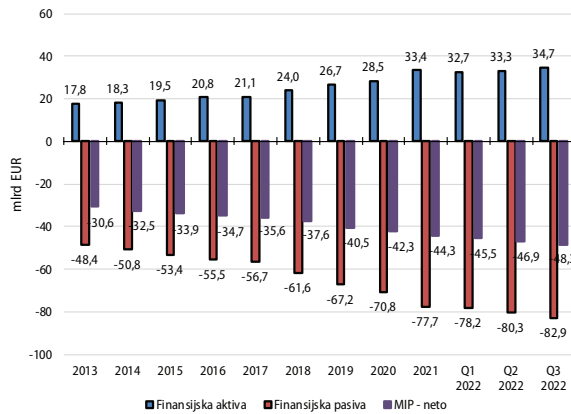
3) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

4) Koristi se zbir vrednosti BDP-a posmatranog kvartala i prethodne tri kvartalne vrednosti BDP-a.

<sup>11</sup> Izvor podataka za spoljni dug i međunarodnu investicionu poziciju je NBS, a poslednji raspoloživi podaci se odnose na kraj septembra 2022. godine.

*Međunarodna  
investiciona pozicija  
iznosi 48,3 mlrd  
evra na kraju Q3  
2022*

**Grafikon T4-8. Srbija: neto međunarodna investiciona pozicija, u mlrd EUR**



Izvor: NBS

Napomena: Neto finansijska pasiva prikazana kao negativna vrednost na grafikonu.

## Međunarodna investiciona pozicija

Na kraju septembra 2022. godine u Srbiji međunarodna investiciona pozicija (MIP)<sup>12</sup> iznosi 48,3 mlrd evra, kao neto rezultat finansijske pasive od 82,95 mlrd evra i finansijske aktive od 34,68 mlrd evra (Grafikon T4-8). U poređenju sa krajem 2021. godine MIP je uvećana za 1,33 mlrd evra, usled porasta aktive za 1,36 mlrd evra i pasive za 2,69 mlrd evra.

Osnovne stavke finansijske pasive na kraju septembra 2022. iznose: SDI 48,92 mlrd evra, portfolio investicije 8,90 mlrd evra, a krediti 21,15 mlrd evra. Time je tokom prvih devet meseci 2022. godine zabeležen porast SDI od 1,47 mlrd evra, portfolio investicija od 239 miliona evra i kredita od 692 miliona evra.

<sup>12</sup> Međunarodna investiciona pozicija zemlje (MIP) obuhvata finansijsku aktivu (imovinu) i pasivu (obaveze) koje imaju međunarodni karakter. Ona predstavlja razliku strane finansijske aktive u našem posedu (devizne rezerve, naše direktne i portfolio investicije u inostranstvu, odobreni krediti inostranstvu i dr.) i strane finansijske pasive u Srbiji (strane direktne i portfolio investicije, dugovi prema inostranstvu i dr.). Zemlja je neto kreditor ukoliko su njena potraživanja i imovina u inostranstvu veća od strane imovine u zemlji i dugova prema inostranstvu.



## 5. Cene i devizni kurs

U Q4 inflacija je nastavila da ubrzava, a međugodišnji rast potrošačkih cena u Srbiji u decembru 2022. iznosio je 15,1%. Prosečna inflacija u prošloj godini bila je skoro tri puta veća nego u 2021. i iznosila je 11,9%. Skoro dve trećine prošlogodišnjeg poskupljenja potrošačke korpe potiče od rasta cena hrane i energenata, po čemu Srbija ne odstupa od drugih evropskih zemalja. Međutim, postoje i suštinske razlike – doprinos cena hrane ukupnoj inflaciji bio je приметно veći nego u zemljama CIE, dok je uticaj energenata na inflaciona kretanja u velikoj meri bio umanjn zahvaljujući kontroli cena gasa i električne energije. Međutim, takvom politikom postignut je samo privremen uspeh u suzbijanju inflacije, dok je njen fiskalni trošak bio ogroman – oko 2,4 mlrd evra. Nakon jesenjeg poskupljenja električne energije i gasa usledilo je novo poskupljenje od 1. januara ove godine (a planirano je još jedno u maju), što znači da su inflatorni pritisci zbog rasta troškova energenata dobrim delom samo odloženi za 2023. Posledično, za razliku od drugih zemalja CIE u kojima inflacija mahom opada već nekoliko meseci, u Srbiji se rast potrošačkih cena nastavio na početku ove godine tako da je međugodišnja inflacija u februaru skočila na 16,1%. Od decembra 2022. bazna inflacija (merena IPC-om po isključenju hrane, energenata, alkohola i duvana) je takođe dvocifrena, a u februaru je iznosila 11,1% što je njena najveća vrednost u poslednjih desetak godina. Visok nivo i rastući trend bazne inflacije ukazuju na to da su inflatorni pritisci u srpskoj ekonomiji još uvek jaki, uprkos tome što od Q4 postoje jasne naznake njihovog popuštanja u međunarodnom okruženju. U skladu s našim očekivanjima NBS je nastavila da zaoštava monetarnu politiku povećavajući RKS za po 25 b.p. mesečno (na trenutnih 5,75%), a aktuelni trendovi sugerišu da će se ciklus monetarnog prilagođavanja najverovatnije završiti nakon još jednog ili dva povećanja RKS. U Q2 2023. očekujemo zaokret rastućeg trenda međugodišnje inflacije usled ublažavanja globalnih troškovnih pritisaka, slabljenja domaće tražnje po više osnova (restriktivnija monetarna politika, visoka inflacija obezvređuje izvore finansiranja domaće potrošnje i dr.) i efekta visoke prošlogodišnje baze. Inflacija od decembra prošle do decembra ove godine bi mogla da iznosi oko 10%, dok će prosečna inflacija u 2023. najverovatnije biti bliska prošlogodišnjem nivou (oko 12%). Zahvaljujući obimnim intervencijama NBS nominalni kurs dinara prema evru ostao je stabilan tokom čitave 2022. (blaga aprecijacija za 0,2%) uprkos velikim turbulencijama na deviznom tržištu. Kako bi sprečila veće oscilacije deviznog kursa NBS je prošle godine na međubankarskom deviznom tržištu neto kupila 1 mlrd evra. Stabilan nominalni kurs uz visoku domaću inflaciju uslovlili su realnu aprecijaciju dinara za 8,3% u proteklih godinu dana, što nepovoljno utiče na cenovnu konkurentnost srpske privrede.

### Cene

***Snažan i široko rasprostranjen rast potrošačkih cena bio je jedan od glavnih makroekonomskih trendova koji su obeležili 2022. godinu***

Srbija je prethodnu godinu završila sa inflacijom od 15,1% što je predstavljao najveći rast potrošačkih cena na godišnjem nivou još od 2005. Međugodišnja inflacija je ubrzavala iz meseca u mesec i na kraju godine bila je skoro dvostruko veća nego u decembru 2021. (Tabela T5-1). Posledično je i prosečna inflacija snažno skočila i bila skoro tri puta veća nego u 2021. – 11,9% u 2022. naspram 4,1% u 2021. godini. Uporedo sa ubrzavanjem ukupne inflacije povećavao se broj proizvoda i usluga koji su znatno poskupeli tako da je do kraja 2022. rast potrošačkih cena u domaćoj ekonomiji postao široko rasprostranjen. Naime, prema decembarskim podacima čak 85% proizvoda i usluga koji čine prosečnu potrošačku korpu u Srbiji poskupeli su za više od 4,5%, tj. od gornje granice ciljanog intervala NBS. Najveći rast cena u 2022. zabeležen je kod hrane i bezalkoholnih pića (23,4%), slede usluge u vezi sa stanovanjem (iznajmljivanje stanova, komunalne usluge, električna energija i grejanje) koje su poskupile za 19,3% i oprema za stan i tekuće održavanje (18,2%). Kad se posmatra struktura prošlogodišnjeg rasta potrošačkih cena, skoro dve trećine (oko 65%) može se pripisati poskupljenjima hrane (doprinos 7,3 p.p.) i energije (doprinos 2,6 p.p.). Međutim, postepeno se povećavao i doprinos cena ostalih proizvoda i usluga

**Tabela T5-1. Indeks potrošačkih cena i inflacija, 2018-2023.**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji i rast	kumulativni rast (od početka godine)	mesečni rast	kvartalni rast
<b>2018</b>					
dec	195,0	2,0	2,0	0,1	-
<b>2019</b>					
dec	198,6	1,8	1,8	0,5	-
<b>2020</b>					
dec	201,1	1,3	1,3	0,0	-
<b>2021</b>					
mar	204,3	1,8	1,6	0,5	1,1
jun	208,1	3,3	3,5	0,3	2,0
sep	212,1	5,7	5,5	0,8	1,5
dec	216,9	7,9	7,9	0,4	2,5
<b>2022</b>					
jan	218,7	8,3	0,8	0,8	-
feb	221,1	8,8	1,9	1,1	-
mar	222,9	9,1	2,8	0,8	2,4
apr	226,3	9,6	4,3	1,5	-
maj	229,1	10,4	5,6	1,2	-
jun	232,8	11,9	7,3	1,6	3,8
jul	235,2	12,8	8,4	1,0	-
avg	238,1	13,2	9,8	1,2	-
sep	241,7	14,0	11,4	1,5	3,9
okt	246,2	15,0	13,5	1,9	-
nov	248,6	15,1	14,6	1,0	-
dec	249,7	15,1	15,1	0,4	4,1
<b>2023</b>					
jan	253,2	15,8	1,4	1,4	-
feb	256,7	16,1	2,8	1,4	-

Napomena: Kvartalni rast je stopa inflacije u tekućem kvartalu u odnosu na prosek prethodnog kvartala.

Izvor: RZS i obračun QM-a

zemlje su primenile fiskalne stimulanse koji su podstakli brži rast dohodaka građana i privrede od rasta proizvodnje, što je dodatno povećalo razliku između ponude i tražnje. U uslovima neravnoteže između ponude i tražnje okidač za snažan rast cena na svetskom nivou bio je niz šokova na strani ponude izazvanih najpre pandemijom COVID-19, a zatim i ratom u Ukrajini: zastoji u lancima snabdevanja, rast transportnih troškova, energetska kriza, rast međunarodnih cena hrane i drugih sirovina i dr.

Ovi globalni činioci neminovno su se odrazili na domaće troškovne pritiske i zabeleženi rast cena tokom 2022. imao je veoma izraženu uvoznju komponentu. Njihov nepovoljan uticaj na kretanje inflacije u Srbiji zapravo je donekle bio prigušen u poređenju s drugim zemljama u CIE prvenstveno zahvaljujući kontroli cena glavnih energenata – električne energije i gasa. Pošto je inflacija u zemljama CIE obuhvatala i snažno povećanje njihovih cena, doprinos energije ukupnoj inflaciji u Regionu bio je 2-3 puta veći nego u Srbiji tokom prethodne godine. To je ujedno i glavni razlog zbog kojeg je međugodišnja inflacija u decembru 2022. u Srbiji bila za preko 2 procentna poena niža od prosečne u Centralnoj Evropi (15,1% naspram 17,2%). Međutim, fiskalni trošak takve cenovne politike na domaćem tržištu električne energije i gasa bio je ogroman – do kraja prošle godine narastao je na 2,4 milijarde evra, a planirani su novi troškovi u 2023. uprkos tome što je u međuvremenu otpočelo fazno povećanje cena energenata.

Drugim rečima, da je Srbija sprovodila sličnu cenovnu politiku električne energije i gasa kao zemlje CIE domaća inflacija bila bi nešto veća od prosečne u regionu, što sugerise da postoje domaći faktori koji su doprineli snažnom rastu potrošačkih cena u 2022. Slična ocena važi i za međunarodno okruženje. Naime, sad već postoji dovoljno dokaza da rekordno visoka inflacija u mnogim zemljama nije samo posledica šokova na strani ponude već da su tome doprinele i mere ekonomske politike. To važi za monetarnu ekspanziju pre i tokom pandemije, preterano ekspanzivnu fiskalnu politiku od početka pandemije, ali i za zakasneli odgovor monetarnih

ukupnoj inflaciji – s nešto preko 20% krajem 2021. na oko 35% u decembru prošle godine. Da se inflacija širila na sve veći broj proizvoda tokom 2022. potvrđuje kretanje bazne inflacije (merene indeksom potrošačkih cena bez hrane, energenata, alkohola i duvanskih proizvoda) koja je takođe stigla u zonu dvocifrenih stopa rasta. U decembru je bazna inflacija bila 10,1% što je njena najveća vrednost u poslednjih desetak godina.

Ubrzanje inflacije u 2022. je globalni fenomen i izazov s kojim se trenutno suočavaju i ekonomski najrazvijenije zemlje. Svetska inflacija je rezultat kombinovanog uticaja faktora na strani tražnje i ponude. Snažna monetarna i fiskalne ekspanzija, je doprinela da dohoci rastu brže od proizvodnje, što je uticalo na formiranje neravnoteže između ponude i tražnje. Vodeće centralne banke su sprovodile snažnu monetarnu ekspanziju praktično od velike finansijske krize, da bi je dodatno pojačali sa početkom pandemije COVID-19. Sa početkom pandemije COVID-19 skoro sve

*Prošlogodišnja visoka inflacija je većim delom uvezena, mada se bar trećina rasta potrošačkih cena u Srbiji može pripisati domaćim faktorima*

vlasti zbog isprva pogrešnog uverenja da je ubrzanje inflacije isključivo posledica privremenih poremećaja na strani ponude na koje centralne banke ne mogu da utiču.

Srbija nije bila izuzetak po miksu ekonomskih politika koje je sprovodila iz ugla njihovog doprinosa kretanju inflacije tokom 2022. Antikrizne fiskalne mere od početka pandemije COVID-19 dostigle su 5,4 mlrd evra (10,4% BDP-a), što je u relativnom iznosu bilo za preko 50% više u odnosu na uporedive zemlje Centralne i Istočne Evrope. Druga važna razlika u odnosu na zemlje regiona bile su vrlo izdašne i često potpuno neselektivne dotacije stanovništvu koje su do kraja 2022. dostigle iznos od skoro 2 milijarde evra (oko 4% BDP-a), što se skoro u celosti prelilo u potrošnju. Sa strane monetarne politike, NBS je počela da povećava referentnu kamatnu stopu od aprila 2022. – nekoliko meseci posle ostalih centralnih banaka u regionu CIE. Uzimajući sve to u obzir, procenjujemo da je bar trećina rasta potrošačkih cena u 2022. u Srbiji (5-6 procentnih poena) posledica inflatornog dejstva domaćih ekonomskih politika<sup>1</sup>.

**U Q4 2022. godine inflacija je relativno visoka, ali se međugodišnja inflacija usporava**

U Q4 2022. cene su porasle za 4,1% u odnosu na prosek prethodnog kvartala, što je bila najveća kvartalna stopa inflacije u prošloj godini (Tabela T5-1). Na mesečnom nivou, cene su najviše skočile u oktobru (1,9%), dok su novembarska i decembarska inflacija bile primetno niže, 1% odnosno 0,4%, respektivno. Usporavanje mesečne inflacije i efekat visoke baze iz 2021. doprineli su tome da se međugodišnja inflacija privremeno stabilizuje, tako da je u poslednja dva meseca 2022. ostala nepromenjena i iznosila je 15,1%. Tokom poslednja tri meseca 2022. prosečna potrošačka korpa poskupela je za 3,3% (Tabela T5-2). Više od polovine ovog poskupljenja potiče od rasta cena hrane i bezalkoholnih pića, čije cene su u proseku povećane za 5,8% (doprinos 1,8 p.p). U okviru ove grupe najviše su porasle cene mleka, sira i jaja (16,8%), uz doprinos inflaciji od 0,8 procentnih poena. Cene energenata su u Q4 prvi put u prošloj godini imale neutralan uticaj na kretanje ukupne inflacije – doprinos poskupljenja ogrevnog drveta i uglja i usluga daljinskog grejanja od 0,3 p.p. neutralisan je padom cena goriva za putnička vozila za 5,3% (doprinos 0,3 p.p). Međutim, rast cena ostalih proizvoda i usluga blago je ubrzao u poređenju s prethodnim kvartalom dajući zbirni doprinos inflaciji od 1,5 p.p. Posmatrano po pojedinačnim grupama najviše su poskupeli oprema za stan i tekuće održavanje (rast 5,4%, doprinos 0,2 p.p), odeća i obuća (rast 4,2%, doprinos 0,2 p.p.) i neke usluge (npr. ugostiteljske usluge, iznajmljivanje stanova i dr).

**Tabela T5-2. Izabrane komponente indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije**

	učesće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2022.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena januar 2023.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena februar 2023.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	3,3	3,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Hrana i bezalkoholna pića	31,4	5,8	1,8	1,6	0,5	2,7	0,8
Hrana	27,8	6,0	1,7	1,7	0,5	2,8	0,8
Alkoholna pića i duvan	7,1	1,3	0,1	2,5	0,2	0,3	0,0
Duvan	4,4	0,0	0,0	4,1	0,2	-1,1	0,0
Odeća i obuća	4,5	4,2	0,2	0,0	0,0	-0,6	0,0
Usluge stanovanja	13,6	3,9	0,5	3,5	0,5	1,0	0,1
Električna energija	5,1	0,0	0,0	7,1	0,4	0,0	0,0
Oprema za stan i održavanje	4,3	5,4	0,2	1,2	0,1	0,9	0,0
Zdravlje	5,5	1,0	0,1	0,2	0,0	1,2	0,1
Transport	12,6	-1,7	-0,2	-0,6	-0,1	0,8	0,1
Goriva za putnička vozila	6,2	-5,3	-0,3	-2,3	-0,1	1,5	0,0
Komunikacije	5,7	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Ostalo	15,4		0,5		0,2		0,1

Izvor: RZS i proračun QM-a

<sup>1</sup> U radnom papiru MMF (Minasyan, G., E. Ozturk, M. Pinat, M. Wang, Z. Zhu, 2023. Inflation Dynamics in the Western Balkans. IMF Working Paper no. WP/23/49), je ocenjeno da su domaće politike, kojima se podstiče rast tražnje, značajno uticale na inflaciju u zemljama Zapadnog Balkana.

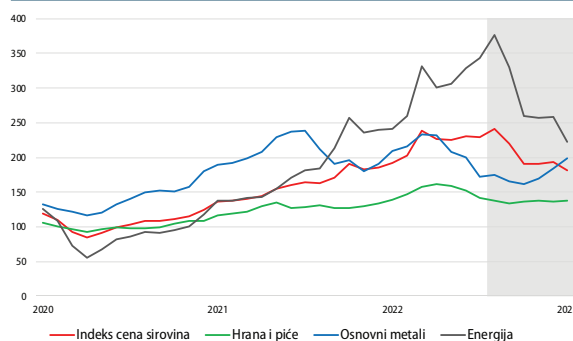
**Početak 2023. doneo je novo ubrzanje inflacije, usled dodatnog poskupljenja hrane i januarskog povećanja cena električne energije i gasa**

U januaru 2023. zabeležena je relativno visoka inflacija od 1,4%, doduše to je i bilo očekivano usled prethodno najavljenog povećanja cena električne energije i gasa za domaćinstva. Naime, od 1. januara električna energija je skuplja u proseku za 8%<sup>2</sup> a gas za 11%, što je doprinelo inflaciji u tom mesecu s preko 0,4 p.p. Porast cena hrane i bezalkoholnih pića od 1,6% doprineo je januarskoj inflaciji sa skoro 0,5 procentnih poena, dok je poskupljenje duvanskih proizvoda za 4,1% doprinelo sa 0,2 p.p. (Tabela T5-2). Jedini značajniji deflatorni činilac u januaru bio je pad cena goriva za putnička vozila za 2,3% (doprinos -0,1 p.p.) kao rezultat opadajućeg trenda svetskih cena nafte iz prethodnih nekoliko meseci. Februarska inflacija je takođe iznosila 1,4% prvenstveno usled rasta cena hrane za 2,7% (doprinos 0,8 p.p), od čega su najviše skočile cene svežeg povrća i hleba i žitarica (zbirni doprinos skoro 0,6 p.p). Posmatrano međugodišnje, rast cena u okviru ove grupe dostigao je rekordnih 24,6% uz povećanje doprinosa ukupnoj inflaciji na 7,7 p.p. Nakon privremene stabilizacije međugodišnje inflacije krajem prošle godine, u februaru je dostignut njen novi maksimum od 16,1%. To je nešto više od očekivanja NBS i centralne projekcije iznete u februarском izveštaju o inflaciji, koja je predviđala da će međugodišnji rast cena u Q1 2023. iznositi 15,6%.

**Poslednji kvartal 2022. i početak ove godine obeležilo je popuštanje globalnih inflatornih pritisaka**

Nakon više od dve godine kontinuiranog jačanja troškovnih pritisaka u međunarodnom okruženju, od jeseni 2022. beležimo zaokret ovog trenda. Cene sirovina na međunarodnom tržištu merene MMF-ovim kompozitnim indeksom pale su za oko 25% u periodu od septembra 2022. do januara ove godine (Grafikon T5-3), pri čemu je naročito bio dubok pad cena energenata (u proseku za oko 40%). Svetske cene nafte su se vratile na nivo iz perioda neposredno pre izbivanja rata u Ukrajini, što je bio šok koji ih je snažno pogurao naviše od marta 2022. Za Srbiju je posebno važan i oštar pad cena gasa na evropskim berzama za preko 60% u odnosu na avgust prošle godine. Svetske cene hrane su u januaru 2023. bile za oko 15% ispod njihovog maksimalnog

**Grafikon T5-3. Glavni indeksi cena na svetskim robnim tržištima, 2020-2023**



Izvor: IMF Primary Commodity Prices

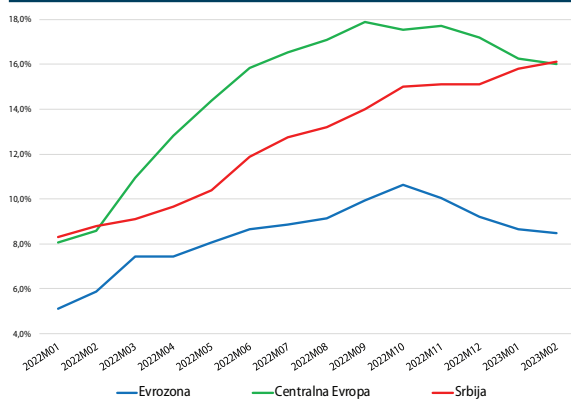
nivoa u prošloj godini, mada su još uvek uvek primetno iznad višegodišnjeg proseka iz pretkriznog perioda. Među najvažnijim sirovinama jedino su cene osnovnih metala zabeležile skok tokom jeseni i zime, što je uglavnom posledica otvaranja i oporavka kineske privrede. Zastoji u lancima snabdevanja takođe su otklanjani u proteklih godinu dana, a prema februarskim podacima vrednost globalnog indeksa pritisaka u lancima snabdevanja (GSCPI) spustila se na istorijski prosek. Sve su to signali koji pokazuju da je uticaj troškovnih pritisaka u međunarodnom okruženju na kretanje inflacije već počeo da slabi.

**Inflacija u međunarodnom okruženju još uvek nije stavljena pod kontrolu, ali je u mnogim zemljama počela da opada u 2022. godini**

Slabljenje troškovnih pritisaka na strani ponude, kao i efekti dosadašnjeg zaoštavanja monetarne politike na ublažavanje inflatornih pritisaka sa strane tražnje, doprineli su tome da se inflacija u mnogim zemljama nađe na silaznoj putanji u 2022. U SAD inflacija je dostigla rekordnih 9,1% u junu prošle godine (najviši nivo od početka 1980-ih), ali se od tada konstantno smanjivala do 6% koliko je iznosila u februaru 2023. U Evrozoni inflacija je dostigla svoj maksimum nešto kasnije – u oktobru 2022. iznosila je 10,6% (Grafikon T5-4) što je bio najviši nivo od osnivanja monetarne unije. U sledećih nekoliko meseci međugodišnja inflacija u EZ se smanjivala i prema poslednjim podacima iznosi 8,5%. U zemljama Centralne Evrope rast potrošačkih cena bio je izraženiji nego u ostatku EU, a postoje i poprilično velike razlike kad se posmatraju pojedinačne zemlje. Npr. u Mađarskoj je međugodišnja inflacija trenutno iznad 25%, dok je u Sloveniji ispod 10% a u Hrvatskoj iznosi oko 12%. Međutim, ako posmatramo prosek zemalja u regionu najpre se uočava jasna tendencija ubrzanja inflacije do septembra 2022. kad je dostigla maksimalnih

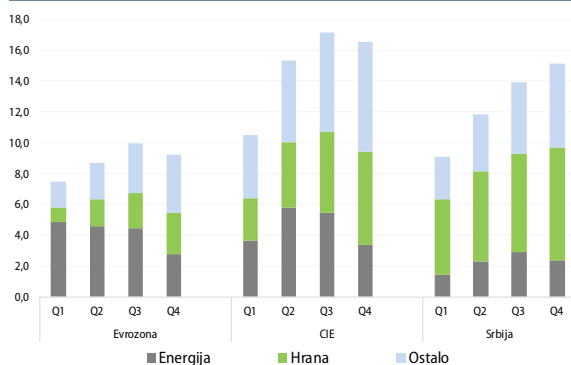
<sup>2</sup> Maksimalna cena električne energije za privredu je takođe povećana za 8% - sa 95 evra na nešto preko 103 evra po megavat-času. Međutim, upitno je da li će se to povećanje efektivirati u celosti zato što prosečna cena električne energije nije ni dostigla prethodno postavljenu maksimalnu granicu u 2022.

**Grafikon T5-4. Međugodišnja inflacija u Evrozoni, Centralnoj Evropi i Srbiji**



Izvor: Evrostat i obračun QM-a  
 Napomena: Centralna Evropa ne obuhvata tri baltičke zemlje (Estonija, Letonija i Litvanija) i stoga predstavlja uži skup zemalja u odnosu na CIE.

**Grafikon T5-5: Doprinosi inflaciji u Evrozoni, CIE i Srbiji, Q1 2022. - Q4 2022.**



Izvor: Evrostat, RZS i obračun QM-a

je i novo poskupljenje od maja 2023. Dakle, kontrola cena gasa i električne energije je ublažila domaće inflatorne pritiske u 2022. godine, ali samo privremeno, zato što će njihovo odloženo poskupljenje generisati troškovne pritiske bar do drugog kvartala tekuće godine (za razliku od ostalih zemalja CIE). Posledično, očekuje se da će usporavanje međugodišnje inflacije u Srbiji tokom 2023. početi kasnije i biti sporije nego u zemljama regiona. Druga specifičnost inflacije u Srbiji je znatno veći doprinos cena hrane u poređenju sa Evrozonom i CIE. To je primarno posledica mnogo većeg učešća hrane u prosečnoj potrošačkoj korpi koje u Srbiji iznosi preko 30%, dok u Evrozoni hrana učestvuje sa oko 16% a u CIE sa oko 23%.

Zajednički obrazac prošlogodišnje inflacije u svim evropskim zemljama je i konstantno povećanje doprinosa cena ostalih proizvoda ukupnoj inflaciji (Grafikon T5-5). Ni Srbija nije bila izuzetak – bazna inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, energije, alkohola i duvana) pratila je ubrzanje međugodišnje inflacije i prema podacima za februar 2023. dostigla je visokih 11,1% (Grafikon T5-6). Doprinos cena koje ulaze u obračun bazne inflacije ukupnoj povećan je s nepunih 2 p.p. u januaru 2022. na 5,2 p.p u februaru 2023. godine. Vrednost ovog pokazatelja jačine inflatornih pritisaka je u Srbiji još uvek nešto niža nego u zemljama CIE (blizu 13%), ali se ta razlika smanjivala u poslednjih nekoliko meseci. Visok nivo i rastući trend bazne inflacije ukazuju na prisustvo jakih inflatornih pritisaka u srpskoj ekonomiji, ali i na to da još nema jasnih signala njihovog popuštanja (za razliku od Češke i baltičkih zemalja u kojima se bazna inflacija već na silaznom trendu). Kašnjenje bazne inflacije u Srbiji za zemljama regiona delom se može dovesti u vezu s kontrolom cena električne energije i gasa za preduzeća. To je ublažavalo troškovne pritiske u domaćoj privredi u prošloj godini, ali kako je u međuvremenu otpočela korekcija cena ovih energenata inflatorni pritisci po osnovu rasta troškova energije osetiće se

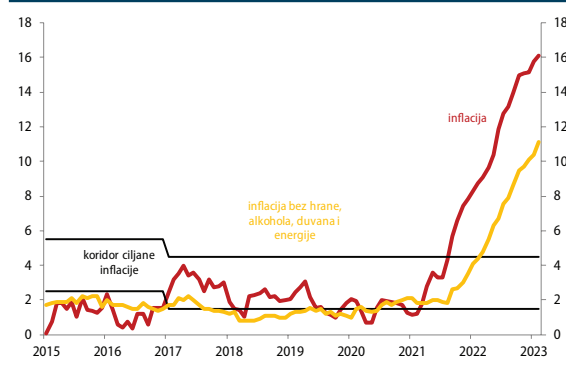
**Ubrzanje inflacije u Srbiji kasnilo je u odnosu na zemlje CIE zbog odloženog povećanja cene energenata, ali će zato i njeno usporavanje početi s nekoliko meseci zakašnjenja**

**Bazna inflacija je tokom Q4 prešla u zonu dvocifrenih stopa rasta, a u februaru 2023. je iznosila 11,1%**

18%, a zatim blagi ali postojan trend njenog usporavanja do nivoa od 16% u februaru ove godine. Kao što se može videti u Grafikonu T5-4, neposredno nakon izbijanja rata u Ukrajini inflacija u Centralnoj Evropi ubrzala je znatno više nego u Srbiji i bila veća tokom čitave prošle godine, ali je u prva dva meseca 2023. domaća inflacija pristigla prosek regiona.

Kao što se može videti u Grafikonu T5-5, doprinos cena hrane i energije ukupnoj inflaciji tokom 2022. je u čitavoj Evropi bio dosta visok i iznosio je oko 70%. Međutim, kod Srbije se uočavaju dve bitne razlike u strukturi prošlogodišnjeg rasta cena u odnosu na druge evropske zemlje. Najpre, doprinos cena energenata ukupnoj inflaciji u Evrozoni i CIE je u prvoj polovini 2022. bio 2-3 puta veći nego u Srbiji. Razlog je to što su maloprodajne cene električne energije i gasa u evropskim zemljama donekle pratile snažan rast berzanskih cena, dok su u Srbiji one ostale zamrznute na pretkriznom nivou. Stabilizacija na evropskom tržištu energenata omogućila je postepeni pad maloprodajnih cena električne energije i gasa, što se vidi kao prilično oštro smanjenje doprinosa energije ukupnoj inflaciji u Evrozoni i CIE u Q4. U Srbiji imamo suprotnu situaciju - ciklus povećanja cena ovih energenata započeo je tek u Q3, nastavio se u januaru, a najavljeno

**Grafikon T5-6. Međugodišnja stopa, noseća inflacija i ciljani koridor NBS, 2015-23**



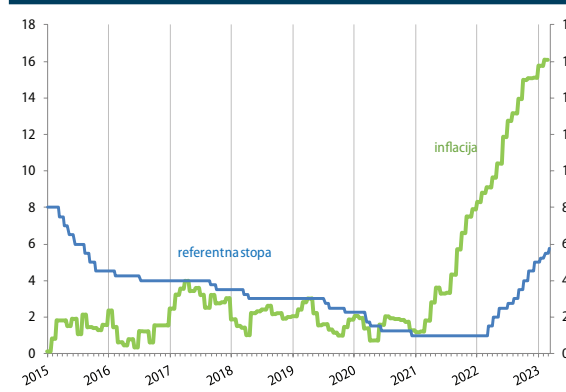
Izvor: Evrostat, RZS i obračun QM-a

**NBS je nastavila da povećava referentnu kamatnu stopu u 2023. godini za po 25 baznih poena mesečno i ona u martu 2023. iznosi 5,75%**

U prvim mesecima 2023. NBS je nastavila da zaoštrava monetarnu politiku, a u skladu sa očekivanjima iznetim u prethodnom broju QM trend podizanja referentne kamatne stope umanjen je sa 50 na 25 baznih poena mesečno. Ciklus povećanja restriktivnosti monetarne politike sad već traje punih godinu dana tokom kojeg je RKS povećana za 4,75 procentnih poena – sa 1% u aprilu 2022. na trenutnih 5,75% (Grafikon T5-7). Krajem prošle godine postojala su očekivanja da bi NBS mogla da okonča podizanje RKS tokom Q1 2023. budući da se predviđao zaokret rastućeg trenda međugodišnje inflacije na početku Q2. Međutim, sada to više nije tako izvesno i ne isključujemo mogućnost još jednog ili dva povećanja RKS za 25 baznih poena. Tome u prilog govori činjenica da bi usporavanje međugodišnje inflacije u Srbiji moglo da ide nešto sporije nego što se pretpostavljalo, kao i to što bazna inflacija još uvek ne pokazuje znake usporavanja što bi nedvosmisleno ukazalo na slabljenje inflatornih pritisaka u domaćoj ekonomiji. Slična ocena važi i za monetarnu politiku u međunarodnom okruženju, uz izuzetak centralnih banaka u CIE koje su najverovatnije već okončale ciklus zaoštavanja monetarne politike.<sup>3</sup> Naime, uprkos rastućoj zabrinutosti zbog problema u pojedinim bankama u SAD i Evropi, ECB je u martu ponovo povećala referentnu kamatnu stopu za 50 baznih poena, a slična odluka se očekuje i od FED-a (doduše, verovatno za 25 baznih poena). Trenutno preovlađuje stav da je perzistentno visoka inflacija mnogo veći rizik za svetsku privredu od pojedinačnih problema u finansijskom sektoru, odnosno da bi vodeće centralne banke trebalo da nastave s pooštavanjem finansijskih uslova sve dok inflacija ne bude čvrsto stavljena pod kontrolu.

**Međugodišnja inflacija će početi postepeno da usporava od Q2 2023, a očekujemo da će krajem godine iznositi oko 10%**

**Grafikon T5-7. Referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2015-23**



Izvor: NBS

čije je dejstvo u Srbiji odloženo iz 2022. za ovu godinu (pomenuto povećanje cene energenata, najavljena su i neka druga poskupljenja poput poštanskih usluga i dr.) koji će delovati u suprotnom

u 2023. Očuvanjem stabilnog kursa dinara prema evru NBS je takođe doprinela ublažavanju inflatornih pritisaka, jer je na taj način ograničeno prelivanje visoke uvozne inflacije na domaće tržište. Pri vođenju monetarne politike centralne banke obraćaju najviše pažnje upravo na kretanje bazne inflacije, zbog povećane volatlnosti cena hrane i energije – često zbog šokova na strani ponude na koje monetarne vlasti ne mogu mnogo da utiču. Međutim, u Srbiji visok rast cena prehrambenih proizvoda u proteklih godinu dana srazmerno više utiče na kreiranje inflacionih očekivanja zbog njihovog većeg pondera u potrošačkoj korpi u odnosu na zemlje CIE.

<sup>3</sup> Štaviše, očekuje se da bi u Češkoj i Mađarskoj moglo da dođe do smanjenja RKS u drugoj polovini 2023. godine.

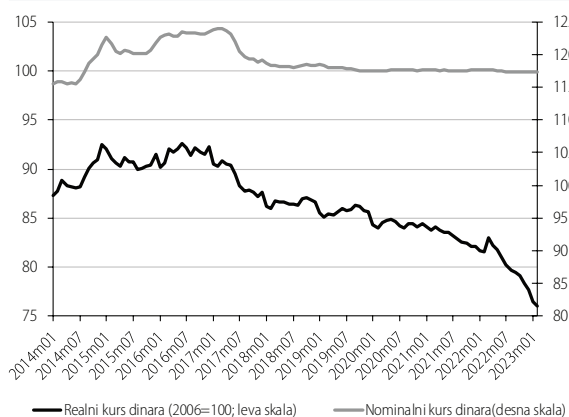
smeru i delimično neutralisati efekat visoke prošlogodišnje baze. Kretanje međugodišnje inflacije će u velikoj meri zavisiti od predstojeće poljoprivredne sezone, budući da su cene voća, povrća i drugih prehrambenih proizvoda u 2022. bile neuobičajeno visoke zbog suše. Dobra poljoprivredna sezona bi stoga mogla da bude značajan deflatorni činilac koji bi ubrzao pad međugodišnje inflacije do kraja godine. Prema centralnoj projekciji NBS iz februarskog Izveštaja o inflaciji, do kraja 2023. inflacija bi trebalo da se spusti na 7,5%. Međutim, postoje razlozi zbog kojih bi se ova prognoza mogla pokazati suviše optimističnom. Najpre, vršna tačka s koje će otpočeti usporavanje međugodišnje inflacije biće za oko 1 p.p. iznad tadašnje procene NBS. Očekujemo i da će sam trend njenog usporavanja biti blaži, jer su inflatorni pritisci u domaćem okruženju po svemu sudeći nešto jači od pretpostavki na kojima je počivala zvanična februarska projekcija inflacije. Prema našim procenama, međugodišnja inflacija bi svakako trebalo da se vrati u jednocifrenu zonu u Q4, prema našim procenama bliže 10% u decembru 2023. To će i prosečnu inflaciju u 2023. pogurati naviše u odnosu na inicijalne projekcije NBS, i procenjujemo da će ostati blizu prošlogodišnjeg nivoa (12%).

## Devizni kurs

**Uprkos velikim turbulencijama na deviznom tržištu od početka 2022. godine kurs dinara prema evru ostao je stabilan zahvaljujući obimnim intervencijama NBS**

Početak 2022. obeležili su snažni deprecijacijski pritisci na dinar usled velike tražnje za devizama kako bi se finansirao uvoz skupih energenata, a zatim i zbog povlačenja inostranih investitora

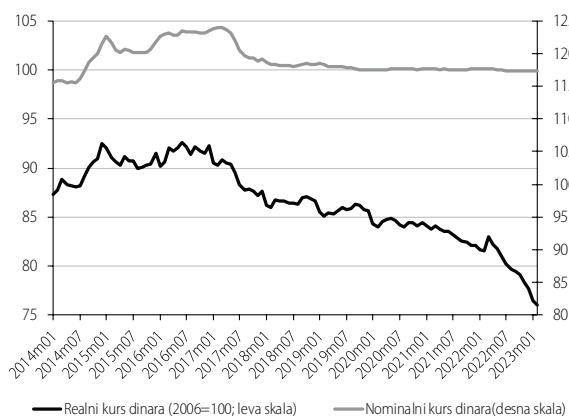
**Grafikon T5-8. Nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2014-2023.**



Izvor: NBS, RZS, Evrostat i proračun QM-a

Napomena: porast predstavlja depresijaciju deviznog kursa.

**Grafikon T5-8. Nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2014-2023.**



Izvor: NBS, RZS, Evrostat i proračun QM-a

Napomena: porast predstavlja depresijaciju deviznog kursa.

neposredno nakon izbijanja rata u Ukrajini. Međutim, situacija se potpuno okrenula od maja prošle godine kad su počeli da prevlađuju aprecijacijski pritisci na domaću valutu i to je trend koji još uvek traje. Kako bi sprečila veće oscilacije deviznog kursa NBS je bila vrlo aktivna na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) – najpre na strani prodaje deviza u Q1 2022. a zatim uglavnom kao kupac deviza. Kad se posmatra čitava godina, NBS je neto kupila 1 mlrd evra kako bi sprečila osetnije jačanje dinara u odnosu na evro. Tokom 2022, dinar je nominalno ojačao prema evru za 0,2%, sa 117,6 ma 117,3 dinara za evro, a istu vrednost je zadržao u prva dva meseca 2023. (Grafikon T5-8). Od važnijih izvora povećanja ponude deviza i posledično aprecijacijskih pritisaka na dinar u protekloj godini izdvajamo rekordno veliki priliv SDI (4,4 mlrd evra), a u prethodnih nekoliko meseci beležimo i znatno zaduživanje države u inostranstvu (kredit UAE od 1 mlrd dolara, odobrena sredstva u okviru kreditnog aranžmana sa MMF-om i emitovanje dve državne obveznice vrednosti 1,75 mlrd dolara). U odnosu na američki dolar dinar je oslabio za 6% tokom prošle godine, kao rezultat jačanja američke valute u odnosu na evro. To se nepovoljno odražava na nivo javnog duga denominovanog u dolarima (trenutno oko 14% ukupnog duga opšte države), a poskupljuje i uvoz nekih roba koji se tradicionalno plaća u dolarima (kao što su nafta i gas).

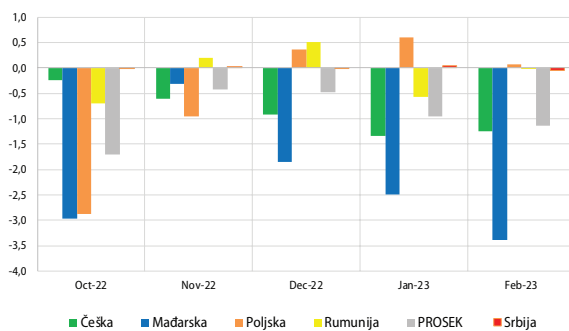
**Realni kurs dinara je nastavio da jača, kao posledica stabilnog nominalnog kursa prema evru i visoke domaće inflacije**

**U Q4 2022. i na početku ove godine preovladavali su aprecijacijski pritisci i u drugim zemljama CIE sa sličnim režimom deviznog kursa**

Održavanje nominalnog kursa dinara prema evru trenutno je višestruko dobra politika – na taj način se ograničava prelivanje visoke uvozne inflacije na domaće tržište, povoljno deluje na inflaciona očekivanja, a značajno je i za stabilnost čitavog finansijskog sistema u visoko evroizovanim zemljama poput Srbije. Međutim, takva politika ima i manje povoljnu posledicu u uslovima veoma visoke domaće inflacije, koja se ogleda u snažnom realnom jačanju dinara u odnosu na evro. Kao što se može videti u Grafikonu T5-8, taj trend je od marta 2022. postao naročito izražen (što koincidira sa ubrzanjem domaće inflacije), a zaključno s februarom ove godine dinar je već realno ojačao za 8,3%. Imajući u vidu kratkoročne projekcije inflacije u Srbiji i Evrozoni, kao i rešenost NBS da održi kurs dinara stabilnim, trend realne aprecijacije domaće valute potrajace sledećih nekoliko kvartala. U srednjem roku to će negativno uticati na cenovnu konkurentnost izvoznog dela srpske privrede.

Valute svih zemalja CIE sa sličnim režimom deviznog kursa znatno su ojačale u poslednjem kvartalu 2022. i u prva dva meseca ove godine (Grafikon T5-9). Postoji nekoliko zajedničkih faktora koji objašnjavaju ovakav trend na deviznim tržištima u regionu, od kojih su najvažniji zatezanje monetarne politike u prethodnom periodu, pad cena energenata i poboljšanje stanja u platnim bilansima. U proteklih pet meseci prema evru je nominalno najviše ojačala

**Grafikon T5-9. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama**



Izvor: Evrostat

Napomena: Porast predstavlja deprecijaciju deviznog kursa.

mađarska forinta (10,5%), zatim slede češka kruna (4,3%) i poljski zlot (2,8%). Rumunski lev je neznatno ojačao prema evru (0,5%), uglavnom zahvaljujući obimnijim intervencijama rumunske centralne banke na deviznim tržištu. Većina centralnih banaka u CIE je tokom aktuelne epizode visoke inflacije povećala obim intervencija na deviznim tržištima, doduše u manjoj meri nego što to čini NBS. Posledično, već nekoliko godina unazad (a to pokazuje i Grafikon T5-9) oscilacije kursa dinara prema evru su neuporedivo manje izražene nego kod drugih valuta u regionu.



## 6. Fiskalni tokovi i politika

Nakon usporavanja od sredine godine, u Q4 2022. godine došlo je do realnog međugodišnjeg pada javnih prihoda za 3,8%, a (desezonirani) pad je ostvaren i u odnosu na prethodni kvartal, što ukazuje da je pozitivan uticaj inflacije na naplatu poreza uglavnom iscrpljen. Pad prihoda je posledica pada privredne aktivnosti, dohodaka i potrošnje, kao i privremenog smanjenja stope akciza na naftne derivate i realnog obezvređenja specifičnih stopa akciza. Istovremeno, javni rashodi su u Q4 ostvarili blagi međugodišnji rast (za 1,1%), pre svega zbog evidentiranja isplata pomoći javnim preduzećima isplaćivanih u prethodnom delu godine kao rashoda budžeta u novembru i decembru – nakon rebalansa, dok su svi tekući i kapitalni rashodi nastavili realan međugodišnji pad, dominantno usled inflacije. Zbog toga je u Q4 iskazan veliki fiskalni deficit, od 13,5% kvartalnog BDP-a. Na nivou cele 2022. godine, javni prihodi su blago realno porasli (za 1,4%), usled snažnog rasta u prvoj polovini godine po osnovu visoke inflacije i solidne dinamike privrede, te osetnog usporavanja u drugoj polovini godine. Javni rashodi su u 2022. godini ostvarili blagi realan pad (za 0,8%), zbog realnog pada i tekućih i kapitalnih rashoda usled inflacije, dok su rashodi na aktivirane garancije i budžetske pozajmice snažnog porasli zbog problema u poslovanju javnih preduzeća iz sektora energetike. Kapitalni rashodi su u 2022. iznosili 7,2% BDP-a, što predstavlja solidan rezultat, iako nešto manji u odnosu na plan. U 2022. godini ostvaren je fiskalni deficit od 3,1% BDP-a, koji je, u skladu sa prognozama iznetim u prethodnom broju Kvartalnog monitora, bio manji od planiranog, pre svega usled bolje naplate poreza u prva tri kvartala. Ipak, tek manji deo dodatnih poreskih prihoda ostvarenih usled inflacije je iskorišćen za smanjenje deficita, a veći deo je upotrebljen za pomoć javnim preduzećima iz sektora energetike. Ostvareni fiskalni deficit u 2022. i planirani deficit u 2023. godini u Srbiji veći su u odnosu na prosek zemalja EU i Centralne i Istočne Evrope. Javni dug je krajem 2022. iznosio 33,3 mlrd. evra (55,1% BDP-a), što je za 3,2 mlrd. evra više nego krajem 2021. godine. Visok rast javnog duga u apsolutnom iznosu delom je nastao zbog finansiranja deficita, a delom i zbog zaduživanja unapred radi finansiranja budućih obaveza. I pored snažnog rasta duga u apsolutnom iznosu, odnos duga i BDP-a opada, usled visoke inflacije i nepromenjenog kursa dinara prema evru. U januaru je javni dug porastao za preko milijardu evra po osnovu emisije evroobveznica.

### Opšta fiskalna kretanja

***U Q4 je došlo do osetnog realnog pada javnih prihoda, dok su javni rashodi blago porasli***

Nakon usporavanja međugodišnjeg rasta u Q3, u Q4 2022. godine javni prihodi su zabeležili osetni međugodišnji pad (za 3,8%), a realan pad (desezoniranih) javnih prihoda u Q4 ostvaren je i u odnosu na Q3 (za 1,7%). Pad prihoda krajem 2022. godine posledica je iscrpljivanja pozitivnih efekata inflacije na naplatu poreskih prihoda, ali i usporavanja privredne aktivnosti.

Javni rashodi su Q4 zabeležili blagi međugodišnji realan rast (za 1,1%), dok su u odnosu na Q3 desezonirani javni rashodi u Q4 ostvarili veliki realan rast (za preko 17%), pre svega po osnovu velikog rasta budžetskih pozajmica, što je posledica uključivanja izdataka po osnovu pomoći javnim preduzećima iz prethodnih perioda u javne rashode u Q4. Nakon rebalansa budžeta, ovi izdaci su preknjiženi sa vanbudžetske pozicije (Nabavka finansijske imovine), na poziciju javnih rashoda – budžetske pozajmice.

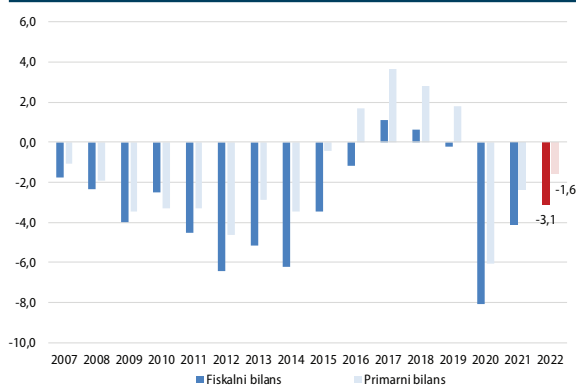
***Na nivou cele 2022. godine javni prihodi su blago porasli, a javni rashodi blago pali***

Na nivou cele 2022. godine javni prihodi su ostvarili blagi međugodišnji rast (za 1,4%), dok su javni rashodi realno blago opali (za 0,8%). Usled toga, javna potrošnja u Srbiji je u relativnom iznosu u 2022. godini blago opala (za 0,8 pp BDP-a), ali je u odnosu na druge evropske zemlje i dalje na visokom nivou. Javna potrošnja u Srbiji u 2022. godini iznosila je 46,6% BDP-a, što je više u odnosu na prosek EU-27 (45,7% BDP-a), zemalja Centralne i Istočne Evrope (43,3% BDP-a), te Zapadnog Balkana (37,4% BDP-a). Od zemalja Centralne i Istočne Evrope i Zapadnog Balkana, veću javnu potrošnju od Srbije imale su samo Hrvatska i Mađarska.

*U evropskim razmerama javna potrošnja u Srbiji je i dalje relativno visoka*

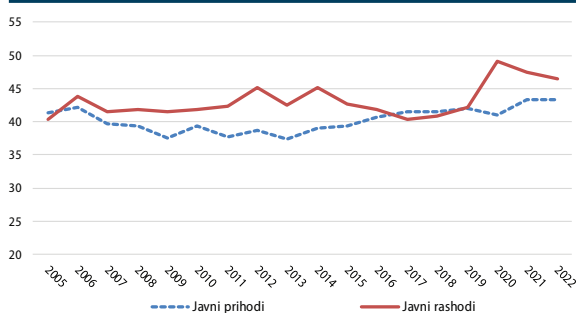
*U Q4 je iskazan veliki fiskalni deficit od 265,2 mlrd. dinara (tj. 13,5% BDP-a)*

**Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans i primarni bilans (% BDP)**



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

**Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)**



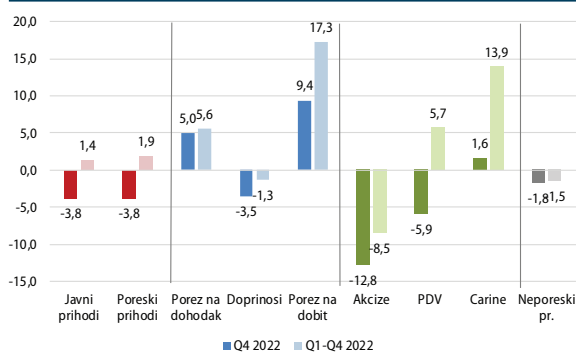
Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

januar prethodne godine. Na znatan međugodišnji pad javnih rashoda u januaru uticao je veliki realan pad rashoda na plate (za 13%), usled činjenice da se nominalno povećanje plata odnosi na januarsku platu koja se isplaćuje u februaru. Usled opisane dinamike prihoda i rashoda, u januaru je ostvaren konsolidovani suficit od 1,2 mlrd. dinara.

## Dinamika javnih prihoda

pad javnih prihoda u Q4 posledica je pada prihoda od poreza na potrošnju (PDV i akciza), od doprinosa, kao i neporeskih prihoda, dok su prihodi od ostalih poreskih oblika ostvarili rast.

**Grafikon T6-3. Srbija: Stope međugodišnjeg realnog rasta javnih prihoda u 2022. (%)**



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

1 Deficit bez rashoda na kamate.

U Q4 ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit u iznosu od 265,2 mlrd. dinara (13,5% kvartalnog BDP-a). Preko polovine deficita ostvarenog u Q4 posledica je iskazivanja izdataka na ime pomoći države javnim preduzećima iz sektora energetike realizovanih tokom 2022. godine, kao javnog rashoda u novembru i decembru 2022. godina – nakon rebalansa budžeta. Osim toga, na visok deficit u poslednjem kvartalu 2022. godine uticali su i sezonski faktori (realizacija budžeta krajem godine), ali i usporavanje na strani prihoda.

Na nivou cele 2022. godine ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 221,2 mlrd. dinara (3,1% BDP-a), što je manje u odnosu na deficit planiran rebalansom, dok je primarni deficit<sup>1</sup> bio umeren i iznosio je 1,6% BDP-a. Ipak, potrebno je napomenuti da je 2022. godina treća godina zaredom u kojoj Srbija vodi politiku relativno velikog fiskalnog deficita, što se odražava na snažan rast apsolutnog nivoa javnog duga.

Slični trendovi nastavljeni su i u januaru 2023. godine. Javni prihodi su bili realno gotovo nepromenjeni u odnosu na isti mesec 2022. godine, dok su javni rashodi bili realno znatno manji (za 5%) u odnosu na

januar prethodne godine. Na znatan međugodišnji pad javnih rashoda u januaru uticao je veliki realan pad rashoda na plate (za 13%), usled činjenice da se nominalno povećanje plata odnosi na januarsku platu koja se isplaćuje u februaru. Usled opisane dinamike prihoda i rashoda, u januaru je ostvaren konsolidovani suficit od 1,2 mlrd. dinara.

Posmatrano na nivou cele 2022. godine, javni prihodi su zabeležili blagi međugodišnji rast kao neto efekat snažnog pada prihoda od akciza, poreza na dobit i neporeskih prihoda, te rasta prihoda po ostalim osnovama.

## Poreski prihodi

Nakon usporavanja rasta u prethodnom kvartalu, poreski prihodi su u Q4 2022. godine zabeležili umeren realan međugodišnji pad. U odnosu na Q3 2022. godine desezonirani poreski prihodi su blago realno opali (za 0,8%).

*Poreski prihodi osetno padaju u Q4...*

**... usled pada prihoda od akciza, PDV i doprinosa za socijalno osiguranje**

**Pozitivan efekat inflacije na poreske prihode je iscrpljen...**

**... a usporavanje privredne aktivnosti počinje negativno da utiče na naplatu poreza**

**U 2022. godini poreski prihodi su blago porasli...**

**...usled visoke inflacije u većem delu godine i solidne dinamike privrede u prvoj polovini godine**

**Poreski prihodi su usled inflacije u 2022. veći za 230 mlrd. dinara od plana**

**U januaru poreski prihodi zabeležili blagi realan rast.**

Pad poreskih prihoda u Q4 u velikoj meri je posledica snažnog međugodišnjeg smanjenja prihoda od akciza i PDV-a, te snažnog usporavanja rasta prihoda od carina, što je posledica završetka pozitivnog uticaja inflacije na poreske prihode, privremenog smanjenja stopa akciza na naftne derivate radi stabilizacije cena, te obezvređenja specifičnih stopa akciza visokom inflacijom, a verovatno i usporavanja privredne aktivnosti, tj. pada realne vrednosti potrošnje, usled obezvređenja dohodaka.

Na pad poreskih prihoda u Q4 uticao je i znatan pad prihoda od doprinosa za obavezno socijalno osiguranje, na šta je pored smanjenje stope doprinosa, uticala i visoka osnovica za poređenje, budući da je u 2021. godini vršeno izmirenje prenetih obaveza po ovom osnovu iz prve godine pandemije. Ipak, prihodi od doprinosa su u Q4 ostvarili osetan realan desezonirani pad i u odnosu na Q3 te godine, što ukazuje da na dinamiku prihoda od doprinosa utiču i tekući faktori na tržištu rada, povezani sa usporavanjem privredne aktivnosti. S druge strane, prihodi od poreza na dohodak građana nastavili su solidan međugodišnji realan rast.

Prihodi od poreza na dobit preduzeća su i u Q4 nastavili snažan međugodišnji rast, kao i realan desezonirani rast u odnosu na Q3, što verovatno odražava solidne rezultate u pogledu profitabilnosti privrede u prethodnom periodu.

Posmatrano na nivou cele 2022. godine poreski prihodi su umereno porasli, pre svega usled snažnog rasta u prvoj polovini godine, podstaknutog visokom inflacijom i solidnom dinamikom privrede, te prvo blagog, a zatim oštrijeg usporavanja naplate poreskih prihoda u ostatku godine.

U 2022. godini rast prihoda je ostvaren po osnovu svih poreskih oblika, osim po osnovu prihoda od akciza i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje. Na rast poreskih prihoda po gotovo svim osnovama uticala je visoka inflacija, a posebno visok rast cena uvoznih dobara, dok je pad prihoda od akciza posledica smanjenja stopa akciza na naftne derivate, obezvređenja specifičnih stopa, a moguće i pada tražnje usled rasta cena akciznih proizvoda. Negativna dinamika prihoda od doprinosa verovatno je pre svega posledica efekta visoke baze, o čemu je prethodno bilo reči.

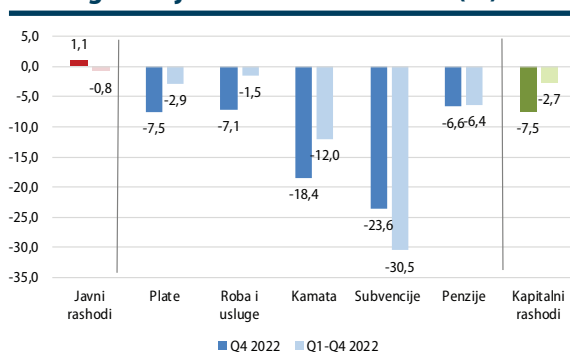
Poreski prihodi su u 2022. godini naplaćeni u iznosu većem za oko 230 mlrd. dinara od planiranog, pre svega usled toga što je stvarna stopa inflacije u toj godini bila znatno veća od planirane u trenutku pripreme budžeta za 2022. godinu.

Poreski prihodi su u januar realno porasli za svega 0,6% u odnosu na isti mesec 2022. godine, pre svega usled snažnog pada prihoda od poreza na dohodak i doprinosa, dok su prihodi od poreza na potrošnju solidno porasli.

## Neporeski prihodi

Neporeski prihodi su u Q4 zabeležili blagi realan međugodišnji pad, a sličan rezultat je ostvaren i na osnovu cele godine. To ipak predstavlja manje smanjenje ove vrste javnih prihoda u odnosu na inicijalne planove iz Fiskalne strategije za 2022. godinu.

**Grafikon T6-4. Srbija: Stope međugodišnjeg realnog rasta javnih rashoda u 2022. (%)**



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

## Dinamika javnih rashoda

Nakon pada u prethodnom periodu, u Q4 su javni rashodi zabeležili blagi međugodišnji rast, dok je u odnosu na prethodni kvartal ostvaren snažan realan desezonirani rast, pre svega usled skoka budžetskih pozajmica, budući da su u novembru i decembru na toj poziciji evidentirani izdaci za pomoć države javnim preduzećima iz sektora energetike, realizovani u prethodnom delu godine.

Na nivou cele godine javni rashodi su ostvarili blagi realan međugodišnji pad, što

je neto posledica realnog obezvređenja tekućih i kapitalnih rashoda usled inflacije sa jedne i snažnog rasta budžetskih pozajmica sa druge strane.

## Tekući rashodi

***Tekući rashodi su u Q4 snažno realno opali, pre svega usled inflacije***

Tekući javni rashodi su u Q4 2022. godine ostvarili veliki međugodišnji realan pad (za 13,5%), pri čemu je realan pad ostvaren na svim vrstama tekućih rashoda. Na realan pad tekućih rashoda u Q4 dominantno je uticala rastuća inflacija i činjenica da je većina kategorija tekućih rashoda limitirana budžetima i finansijskim planovima u nominalnom iznosu.

***Rashodi na plate i penzije realno opadaju usled ubrzanja inflacije***

Rashodi na plate su i pored znatnog povećanja plata zaposlenih u javnom sektoru od januara tekuće godine, nastavili realan međugodišnji pad, što je posledica ubrzanja inflacije. Slično tome javni rashodi na penzije su nastavili negativan trend iz prethodnih kvartala, koji je u Q4 bio i dodatno pojačan, što je takođe posledica realnog obezvređenja penzija usled inflacije, kao i pada broja penzionera.

***Valutna struktura duga, gotovo fiksni kurs i visoka inflacija uticali su i na snažan pad rashoda na kamate***

Rashodi na robu i usluge su u Q4 takođe zabeležili snažan realan međugodišnji pad, što se takođe može dominantno pripisati visokoj inflaciji, značajnom udelu troškova na robu i usluge čija cena je kontrolisana (npr. struja, gas, grejanje), kao i dugoročnim ugovorima za nabavke dobara i usluga u javnom sektoru. I rashodi na kamate su u Q4 ostvarili veliki realan pad, što je posledica visoke inflacije i gotovo fiksnog kursa dinara prema evru, što u uslovima kada je preko četiri petine javnog duga Srbije nominirano u dinarima ili evrima, utiče na snažan pad ovih rashoda.

Rashodi na subvencije su u Q4 ostvarili najveći realan međugodišnji pad u odnosu na sve ostale kategorije tekućih javnih rashoda, na šta je pored inflacije, verovatno uticala i visoka baza za poređenje, tj. isplata većih iznosa subvencija u istom periodu 2021. godine.

***Snažan rast budžetskih pozajmica i aktiviranih garancija – zbog problema u sektoru energetike***

S druge strane, rashodi po osnovu aktiviranih garancija su u Q4 2022. godine bili gotovo tri puta veći nego u istom periodu 2021. godine, dok su rashodi po osnovu budžetskih pozajmica povećani bili veći za 291% u odnosu na Q4 2021. godine. Snažan rast obe navedene pozicije posledica je problema u javnim preduzećima u sektoru energetike. Država je u prethodnoj godini u više navrata izdavala garancije za zaduživanje ovih preduzeća, koja usled finansijskih problema nisu u stanju sama da finansiraju dospele obaveze, usled čega je došlo do aktiviranja pojedinih garancija. S druge strane, direktna finansijska pomoć koja je isplaćivana ovim preduzećima u prethodnom delu godine i evidentirana kao vanbudžetska stavka – nabavka finansijske imovine, je nakon rebalansa budžeta iskazana kao trošak budžeta po osnovu budžetskih pozajmica.

U Q3 je nastavljen trend započeo u Q2 koji se odnosi na rast izdataka po osnovu aktiviranih budžetskih garancija koji su ponovo porasli (za 234,4%) u odnosu na isti period prošle godine, što može predstavljati posledicu dinamike dospevanja obaveza po garancijama izdatim u prethodnim godinama, kao i aktiviranja garancija po novijim pozajmicama javnim i državnim preduzećima.

***U 2022. godini svi tekući rashodi su realno opali – pre svega usled obezvređenja inflacijom***

Na nivou cele 2022. godine, svi tekući rashodi su ostvarili blagi međugodišnji realan pad, što je posledica uticaja sličnih faktora koji su uticali na njihovu dinamiku i u Q4 – pre svega visoke inflacije. Budući da rashodi na plate i penzije čine 40% konsolidovanih javnih rashoda, njihovo osetno realno obezvređenje visokom inflacijom dominantno je uticalo na kretanje ukupnih tekućih rashoda. Posledično, javni rashodi na plate su u 2022. godini relativno opali na 9,7% BDP-a, dok su rashodi na penzije opali na 9% BDP

***Tekući rashodi su u januaru snažno realno opali***

Tekući rashodi su u januaru zabeležili veliki realan međugodišnji pad (za gotovo 12%), usled obezvređenja plata zaposlenih u javnom sektoru, budući da se nominalno uvećanje plata primenjuje od isplate januarskih plata koje su isplaćene u februaru, kao i snažnog pada rashoda na robu i usluge. Usled ranijeg uvećanja penzija, krajem 2022. godine, realno smanjenje rashoda na penzije su u januaru je bilo nešto blaže i iznosilo je 1,3%. Budući da će u narednim mesecima biti vršena isplata plata nominalno uvećanih za 12,5%, te da će se i nabavke robe i usluga vršiti po novim cenama, za očekivati je da uticaj inflacije na realan pad javnih rashoda u narednom periodu bude sve manji.

## Kapitalni rashodi

### *Kapitalni rashodi u Q4 umereno međugodišnje opadaju*

Kapitalni rashodi su u Q4 2022. godine bili realno manji za 7,5% u odnosu na isti period prošle godine, na šta je pored inflacije verovatno uticala i slabija dinamika u realizaciji nekih projekata, a moguće i kreiranje doznji zbog pogoršanja uslova finansiranja. Ipak, u odnosu na Q3 kad su kapitalni rashodi ostvarili snažan pad, u Q4 su realno desezonirano snažno porasli (za 12,4%). U januaru 2023. godine kapitalni rashodi su nastavili međugodišnji realan pad, ali je on bio nešto blaži nego u Q4 i iznosio je 1,9%.

### *U 2022. kapitalni rashodi iznosili su 7,2% BDP-a*

Na nivou cele 2022. godine kapitalni rashodi su bili realno manji za 2,7% u odnosu na 2021. godinu, što je posledica uticaja pomenutih faktora koji su uticali i na njihovu dinamiku u Q4. Ipak, ukupno posmatrano konsolidovani kapitalni rashodi su u 2022. godini iznosili 7,2% BDP-a, što se može smatrati solidnim rezultatom, iako je to za 0,3% BDP-a manje u odnosu na plan. Visoki kapitalni rashodi u dužem periodu predstavljaju potreban uslov za osetniji iskorak u razvoju infrastrukture, a da bi to imali širi pozitivan uticaj na privredni rast i društveni razvoj, potrebno je da selekcija projekata bude vršena na metodološki utemeljenoj oceni isplativosti, te da se ugovaranje i realizacija vrše na inkluzivan i transparentan način.

## Opšti fiskalni okvir

### *Fiskalni deficit u 2022. nešto manji u odnosu na plan...*

U skladu sa predviđanjima u prethodnom broju Kvartalnog monitora, fiskalni deficit u 2022. godini bio je nešto manji od planiranog, pre svega usled veće naplate poreskih prihoda.

### *... zbog dobre naplate poreza usled inflacije...*

U 2022. godini su, pre svega usled inflacije, poreski prihodi naplaćeni u iznosu većem za oko 3% BDP-a u odnosu na plan. Ipak, propuštena je prilika da se bolja naplata poreza u većoj meri iskoristi za osetnije smanjenje fiskalnog deficita. Tek jedna trećina dodatnih poreskih prihoda je iskorišćena za smanjenje deficita, dok je ostatak utrošen na pokriće troškova javnih preduzeća iz sektora energetike, izazvanih internim neefikasnostima i globalnim turbulencijama, kao i za povremene isplate paušalnih naknada pojedinim društvenim grupama (penzioneri, mladi i sl.), koje nisu bile zasnovane na proverbi imovinskog i dohodnog položaja primalaca.

### *... ali je šire posmatrano, fiskalni deficit i dalje relativno visok*

Iako je deficit u 2022. godini manji nego u prethodnoj, 2022. je treća godina zaredom u kojoj Srbija ostvaruje relativno visok fiskalni deficit. U proseku u prethodne tri godine fiskalni deficit u Srbiji iznosio je gotovo 5% BDP-a godišnje, što je više i u odnosu na prosek zemalja Centralne i Istočne Evrope i Zapadnog Balkana. Za razliku od razvijenih evropskih zemalja koje će u 2023. godini prepoloviti fiskalni deficit u odnosu na prosečan iznos u tri prethodne godine, u zemljama Centralne i Istočne Evrope, Zapadnog Balkana deficit ostaje na relativno visokom nivou od oko 3% BDP-a. Planirani fiskalni deficit u 2023. godini u Srbiji od 3,3% BDP-a, veći je ne samo u odnosu na prosek zemalja EU, već i zemalja Centralne i Istočne Evrope i Zapadnog Balkana.

U uslovima izraženih geopolitičkih neizvesnosti, rasta kamatnih stopa i nivoa javnog duga koji je blizu granice nakon koje bi njegov uticaj na rast privrede mogao biti negativan, preporučuje se vođenje politike dugoročno deficita, osim u recesionim periodima kada je ekonomski opravdano merama ekspanzivne fiskalne politike delovati kontraciklično. Na taj način bi se, pored smanjenja izloženosti rizicima povezanim sa obezbeđenjem finansiranja, smanjio i efekat istiskivanja očekivanog rasta rashoda kamata na druge produktivne rashode ili na smanjenje fiskalnog prostora za dalje sniženje poreza i doprinosa na rad.

## Javni dug

### *Javni dug na kraju 2022. iznosio je 33,3 mlrd. evra (55,1% BDP-a)*

Na kraju Q4 2022. godine javni dug Srbije iznosio je 33,3 mlrd. evra (55,1% BDP), što je za oko 900 miliona evra više nego na kraju Q3, a za gotovo 3,2 mlrd. evra više nego na početku 2022. godine, dok je u prethodne tri godine kumulativno javni dug porastao za oko 9,4 mlrd. evra.

Rast javnog duga u 2022. godini (za 3,2 mlrd. evra) bio je u apsolutnom iznosu znatno veći od fiskalnog deficita ostvarenog u tom periodu (1,9 mlrd. evra), što je posledica zaduživanja države unapred zarad finansiranja budućih obaveza. Na to ukazuje i visok nivo depozita države, koji

**U januaru je javni dug porastao za preko 1 mlrd. evra i iznosio je 56,9% BDP-a**

su krajem 2022. godine iznosili oko 5,3 mlrd. evra, što je za oko 900 miliona evra više nego na kraju 2021. godine. Zaduživanje države unapred može se objasniti anticipiranim povećanjem tržišnih i netržišnih rizika, povezanih sa opštim rastom kamatnih stopa usled zatezanja monetarne politike, kao i sa mogućim rastom geopolitičkih rizika, koji mogu dovesti do dodatnog uslozljavanja pozicije zemlje.

Tokom januara 2023. godine javni dug je porastao za preko milijardu evra, po osnovu emisije evroobveznica, za potrebe finansiranja deficita i otplate postojećih obaveza koje dospevaju u narednom periodu. Reč je o emisiji petogodišnjih obveznica u iznosu od 750 mil. dolara uz kamatnu stopu od 6,25% i desetogodišnjih obveznica vrednosti milijardu dolara uz kamatnu stopu od 6,5%. I pored snažnog rasta apsolutnog nivoa javnog duga u januaru, prema podacima Ministarstva finansija javni dug je tokom januara realno opao za 4,9 procentna poena BDP-a (na 50,2% BDP-a), što je posledica metodologije obračuna relativnog nivoa duga od strane Ministarstva finansija – dug u januaru je podeljen procenjenim nivoom BDP-a u 2023. godini. S obzirom na to da je iznos javnog duga izvesna varijabla, a da je očekivani BDP u narednom periodu neizvesna varijabla, opisani pristup se može smatrati metodološki neadekvatnim, dok bi metodološki ispravno bilo da se postojeći nivo duga dovodi u odnos sa BDP-om ostvarenim u četiri prethodna kvartala. U tom slučaju bi javni dug krajem januara iznosio 56,9% BDP-a.

**U 2022. godini javni dug je porastao za 3,2 mlrd. evra**

Veći deo rasta javnog duga u 2022. godini posledica je direktnog zaduživanja države (za preko 3 mlrd. evra), dok je indirektni dug, po osnovu davanja garancija države za zaduživanje javnih i državnih preduzeća, porastao za oko 160 miliona evra. I pored problema u poslovanju javnih preduzeća iz sektora energetike, rast indirektnog duga nije bio veći, jer je država pomoć tim preduzećima isplaćivala pre svega kroz subvencije, dok je u manjem broju slučajeva pomoć realizovana u formi garancija države za njihovo zaduživanje na tržištu. Rast javnog duga u Q4 je bio manji od fiskalnog deficita u tom periodu, jer je deo deficita tog perioda finansiran iz rezervi formiranih u prethodnom periodu kroz zaduživanje. Na nivou cele 2022. godine rast javnog duga je bio znatno veći od fiskalnog deficita, pre svega zbog zaduživanja države unapred, za potrebe finansiranja obaveza koje će dospevati i u 2023. godini.

**Usled deprecijacije dinara prema dolaru javni dug je u 2022. porastao za oko 240 mil. evra**

Kurs dinara prema evru je u 2022. godini bio nominalno gotovo nepromenjen, dok je u odnosu na američki dolar dinar nominalno deprecirao za 6%. S obzirom na to da dug nominiran u američkim dolarima čini nešto manje od jedne osmine ukupnog javnog duga Srbije, deprecijacija dinara prema dolaru u 2022. godini uticala je na rast duga za oko 240 mil. evra.

**Tabela T6-5. Srbija: Javni dug<sup>1</sup> 2000-2022. (mlrd. evra)<sup>2</sup>**

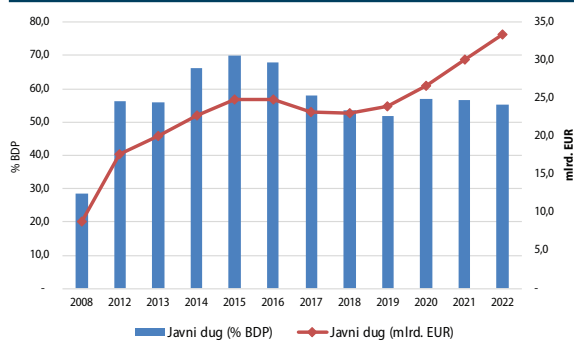
	2000	2008	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
<b>I. Ukupne direktne obaveze</b>	<b>14,2</b>	<b>7,9</b>	<b>15,1</b>	<b>17,3</b>	<b>20,2</b>	<b>22,4</b>	<b>22,7</b>	<b>21,4</b>	<b>21,5</b>	<b>22,5</b>	<b>25,2</b>	<b>28,8</b>	<b>29,0</b>	<b>29,6</b>	<b>30,8</b>	<b>31,8</b>
Unutrašnji dug	4,1	3,2	6,5	7,0	8,2	9,1	8,8	9,1	9,4	9,8	11,2	11,3	10,7	10,8	11,2	11,3
Spoljni dug	10,1	4,7	8,6	10,2	12,0	13,4	13,9	12,4	12,1	12,6	14,0	17,4	18,2	18,8	19,6	20,5
<b>II. Indirektne obaveze</b>	<b>-</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
<b>III. Javni dug (I+II)</b>	<b>14,2</b>	<b>8,8</b>	<b>17,7</b>	<b>20,1</b>	<b>22,8</b>	<b>24,8</b>	<b>24,8</b>	<b>23,2</b>	<b>23,0</b>	<b>23,9</b>	<b>26,7</b>	<b>30,1</b>	<b>30,6</b>	<b>31,3</b>	<b>32,4</b>	<b>33,3</b>
<b>Javni dug/BDP (QM)<sup>2</sup></b>	<b>169,3%</b>	<b>28,3%</b>	<b>56,1%</b>	<b>55,9%</b>	<b>66,2%</b>	<b>70,0%</b>	<b>68,0%</b>	<b>57,8%</b>	<b>53,7%</b>	<b>52,0%</b>	<b>57,0%</b>	<b>56,5%</b>	<b>56,0%</b>	<b>55,3%</b>	<b>55,4%</b>	<b>55,1%</b>

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

**Relativni nivo duga opada – usled visoke inflacije i nepromenjenog kursa evra**

I pored snažnog rasta apsolutnog nivoa javnog duga u 2022. godini, njegov relativni nivo, iskazan kao odnos prema BDP-u, je u tom periodu opao za 1,4 pp. BDP-a. To je posledica valutne strukture javnog duga, nepromenjenog kursa dinara i inflacije. Dug iskazan u dinarima i evrima čini preko 80% javnog duga Srbije. U uslovima gotovo nepromenjenog nominalnog kursa dinara tokom 2022. godine i snažnog nominalnog rasta BDP-a u 2022. godini (za oko 13%), pre svega usled visoke inflacije, i rast javnog duga iskazan u dinarima bio je sporiji od rasta nominalnog BDP-a, usled čega je odnos duga i BDP-a opao. Relativno smanjenje javnog duga kroz relativno visoku inflaciju, uz nepromenjen nominalni kurs (odnosno realnu aprecijaciju) ima kratkoročno i srednjoročno povoljan uticaj na visinu zaduženosti države, dok je dugoročni uticaj verovatno nepovoljan, imajući u vidu

<sup>2</sup> Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključuje Republika, po osnovu hartija od vrednosti, po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima, dug Republike koji nastaje po osnovu date garancije Republike ili po osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije, odnosno po osnovu kontragarancije koju daje Republika, dug lokalne vlasti za koje je Republika dala garanciju.

**Grafikon T6-6. Srbija: Dinamika javnog duga (% BDP-a)**

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

*Preporučuje se održanje javnog duga na nižem nivou u dužem periodu*

procenjuje na 45-60% BDP-a), potrebno je u narednom periodu fiskalnu politiku voditi na način koji će javni dug u Srbiji održavati bliže donjoj granici ovog raspona. Na taj način će se obezbediti fiskalni prostor za intervenciju države u slučaju eskalacije postojeće krize ili nekih budućih kriza. Osim toga, rast kamatnih stopa na svetskim tržištima usled povećanja restriktivnosti monetarne politike, uticaće na rast rashoda kamata, što može uticati na istiskivanje nekih produktivnih javnih rashoda ili smanjenje fiskalnog prostora za smanjenje poreza u budućnosti. Održanjem javnog duga na nižem nivou negativan efekat monetarne politike i kamatnih rizika bi bio smanjen, što predstavlja dodatni argument za vođenje oprezne fiskalne politike.

negativan uticaj ovih faktora na determinante privrednog rasta, od kojeg u velikoj meri zavisi održivost duga.

Prema visini javnog duga (merenoj odnosom duga prema BDP-u) Srbija je gotovo medijana u Evropi, što znači da jedna polovina evropskih zemalja ima viši nivo duga. Ipak, u odnosu na zemlje Centralne i Istočne Evrope, koje su na višem nivou razvijenosti, javni dug Srbije je umereno veći. S obzirom na to da u manje razvijenim državama javni dug počinje negativno da utiče na privredni rast već na nižim nivoima zaduženosti (taj nivo se za zemlje srednjeg nivoa razvijenosti

## Prilozi

## Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2012-2022. (mlrd. dinara)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021				2022					
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>1.472,1</b>	<b>1.538,1</b>	<b>1.620,8</b>	<b>1.694,8</b>	<b>1.842,7</b>	<b>1.973,4</b>	<b>2.105,3</b>	<b>2.278,6</b>	<b>2.255,0</b>	<b>594,5</b>	<b>691,4</b>	<b>683,4</b>	<b>742,7</b>	<b>2.711,9</b>	<b>678,6</b>	<b>802,8</b>	<b>771,8</b>	<b>821,9</b>	<b>3.075,8</b>
1. Tekući prihodi	1.393,8	1.461,3	1.540,8	1.687,6	1.833,3	1.964,9	2.090,6	2.263,7	2.243,8	588,7	688,2	680,4	735,3	2.692,6	676,5	799,9	766,9	816,0	3.060,1
Poreski prihodi	1.225,9	1.296,4	1.369,9	1.463,6	1.585,8	1.717,9	1.822,2	1.993,7	1.990,8	531,2	624,6	608,8	655,6	2.420,1	616,9	734,2	682,5	726,1	2.759,7
Porez na dohodak	35,3	156,1	146,5	146,8	155,1	167,9	179,4	203,7	204,2	55,6	70,2	61,5	68,7	255,9	63,5	84,8	71,2	83,0	302,4
Porez na dobit	54,8	60,7	72,7	62,7	80,4	111,8	112,5	126,7	122,9	28,5	63,0	34,2	33,7	159,5	35,7	87,6	43,5	42,5	209,3
PDV	367,5	380,6	409,6	416,1	453,5	479,3	499,8	550,6	549,3	139,2	165,0	169,7	185,0	658,9	181,4	201,3	196,4	200,4	779,5
Akcize	181,1	204,8	212,5	235,8	265,6	279,9	290,0	306,5	306,0	78,9	73,8	91,1	86,3	330,0	84,3	80,0	86,8	86,6	337,8
Carine	35,8	32,5	31,2	33,3	36,4	39,7	43,6	48,1	51,9	13,3	14,4	15,8	18,5	62,0	18,4	19,0	19,9	21,7	79,0
Ostali poreski prihodi	42,6	43,5	57,3	63,3	67,3	567,4	77,1	82,1	82,7	20,9	23,1	22,5	25,4	91,8	22,7	24,4	24,9	27,6	99,6
Doprinosi	378,9	418,3	440,3	505,7	527,5	71,9	619,7	675,9	673,7	194,8	215,2	214,0	238,0	862,0	211,0	237,1	239,8	264,4	952,2
Neporeski prihodi	37,9	34,9	170,9	224,0	247,5	247,0	268,4	270,0	253,0	57,6	63,7	71,6	69,7	272,5	59,6	65,7	84,4	89,9	300,4
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>-1.717,3</b>	<b>-1.750,2</b>	<b>-1.878,9</b>	<b>-1.844,0</b>	<b>-1.899,7</b>	<b>-1.921,1</b>	<b>-2.073,0</b>	<b>-2.289,7</b>	<b>-2.697,7</b>	<b>-607,2</b>	<b>-717,5</b>	<b>-712,6</b>	<b>-934,0</b>	<b>-2.971,3</b>	<b>-746,7</b>	<b>-750,3</b>	<b>-708,1</b>	<b>-1.087,1</b>	<b>-3.297,1</b>
1. Tekući rashodi	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-1.696,6	-1.712,9	-1.745,3	-1.847,2	-2.001,7	-2.352,9	-541,9	-636,0	-577,9	-689,7	-2.445,5	-661,7	-619,6	-593,5	-686,3	-2.565,5
Rashodi za zaposlene	-374,7	-392,7	-388,6	-419,2	-417,7	-426,3	-468,8	-516,3	-578,9	-153,1	-158,0	-155,2	-162,6	-629,0	-168,9	-173,5	-168,0	-173,1	-683,5
Kupovina roba i usluga	-235,7	-236,9	-256,8	-257,6	-283,6	-301,6	-343,4	-379,3	-441,0	-96,8	-105,1	-123,8	-164,6	-490,3	-109,8	-131,8	-118,7	-175,9	-540,2
Otplata kamata	-68,2	-94,5	-115,2	-129,9	-131,6	-121,2	-108,6	-108,9	-110,2	-48,2	-21,5	-28,4	-10,7	-108,7	-53,2	-21,0	-22,8	-10,0	-107,0
Subvencije	-111,5	-101,2	-117,0	-134,7	-112,7	-113,3	-109,7	-121,2	-251,5	-25,5	-84,8	-31,9	-64,0	-206,3	-38,5	-31,5	-34,1	-56,3	-160,5
Socijalni transferi	-652,5	-687,6	-696,8	-710,0	-716,8	-720,1	-746,0	-782,9	-806,3	-202,4	-214,0	-217,1	-216,6	-850,0	-249,6	-222,6	-220,8	-235,7	-929,0
od čega: penzije	-473,7	-498,0	-508,1	-490,2	-494,2	-497,8	-525,2	-559,3	-583,5	-151,1	-153,2	-152,4	-152,0	-608,7	-156,8	-159,0	-158,5	-163,4	-637,8
2. Kapitalni rashodi	-126,3	-84,0	-96,7	-114,5	-139,3	-133,9	-199,3	-266,3	-293,2	-62,5	-70,7	-131,3	-202,1	-466,6	-76,4	-122,0	-94,3	-215,1	-508,2
3. Aktivirane garancije	-3,7	-7,9	-29,7	-30,1	-39,1	-28,8	-19,7	-10,8	-7,5	-1,8	-1,8	-1,8	-2,3	-7,7	-1,5	-3,1	-6,9	-6,2	-17,7
4. Budžetske pozajmice	-38,2	-35,6	-55,4	-2,7	-3,3	-13,2	-6,8	-10,9	-44,2	-1,0	-9,1	-1,5	-39,9	-51,5	-7,1	-5,6	-13,4	-179,5	-205,6
<b>III KONSOLIDOVANI BILANS</b>	<b>-245,2</b>	<b>-212,1</b>	<b>-258,1</b>	<b>-149,1</b>	<b>-57,1</b>	<b>52,3</b>	<b>32,2</b>	<b>-11,1</b>	<b>-442,8</b>	<b>-12,7</b>	<b>-26,1</b>	<b>-29,3</b>	<b>-191,4</b>	<b>-259,4</b>	<b>-68,1</b>	<b>52,5</b>	<b>63,8</b>	<b>265,2</b>	<b>221,2</b>

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

## Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2012-2022. (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021				2022					
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>7,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>9,2</b>	<b>40,8</b>	<b>11,5</b>	<b>5,7</b>	<b>15,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>1,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>1,4</b>
1. Tekući prihodi	0,1	-2,6	3,3	3,3	7,4	4,1	4,3	6,3	-2,4	8,7	41,0	11,4	5,2	15,3	5,7	5,1	0,7	-3,6	1,6
Poreski prihodi	1,0	-1,7	3,5	0,3	7,2	5,2	4,0	7,4	-1,7	8,8	43,7	13,0	6,9	16,8	6,8	6,3	0,2	-3,8	1,9
Porez na dohodak	2,1	-12,2	-8,1	-1,2	4,5	5,1	4,8	11,4	-1,4	11,3	50,0	19,5	6,3	20,4	5,1	9,2	3,4	5,0	5,6
Porez na dobit	35,1	2,9	17,4	-15,0	26,9	35,0	-1,3	10,6	-4,5	16,1	162,0	-32,1	16,1	24,7	15,1	25,6	13,9	9,4	17,3
PDV	0,0	-3,8	5,4	0,2	7,8	2,6	2,2	8,1	-1,8	2,4	30,1	14,7	14,6	15,3	19,9	10,3	3,4	-5,9	5,7
Akcize	-1,2	5,1	1,6	9,4	11,4	2,3	1,6	3,7	-1,7	1,8	2,8	15,2	-4,5	3,6	-1,7	-1,9	-14,8	-12,8	-8,5
Carine	-14,0	-15,6	-6,5	5,9	8,1	5,8	7,8	8,1	6,3	10,1	18,5	11,0	18,1	14,7	27,4	19,7	12,7	1,6	13,9
Ostali poreski prihodi	-8,8	-5,2	29,2	8,9	5,1	4,4	5,2	4,5	-0,9	13,1	25,9	-3,2	-3,4	6,6	0,1	-4,5	-0,9	-5,7	-3,1
Doprinosi	1,9	2,6	3,1	-2,1	3,2	3,8	7,1	7,0	-1,9	14,7	59,7	24,3	5,4	22,9	-0,4	-0,4	0,1	-3,5	-1,3
Neporeski prihodi	-6,2	-8,7	1,5	27,9	9,3	-3,1	6,5	-1,3	-7,8	8,7	18,9	-0,5	-7,1	3,5	-4,8	-6,7	5,4	-1,8	-1,5
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>5,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>5,8</b>	<b>8,4</b>	<b>16,0</b>	<b>1,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>7,1</b>	<b>18,2</b>	<b>5,8</b>	<b>13,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-11,2</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,8</b>
1. Tekući rashodi	4,1	-2,7	2,9	-1,4	0,2	-1,2	3,8	6,3	15,7	0,7	-6,1	-3,0	8,1	-0,1	12,3	-11,9	-8,2	-13,5	-6,2
Rashodi za zaposlene	2,0	-2,6	-3,1	-9,7	-1,4	-0,9	7,8	8,1	10,4	7,9	7,1	3,8	-0,8	4,4	1,5	-0,8	-3,3	-7,5	-2,9
Kupovina roba i usluga	1,5	-6,6	6,2	-1,1	8,9	3,3	11,6	8,4	14,5	-0,7	-9,2	22,8	12,8	6,8	4,3	13,4	-14,3	-7,1	-1,5
Otplata kamata	41,9	28,8	19,3	11,2	0,2	-10,6	-12,1	-1,6	-0,4	0,5	29,8	14,8	-57,1	-5,2	1,6	-11,6	-28,3	-18,4	-12,0
Subvencije	29,1	-15,6	13,2	13,6	-17,3	-2,3	-5,1	8,4	104,3	-2,9	-10,6	-66,5	41,0	-21,2	39,2	-66,4	-4,5	-23,6	-30,5
Socijalni transferi	-0,1	-2,1	-0,7	0,5	-0,1	-2,1	1,6	3,0	1,4	2,6	2,3	5,9	-5,0	1,3	13,4	-6,0	-9,1	-5,4	-2,3
od čega: penzije	4,4	-2,3	-0,1	-4,8	-0,3	-2,2	3,4	4,5	2,7	2,9	1,4	0,0	-3,1	0,2	-4,5	-6,2	-7,0	-6,6	
2. Kapitalni rashodi	6,0	-38,2	12,7	16,8	20,3	-6,7	45,9	31,1	8,4	12,3	12,7	112,9	59,1	52,9	12,3	56,0	-35,8	-7,5	-2,7
3. Aktivirane garancije	-3,7	248,7	267,8	0,1	28,5	-28,5	-32,9	-46,3	-31,8	6,4	6,4	-27,2	17,9	-1,6	-19,5	58,2	234,4	136,9	107,2
4. Budžetske pozajmice	-38,2	44,2	52,2	-95,1	20,8	283,9	-49,3	57,0	299,3	-51,2	-40,7	-74,1	71,5	12,0	571,6	-44,3	681,5	290,9	256,7

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF



## 7. Monetarni tokovi i politika

Uprkos povećanjima referentne kamatne stope u Q4, inflacija je i dalje nastavila da se povećava u odnosu na prethodni kvartal a isto je zabeleženo i u naredna dva meseca 2023. godine. Na međubankarskom deviznom tržištu je poslednji kvartal završen sa izrazitim aprecijacijskim pritiscima usled čega je NBS u Q4 bila neto kupac deviza sa iznosom od preko 1,4 milijarde evra. Ovaj iznos intervencija pozitivno je uticao na nivo neto sopstvenih rezervi NBS koje su tokom Q4 povećane za preko milijardu evra. Istovremeno je NDA zabeležila povećanje od 194 miliona evra, što je dodatno doprinelo da nivo primarnog novca u Q4 ostvari rast za 1,25 milijardi evra. Iako je nominalni međugodišnji rast M2 ostao na nivou iz prethodnog kvartala, realna stopa rasta M2 usled znatno veće inflacije je negativna četvrti kvartal uzastopno. Neto plasmani banaka osetno usporavaju u Q4 najviše usled značajnog razduživanja privrede za oko 270 miliona evra i minimalnog povećanja za 20 miliona evra kod sektora stanovništva. Rast neto plasmana poslovnih banaka u Q4 je u potpunosti posledica povećanih plasmana banaka u REPO, kao i rasta neto zaduženosti države. Neto plasmani privredi u Q4 ipak su pozitivni usled rasta zaduživanja privrede od banaka u inostranstvu. Istovremeno se na strani izvora za nove plasmane bankarskog sektora beleži izuzetno povećanje kreditnog potencijala od 1,59 milijardi evra, koji je u Q4 u najvećem delu ostvareno rastom depozita privrede i stanovništva i to većinom u dinarskom znaku. Učešće loših kredita blago je smanjeno u Q4 uprkos zaoštavanju uslova kreditiranja i rastu rizika po pitanju problematičnih potraživanja. Kamatne stope na indeksirane kredite ostvarile su rast u proseku za preko jedan procentni poen na nivou Q4 uz očekivanje daljeg rasta. Realne kamatne stope na dinarske kredite povećane su u odnosu na prethodni kvartal ali su usled daljeg rasta inflacije i dalje znatno u zonu negativnih vrednosti gde se očekuje da će i ostati tokom većeg dela 2023. godine.

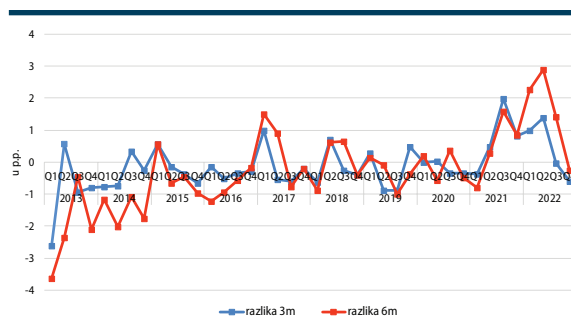
### Centralna banka: bilans i monetarna politika

*Inflacija u Q4 nastavila dalji rast...*

*...NBS je nastavila sa povećanjem referentne kamatne stope*

Međugodišnji rast cena u Q4 je nastavio je raste dostigavši 15,1% u decembru prethodne godine. Podaci iz januara i februara pokazuju da je inflacije i dalje raste sa 15,8% i 16,1% međugodišnje, respektivno. Kako je nivo inflacije višestruko prevazišao ciljani okvir NBS za 2022. godinu, u Q4 je referentna kamatna stopa povećana u tri navrata za po 0,5 p.p. i u decembru je iznosila 5%. U 2023. godini usledila su još tri povećanja u januaru, februaru i martu za po 0,25 p.p. tako da trenutna referentna kamatna stopa iznosi 5,75%. Zbog kašnjenja pri povećanju cena energenata inflacija u Srbiji će početi kasnije da opada nego u većini evropskih zemalja (videti poglavlje o cenama i kursu). Posebni izazovi se mogu javiti i u slučaju daljeg širenja bankarske krize banaka iz Amerika ali i Švajcarske koji su u roku od par dana izazvali veliki šok na međunarodnim finansijskim tržištima. Mada će na kretanje inflacije u ovoj godini snažno uticati povećanje cena energenata neophodno je da NBS nastavi sa primenom restriktivne politike tokom 2023. godine. Primena ovakve politike dodatno je opravdana poremećajima u međunarodnom okruženju, koji su vezani za geopolitičke sukobe kao i moguće širenje bankarske kroza u razvijenim zemljama.

**Grafikon T7-1. Odstupanje projektovane inflacije za 3 i 6 meseci unapred od stvarne 2013-2022**



Izvor: NBS

Pritisci na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) u Q4 su nastavili da deluju ka jačanju kursa dinara, usled čega je NBS dodatno intervenisala u cilju sprečavanja aprecijacije dinara. Poslednji kvartal 2022. godine završen je sa rekordnim iznosom neto otkupa deviza od 1,425

Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2020-2022

	2020				2021				2022			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
Repo stok (u milionima evra)	88,43	345,75	256,71	272,37	258,67	292,79	367,34	386,12	163,86	71,79	407,18	978,31
Repo stopa NBS	1,75	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,50	3,50	5,00
repo stopa korigovana za inflaciju	-2,62	-0,36	2,88	0,20	-4,87	-2,57	-8,21	-3,72	-8,21	-15,28	-13,43	-1,10
repo stopa korigovana za promene kursa	1,75	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,50	3,50	5,00
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-185,00	1.030,00	1.635,00	1.450,00	50,00	-320,00	-1.100,00	-645,00	2.115,00	1.790,00	425,00	-1.000,00
<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>												
Neto sopstvene rezerve <sup>1)</sup>	-201,91	-322,89	-1127,89	-770,14	-86,00	-44,56	1317,57	1728,18	-1347,40	-907,08	572,43	1.630,58
Neto Domaća aktiva (NDA)	592,76	1391,49	1976,15	2017,65	-484,48	-630,84	-1203,02	-1656,03	912,15	260,68	-517,48	-323,11
Dinarski depoziti države <sup>2)</sup>	100,38	487,16	665,59	420,51	-365,99	-526,99	-390,88	-176,63	-58,14	-605,39	-1091,07	-753,31
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>3)</sup>	510,15	254,94	339,57	339,18	1,00	1,07	-109,30	-122,00	276,49	315,13	-27,66	-558,82
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>4)</sup>	-17,78	649,39	971,02	1257,97	-119,49	-104,92	-702,84	-1357,41	693,80	550,94	601,25	989,02
Primarni novac	390,85	1068,59	848,29	1247,52	-570,48	-675,40	114,55	72,14	-435,25	-646,41	54,95	1.307,47
od čega: gotovina u opticaju	42,56	333,93	326,93	485,89	-87,79	-18,30	115,34	243,35	-163,54	-227,18	-108,23	132,66
od čega: slobodne rezerve	296,70	610,39	322,16	515,50	-535,30	-756,68	-158,15	-399,57	-336,15	-473,83	13,76	958,95
<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>												
Narodna banka Srbije, neto	-268,95	580,95	-336,74	125,20	787,48	604,17	3292,34	2933,18	-2116,45	-1644,96	83,94	2.014,96
Bruto rezerve	-273,51	574,96	-349,60	110,88	786,49	605,09	3311,12	2967,24	-2149,45	-1678,88	51,62	2.966,20
Obaveze	4,56	5,99	12,86	14,31	0,98	-0,92	-18,79	-34,07	33,01	33,92	32,32	-951,24
MMF	-0,24	1,53	2,95	4,50	-2,19	-5,33	-21,99	-37,98	33,17	33,17	33,17	-948,74
Ostale obaveze	4,81	4,46	9,91	9,81	3,17	4,40	3,21	3,91	-0,17	0,74	-0,85	-2,50
<b>STRUKTURA NETO REZERV NBS</b>												
1. Narodna banka Srbije, neto	-268,95	580,95	-336,74	125,20	787,48	604,17	3292,34	2933,18	-2116,45	-1644,96	83,94	2.014,96
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-175,31	-208,87	-317,35	-420,26	-19,04	-127,35	-195,78	-391,28	17,14	-129,68	-209,78	-264,04
1.2 Depoziti države	242,35	-694,97	-473,80	-475,07	-854,43	-521,37	-1778,99	-813,72	751,90	867,55	698,27	-120,35
1.3 NBS sopstvene rezerve	-201,91	-322,89	-1127,89	-770,14	-86,00	-44,56	1317,57	1728,18	-1347,40	-907,08	572,43	1.630,58
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)												

Izvor: NBS.

1) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.

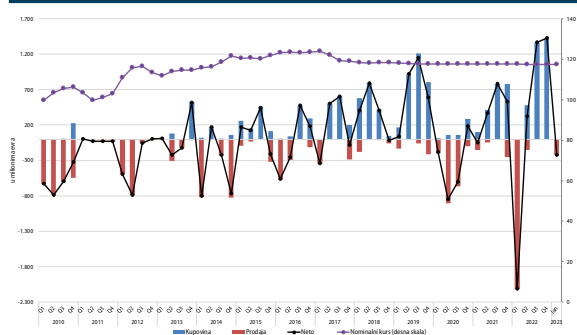
2) U „država“ uključeni su svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

3) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

4) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

**NBS nastavila sa otkupom deviza na MDT usled aprecijacijskih pritiska**

Grafikon T7-3. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2022



Izvor: NBS

milijardi evra od strane NBS na MDT (u Q3 NBS je neto otkupila na MDT 1,365 milijardi evra). Sa otkupom u Q4 je u potpunosti neutralisan efekat velike prodaje deviza na MDT koja je zabeležena u Q1 usled neizvesnosti izazvane sukobom Rusije i Ukrajine. Na nivou cele godine NBS je bila neto kupac deviza u iznosu od 1 milijarde evra (Grafikon T7-3). Kupovina deviza u Q4 pozitivno je delovala na nivo neto sopstvenih rezervi NBS, koje su povećane za 1,06 milijardi evra poslednjem kvartalu, što je na nivou godine doprinelo ukupnom povećanju neto sopstvenih rezervi za 1,63 milijarde evra (Tabela T7-2). Paralelno sa

rastom neto sopstvenih rezervi u Q4 se beleži i povećanje neto domaće aktive (NDA) u iznosu od 194 miliona evra. Rast NDA posledica je rasta zaduženja na računu dinarskih depozita države od 338 miliona evra, kao i povećanja ostale neto domaće aktive u iznosu od 388 miliona evra. Sa druge strane, plasmani banaka u REPO su negativno uticali na rast NDA sa 531 milion evra. Rast neto sopstvenih rezervi potpomognut povećanjem NDA uticali su da se nivo primarnog novca u Q4 poveća za 1,25 milijardi evra, čime je na nivou cele godine nivo primarnog novca povećan za 1,31 milijardu evra.

## Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

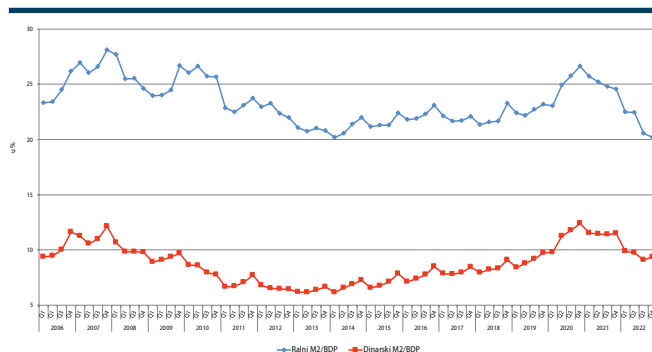
U Q4 je nominalni M2<sup>1</sup> je zadržao sličnu stopu rasta od 6,9% međugodišnje, kao u prethodnom kvartalu (u Q3 nominalni rast M2 iznosio 6,8% međugodišnje, Tabela T7-5). Nominalno

1 Pod monetarnim agregatom M2 u sekciji Monetarni tokovi i politika obuhvatamo uži agregat M1, štedne i oročene depozite kao i devizne depozite u poslovnim bankama. Usled toga, agregat M2 koji mi posmatramo odgovara monetarnom agregatu M3 u izveštajima NBS

Nominalni rast  
novčane mase u Q4  
nepromenjen ...

... ali se realni pad  
produbljuje

**Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2022**



Izvor: Proračun QM-a

povećanje primarnog novca je malo veće nego u prethodnom kvartalu i iznosi 4,6%, ali je i dalje duboko realno negativno. Pri tome je gotovo celokupno nominalno povećanje primarnog novca ostvareno po osnovu rasta NDA od 4,4 p.p. dok je NSA učestvovala sa 0,3 p.p. u ukupnom kvartalnom rastu primarnog novca. Kada se uzme u obzir rast opšteg nivoa cena, realna stopa rasta M2 je usled daljeg ubrzanja inflacije dodatno potonula u negativni segment na -7,1% međugodišnje, što je za 1 p.p. manje u odnosu na stopu zabeleženu

u prethodnom kvartalu. Stopa nominalnog rasta kredita privredi i stanovništvu u Q4 osetno je usporila rast na 7,1% međugodišnje, što implicira realni pad od -6,9% međugodišnje. Realni pad je izraženiji kod kredita stanovništvu koji su u Q4 opali za -7,8% međugodišnje, dok je realna stopa rasta kredita privredi po prvi put ove godine zabeležila pad od -6,1% međugodišnje (videti Tabelu T.7-5)

**Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2020–2022**

	2020				2021				2022			
	Mar	Jun	Okt	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
	<b>12-m, u %</b>											
M2 <sup>1)</sup>	10,1	19,0	18,8	18,1	18,7	12,4	12,7	13,3	8,3	6,0	6,8	6,9
Krediti nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	11,1	13,4	15,1	11,9	9,8	8,0	6,4	9,7	11,6	12,7	11,2	7,1
Krediti nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	11,4	13,6	15,0	11,9	9,8	8,0	6,4	9,7	11,5	12,8	11,4	7,3
Domaćinstva	9,3	12,8	14,3	11,8	11,9	10,6	8,9	10,6	10,4	9,7	8,3	6,2
Privreda	13,1	14,2	15,7	11,9	8,1	6,0	4,3	8,9	12,3	15,5	14,1	8,2
	<b>12-m realni, u %</b>											
M2 <sup>4)</sup>	8,7	17,1	16,6	16,6	17,4	9,8	9,3	7,1	-0,7	-5,1	-6,1	-7,1
Krediti nedržavnom sektoru <sup>4)</sup> (korigovani tokovi za promenu nivoa cena)	9,4	11,1	12,2	9,7	8,0	4,7	0,7	1,8	2,3	0,9	-2,2	-6,9
Domaćinstva	7,6	10,5	11,6	9,7	10,0	7,1	3,1	2,6	1,4	-1,9	-4,9	-7,8
Privreda	10,8	11,7	12,8	9,7	6,4	2,6	-1,2	1,1	3,1	3,3	0,2	-6,1
	<b>u milijardama dinara na kraju perioda</b>											
Novčana masa: M2 <sup>1)</sup>	2.850,7	3.104,7	3.206,4	3.334,7	3.384,4	3.489,3	3.614,1	3.778,0	3.666,1	3.699,1	3.858,2	4.037,4
Novčana masa: dinarski M2 <sup>1)</sup>	1.210,2	1.403,7	1.463,3	1.553,8	1.514,5	1.587,8	1.661,8	1.768,0	1.608,4	1.607,1	1.707,1	1.876,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.640,5	1.701,1	1.743,1	1.780,9	1.869,9	1.901,5	1.952,3	2.010,0	2.057,7	2.092,0	2.151,1	2.160,8
	<b>kvartalni rast M2 i učešća</b>											
M2 <sup>1)</sup>	1,0	8,9	3,3	4,0	1,5	3,1	3,6	4,5	-3,0	0,9	4,3	4,6
Neto domaća aktiva (NDA)	0,8	6,8	1,9	2,8	-1,2	2,2	2,1	2,9	-4,2	0,0	2,7	4,4
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	0,1	2,1	1,4	1,2	2,7	0,9	1,5	1,6	1,3	0,9	1,6	0,3

Izvor: NBS

1) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

2) Krediti nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

4) Tokovi su korigovani za promenu kursa i inflaciju. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

Devizni depoziti  
najviše doprinosili  
nominalnom rastu  
M2...

... uz nešto manji  
doprinos štednih i  
oročenih depozita

Razložen međugodišnji nominalni rast novčane mase M2 na pojedinačne elemente pokazuje blagu promenu struktura glavnih pokretača njegovog rasta u odnosu na prethodni kvartal. Kao i u prethodnom kvartalu, najveći doprinos rastu M2 duguje se povećanju deviznih depozita koji objašnjavaju 3,99 p.p. ukupnog nominalnog rasta novčane mase. Drugi najveći doprinos nominalnom povećanju M2 duguje se nominalnom uvećanju štednih i oročenih depozita koji objašnjavaju 1,96 p.p. povećanja M2 u Q4. Ostatak od 0,92 p.p. odnosi se na nominalni rast zabeležen kod najužeg monetarnog agregata M1. Rast M2 sa 6,86% nominalno je u 2022. godini u odnosu na prethodnu godinu prepolovljen dok pri čemu je usporavanje nominalnog rasta najviše izraženo kod najužeg monetarnog agregata M1, dok se znatno usporavanje primećuje i kod deviznih depozita. Ako se uzme u obzir i ubrzanje inflacije tokom 2022. godine, navedene nominalne promene nisu dovoljne da bi realne stope rasta bile u pozitivnoj zoni i očekujemo da će se sličan trend nastaviti u najvećem delu i 2023. godine. Generalno, može se oceniti da je usporavanje nominalnog rasta novčane mase i kredita, kao i njihov realni pad, očekivana posledica restriktivne monetarne politike koju NBS primenjuje od drugog kvartala prethodne

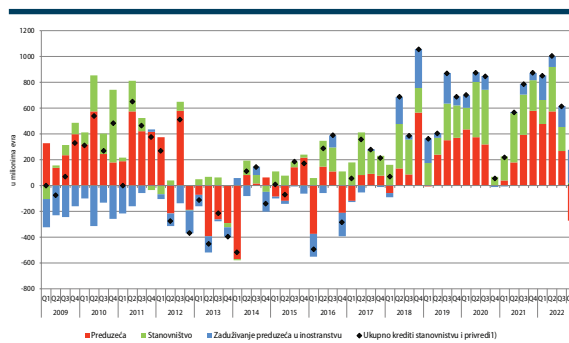
godine. Mada ovakva politika usporava privrednu aktivnost, ona je neophodna da bi se smanjila neravnoteža između ponude i tražnje i delovalo na smanjenje inflacije.

## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

**U Q4 nominalni krediti privredi opadaju, a stanovništvu stagniraju, a realno opadaju i jedni i drugi, ..., rastu plasmani poslovnih banaka u REPO hartije**

Ubrzanje kreditne aktivnosti iz prethodna dva kvartala znatno je usporilo u Q4, tokom kojeg je rast neto plasmana u bilansima banaka iznosio 553 miliona evra (u Q3 rast neto plasmana iznosio je preko milijardu evra, Tabela T7-7). Na nivou 2022. godine ukupni neto plasmani banaka zabeležili su povećanje od 1,94 milijarde evra, što je najmanji godišnji rast neto plasmana od 2018. godine. Kada se posmatraju determinante ukupnog neto povećanja plasmana, najviše zabrinjava podatak da su neto plasmani privredi i stanovništvu u Q4 bili negativni, što znači da su poslovnim bankama postojeći dužnici više vratili sredstava u vidu otplate rata prethodno uzetih kredita nego što je iznosila vrednost novih odobrenih kredita. Ovo je u potpunosti posledica razduživanja privrede prema domaćim bankama, koje je u Q4 iznosilo 271 milion evra, dok je iznos neto plasmana prema stanovništvu ipak blago pozitivan i iznosi 20 miliona evra (u Q3 neto plasmani privredi iznosili su 268 miliona evra, dok je stanovništvu neto plasirano 185 miliona evra). Na nivou godine ukupni neto plasmani privredi i stanovništvu su nešto iznad nivoa iz 2018. godine, pri čemu je usporavanje rasta neto plasmana najviše uočljivo kod sektora stanovništva sa najnižom vrednošću od 2016. godine. Posmatrano na nivou kvartala, rast neto plasmana u najvećoj meri je posledica povećanja plasmana u REPO za 571 milion

**Grafikon T7-6. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2022**



Izvor: Proračun QM-a  
V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5

evra, čime je neutralisan efekat razduživanja privrede u Q4. Kako su poslovne banke u prvoj polovini godine povlačile sredstva iz REPO plasmana, repo stok je na nivou celokupne 2022. godine povećan tek nešto više od prirasta u poslednjem kvartalu. Doprinos povećanju neto plasmana poslovnih banaka ostvaren je i po osnovu dodatnog zaduživanja države, koja je u Q4 povećala iznos neto zaduženosti prema domaćim bankama za 234 miliona evra. Uprkos tome, neto zaduženost države na nivou godine je negativna i iznosi -438 miliona evra što praktično znači da je država više novca uplaćivala na svoje račune kod poslovnih banaka nego što je povlačila sredstava.

**Rast prekograničnih kredita nadoknadio razduživanje privrede prema domaćim bankama u Q4**

Ukupno neto zaduživanje privrede i stanovništva u Q4 gotovo je bilo na nuli kada se pored domaćeg bankarskog sektora uključe i podaci o direktnom zaduživanju privrede u inostranstvu. Razduživanje privrede prema domaćim bankama praćeno je istovremenim povećanjem neto zaduženosti prema stranim bankama za 256 miliona evra što je najveći iznos povećanja neto zaduženosti preduzeća prema inostranstvu u poslednjih 10 godina (Grafikon T7-6). Ovaj iznos je zajedno sa minimalnim rastom neto zaduženosti stanovništva bio gotovo jednak razduživanju privrede prema domaćim bankama usled čega je na nivo Q4 prirast neto plasmana privredi i stanovništvu 5 miliona evra kada se uzmu u obzir domaći i inostrani izvori. Na nivou 2022. godine ukupan prirast kredita iznosio je 2,48 milijardi evra što je gotovo nepromenjen iznos u poređenju sa povećanjem neto kredita u prethodne dve godine. Najveća razlika ogleđa se u strukturi povećanja neto zaduženosti, gde se primećuje usporavanje rasta neto zaduženosti kod stanovništva, dok sa druge strane se beleži rast neto zaduženosti privrede uz povećanje dela neto kredita koje privreda uzima u inostranstvu.

Struktura kreditnih plasmana privredi u Q4 pokazuje da je više od polovine kredita odobrenih u ovom kvartalu odobreno za likvidnost i obrtna sredstva, od čega polovina je bila usmerena mikro, malim i srednjim preduzećima. Oko 28% novih kredita je bilo odobreno za investicije od čega su preko dve trećine tih kredita povukla mikro, mala i srednja preduzeća. U sektoru stanovništva kreditna aktivnost u Q4 je ponovo vođena rastom gotovinskih kredita koji predstavljaju oko 54% kredita odobrenih stanovništvu u posmatranom kvartalu, dok su i stambeni krediti zabeležili

**Poslovne banke očekuju dalje pooštrevaju standarda za kreditiranje privrede i stanovništva**

učešće od oko 26%. Podaci iz poslednje ankete o kreditnoj aktivnosti banaka ukazuju da su u skladu sa najavama iz prethodnog broja, u Q4 dodatno pooštreni standardi za odobravanje kredita privredi i stanovništvu i da se u Q1 2023. može očekivati novo umereno pooštavanje. Najveće pooštavanje uslova kod kredita privredi odnosilo se na devizno indeksirane kredite i kredite plasirane velikim preduzećima. Uslovi po kojima su krediti privredi odobravani pooštreni su u elementima cene zaduživanja, maksimalne ročnosti kredita, zahteva u pogledu kolaterala kao i maksimalnog iznosa kredita. Pooštavanje kreditnih standarda za segment stanovništva najviše je bilo izraženo kod gotovinskih i stambenih indeksiranih kredita. Pogoršani uslovi kreditiranja za stanovništvo u Q4 odnose se na rast kamatnih stopa i pooštrene zahteve u pogledu kolaterala, dok su ostali segmenti ostali nepromenjeni. Banke očekuju blagi rast tražnje privrede za kreditima u Q1 2023. godine dok se kod stanovništva očekuje pad ali manji nego u poslednjem kvartalu 2022. godine. Ipak, ove procene su donete u periodu pre izbijanja mini bankarske krize u Americi usled bankrota SVB i likvidacije Silvergate i Signature banke, kao i hitne pozajmice koju je švajcarska centralna banka odobrila Credit Suisse banci u cilju zaustavljanja krize likvidnosti i sprečavanja širenja panike, koja bi mogla da ozbiljnije ugrozi bankarski sistem. Imajući u vidu ovaj prilično turbulentan period na međunarodnom bankarskom tržištu i relativno negativne reakcije domaćih banaka koje su na vest o mogućim problemima kod Credit Suisse banke momentalno neutralisale svu izloženost prema njoj, ocenjujemo da će se povećati opreznost banaka pri odobravanju kredita u 2023. godini.

**Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2020-2022**

	2020				2021				2022		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>											
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	0	-2.196	-3.190	-3.963	-170	-931	-1.979	-3.879	1.153	457	-1.448
Domaći depoziti	-178	-2.082	-2.931	-3.836	-417	-1.154	-2.001	-3.391	871	673	-605
Depoziti stanovništva	-66	-724	-1.095	-1.642	-352	-885	-1.279	-2.022	646	264	2
dinarski depoziti	-63	-552	-756	-1.041	-15	-218	-410	-776	716	646	459
devizni depoziti	-4	-173	-339	-601	-337	-667	-869	-1.246	-70	-383	-457
Depoziti privrede	-111	-1.358	-1.836	-2.194	-65	-270	-722	-1.369	225	409	-606
dinarski depoziti	-75	-983	-1.270	-1.578	326	89	-137	-671	548	762	223
devizni depoziti	-36	-375	-566	-616	-391	-358	-586	-698	-323	-353	-829
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	-216	-403	-432	-290	78	95	31	-485	-22	-377	-862
Kapital i rezerve	393	290	173	163	169	129	-9	-3	303	162	19
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	-60	450	504	672	860	987	891	895	-12	-328	54
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	269	1.332	2.276	2.451	211	985	1.705	2.711	16	368	1.386
Ukupno privreda i stanovništvo	602	1.407	2.149	2.214	225	784	1.491	2.307	663	1.583	2.036
Privreda	438	815	1.133	1.131	38	219	610	1.191	475	1.052	1.320
Stanovništvo	164	592	1.016	1.083	187	565	881	1.116	188	531	716
Plasmani u hartije NBS <sup>2)</sup>	-514	-257	-346	-330	-14	20	95	114	-221	-314	22
Neto kreditiranje države <sup>3)</sup>	181	182	472	567	0	180	119	290	-426	-902	-672
<b>PRO MEMORIA</b>											
Obavezne rezerve i depoziti	1.076	1.213	1.117	1.086	-269	-186	40	128	89	154	729
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>4)</sup>	-730	-271	-277	-38	-195	-383	-130	223	-836	-596	-627
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-594	-348	-340	48	-220	-430	71	9	-443	-487	-420
Ostale stavke <sup>5)</sup>	-562	-567	-492	-259	-436	-470	-526	-80	-421	-35	-67
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>6)</sup>	19	18	18	17	16	16	16	16	16	16	17

Izvor: NBS

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.

2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.

3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubanarski odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.

6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

**Kreditni potencijal značajno povećan u Q4 ...**

**... najviše usled rasta depozita privrede i stanovništva**

Na strani izvora za nove plasmane poslovnih banaka u Q4 se beleži izuzetan rast kreditnog potencijala za 1,59 milijardi evra. Na nivou 2022. godine domaće banke su ostvarile povećanje izvora za nove plasmane od 3,03 milijarde evra, od čega je preko dve trećine rezultat povećanja na računima neto domaćih depozita (u 2021. godini rast izvora za nove plasmane iznosio je 3,88 milijardi evra, Tabela T7-7). Ubrzanje rasta kreditnog potencijala poslovnih banaka u Q4 gotovo je u potpunosti posledica povećanja neto domaćih depozita koji su zabeležili rast od preko 1,43 milijarde evra. Veći deo rasta domaćih neto depozita duguje se povećanju depozita

privrede od 898 miliona evra u Q4, dok je u istom periodu stanovništvo povećalo iznos svojih depozita kod poslovnih banaka za 537 miliona evra. Devizna struktura povećanja neto depozita privrede i stanovništva pokazuje da je preko 90% rasta izvora za nove plasmane generisano po osnovu povećanja depozita u dinarskom znaku, dok je ostatak posledica rasta na strani deviznih depozita. Pored rasta neto domaćih depozita u Q4 je na rast kreditnog potencijala pozitivno delovala i odluka poslovnih banaka da povećaju sredstva na računima kapitala i rezervi za 237 miliona evra. Nakon smanjenja kapitala i rezervi sa početka godine, na nivou 2022. godine ukupan kapital i rezerve poslovni banaka povećane su za 2 milijarde evra. Jedini negativan doprinos rastu kreditnog potencijala u Q4 duguje se razduživanju poslovnih banaka prema inostranstvu za 89 miliona evra ali je i pored toga usled znatno većeg neto zaduživanja u prethodnim kvartalima na nivou godine iznos povećan za 773 miliona evra.

**Učešće loših kredita  
blago je smanjeno  
Q4...**

**... uprkos pogoršanju  
privrednih kretanja i  
rastu kamatnih stopa**

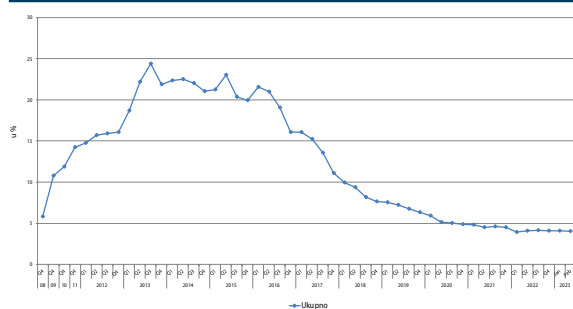
**Tabela T7-8. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2022**

	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019				2020				2021				2022				2023	
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Jan	Feb				
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	25,5	24,4	19,48	13,83	9,63	9,57	9,07	8,35	7,69	6,9	6,32	6,08	5,9	5,66	5,04	5,16	4,91	4,13	4,22	4,25	4,16	4,12	4,15										
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	43,29	29,92	27,42	16,96	9,07	8,82	8,57	8,67	7,82	7,82	6,93	6,42	6,1	5,64	5,32	5,03	6,01	6,08	6,48	6,51	6,41	6,66	6,56										
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	9,97	10,53	9,66	6,43	4,72	4,66	4,62	4,46	4,36	4,43	3,36	3,55	3,46	3,69	3,63	3,84	3,9	3,6	3,69	3,93	3,85	3,96	3,78										
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	3,69	3,52	2,83	2,16	1,52	1,5	1,46	1,42	1,37	1,31	1,18	1,21	1,19	1,2	1,13	1,19	1,2	1,08	1,14	1,19	1,16	1,16	1,14										

Izvor: Proračun QM-a

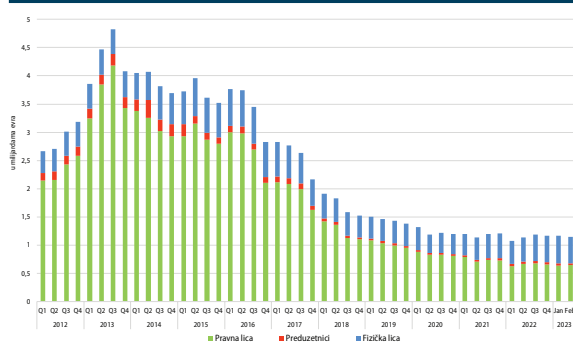
Učešće loših kredita u ukupno plasiranim na kraju 2022. godine blago je smanjeno u odnosu na prethodni kvartal i praktično je ponovo na nivou iz Q2. Na kraju Q4 prema podacima Kreditnog biroa i metodologiji QM-a<sup>2</sup> učešće loših kredita iznosi 4,08% što predstavlja minimalnu promenu od 0,08 p.p. u odnosu na prethodni kvartal (Grafikon T7-9). Smanjenje na nivou kvartala primetno je i kod svih pojedinačno posmatranih segmenata, pri čemu je ono najveće kod preduzetnika i iznosi 0,2 p.p. u Q4. Pošto je ukupan iznos loših kredita koji su plasirani pravnim licima relativno mali, ovo smanjenje nije imalo toliki značaja za promenu ukupnog učešća u poređenju sa smanjenjem od 0,09 p.p. i 0,08 p.p. zabeleženim kod pravnih lica i fizičkih lica respektivno (Tabela T7-9). Posmatrano

**Grafikon T7-9. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2022**



Izvor: Proračun QM-a

**Grafikon T7-10. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2022**



Izvor: Proračun QM-a

na nivou 2022. godine, učešće loših kredita je smanjeno u odnosu na nivo sa kraja 2021. godine što nije bilo očekivano imajući u vidu usporavanje privredne aktivnosti, pad realne vrednosti zarada i povećanje kamatnih stopa tokom prošle godine. Prvi podaci iz januara i februara 2023. godine pokazuju minimalne promene po pitanju učešća loših kredita, mada bankari izražavaju veći stepen rezervi nego ranije vezanih za rizik rasta problematičnih potraživanja za naredni period prema poslednjoj anketi o kreditnoj aktivnosti.

## Kamatne stope: stanje i trendovi

Na poslednjem sastanku u martu, predstavnici Evropske Centralne Banke (ECB) su konstatovali da podaci sugerišu da će se inflacija zadržati na visokom nivou duže u odnosu na inicijalne procene. Zbog toga je Upravni odbor ECB-a odlučio da poveća tri ključne kamatne stope ECB za 50 baznih poena, u skladu sa planom da se obezbedi blagovremeni povratak inflacije na srednjoročni cilj od 2%. Trenutne procene ECB-a za inflaciju su oko 5,3% u 2023., zatim 2,9% u 2024. i vraćanje na

2 Za detalje o načinu izračunavanja učešća loših kredita pogledati QM 6 - Pod lupom 1: Nenaplativi krediti u Srbiji – oja je prava mera?

### Ključne centralne banke nastavljaju da povećavaju kamatne stope...

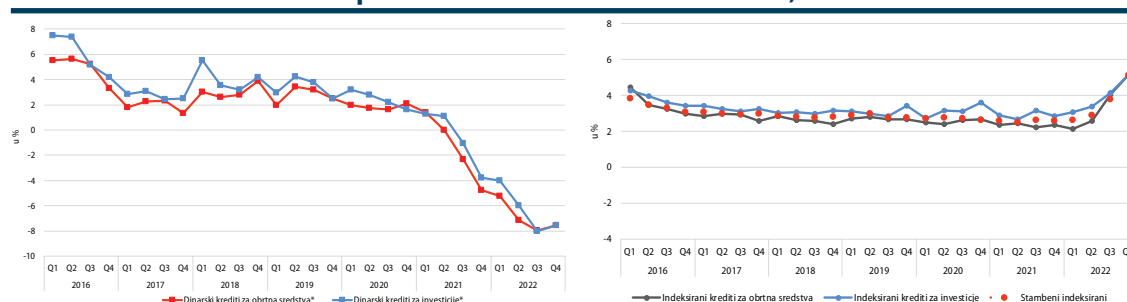
### ... uz prve naznake slabosti bankarskog sistema

oko 2,1% u 2025. ECB je podigla kamatne stope širom evrozone, uprkos strahovima da bi viši troškovi zaduživanja mogli da izazovu domino efekat u bankarskom sektoru koji je već potresen padom poverenja u Credit Suisse - drugu najveću banku u Švajcarskoj. Odluka da se nastavi sa povećanjem referentne stope ECB usledila je nekoliko sati nakon što je Švajcarska centralna banka uskočila sa kreditom od 50,4 milijardi evra (50 milijardi švajcarskih franaka) za Credit Suisse. Intervencija je osmišljena da smiri strahove u vezi sa likvidnošću jedne od 30 banaka koje se na globalnom nivou smatraju prevelikim da bi propale. Kriza Credit Suisse je okončana njenim preuzimanjem od strane UBS-a, ali i dalje postoji rizik da se kroza pojavi u nekoj od velikih svetskih banaka. Prilično turbulentan period u bankarskom sistemu se beleži i u Americi gde su u martu u roku od tri 72 sata ugašene tri banke, pri čemu je u slučaju SVB i Signature moralo da reaguje američko regulatorno telo za osiguranje depozita kako bi sprečilo prelivanje krize na ostatak bankarskog sektora. Samo četiri dana nakon toga First Republic Bank je takođe zapala u probleme pri čemu je interesantno da su se u ovom slučaju privatne banke (JPMorgan Chase, Bank of America, Wells Fargo, Citigroup i Truist) udružile i obezbedile 30 milijardi dolara za podršku likvidnosti kako bi stabilizovale tržište. Na narednom sastanku FED-a u drugoj polovini marta najavljeno je novo povećanje ključne kamatne stope za dodatnih 0,25 p.p. što će biti drugo povećanje u ovoj godini nakon korekcije u februaru za isti iznos. Napori u cilju smanjivanja inflacije u SAD su dodatno otežani ako se uzme u obzir da je FED za potrebu podrške likvidnosti samo u toku sedam dana upumpao 300 milijardi dolara u bankarski sektor.

Pošto su se navedene promene desile u martu, one za sada nisu znatnije uticale na bankarski sektor u Srbiji. Prosečne ponderisane kamatne stope u Srbiji su u Q4 beležile osetnije promene kada su u pitanju indeksirani krediti usled dodatnog rasta euroibor-a od početka godine. Realne kamatne stope na dinarske kredite zabeležile su manje povećanje zahvaljujući dodatnom uvećanju inflacije čime je rast nominalnih stopa do kraja godine uglavnom bio neutralisan. Prosečne ponderisane kamatne stope za stambene kredite povećane su u Q4 za 1,32 p.p. u odnosu na prethodni kvartal, čime su u decembru dostigle rekordan nivo od 5,11% koji je poslednji put zabeležen u prvoj polovini 2012. godine (Grafikon T7-11b). Prosečne ponderisane kamatne stope na indeksirane kredite za obrtna sredstva rast u Q4 su povećane za 1,13 p.p. u odnosu na prethodni kvartal što je ove kamatne stope podiglo na nivo od 5,17% što je najveći nivo u proteklih sedam godina. Najmanje povećanje od 1,02 p.p. na nivou kvartala su zabeležile kamatne stope na indeksirane kredite za investicije, koja su zaključno sa decembrom iznosile 5,16%. Na nivou godine, prosečne ponderisane kamatne stope na indeksirane kredite su se u proseku povećale za 2,55 p.p. što imajući u vidu njihov nivo sa kraja 2021. godine znači da su se praktično duplirale.

Mnogo manja promena u Q4 primetna je kod realnih kamatnih stopa na dinarske kredite (Grafikon T7-12a). Pošto je međugodišnja inflacija u Q4 bila za 1,1 p.p. iznad vrednosti iz prethodnog kvartala, nominalno povećanje kamatnih stopa na dinarske kredite u proseku od 1,53 p.p nije imalo puno efekata na rast realnih kamatnih stopa. Posmatrano pojedinačno, prosečna realna ponderisana kamatna stopa na dinarske kredite za obrtna sredstva je veća za 0,4 p.p. ali je ona i dalje duboko u negativnoj zoni sa -7,55%. Na nivou godine realna kamatna stopa za ove kredite je opala za -2,76 p.p. Slično je zabeleženo i kod prosečne realne ponderisane kamatna stopa na dinarske kredite za investicije koja je u Q4 povećana za 0,47p.p. naklon čega je i dalje bila duboko realno negativna (-7,53%). Na nivou godine, ova kamatna stopa je produbila svoj pad za -3,78 p.p. čime je zabeležila duplo nižu vrednost u odnosu na početak godine.

**Grafikon T7-11. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2016–2022**



Izvor: Proračun QM-a  
\* realne kamatne stope

# OSVRTI

## Osvrt 1. Oporavak međunarodnog turističkog prometa od posledica pandemije COVID-19 u Evropi i Srbiji

*Radivojević Aleksandar<sup>1</sup>*

U 2019. godini turistički promet učestvovao je sa oko 10% u ukupnom svetskom BDP-u. Da je ovaj sektor jedan od onih koji su najviše pogođeni COVID-19 pandemijom ukazuje podatak da je u 2020. godini ovo učešće skoro prepolovljeno, na nešto iznad 5%.<sup>2</sup>

Prema podacima Svetske turističke organizacije u 2022. godini više od 900 miliona turista putovalo je van svojih zemalja, što je skoro duplo više nego 2021. godine. Celokupni svetski međunarodni turistički promet u 2022. godini dostigao je 63% pretkriznog nivoa iz 2019. godine. Na nivou evropskih zemalja dostignuti nivo priliva inostranih turista dostigao je čak 79% pretkriznog nivoa.<sup>3</sup> Međunarodni turizam predstavlja najvažniji pokazatelj konkurentnosti turističke ponude jedne zemlje, odnosno sposobnost zemlje da u konkurenciji drugih država privuče strane turiste. Pored toga, međunarodni turizam značajan je i u pogledu priliva strane valute, jer suštinski predstavlja izvoz jedne zemlje.

Kako je uticaj pandemije na turizam bio veoma značajan, realan oporavak i dostignuti nivo turizma možemo posmatrati jedino u odnosu na godinu koja je prethodila pandemiji, odnosno 2019. godinu. Ni tri godine nakon izbijanja pandemije COVID-19, nivo turizma u Evropi nije se vratio na predpandemijski nivo, ali poslednji zvanični podaci pokazuju da je jedan broj zemalja blizu dostizanja nivoa iz 2019. godine. Različita brzina oporavka pojedinačnih evropskih zemalja, uključujući i Srbiju, pre svega je pod uticajem i dalje ograničenog kretanja turista iz Kine, različitih uslova za ulazak u pojedinačne evropske zemlje, kao i geopolitičke nestabilnosti i rata u Ukrajini.

Turistički sektor u Srbiji brže se oporavlja od većine drugih evropskih zemalja. I mada je broj dolazaka i noćenja turista, kada posmatramo i domaće i inostrane turiste, na višem nivou u odnosu na 2019. godinu,

on je posledica kretanja građana Srbije unutar svoje zemlje. Stvarni oporavak turizma i njegova razvijenost posmatra se iz ugla stranih turista, njihovog broja i broja provedenih dana u zemlji. Prema ovom pokazatelju Srbija se nalazi veoma blizu nivoa iz 2019. godine.

Oporavak ukupnog turizma u Srbiji, uključujući domaće i strane turiste, biće prikazan u ovom radu. Ovaj podatak prikazuje uspešnost oporavka samog turističkog sektora u Srbiji, odnosno poslovanja pružaoca usluga u turističkom sektoru. Treba, međutim, imati u vidu da uspeh turističkog sektora na bazi domaćih turista može biti pod uticajem faktora koji ne prikazuju stvarnu konkurentnost ovog sektora. Možda najjednostavniji primer predstavlja podela Vlade Republike Srbije 350.000 vaučera za putovanje građana Srbije unutar zemlje u 2022. godini, čije finansiranje će se na kraju prevaliti na poreske obveznike. Pandemija i period nakon pandemije neki regioni Srbije i turistička mesta bolje su iskoristili od drugih, pa je došlo do značajnih promena u strukturi turističkog prometa prema regionima i turističkim lokacijama.

U ovom radu prikazani su podaci o oporavku turizma prema statistici međunarodnih turista (broju dolazaka i broju noćenja) za određene evropske zemlje i Srbiju. Ova statistika u najboljoj meri ukazuje na konkurentsku poziciju država u pogledu turističke ponude. Posebna analiza za Srbiju obuhvata i analizu oporavka turizma uključujući i domaće turiste, koja ukazuje na različitu brzinu i uspešnost oporavka određenih turističkih mesta i regiona u Srbiji. Ova analiza najpre nam može ukazati na uspešnost lokalnih turističkih organizacija u Srbiji i aktera privrednog sektora u oporavku od krize izazvane COVID-19 pandemijom.

### Značaj turizma

Turizam predstavlja sektor od velikog značaja za većinu zemalja iz nekoliko razloga. Pre svega, jedan broj zemalja u velikoj meri zavisi od turizma kao najznačajnijeg ili veoma značajnog ekonomskog sektora. Drugo, dolazak stranih turista obezbeđuje priliv strane valute. Treće, u turističkom sektoru zaposlen je veliki broj ljudi. U 2019. godini skoro 1 od 10 zaposlenih i 1 od 4 novo zaposlenih radnika u svetu bili su iz turističkog sektora.<sup>4</sup> Pored toga, 54% zaposlenih u turističkom sektoru u 2019. godini bile su žene, dok je taj broj u ukupnoj svetskoj ekonomiji iznosio 39%.<sup>5</sup> I konačno, turizam najviše doprinosi imidžu zemlje u svetu, doprinoseći marketingu zemlje bez troškova direktnog marketinga.

<sup>1</sup> Doktorand Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu, FREN

<sup>2</sup> Učešće turističkog prometa u svetskom BDP-u predstavlja deo svetskog BDP-a, prikazan u %, koji je ostvaren od strane svih sektora privrede koji pružaju usluge turistima. Ovo podrazumeva i proizvode koji se proizvode u drugim sektorima a troše u turizmu. Direktno učešće svetskog turizma u svetskom BDP-u iznosi negde oko 3,6%.

<sup>3</sup> <https://www.unwto.org/news/tourism-set-to-return-to-pre-pandemic-levels-in-some-regions-in-2023#:~:text=According%20to%20new%20data%20UNWTO,increases%20in%20international%20tourist%20numbers>.

<sup>4</sup> WTTC, Global Economic Impact and Trends 2021

<sup>5</sup> World Tourism Organization (UNWTO), Global Report on Women in Tourism: Second Edition – Key Findings, 2019.



Veliki broj zemalja, uključujući i Srbiju, tokom i nakon pandemije COVID-19, odlučio se za budžetsku podršku turističkom sektoru u cilju spašavanja ovog sektora i izbegavanja snažnog usporavanja, kako bi se nakon pandemije ovaj sektor oporavio u što kraćem roku i vratio na pred-pandemijski trend. Tri godine nakon izbijanja pandemije turizam u velikom broju zemalja nalazi se blizu pred-pandemijskog nivoa, uz određene strukturne razlike, pre svega u pogledu udaljenosti turista od turističkih destinacija koje posećuju.

### Karakteristike oporavka turističkog sektora u evropskim zemljama

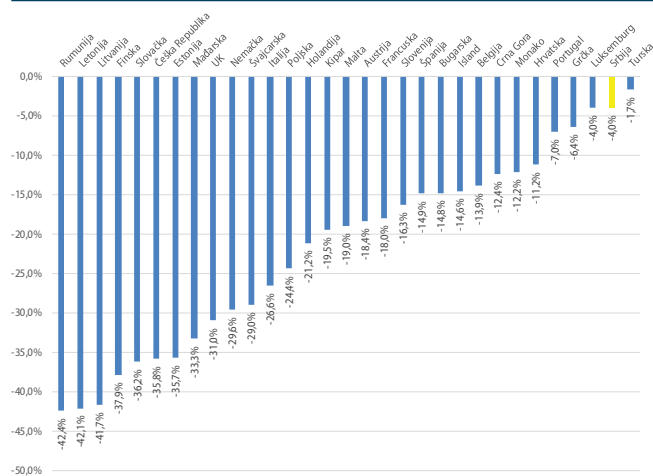
Na nivou Evrope oporavak je pre svega baziran na „kraćim“ putovanjima, dok su putovanja iz destinacija udaljenih preko 4000 km, i dalje značajno ispod predpandemijskog nivoa<sup>6</sup>. Posmatrano prema broju međunarodnih dolazaka u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu, među posmatranim zemljama najbolji rezultat zabeležila je Turska, sa svega 1,7% međunarodnih dolazaka manje u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu<sup>7</sup>.

Turska predstavlja jednu od najznačajnijih turističkih destinacija u Evropi, pa njen brz oporavak nije posebno iznenađenje. Razlika u odnosu na druge značajne turističke destinacije jeste u značajnoj cenovnoj konkurentnosti Turske u odnosu na druge destinacije usled snažne deprecijacije turske lire u 2022. godini. Relativno snažan porast turista u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu Turska je upravo zabeležila iz visoko razvijenih zemalja kao što su Velika Britanija, Sjedinjene Američke Države, Francuska i Kanada.

Najgore rezultate u odnosu na 2019. godinu zabeležile su Rumunije (-42,4%), Letonija (-42,1%), Litvanija (-41,7%) i Finska (-37,9%), koje se nalaze u neposrednoj blizini Rusko-Ukrajinskog konflikta.

Srbija predstavlja apsolutnog šampiona oporavka turističkog sektora ukoliko posmatramo broj noćenja zabeleženih u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu od strane međunarodnih turista (Grafikon 2). U odnosu na 2019. godinu taj broj je porastao za 23%. Podaci o broju međunarodnih dolazaka i međunarodnih noćenja Srbiju izdvajaju od ostalih posmatranih evropskih zemalja pojedinačno, ali i posmatrano zajedno. Naime, Srbija beleži značajan rast broja noćenja (23%) uz zabeležen pad broja dolazaka (-4) pa je razlika ova dva pokazatelja čak -27%. Najveću sledeću razliku beleži Italija sa -11,9%, dok se kod većine drugih zemalja ova

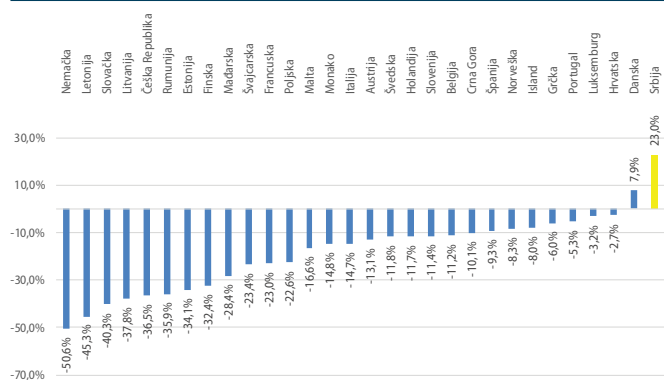
**Grafikon 1. Razlika broja međunarodnih dolazaka u posmatrane evropske zemlje, 2019-2022, u %**



Izvor: European Travel Commission, za Srbiju obračun autora na osnovu podataka RZS

razlika kreće u rasponu od 1 do 6%. Drugim rečima, u Srbiji je izrazito povećan broj noćenja po dolasku stranog turista. Mogući razlog povećanog broja noćenja turista u Srbiji jeste svakako i poboljšanje kvaliteta ponude hotelskog smeštaja, kao i smanjenje broja noćenja koja turisti iz određenih zemalja mogu da provedu u drugim evropskim zemljama, gde se pre svega misli na ruske građane. Sa druge strane Srbija verovatno predstavlja i mesto tranzita ka razvijenim evropskim zemljama, pa se turisti zadržavaju u Srbiji dok ne obezbede ulazak u druge zemlje.

**Grafikon 2. Razlika broja međunarodnih noćenja u posmatranim evropskim zemljama, 2019-2022, u %**



Izvor: European Travel Commission, za Srbiju obračun autora na osnovu podataka RZS

Najveći gubitnici broja međunarodnih noćenja u periodu 2019-2022. jesu Nemačka, Letonija i Slovačka (Grafikon 2). Zanimljivo je pomenuti da Nemačka beleži lošije rezultate oporavka turističkog sektora od drugih evropskih zemalja, posmatrano prema broju međunarodnih noćenja, od COVID-19 pandemije usled značajnog smanjenja dolazaka i noćenja pre svega iz Velike Britanije, a zatim i iz Francuske, Italije, i Sjedinjenih Američkih Država.

6 European Travel Commission, European Tourism: Trends & Prospects, February 2023

7 European Travel Commission, European Tourism: Trends & Prospects, February 2023

## Karakteristike oporavka turizma u Srbiji

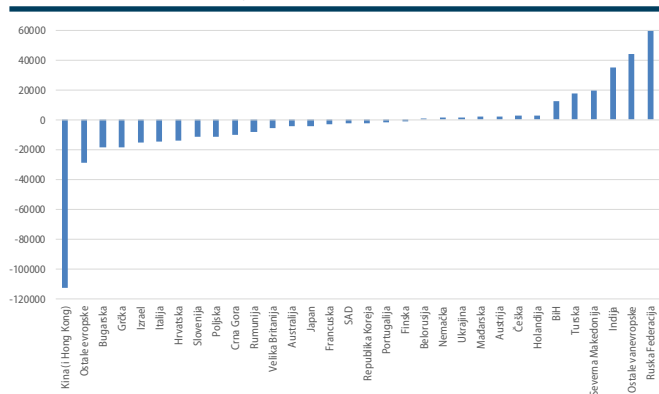
### Međunarodni turizam

Oporavak turizma Srbije pre svega treba posmatrati na osnovu broja međunarodnih dolazaka turista. Broj od 73.788 dolazaka stranih turista manje tokom 2022. godine nego 2019. godine predstavlja dostignuti nivo od 96% pred-pandemijskog, što Srbiju svrstava u sam vrh evropskih zemalja u pogledu oporavka međunarodnog turizma.

Dublja analiza ukazuje da je ovaj dobar rezultat u velikoj meri posledica relativno blagih opštih restrikcija za ulazak turista iz drugih zemalja u Srbiju. Osim blagih opštih ograničenja Srbija je imala povoljnije uslove za građane Rusije (uvećan broj turista za 59.322), Indije (uvećan broj turista za 34.695), i dr. Ove brojke svakako obuhvataju i građane stranih država koji su se privremeno preselili u Srbiju (zbog rata u Ukrajini ili kao tranzit ka zemljama Evropske unije), a koje statistika beleži kao turiste, odnosno koji su obuhvaćeni sistemom E-turista koji ugostiteljski objekti koriste. Srbija je rastom dolazaka turista iz ove dve zemlje uspešla da u velikoj meri nadomesti pad izazvan restrikcijama putovanja za građane Kine, što druge posmatrane evropske zemlje nisu uspele.

Većina drugih zemalja iz kojih tradicionalno dolazi najveći broj turista u Srbiju, smanjila je broj dolazaka u odnosu na 2019. godinu (Grafikon 3).

### Grafikon 3. Razlika broja dolazaka stranih turista iz posmatranih zemalja, 2019-2022



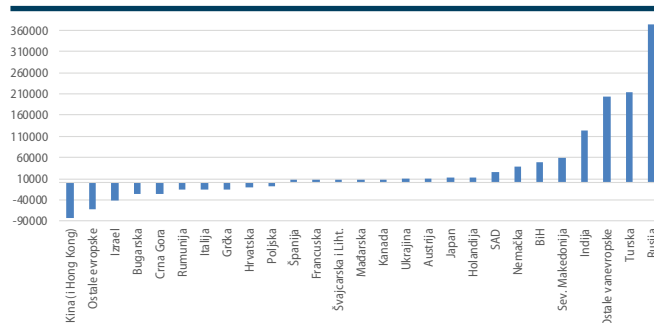
Izvor: Obračun autora na osnovu podataka RZS-a

Napomena: Zbog preglednosti tabele zemlje čije su promene (pozitivne ili negativne) manje od 1000 dolazaka nisu prikazane u tabeli.

Povećan broj ruskih turista u Srbiji imao je značajan negativan uticaj na oporavak turizma u evropskim zemljama koje su ruski turisti posećivali pre rata. Pa je tako broj dolazaka stranih turista u Finskoj zabeležio pad od 38%, dok je taj pad u Litvaniji, Letoniji i Rumuniji iznosio čak 42%.<sup>8</sup>

Ubedljivo najveći pad broja noćenja stranih turista u Srbiji u posmatranom periodu, očekivano, došao je iz Kine (-82.320). Veliki broj smanjenja noćenja došao je i iz Izraela (-42.638), Bugarske (-27.282) i Crne Gore (-26.409). Sa druge strane najveći pozitivan uticaj imali su građani Rusije sa preko 373.968 noćenja više nego pre tri godine, čime je njihov broj u odnosu na 2019. godinu uvećan za 170%. Značajan broj noćenja u Srbiji u odnosu na 2019. godinu ostvarili su i građani Turske (214.878) i Indije (122.581) (Grafikon 4).

### Grafikon 4. Razlika broja noćenja stranih turista iz posmatranih zemalja, 2019-2022



Izvor: Obračun autora na osnovu podataka RZS-a

Napomena: Zbog preglednosti tabele zemlje čije su promene (pozitivne ili negativne) manje od 5000 dolazaka nisu prikazane u tabeli.

Zanimljivo je da je broj noćenja građana Japana u Srbiji u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu povećan za preko 11 hiljada, dok je broj dolazaka japanskih turista smanjen za preko 4 hiljade. Iza ovih podataka stoji činjenica da je broj noćenja po dolasku građana Japana povećan sa 2,6 dana iz 2019. godine na 11,1 dan tokom 2022. godine. Broj noćenja građana po dolasku skoro svih drugih posmatranih zemalja nije zabeležio promene veće od jednog dana.

Zanimljivo je da je broj noćenja po dolasku građana Rusije povećan za svega 1,4 dana. Ovaj podatak verovatno je rezultat činjenice da se značajan broj građana Rusije zadržava u turističkom smeštaju samo dok ne pronađu privatni smeštaj koji posluje u svojoj zoni, odnosno u kojima strani građani nisu prijavljeni kao turisti, pa noćenja ovih građana zvanična statistika ne uspeva da obuhvati.

### Međunarodni i domaći turizam u Srbiji

Turistički promet na kraju 2022. godine ukazuje na potpuni oporavak turističkog sektora od posledica COVID-19 krize, ukoliko se posmatraju domaći i strani turisti.

U Srbiji je broj dolazaka turista u turistička mesta u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu povećan za 179.252 dolazaka, odnosno 5%. U ovom pogledu prednjači region Vojvodine sa rastom od 126.192 dolaska odnosno 22%. Rast na nivou Srbije posledica

je većeg broja kretanja građana Srbije unutar zemlje za 253.040, dok je broj dolazaka stranih turista u Srbiju u odnosu na 2019. godinu manji za 73.788.

Prethodno navedeni rezultati nisu postignuti u istoj strukturi turističkog prometa unutar zemlje. Odnosno, određena turistička mesta uspeła su da se oporave od posledica pandemije brže od drugih, neka od njih uspeła su da se postave kao glavne turističke destinacije u Srbiji, dok su neka mesta izgubile dugogodišnje poverenje kako domaćih tako i stranih turista i u velikoj meri narušila svoju poziciju na turističkoj mapi Srbije.

Za analizu razvoja turističkih destinacija u poslednje tri godine i uspeha oporavka od pandemije znatno bitniju statistiku prikazuje statistika broja noćenja turista. Broj noćenja u Srbiji povećan je u odnosu na pretkriznu godinu za čak 2,2 miliona noćenja, odnosno za 22%. Vrlo je bitno napomenuti da je ovaj rast veoma dobro rasprostranjen na strane i domaće turiste, kod kojih je rast noćenja zabeležio slične stope od 23% i 21%, respektivno.

Statistika ukazuje i na manji broj dolazaka stranih gostiju, za nešto manje od 74 hiljade, što ukazuje na veći broj dana boravka po stranom turistu u 2022. godini u odnosu na 2019. godinu. Ovaj pokazatelj može biti dobar indikator rasta kvaliteta usluga noćenja u Srbiji i pratećih događaja i usluga. Treba ipak biti oprezan pri donošenju zaključaka o rastu kvaliteta usluga, uzevši u obzir da se jedan deo dolazaka turista i noćenja odnosi na netipične turiste, odnosno na građane stranih zemalja koji beže od rata ili su u Srbiji samo u tranzitu ka Evropskim zemljama. Ova grupa „turista“ provodi duže vreme u smeštajnim kapacitetima čekajući prelazak u zemlje Evropske unije, rešavanje situacije u Ukrajini ili rešavanje pitanja boravka u Srbiji.

Kao i kod broja gostiju, u pogledu noćenja region Vojvodine beleži najveći rast, od čak 40%, pre svega na osnovama stranih turista koji su u regionu Vojvodine ostvarili veći broj noćenja u 2022. u odnosu na 2019. godinu od 54%. Najveći rast noćenja domaćih turista zabeležen je u regionu Južne i Istočne Srbije (od 37%).

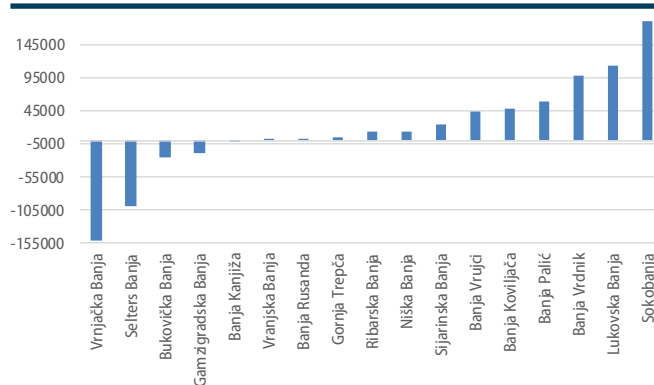
Banjska mesta zabeležila su rast od 10% (273.117 broja noćenja), prvenstveno na rastu broja domaćih turista, dok je broj noćenja stranih turista skoro na istom nivou kao u 2019. godini (-784 noćenja manje). U okviru banjskih mesta najveći rast broja turista zabeležila je Sokobanja, 179.303 noćenja više u odnosu na 2019. godinu, isključivo na rastu noćenja domaćih turista od 208.502 (39%) jer je broj noćenja stranih turista zabeležio pad od 29.199 noćenja (-61%).

Najveći pad zabeležila je Vrnjačka Banja, 151.750 noćenja manje (98.154 manje noćenja domaćih i 53.596 noćenja manje stranih turista). Ovi ekstremni rezultati

doveli su i do promene u najposećenijem turističkom mestu u Srbiji. Mesto „kraljice banja“ od Vrnjačke Banje preuzela je Sokobanja, koja u 2022. godini beleži veći broj noćenja od Vrnjačke Banje, samim time i najveći broj noćenja u svim turističkim mestima u Srbiji. Vrnjačka Banja, po prvi put u poslednjih 20 godina nije turističko mesto sa najvećim brojem noćenja.

Banje koje su takođe zabeležile značajne rezultate u poslednje tri godine, odnosno najbrže su se oporavile od krize, i povećale svoje rezultate jesu Lukovska Banja sa porastom broja noćenja od 113.544, Banja Vrdnik 96.991 i Banja Palić 59.438. Pored Vrnjačke Banje značajan negativni bilans broja noćenja zabeležila je i Selters Banja - 97.967 noćenja manje (Grafikon 5).

**Grafikon 5. Razlika broja noćenja u banjama, 2019-2022**

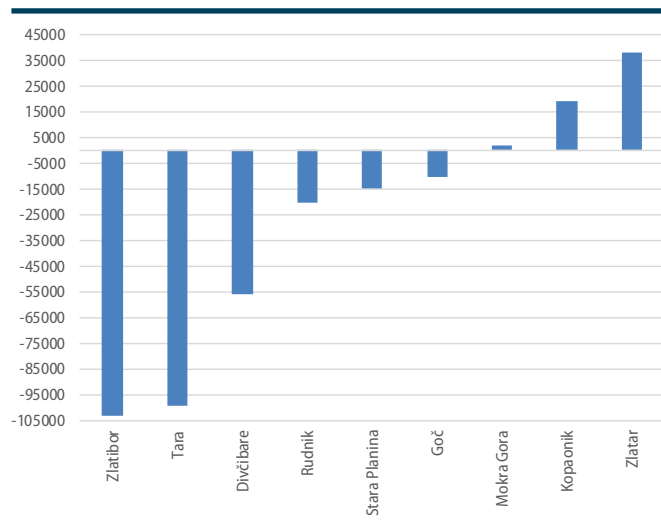


Izvor: Obračun autora na osnovu podataka RZS-a

Planinska mesta<sup>9</sup> zabeležila su pad od 12% odnosno 244.040 noćenja. Najzaslužniji za ovaj pad jeste Zlatibor, sa 103.205 noćenja manje u odnosu na 2019. godinu. Ovaj rezultat pre svega je posledica smanjenja broja domaćih turista za 13%, dok je broj stranih turista smanjen za 4%. Broj noćenja na Tari za 99.237 manji je nego pre tri godine, dok je na Divčibarama broj noćenja manji za 55.814. Planina Zlatar najbolje se oporavila od krize i u 2022. godini zabeležila je rast od 38.242 noćenja u odnosu na 2019. godinu.

Kopaonik je povećao broj noćenja za nešto više od 19 hiljada u odnosu na 2019. godinu, na osnovu rasta broja domaćih turista, dok je broj stranih turista blago smanjen. Kopaonik bi u uslovima normalne zimske sezone verovatno ostvario i dosta bolje rezultate, s obzirom da je u decembru mesecu broj noćenja smanjen za skoro 20 hiljada u odnosu na prethodnu godinu usled veoma nepovoljnih uslova za zimsku sezonu. Samo u prva dva meseca zimske sezone, decembar i januar (za koje postoje zvanični podaci), broj noćenja na Kopaoniku smanjen je za 38.280.

<sup>9</sup> Zlatibor, Kopaonik, Tara, Mokra Gora, Divčibare, Zlatar, Rudnik, Stara Planina, Goč

**Grafikon 6. Razlika broja noćenja u planinskim mestima, 2019-2022**

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka RZS-a

Skoro svi gradovi u Srbiji koje statistika turizma prati oporavili su se od krize. Posebno mesto zauzima Grad Beograd sa rastom od 484.145 noćenja. Posebno je značajno što je broj noćenja stranih turista povećan za preko pola miliona. Broj noćenja domaćih turista u Beogradu blago je niži u odnosu na 2019. godinu (-5%). Ovo smanjenje broja noćenja u Beogradu od strane domaćih turista ujedno je i jedino smanjenje kada posmatramo veće gradove (Beograd, Novi Sad, Niš, Kragujevac i Sombor). Svi ovi gradovi povećali su broj noćenja i domaćih i stranih turista.

## Zaključak

Oporavak turističkog sektora pod znakom je pitanja u narednim godinama usled novonastale ekonomske krize koju trenutno karakterišu visoke stope inflacije, usporavanje rasta svetskih ekonomija i rastuće kamatne stope. Pored toga, svet se trenutno suočava sa značajnim geopolitičkim problemima. Ovi faktori ne samo da utiču na mogućnosti putovanja već i na stavove i razmišljanje turista o lokacijama i finansijskom aspektu putovanja. U pozitivnom smeru utiče rast svesti ljudi o značaju putovanja, odmora i istraživanja drugačijih kultura koji je prisutan u poslednjoj deceniji, a koji nije značajno promenjen posledicama pandemije.

Pružaoци turističkih usluga se u periodu oporavka od krize suočavaju i sa rastućim cenama energenata, hrane i ostalih inputa. Pored toga, rastući troškovi života i stanovanja utiču ne samo na smanjenje raspoloživog budžeta potencijalnih turista već prave pritisak i na troškove radnika u turističkom sektoru, time i na rastuće cene rada i nedostatak radne snage.

U ovakvim uslovima oporavak turističkog sektora očekuje se i u narednim godinama. Da li će do njega

doći zavisi u velikoj meri od dužine i intenziteta trenutne ekonomske krize, kao i rešavanja značajnih geopolitičkih konflikta, pre svega rata u Ukrajini.

Kina je nakon izbijanja kovid krize najavila otvaranje svojih granica, pa priliv Kineskih turista predstavlja jedan od najznačajnijih potencijala u 2023. godini, posebno uzevši u obzir da je kinesko tržište u 2019. godini bilo najveće svetsko tržište turista, odnosno najveći broj svetskih turista upravo je došao iz Kine. Kako se očekuje da veliki broj zemalja nakon otvaranja granica zadrži ili pooštri COVID-19 regulative za građane iz Kine, Srbija može ovaj potencijala da iskoristi značajno i da eventualno nadomesti smanjenje uticaja ruskih turista kao posledicu eventualnog uvođenja sankcija.

Trenutno relativno mali, ali dostupni podaci o rezervacijama pokazuju da se kineski putnici i dalje opredeljuju za putovanja unutar zemlje. U 2023. godini predviđa se da će putovanja iz Kine ka evropskim destinacijama ostati na 60-70% pred-pandemijskog nivoa, a da će povratak na nivo pre pandemije tek dostići u 2026. godini.<sup>10</sup> Srbija bi vraćanjem na pretkrizni nivo povratila čak 82 hiljade noćenja kineskih građana, a s obzirom da će zemlje verovatno držati strožije uslove za građane Kine od Srbije, potencijal je još veći. S druge strane, Srbija se suočava sa potencijalnim smanjenjem priliva Ruskih turista, ukoliko političkim odlukama tokom naredne godine uvede strožije uslove za ulazak građana Rusije u Srbiju.

## Reference

1. European Travel Commission
2. International Labour Organization, The future of work in the tourism sector: Sustainable and safe recovery and decent work in the context of the COVID-19 pandemic, 2022
3. OECD Tourism Trends and Policies 2022
4. Republički zavod za statistiku Republike Srbije
5. World Economic Forum - Travel & Tourism Development Index 2021
6. World Travel & Tourism Council
7. World Tourism Organization (UNWTO), Global Report on Women in Tourism: Second Edition – Key Findings, 2019
8. WTTC, Global Economic Impact and Trends, 2021

<sup>10</sup> Long-Haul Travel to Europe: Recovery Expectations, European Travel Commission, March 2023.



## Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji

Kvartalni monitor je bilten Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu i FREN-a, u kojem se od 2005. godine objektivno i metodološki utemeljeno analiziraju ekonomski trendovi i politike, primenom savremenih metoda ekonomske analize. Redakciju kao i redakcijski odbor Kvartalnog monitora uglavnom čine profesori i saradnici Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu



UNIVERZITET U BEOGRADU  
Ekonomski fakultet

### Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu je obrazovna i naučna ustanova sa tradicijom dugom skoro 80 godina. Danas je taj Fakultet najveća i najeminentnija naučno-obrazovna ustanova u oblasti ekonomskih nauka u Srbiji sa oko 130 nastavnika od čega 55 redovnih profesora. Na Fakultetu je do sada diplomiralo preko 48000 studenata, preko 3800 je nastavilo poslediplomske studije i steklo naziv magistra nauka ili mastera, a 820 je steklo titulu doktora nauka. Fakultet ima vrlo razvijenu saradnju sa većim brojem univerziteta i institute u zemlji i inostranstvu, kao i brojnim preduzećima na zajedničkim projektima.



### Fondacija za razvoj ekonomske nauke (FREN)

FREN je nezavisan istraživački centar čiji tim saradnika redovno prati ekonomske tokove u Srbiji, sprovodi dubinska ekonomska istraživanja, i podstiče i olakšava razmenu informacija i dostupnost ekonomskih podataka u okviru ekonomske discipline u Srbiji.

Osnivač FREN-a je Ekonomski fakultet u Beogradu. Fondacija je osnovana 2005. godine.

Ovim putem izražavamo zahvalnost Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu na dugogodišnjoj podršci, kao i strateškom sponzoru koji je finansijski podržao izradu Kvartalnog monitora - Raiffeisen banci.



ISSN 1452-2810

