



Народна банка Србије

2022
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2022
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. фебруара 2022. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

д.с. – десна скала

дсз. – десезонирано

ДФО – друге финансијске организације

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕУ – Европска унија

ЕЦБ – Европска централна банка

ИПЦ – индекс потрошачких цена

л.с. – лева скала

мг. – међугодишње

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

ПДВ – порез на додату вредност

п.п. – процентни поен

РЗС – Републички завод за статистику

РМТП – реални маргинални трошкови у производњи хране

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ГОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту

ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 4. фебруара.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	9
III. Кретање инфлације	13
<i>Осврт 1: Поређење високог раста светских цена хране и нафте у 2021. години с растом у претходним периодима</i>	15
IV. Детерминанте инфлације	21
1. Кретања на финансијском тржишту	21
2. Новац и кредити	27
3. Агрегатна тражња	31
<i>Осврт 2: Утицај пандемије на биланс штедње и инвестиција</i>	33
4. Економска активност	36
<i>Осврт 3: Перформансе прерађивачке индустрије у условима застоја у глобалним ланцима снабдевања</i>	38
5. Кретања на тржишту рада	41
6. Међународно окружење	43
<i>Осврт 4: Макроекономски ефекти светске енергетске кризе на Србију</i>	55
V. Пројекција	59
<i>Осврт 5: Типови ценовних шокова и њихов ефекат на међугодишњу инфлацију</i>	80
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	83
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	84
Списак графикана и табела	85
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	88
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	89

I. Резиме

Од друге половине 2021. глобални економски опоравак губи на интензитету, при чему су на економска кретања у четвртом тромесечју, поред наставка поремећаја у глобалним ланцима снабдевања, утицали знатно поскупљење енергената и ширење соја омикрон вируса корона. Поменути фактори одражавају се и на нешто неповољније изгледе глобалног раста у 2022. години – према јануарским проценама Светске банке, глобални привредни раст ће у 2022. износити 4,1%, што је за 0,2 процентна поена ниже од претходних очекивања, док ће према Међународном монетарном фонду износити 4,4%, што је за 0,4 процентна поена ниже него пре три месеца. Деловањем поменутих фактора нарочито је била погођена зона евра, наш најзначајнији трговински партнер, што је за последицу имало поновно увођење рестриктивних здравствених мера у појединим земљама и даље успоравање њеног привредног раста. Ипак, раст зоне евра је у четвртом тромесечју био већи од очекивања и износио је 0,3% десезонирано посматрано.

Светске цене примарних производа и енергената, као и бројни проблеми на страни понуде, и даље утичу на појачане инфлаторне притиске на глобалном нивоу. У многим земљама инфлација се креће изнад циљаних нивоа, а у појединим земљама она се налази и на нивоима које није бележила у претходних неколико деценија. Ипак, према оцени међународних финансијских институција, смиривање инфлаторних притисака на глобалном нивоу очекује се средином ове године у већини земаља, мада ће у појединим земљама у успону ови притисци остати и даље високи, пре свега у оним код којих је депрецијација домаће валуте додатно повећала ефекат раста увозних цена. Ризици пројекције инфлације на глобалном нивоу и даље су израженији навише, пре свега услед ескалације енергетске кризе, као и процене да би због новог соја вируса корона застоји у глобалним ланцима производње могли да потрају дуже од очекивања. Јачи и постојанији инфлаторни притисци од очекиваних, уз затезање тржишта рада, утицали су на одлуке Система федералних резерви и Европске централне банке да смање обим квантитативног попуштања у

Застоји у глобалним ланцима снабдевања, знатно поскупљење енергената и ширење нових сојева вируса корона одражавају се на нешто неповољније изгледе глобалног привредног раста.

Појачани трошковни притисци и притисци с тржишта рада утичу на одлуке централних банака да заоштравају монетарне услове.

наредном периоду. Исти фактори повећавају и очекивања тржишних учесника да би заоштравање монетарних политика водећих централних банка могло да буде брже и веће од очекиваног. Оваква кретања утицала су на одлуке централних банака у региону да током четвртог тромесечја наставе (Чешка, Мађарска) или започну (Пољска, Румунија) заоштравање својих монетарних политика.

У периоду од претходног извештаја, Народна банка Србије наставила је да повећава просечну пондерисану репо стопу, као и проценат динарске ликвидности коју повлачи из банкарског система путем реверзних репо операција.

Такође, Народна банка Србије постепено, од октобра 2021. године, смањује степен експанзивности монетарне политике повећавањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама којима на недељу дана повлачи вишкове динарске ликвидности из банкарског система, као и повећањем процента вишкова динарске ликвидности банака које повлачи путем ових аукција. Закључно с последњом аукцијом, одржаном 9. фебруара, просечна пондерисана каматна стопа повећана је за 64 базна поена, на 0,75%. На одлуку о њеном постепеном повећању претходних месеци утицали су, пре свега, повећани трошковни притисци у међународном и домаћем окружењу, као и потреба да се утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката и ограниче секундарни ефекти на цене осталих производа и услуга. Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду и то да повољни финансијски услови који доприносе привредном расту могу бити одржани и с нешто рестриктивнијом монетарном политиком. Поред тога, опрезност у вођењу монетарне политике налагала су и кретања у међународном окружењу, пре свега кретања на међународном робном и финансијском тржишту, одакле долазе и главни ризици по остварење пројекције инфлације и привредног раста Србије.

Кредитна активност је и у 2021. остварила готово двоцифрену стопу раста и остала важан фактор финансирања инвестиција и потрошње.

Услови задуживања на домаћем тржишту остали су повољни и током четвртог тромесечја, што је наставило да подстиче кредитну активност према немонетарном сектору, која је и у 2021. години забележила готово двоцифрен раст (9,9%), четврту годину заредом. Убрзању раста кредита, које је започето у трећем, а затим интензивирано у четвртном тромесечју, поред ишчежавања ефекта високе базе из прошле године, на коју се одразила примена мораторијума на отплату кредитних обавеза, допринело је и повећано кредитирање, пре свега сектора привреде. Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима на крају 2021. износило је 3,5%, што је испод преткризног нивоа.

Фискални резултат у 2021. години био је бољи не само од иницијалног плана већ и од октобарског ребаланса буџета — на консолидованом нивоу фискални дефицит износио је 4,2% бруто домаћег производа. Повољнијем резултату од планираног допринели су убрзање привредног раста и повољни трендови на тржишту рада, што се одразило и на наплату фискалних прихода бољу од очекиване. На то указују, пре свега, двоцифрене стопе раста пореза на зараде, пореза на добит правних лица и пореза на додату вредност. Истовремено, капитални издаци државе били су виши него 2020. године за преко 50% и достигли су 7,5% бруто домаћег производа. Учешће јавног дуга опште државе у бруто домаћем производу на крају 2021. износило је 57,5%, што је испод мастрихтског критеријума. И поред тога што ће знатан износ средстава и надаље бити усмерен у инфраструктурне пројекте, што доприноси расту производног потенцијала, у средњем року се предвиђа даље смањење фискалног дефицита и прелазак у примарни суфицит. То ће обезбедити да се и јавни дуг нађе на опадајућој путањи. Умерен раст јавног дуга у претходне две године и очекивано смањење фискалног дефицита, уз повољне изгледе раста у средњем року, висок прилив страних директних инвестиција, смањену спољну неравнотежу, рекордан ниво девизних резерви, кредибилан оквир монетарне политике и ојачану финансијску стабилност, представљају кључне факторе који су допринели побољшању изгледа кредитног рејтинга Србије, са стабилних на позитивне, према оцени рејтинг агенције *Standard & Poor's*. Тиме се Србија нашла на пола корака од добијања инвестиционог кредитног рејтинга.

Дефицит на текућем рачуну платног биланса у 2021. износио је 4,4% бруто домаћег производа, што је незнатно више него претходне године. То је благо више од наших очекивања из претходног извештаја и последица је повећаног увоза енергената крајем године. У поређењу с претходном годином, у правцу побољшања текућег рачуна платног биланса деловао је раст суфицита услуга, као и секундарног дохотка, пре свега по основу опоравка прилива дознака из иностранства, али и већих испорука робе и услуга на Косово и Метохију. С друге стране, повећан је дефицит примарног дохотка по основу исплата доходака од страних директних инвестиција, као и робни дефицит. Као резултат већих извозних капацитета и растуће екстерне тражње, и поред присутних застоја у глобалним ланцима снабдевања, робни извоз остварио је међугодишњи раст од 29,1%. Раст извоза забележен је код 20 од 23 области

Повољнији фискални резултат од планираног ребалансом буџета за 2021. годину резултат је убрзаног привредног раста и позитивних кретања на тржишту рада.

Као резултат раста извозних капацитета захваљујући инвестицијама из претходног периода и веће екстерне тражње, и поред повећаног увоза енергената, учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу у 2021. на сличном је нивоу као претходне године.

прерађивачке индустрије, а највећи допринос расту извоза потекао је од извоза основних метала, руда метала, прехранбених производа, хемикалија и хемијских производа, електричне опреме, производа од гуме и пластике, као и моторних возила и приколица. Истовремено, робни увоз повећан је за 25,4%, од чега се две трећине доприноса односе на увоз средстава за репродукцију, делом и због виших цена енергената, док је увоз потрошне робе и средстава за рад допринео у мањој мери. Према нашој пројекцији, учешће дефицита текућег рачуна у средњем року остаће испод 5% бруто домаћег производа, уз и даље пуну покривеност нето приливима страних директних инвестиција. У смеру поправљања екстерне позиције и даље ће деловати раст извозних капацитета домаће привреде, као и очекивани глобални економски опоравак, док ће планиране велике инвестиције у инфраструктуру утицати на раст увоза опреме.

Јачању отпорности на екстерне ризике доприноси и адекватан ниво и структура девизних резерви.

Прилив капитала у Србију по основу страних директних инвестиција премашио је рекордан ниво који је остварен у 2019. години и у 2021. износио је 3,9 милијарди евра. Као и претходних година, прилив је био пројектно и географски распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе. Пуна покривеност дефицита текућег рачуна нето приливима страних директних инвестиција седму годину заредом и успешна емисија еврообвезница на међународном финансијском тржишту у највећој мери су допринеле расту девизних резерви Народне банке Србије, које су, посматрано без међувалутних промена и промена цена активе, забележиле раст од 2,6 милијарди евра. На крају године девизне резерве износиле су 16,5 милијарди евра, што обезбеђује двоструко већу покривеност увоза робе и услуга од стандарда којим се утврђује њихова адекватност. И у 2021. години, Народна банка Србије је очувала релативну стабилност курса динара према евр, пажљиво пратећи факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на кретања на домаћем девизном тржишту и реагујући правовремено и одмерено. У условима преовлађујућих апрецијацијских притисака током већег дела 2021, на нивоу године Народна банка Србије је била нето купац девиза на међубанкарском девизном тржишту у износу од 645 милиона евра, и поред тога што је крајем године, због сезонски појачаног увоза енергената, реаговала претежно на страни продаје девиза.

Упркос успоравању привредног раста наших најважнијих трговинских партнера, бруто домаћи производ Србије је и у четвртој тромесечју задржао релативно снажну динамику раста.

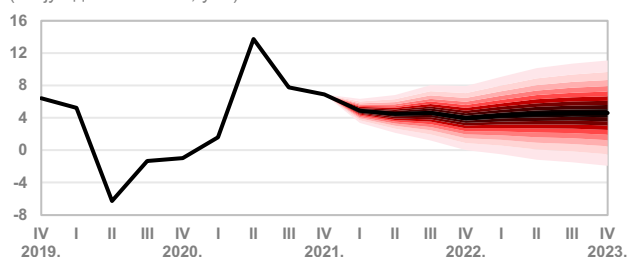
Бруто домаћи производ је и у четвртој тромесечју 2021. задржао релативно снажну динамику раста и, према процени Републичког завода за статистику, остварен је међугодишњи раст од 6,9%. То је, као и у

претходна три тромесечја, надмашило наша очекивања и резултирало да реални раст бруто домаћег производа на нивоу године достигне 7,5%. Том расту су у највећој мери допринели услужни сектори, који су највише били погођени у првој фази пандемије, а затим грађевинарство, прерађивачка индустрија (упркос и даље присутним изазовима у погледу застоја у глобалним ланцима снабдевања), као и рударство. Негативан допринос расту потекао је једино од пољопривредне производње, која је услед суше забележила пад од 5%. Према проценама Народне банке Србије, тромесечни десезонирани раст у четвртом тромесечју износио је 1,6%, чиме се крајем године бруто домаћи производ нашао за преко 5% изнад преткризног нивоа. Посматрано с расходне стране, раст у четвртом тромесечју био је вођен инвестицијама у фиксне фондове, услед високог прилива страних директних инвестиција и повећане реализације капиталних издатака државе, као и личном потрошњом, захваљујући повољним трендовима на тржишту рада.

У 2022. години, као и у средњем року, очекујемо да ће се стопа привредног раста кретати у распону 4–5%, што ће допринети наставку конвергенције Србије ка земљама Европске уније. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, тј. растом приватне потрошње на реалним и здравим изворима, као и фиксним инвестицијама, чије би учешће у бруто домаћем производу ове године требало да престигне 25% и настави да расте, захваљујући очекиваној реализацији великих инвестиционих пројеката у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре, као и очуваном инвестиционом поверењу. У овој и наредне две године очекујемо благ негативан допринос нето извоза у условима повећаног увоза опреме ради реализације поменутих инвестиционих пројеката, при чему ће прилив капитала у претежно извозне секторе, уз очекивани раст екстерне тражње, резултирати и релативно високим стопама раста извоза. Ризици пројекције и даље се односе на ток пандемије и њен утицај на ниво економске активности и инфлације на глобалном нивоу, укључујући и кретања на робном и финансијском тржишту. Укупно посматрано, ризике оцењујемо као симетричне, при чему су и даље благо асиметрични наниже по основу фактора из међународног окружења и благо навише по основу фактора из домаћег окружења. Притом, бржи од очекиваног привредни раст у четвртом тромесечју претходне године (по основу *carry over* ефекта) чини извеснијим остварење наше пројекције раста бруто домаћег производа у овој години.

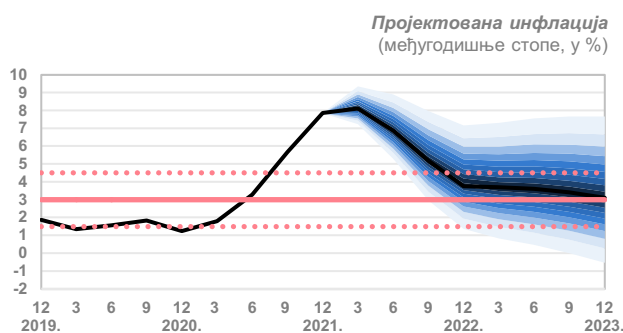
Повољним средњорочним изгледима привредног раста, који се пројектује у распону 4–5% годишње, поред очуваног инвестиционог и потрошачког поверења, повећаних производних капацитета и радних места, доприноси и очекивана реализација планираних пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре.

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



Међугодишња инфлација у Србији, као и у другим земљама, током четвртог тромесечја наставила је да се креће узлазном путањом, у највећој мери вођена вишим ценама хране и енергената, уз ефекте ниске базе из претходне године. С друге стране, базна инфлација је и даље знатно нижа од укупне и нижа него у земљама региона које спроводе режим циљања инфлације.

И у новој пројекцији, међугодишња инфлација ће од другог тромесечја имати опадајућу путању и крајем године износиће 3,5–4%, а након тога ће наставити да успорава и креће се око централне вредности циља.



У условима појачаних трошковних притисака, који су у највећој мери потицали од виших светских цена енергената и других примарних производа, застоја у глобалним ланцима снабдевања и знатно виших цена међународног транспорта, међугодишња инфлација у Србији, као и у другим земљама, током четвртог тромесечја наставила је да се креће узлазном путањом и у децембру је износила 7,9%. Да је реч о притисцима пре свега на страни понуде, на које монетарна политика у највећој мери не може да утиче, показује податак да се три четвртине доприноса децембарској инфлацији односе на цене хране и енергената. У исто време, базна инфлација, на коју мере монетарне политике више утичу, током четвртог тромесечја у просеку се кретала око централне вредности циља од 3,0% и у децембру је износила 3,5% међугодишње. То указује да за сада нема снажнијих инфлаторних притисака са стране тражње, чему су битно допринели вишегодишња релативна стабилност девизног курса и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и даље налазе у границама инфлационог циља.

Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација у наредна три месеца кретати око текућег нивоа, а да ће од другог тромесечја почети њено успоравање и да ће се крајем године наћи у распону 3,5–4%, а затим до краја периода пројекције наставити да успорава ка централној вредности циља. Успоравању инфлације ће најпре допринети излазак прошлогодишњих поскупљења нафтних деривата из међугодишње инфлације, док би средином године долазак нове пољопривредне сезоне требало да резултира снижењем цена воћа и поврћа и сировина у производњи прерађене хране са садашњих високих нивоа. Поред тога, у складу с проценама водећих међународних финансијских институција, очекујемо слабљење ефеката виших трошковних притисака из међународног окружења, по разним основама – светских цена примарних производа, застоја у глобалним ланцима снабдевања, цена међународног транспорта, произвођачких и увозних цена, премда сви ови фактори у новој пројекцији делују инфлаторније у поређењу с претходном пројекцијом. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на дужину трајања застоја у глобалним ланцима снабдевања и изгледе глобалног привредног раста, који и даље у великој мери зависе од тока пандемије, затим на кретање светских цена примарних пољопривредних производа и енергената, као и на

дешавања на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције из домаћег окружења у највећој мери односе се на нову пољопривредну сезону, а у мањој мери и на динамику домаће тражње и кретање регулисаних цена. Ризике пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као благо асиметричне навише, пре свега због могућег продужетка застоја у глобалним ланцима снабдевања и енергетске кризе.

Приоритет монетарне политике и у наредном периоду биће одржавање ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку расту наше привреде, даљем расту запослености и животног стандарда грађана, јачању извозног сектора, као и очувању повољног инвестиционог амбијента. Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати кретања и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину привредног раста и да у складу с тим прилагођава своје мере у интересу наше привреде и грађана. Народна банка Србије је спремна промтно да реагује свим расположивим инструментима монетарне политике ако се материјализују неки од ризика који би за последицу имали да се инфлација у дужем периоду задржи изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

У случају да се материјализују неки од ризика који би за последицу могли имати кретање инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља у дужем периоду, Народна банка Србије је спремна да реагује у најкраћем року свим расположивим инструментима.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Народна банка Србије постепено, од октобра 2021. године, смањује степен експанзивности монетарне политике повећавањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама којима на недељу дана повлачи вишкове ликвидности из банкарског система, као и повећањем процента вишкова динарске ликвидности банака које повлачи путем ових аукција. На последњој аукцији, одржаној 9. фебруара, просечна пондерисана каматна стопа износила је 0,75%.

На одлуку о њеном постепеном повећању претходних месеци утицали су пре свега повећани трошковни притисци у међународном и домаћем окружењу, као и потреба да се утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката и ограничи секундарни ефекти на цене осталих производа и услуга. Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду и то да повољни финансијски услови који доприносе привредном расту могу бити одржани и с нешто рестриктивнијом монетарном политиком.

Главни ризици по остварење пројекције инфлације и привредног раста и даље долазе из међународног окружења, што налаже опрезност у вођењу монетарне политике. Неизвесна су, пре свега, кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Светске цене енергената и примарних пољопривредних производа налазе се на вишегодишњим максимумима, а њихово кретање у великој мери и даље зависи од тока пандемије, као и од временских услова, који су неизвесни. Кретања на међународном тржишту, а тиме и токове капитала према земљама у успону, у највећој мери опредељују очекивања у погледу брзине заостравања монетарних политика водећих централних банака – ФЕД-а и ЕЦБ-а, које се очекује с обзиром на ниво инфлације, показатеље економске активности и показатеље с тржишта рада у САД, односно зони евра.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор је задржао **референтну стопу на непромењеном нивоу од 1,0%, као и каматне стопе на депозитне олакшице (0,10%) и кредитне олакшице (1,90%)**. Међутим, имајући у виду повећане трошковне притиске, који су у највећој мери условљени факторима из међународног окружења, као и потребу да се ограничи њихови секундарни ефекти на остале цене преко инфлационих очекивања, Народна банка Србије наставила је да смањује степен експанзивности монетарне политике повећањем просечне пондерисане каматне стопе на једнонедељним реверзним репо аукцијама, као и процента вишкова динарске ликвидности банака које повлачи путем ових аукција. **Од почетка октобра 2021, просечна репо стопа на реверзним недељним репо аукцијама повећана је с претходних 0,11%, колико је у просеку износила од почетка 2021. године, на 0,75%, колико је износила на последњој аукцији, 9. фебруара ове године.** Иначе, аукције репо продаје ХоВ обављају се по методи вишеструке каматне стопе од децембра 2012. (уместо по фиксној

стопа као до тада), чиме је створена могућност да Народна банка Србије прилагоди монетарне услове и без промене основних каматних стопа, као и да реагује и између састанака Извршног одбора.

Доносећи одлуке о смањењу степена експанзивности монетарне политике, Извршни одбор је пре свега имао у виду да светске цене енергената, примарних пољопривредних производа и метала, заједно с глобалним застојима у снабдевању и повећаним трошковима транспорта, изазивају јаче трошковне притиске од претходно очекиваних и на светском и на домаћем тржишту. Упоредо с тим, у овој фази пандемије ојачала је глобална тражња, подстакнута укидањем рестриктивних здравствених мера захваљујући вакцинацији, активирањем акумулиране штедње и још увек снажним економским мерама подршке привреди и грађанима у већини земаља. Поред тога, у појединим земљама, укључујући и Србију, расту цена примарних пољопривредних производа и непрерађене хране допринела је и суша.

Заједно са ефектом ниске базе из претходне године, наведени фактори су утицали на раст инфлације у 2021. у готово свим земљама. Према подацима РЗС-а, инфлација у Србији је у децембру 2021. износила 7,9% м.г., при чему је преко три четвртине доприноса потекло од цена хране и енергената. С друге стране, базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике имају већи утицај, била је знатно нижа од укупне инфлације и претходних месеци у просеку је износила око 3% м.г. Очувању базне инфлације на ниском нивоу доприноси релативна стабилност девизног курса, која представља снажно сидро ценовне стабилности у претходних осам година.

Управо због тога што је раст инфлације у највећој мери био вођен факторима на страни понуде, који су по правилу привременог карактера и на које мере монетарне политике мање утичу, као и тога што домаћи фактори, изузев ефеката суше, нису у већој мери деловали инфлаторно, Народна банка Србије је заостравала монетарне услове у мањој мери од других земаља у региону у режиму циљања инфлације. Мањи обим реакције определила је и чињеница да се у хоризонту монетарне политике, што је крај ове и почетак наредне године, очекује да ће се инфлација наћи око централне вредности циља. Према оцени Извршног одбора, инфлација ће се и током Т1 ове године кретати око нивоа забележеног крајем прошле године или благо изнад њега, на шта ће се одразити ефекти енергетске кризе у свету и по том основу више цене увозних производа, али би од Т2 требало да уследи успоравање инфлације и њено кретање ка централној вредности циља. Успоравању инфлације, према оцени Извршног одбора, допринеће исцрпљивање ефекта привремених фактора, који се првенствено односе на више цене енергената и пољопривредних производа, као и очекивано постепено решавање проблема застоја у глобалним ланцима снабдевања. У кратком року, ублажавању даљег раста цена требало би да допринесу и мере Владе Србије у погледу привременог ограничавања цена основних животних намирница и електричне енергије за привреду.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду да су повећана инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред и да се у случају финансијског сектора налазе око горње границе циља, а у случају привреде да су се у децембру, највероватније под утицајем виших цена енергената, нашла и изнад горње границе циља. Ипак, средњорочна очекивања и финансијског сектора и

привреде остала су у границама циља, што указује на то да они сматрају да је раст инфлације у највећој мери последица фактора привременог карактера и да ће се по престанку деловања ових фактора вратити на нивое које је бележила пре пандемије.

Извршни одбор је имао у виду и да повољни финансијски услови који доприносе привредном расту могу бити одржани и с нешто рестриктивнијом монетарном политиком. Према прелиминарној процени РЗС-а, Србија је у 2021. години остварила реални раст БДП-а од 7,5%, што је изнад очекивања Народне банке Србије из новембарске пројекције (раст у распону 6,5–7%) и доприноси повољнијој основи за наставак убрзаног раста и у овој години. Таква кретања резултат су раста активности у услужним секторима и грађевинарству, али и индустрији, упркос и даље присутним изазовима у погледу застоја у глобалним ланцима снабдевања. Негативан допринос расту потекао је једино од пољопривредне производње, која је услед суше забележила пад од 5%. У средњем року, Народна банка Србије очекује привредни раст у распону 4,0–5,0%, чему ће допринети наставак инвестиционог циклуса и реализација великих инфраструктурних пројеката, као и раст личне потрошње, подржан повољним трендовима на тржишту рада. Поред тога, иако у мањој мери него у претходне две године, очекује се да фискална политика и у овој години допринесе домаћој тражњи по основу већих капиталних издатака, раста издатака за плате и пензије, као и једнократних давања. Позитиван допринос привредном расту очекује се и од извоза, на који се са стране понуде одражавају инвестиције из претходног периода у разменљиве секторе, а са стране тражње повољни изгледи раста наших најважнијих трговинских партнера у овој години. У прилог расту извозне понуде говори и податак да је прилив СДИ у Србију у 2021. износио 3,9 млрд евра, чиме је премашен досадашњи рекорд из 2019. године, при чему је прилив и даље био претежно усмерен у извозне секторе.

Међународно окружење и даље карактерише повећана неизвесност у погледу утицаја тока пандемије и појаве нових сојева вируса на брзину глобалног привредног раста, светске цене примарних производа, а тиме и на инфлацију. Ипак, охрабрује то што се глобални привредни опоравак наставља упркос повећаним трошковним притисцима и погоршању епидемијске ситуације у појединим земљама, као и то што су земље широм света показале висок степен прилагођавања измењеним условима пословања услед пандемије. Када су у питању

економска кретања у зони евра, која је наш најважнији економски партнер, након изазова који потичу од знатно више цене природног гаса и застоја у ланцима снабдевања, очекује се убрзање индустријске производње, пре свега у Немачкој, што би требало позитивно да се одрази на наш извоз и активност прерађивачке индустрије. Поред тога, појављују се први сигнали да постепено попуштају застоји у глобалним ланцима производње и снабдевања.

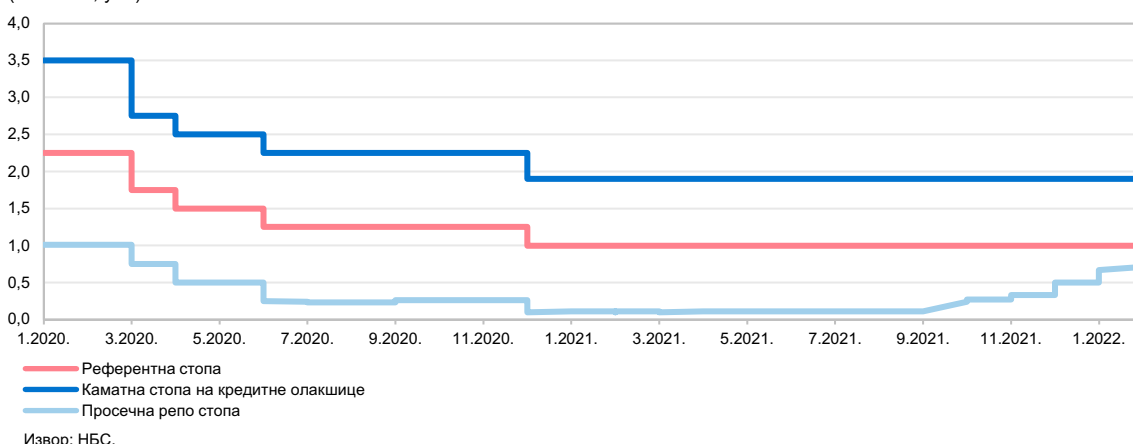
Опрезност у вођењу монетарне политике Народне банке Србије налажу и кретања на међународном робом тржишту. Након изузетно снажног прошлогодишњег раста, светске цене нафте и других примарних производа налазе се на вишем нивоу него пре избијања пандемије, али би у наредном периоду, према оценама водећих међународних финансијских институција, требало да уследи њихова стабилизација, а затим и постепени пад. Поред тога, с доласком нове пољопривредне сезоне, требало би да се цене примарних пољопривредних производа смање, а тиме и цене остале хране, с обзиром на то да је њихов тренутни висок ниво последица глобално лошије прошлогодишње пољопривредне сезоне. Очекује се и постепено решавање питања енергетске кризе, која траје од октобра и која је нарочито погодила земље ЕУ, што се одразило на даљи раст трошковних притисака и више увозне цене.

Дешавања на међународном финансијском тржишту, а тиме и токове капитала према земљама у успону, укључујући Србију, и даље ће у највећој мери опредељивати одлуке водећих централних банака – ФЕД-а и ЕЦБ-а. Ове централне банке још увек нису повећале основне каматне стопе, али су донеле одлуку да у наредном периоду смањују обим додатне ликвидности коју убризгавају у финансијски систем у

оквиру својих програма квантитативног попуштања. Тако је ФЕД у децембру донео одлуку да убрза процес смањења нето куповине активе у оквиру програма квантитативног попуштања. При томе, повољнија остварења и изгледи на тржишту рада САД додатно подстичу очекивања да ће ФЕД у марту започети циклус повећања референтне стопе. Према пројекцијама из децембра, представници *FOMC*-а очекују три повећања референтне каматне стопе у овој години. ЕЦБ је, такође у децембру, донела одлуку да смањи обим куповине активе у оквиру програма *PEPP*, као и да га оконча у марту ове године. При томе, бржи привредни раст од очекиваног, повољнији трендови на тржишту рада, као и виша инфлација од очекиване, могли би за последицу имати брже заостравање монетарних политика водећих централних банака од очекиваног, што би се могло одразити на нижи прилив капитала и депрецијацијске притиске у земљама у успону, укључујући и Србију.

С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује њихов утицај на нашу привреду. При томе, посебну важност има то што је наша привреда данас отпорнија него у случају претходних криза. На висок степен отпорности домаће привреде на шок изазван пандемијом указује и рејтинг агенција *Standard & Poor's* у свом саопштењу из децембра, када је донела одлуку да побољша изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије, који је на нивоу *BB+*, са стабилних на позитивне. Агенција је истакла повољне изгледе раста у средњем року, кредибилан оквир монетарне политике и ојачану финансијску стабилност, висок прилив СДИ, смањену спољну неравнотежу, рекордан

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



ниво девизних резерви, умерен раст јавног дуга и очекивано смањење фискалног дефицита.

Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што бржем расту наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и повољном инвестиционом амбијенту. Монетарна политика ће наставити да буде предвидива и доследна у обезбеђивању ниске и стабилне инфлације у средњем

року, истовремено чувајући постигнуту финансијску стабилност и доприносећи расту економске активности и животног стандарда наших грађана.

У случају да се материјализују неки од ризика који би за последицу могли имати кретање инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља у дужем периоду, Народна банка Србије је спремна у најкраћем року да реагује свим расположивим инструментима.

III. Кретање инфлације

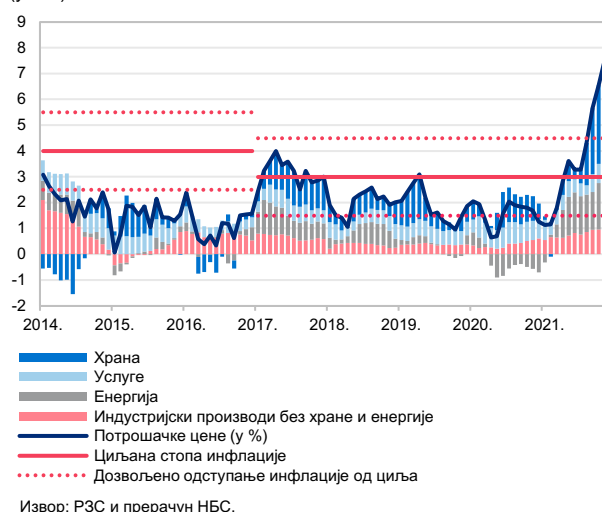
У условима појачаних трошковних притисака, који су у највећој мери потицали од виших светских цена енергената и других примарних производа, застоја у глобалним ланцима снабдевања и знатно виших цена међународног транспорта, м.г. инфлација у Србији, као и у другим земљама, током Т4 наставила је да се креће узлазном путањом и у децембру је достигла ниво од 7,9%. У исто време, базна инфлација се током Т4 у просеку кретала око централне вредности циља од 3,0% и у децембру је износила 3,5% м.г., што указује на то да нема снажнијих инфлаторних притисака са стране тражње. Стабилном кретању базне инфлације битно је допринела вишегодишња релативна стабилност девизног курса, као и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и даље налазе у границама циља за инфлацију.

Кретање инфлације у Т4

У условима појачаних трошковних притисака, м.г. **инфлација** се током Т4 кретала узлазном путањом и у децембру је износила 7,9% (наспрам 5,7% у септембру), што је било у складу са очекивањима Народне банке Србије из претходног извештаја. Притом, око три четвртине оствареног раста потрошачких цена у 2021. дугује се вишим ценама хране и енергије, код којих је присутан ефекат ниске базе из истог периода 2020. Током Т4 највише је порастао допринос цена прерађене хране м.г. инфлацији (за 0,9 п.п., на 1,7 п.п.), услед наставка раста светских цена примарних пољопривредних производа и других инпута у производњи хране, као и ефеката суше током летњих месеци, а по истом основу повећан је и допринос цена непрерађене хране (за 0,25 п.п., на 2,1 п.п.). Цене енергије су такође повећале допринос м.г. инфлацији у децембру на 2,0 п.п. (са 1,5 п.п. у септембру), доминантно под утицајем раста светске цене нафте. Више цене енергената индиректно су утицале и на цене индустријских производа (без хране и енергије) и цене услуга, чији је допринос м.г. инфлацији у децембру износио 1,2 п.п. и 0,9 п.п., респективно, и био је виши за по 0,2 п.п. него у септембру. На раст цена индустријских производа одражавали су се и застоји у глобалним ланцима снабдевања, као и више светске цене других примарних производа.

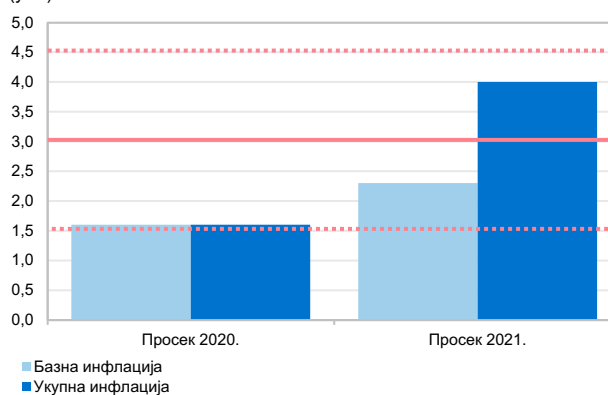
Према процени РЗС-а, на нивоу 2021. просечна годишња инфлација износила је 4,0%, а просечна базна инфлација 2,3%. **Базна инфлација** (мерена променом ИПЦ-а без енергије, хране, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише

Графикон III.0.1. Доприноси м.г. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Инфлација у 2020. и 2021. (у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т4 2021.**
(тримесечно)

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,3	2,3
Непрерађена храна	0,0	0,0
Прерађена храна	5,0	1,0
Индустријски производи без хране и енергије	1,6	0,5
Енергија	2,9	0,5
Услуге	1,3	0,3
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,6	0,7
Регулисане цене	0,1	0,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

утичу, од септембра се у просеку кретала око централне вредности циља од 3,0%, а у децембру је износила 3,5% м.г. Њен знатно нижи ниво од укупне инфлације показатељ је да са стране тражње није било изразитих инфлаторних притисака. Очувана ниска и стабилна базна инфлација у великој мери је резултат и очуване релативне стабилности девизног курса.

На нивоу тримесечја, **потрошачке цене су порасле за 2,3% у Т4**, првенствено због поскупљења **прерађене хране** од 5,0% (уз допринос инфлацији од 1,0 п.п.). Притом, у оквиру прерађене хране највиши допринос инфлацији у Т4 потекао је од виших цена хлеба и житарица, безалкохолних пића и млека и млечних прерађевина (збирно 0,7 п.п.). **Влада РС је у новембру донела одлуку да ограничи висину цена основних животних намирница** (шећера, брашна и уља) **за становништво**, тако да не прелазе износ забележен 15. новембра 2021, што је највероватније допринело успоравању раста инфлационих очекивања и споријем расту цена прерађене хране у децембру у односу на претходне месеце. Раст цена свежег меса током Т4 неутрализован је појефтинјењем свежег воћа и поврћа, тако да су цене **непрерађене хране** на нивоу групе стагнирале у Т4.

Раст **цена енергије** од 2,9% у Т4 највише се дугује расту цена нафтних деривата на домаћем тржишту (4,4%) у октобру и новембру, док су у децембру оне благо смањене, пратећи динамику светских цена сирове нафте. У Т4, сезонски уобичајено, поскупела су и чврста горива – дрва и угаљ (7,2%), док цене осталих енергената (струје и гаса за домаћинства) нису мењане.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) у Т4 оствариле су раст од 1,6%, вођен сезонским повећањем цена одеће и обуће, као и вишим ценама намештаја, опреме за домаћинства, возила и делова (уз збирни допринос инфлацији од 0,3 п.п.).

Цене услуга у Т4 порасле су за 1,3%, у највећој мери као резултат виших цена станарина, услуга мобилне телефоније и угоститељских услуга (уз збирни допринос инфлацији од 0,2 п.п.).

Регулисане цене су остале готово непромењене током Т4, док су на м.г. нивоу незнатно успориле раст, на 4,7% у децембру (са 4,8% у септембру).

Раст **цена у оквиру базне инфлације** од 1,6% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.) био је одређен поменутих поскупљењима одеће и обуће, кућне хемије, станарина, аутомобила, мобилне телефоније и угоститељских услуга.

Графикон III.0.3. **Укупна и базна инфлација**
(м.г. стопе, у %)



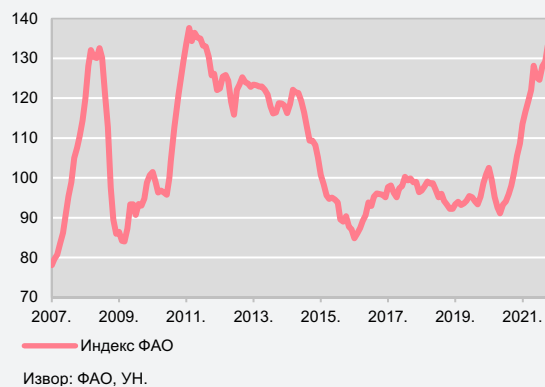
Осврт 1: Поређење високог раста светских цена хране и нафте у 2021. години с растом у претходним периодима

Током 2021. светске цене нафте и хране знатно су повећане, што је делом било последица ниске базе из претходне године, али и ефекта наглог раста глобалне тражње у условима отварања светске економије и попуштања здравствених мера. Поред тога, на раст ових цена утицали су и фактори на страни понуде – у случају цена нафте спорије прилагођавање производње земаља *OPEC+* растућој тражњи и геополитичке тензије, а у случају цена примарних пољопривредних производа и глобално лошија пољопривредна сезона. С обзиром на то да су се светске цене нафте и хране, мерено индексом ФАО, крајем 2021. нашле на највишем нивоу за последњих десет година, као и да око три четвртине остварене инфлације у Србији у 2021. години потиче од виших цена хране и нафтних деривата, у овом осврту упоредили смо раст светских цена нафте и хране у 2021. с претходним епизодама њиховог релативно високог раста, и у погледу интензитета и трајања, и у погледу ефеката на инфлацију.

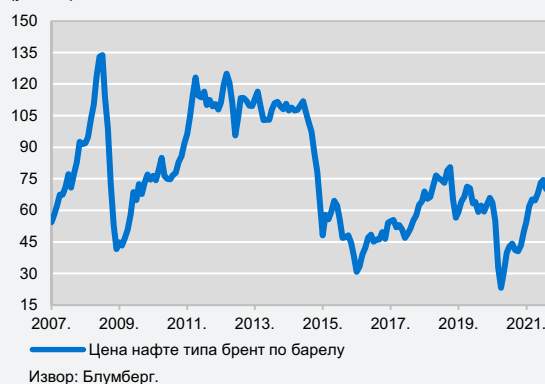
Ако се посматра историјско кретање индекса ФАО од 2007. године, од када инфлацију меримо променом индекса потрошачких цена, могу се уочити четири епизоде његовог релативно високог раста – током 2007. године, од почетка 2009. до почетка 2011. године, током 2016. и 2017. године, и од средине 2020. године и током 2021. Цене житарица на светском тржишту изражено су расле и у 2012, али је то трајало неколико месеци и није се у већој мери одразило на кретање укупног индекса ФАО, јер су смањене цене осталих категорија овог индекса (шећер, јестиво уље, месо и млечни производи).

Заједничка карактеристика све четири наведене епизоде високог раста светских цена хране јесте да је у овим периодима расла и светска цена нафте, јер је виша цена нафте, поред тога што је повећавала трошкове у производњи хране, повећавала и тражњу за биогоривима, у чијој производњи се пре свега користе кукуруз и соја. Наведене периоде карактерисале су и неповољне временске прилике за производњу примарних пољопривредних производа, које су се одразиле на мању понуду ових производа на светском тржишту, али и ефекат ниске базе, тј. то што су у претходном периоду цене ових производа биле ниске. Поред тога, заједничка карактеристика посматраних периода јесте депрецијација долара у условима вођења експанзивне монетарне политике ФЕД-а.

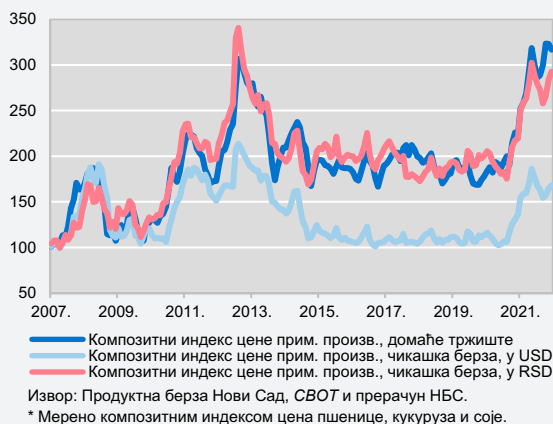
Графикон О.1.1. Индекс ФАО
(номинално, 2014–2016 = 100)



Графикон О.1.2. Кретање светске цене нафте
(у USD)



Графикон О.1.3. Кретање домаћих цена примарних пољопривредних производа*
(децембар 2006 = 100)



С обзиром на то да је због берзанске трговине светско тржиште примарних пољопривредних производа високо интегрисано, цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту диктиране су условима на светском тржишту, на шта указује и њихов висок степен корелације (Графикон О.1.3), нарочито у периодима када се бележи висок раст цена на светском тржишту.

На основу Табеле О.1.1. може се закључити да је раст цена житарица током текуће кризе изазване пандемијом вируса корона био најсличнији расту у 2010. години и посебно изражен код цена кукуруза. Раст светских цена нафте у овом периоду био је и израженији него у претходним периодима, великим делом и због ефекта ниске базе, с обзиром на то да се током априла 2020, у условима затварања глобалне економије, светска цена нафте нашла на најнижем нивоу икада забележеном.

Табела О.1.1. Раст цена одабраних примарних производа на међународном тржишту

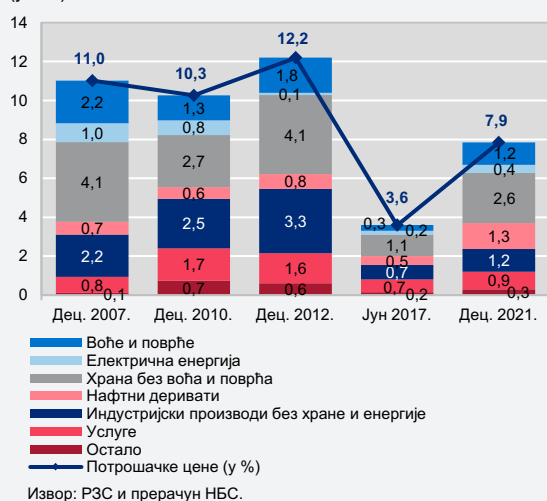
	2007/2008.		2010/2011.		2012.		2016/2018.		2020/2021.	
	у месецима	у %	у месецима	у %	у месецима	у %	у месецима	у %	у месецима	у %
Кукуруз	14	84,6	10	112,3	5	33,5	13	4,4	11	118,9
Пшеница	11	81,7	9	64,6	7	44,7	9	9,6	10	62,2
Соја	15	127,1	8	43,7	7	48,6	14	13,0	12	86,8
Месо	17	46,2	16	28,8	5	4,7	15	20,2	10	24,7
Нафта	16	146,6	12	64,8	6	5,1	22	148,8	14	258,4

Извор: СВОТ, ФАО, Блумберг.

Ако се упореди допринос цена хране и нафтних деривата инфлацији у 2021. с претходним епизодама, уочава се да је допринос цена нафтних деривата у 2021. био заправо највећи (Графикон О.1.4). У мањој мери томе је допринело њихово веће учешће у потрошачкој корпи, а у већој мери знатно израженији раст светских цена нафте него у претходним епизодама. Допринос цена хране (без воћа и поврћа), као и цена воћа и поврћа у 2021, био је сличан доприносу у 2010, јер су по питању успешности и домаће и глобалне пољопривредне сезоне ове две године биле сличне, док је допринос цена хране инфлацији у 2007. и 2012. години био и већи, јер су тада сушом нарочито били погођени приноси воћарских и повртарских култура.

На Графикону О.1.4. уочава се да су, захваљујући постигнутој и очуваној релативној стабилности курса динара и усидреним инфлационим очекивањима, доприноси осталих компонената ИПЦ-а инфлацији (индустријских производа без хране и енергије и услуга) били мањи у 2021. него у претходним епизодама, са изузетком 2016–2017. године, када су светске цене хране ипак расле у мањој мери него у осталим епизодама. **Нижи допринос осталих**

Графикон О.1.4. Доприноси укупној инфлацији (у п.п.)



Графикон О.1.5. Доприноси појединих компонената м.г. стопи раста увозних цена (у п.п.)



компонента инфлације у 2021. указује на то да су избегнути већи секундарни ефекти раста светских цена хране и енергената на цене осталих производа и услуга. Поред тога, за разлику од претходних епизода високе депрецијације динара (закључно с 2012. годином), у текућој епизоди ефекат раста увозних цена није био додатно појачан ефектима депрецијације динара према евр. Треба имати у виду и да је актуелна криза изазвана пандемијом по готово свим показатељима била јача од претходне глобалне економске кризе, током које свакако није долазило до проблема какве тренутно имамо, а који се тичу застоја у транспорту и глобалним производним ланцима.

Табела О.1.2. Учешће хране и нафтних деривата у ИПЦ-у (у %)

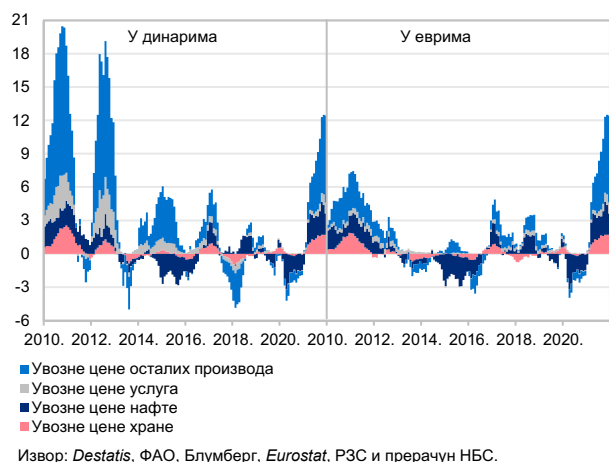
	2007.	2010.	2012.	2017.	2021.
Храна, без воћа и поврћа	29,3	31,5	32,3	25,1	24,8
Воће и поврће	5,0	6,3	6,5	6,9	6,6
Нафтни деривати	4,4	4,5	4,6	5,7	5,8

Извор: РЗС, прерачун НБС.

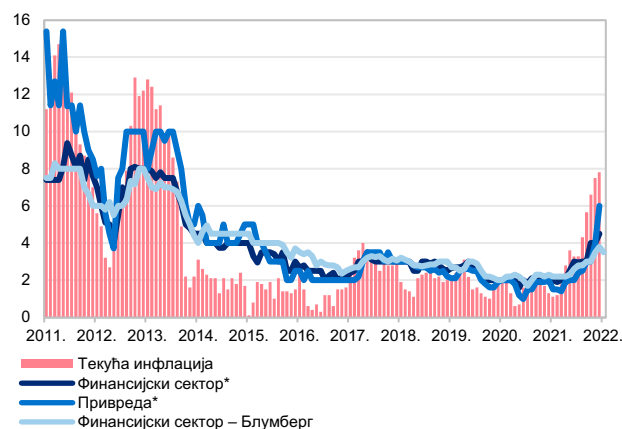
Графикон III.0.4. Доприноси м.г. стопи раста
произвођачких цена*
(у п.п.)



Графикон III.0.5. Доприноси појединих компонената
м.г. стопи раста увозних цена
(у п.п.)



Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона
очекивања 12 месеци унапред
(м.г. стопе, у %)



Произвођачке и увозне цене

По основу продужених застоја у глобалним производним ланцима и виших увозних цена инпута у производњи, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** наставиле су да убрзавају м.г. раст до новембра, да би у децембру успориле раст на 14,7% м.г. То је, пре свега, резултат нешто нижих трошковних притисака у производњи енергената и интермедијарних производа (основних метала), иако ове компоненте и даље највише доприносе произвођачким ценама у индустрији. Интензивни трошковни притисци су присутни и у грађевинарству, на шта упућује м.г. раст **цена елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** од 16,0% у децембру (након 12,1% у септембру).

Слично као произвођачке цене, **увозне цене изражене у динарима**¹ убрзано су м.г. расле до новембра, а у децембру раст је благо успорио на 12,4%, доминантно по основу нешто нижег доприноса светских цена нафте. Извозне цене Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала) и даље највише доприносе м.г. расту увозних цена у динарима, док је допринос светских цена хране и потрошачких цена у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга) у децембру задржан на новембарском нивоу.

Инфлациона очекивања

Раст потрошачких цена у Т4 2021. утицао је на раст краткорочних инфлационих очекивања у овом периоду, док су средњорочна очекивања финансијског сектора и привреде нижа и налазе се благо изнад централне вредности циља.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, иако повећана, остала су у границама циља, где се налазе више од осам година (од октобра 2013), што је важан показатељ кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Према децембарској анкети агенције Ипсос, очекивања финансијског сектора за годину дана унапред повећана су на 4,5% (са 4,0% у октобру и новембру). Према резултатима анкете агенције

¹ Прелиминаран податак. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера. Базна година је 2010.

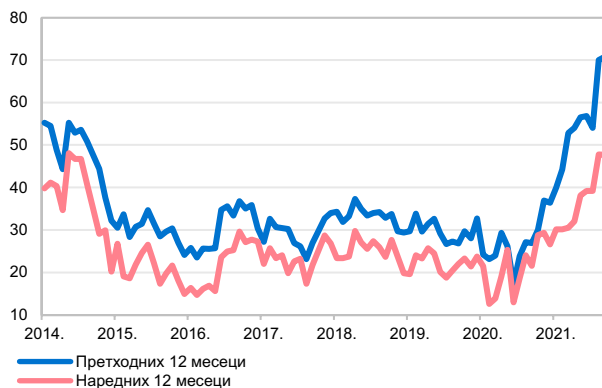
Блумберг, инфлациона очекивања су се током Т4 кретала у распону од 3,0% у октобру до 3,8% у децембру, да би у јануару била смањена на 3,5%, колико су износила и у новембру. Смањење инфлационих очекивања може се довести у везу и с мерама Владе РС којима су ограничене цене основних животних намирница, као и са интервенцијама на појединим тржишним сегментима из робних резерви.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред, према децембарској анкети, порасла су на 6% (са 3% у октобру и 4% у новембру). Највероватније као последица раста светских цена енергената и трошкова у производњи хране, већина привредника (око 75%) сматра да ће се у наредних 12 месеци повећати цене инпута у производњи, али и цене готових производа, односно услуга. Упркос томе, очекивања предузећа у погледу промета (производње) и пословних услова оптимистична су.

Инфлациона очекивања сектора становништва за годину дана унапред, након пораста на 15,0% у новембру, вратила су се на 10,0% у децембру, колико су износила већим делом претходне године. Према резултатима квалитативне анкете,² вредност индекса перципиране инфлације виша је од очекиване, што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред налазе се у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и током Т4 2021. кретала су се благо изнад централне вредности циља (у распону 3,3–3,5%). Очекивања за три године унапред налазе се на централној вредности циља од јуна 2021. **Средњорочна очекивања сектора привреде** за две и три године унапред повећана су на 4,0% и 3,0%, респективно. **Инфлациона очекивања становништва за две и три године унапред** остала су непромењена, 10,0%.

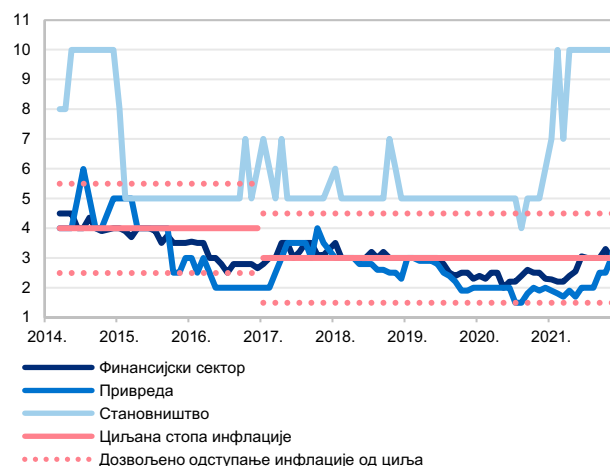
Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

Графикон III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Смањење степена експанзивности монетарне политике, које се огледа у постепеном расту просечне репо стопе, делимично се одразило на кретање каматних стопа на тржишту новца. Током Т4 стопе приноса на државне ХоВ такође су расле, док су каматне стопе на динарске кредите биле чак и благо ниже него у претходном тромесечју.

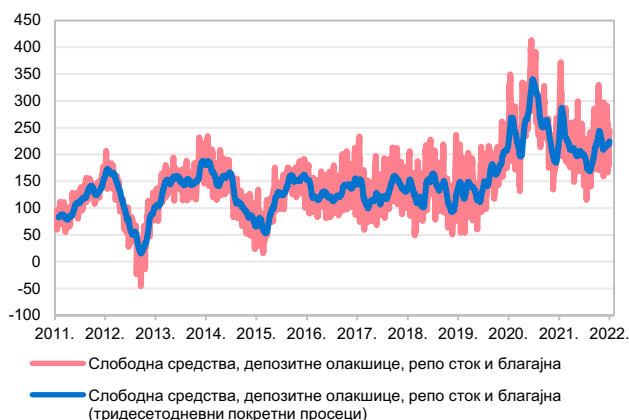
Каматне стопе

Иако је референтна стопа остала непромењена током Т4 2021, Народна банка Србије је од октобра смањивала степен експанзивности монетарне политике повећањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама. Обим реализације на аукцијама репо продаје ХоВ у Т4 повећан је за више од 50% (са 47,2 млрд динара просечно у септембру на 72,3 млрд динара просечно у децембру), чиме је омогућен постепен раст просечне пондерисане репо стопе. У односу на крај септембра, када је била готово изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице, просечна пондерисана репо стопа повећана је за 0,39 п.п., на 0,5%, колико је износила крајем 2021. Поред тога, од октобра је обустављено одржавање репо аукција за куповину ХоВ с роком доспећа од три месеца по каматној стопи која је једнака каматној стопи на депозитне олакшице, тако да су током Т4 доспеле све ХоВ, чиме је повучена ликвидност у износу од 49,4 млрд динара. Раст репо стока одразио се и на пад преконоћних депозита банака код Народне банке Србије, који су у просеку смањени са 96,2 млрд динара у септембру на 67,4 млрд динара у децембру.

Раст просечне репо стопе определио је кретање просечне каматне стопе на закључене једнонедељне трансакције на међубанкарском тржишту новца, која је од септембра до децембра повећана за 26 б.п., на 0,41%.

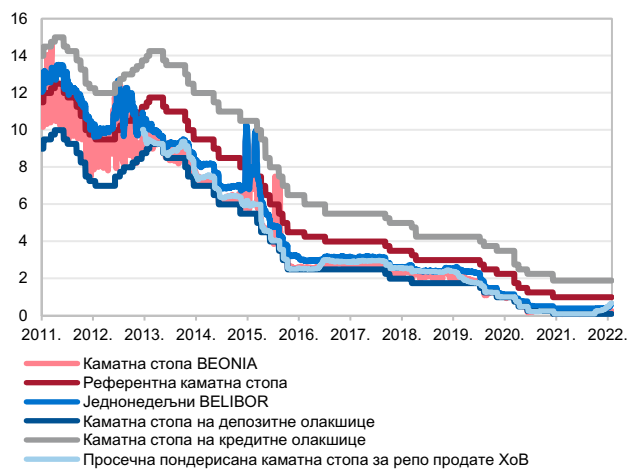
На преконоћном међубанкарском тржишту новца каматна стопа *BEONIA* остварила је нешто мањи раст

Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност
(у млрд RSD)



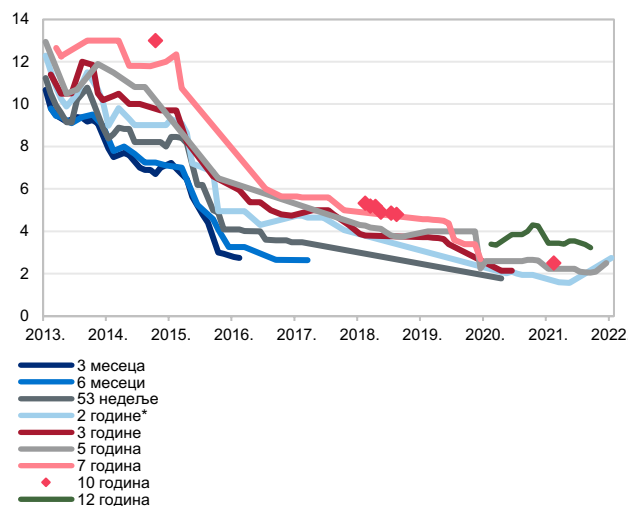
Извор: НБС.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

током Т4 (9 б.п.) и крајем године је износила 0,23%, при чему је просечан дневни промет у Т4 износио 3,6 млрд динара и у односу на Т3 смањен је за 4,2 млрд динара. И каматне стопе *BELIBOR* свих рочности оствариле су нешто мањи раст током Т4 (до 6 б.п.), тако да су се крајем године кретале у распону од 0,32% за најкраћу рочност до 1,13% за рочност од шест месеци.

Током јануара настављен је раст просечне репо стопе и крајем месеца она је износила 0,67%, што се одразило на кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, које су у јануару оствариле раст у интервалу од 3 б.п. до 19 б.п., у зависности од рочности.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ, током Т4 одржаване су само аукције за продају динарских ХоВ рочности од пет година. На првој аукцији у октобру, извршна стопа је повећана за 5 б.п., а на аукцији у децембру за додатних 40 б.п., на 2,5%.

Укупно су продате ХоВ у номиналном износу од 3,9 млрд динара. С друге стране, на аукцијама за превремени откуп динарских ХоВ у Т4, остварена је реализација у номиналном износу од 19,9 млрд динара (13,4 млрд динара односи се на ХоВ с роком доспећа у јануару 2022), тако да је стање продатих динарских ХоВ смањено за 16 млрд динара, на 990,6 млрд динара крајем године. У условима очекиваног заостравања монетарних политика водећих централних банака, нерезиденти нису учествовали у куповини динарских ХоВ на примарном тржишту, док су на секундарном тржишту углавном учествовали на страни продаје ХоВ, па је стање динарских ХоВ у њиховом власништву током Т4 смањено за 24,4 млрд динара, на 177,1 млрд динара.

Као и на примарном, и на секундарном тржишту повећане су стопе приноса за преко 0,5 п.п. током Т4 и у децембру су се у просеку кретале у распону од 1,40% за преосталу рочност од четири месеца до 4,22% за преосталу рочност од 11,5 година. Држава је у децембру организовала и две аукције за превремени откуп дванаестогодишњих динарских ХоВ (преостала рочност 11,5 година), на којима су откупљене ХоВ у номиналном износу од 3,1 млрд динара, по просечној извршној стопи од 4,13%, што је допринело заустављању даљег раста стопа приноса на секундарном тржишту. У условима мање тражње од понуде, промет на секундарном тржишту динарских државних ХоВ у односу на Т3 смањен је за 27,2%, на 115,6 млрд динара.

Графикон IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

У јануару је реализована нова емисија двогодишњих динарских обвезница, које су на првој аукцији продате у номиналном износу од 9,9 млрд динара, по извршној стопи која је била једнака купонској (2,75%). На секундарном тржишту стопе приноса до доспећа углавном су бележиле непромењене вредности, при чему је просечна пондерисана стопа за најдужу преосталу рочност (11,5 година) смањена за 0,1 п.п., на 4,1%.

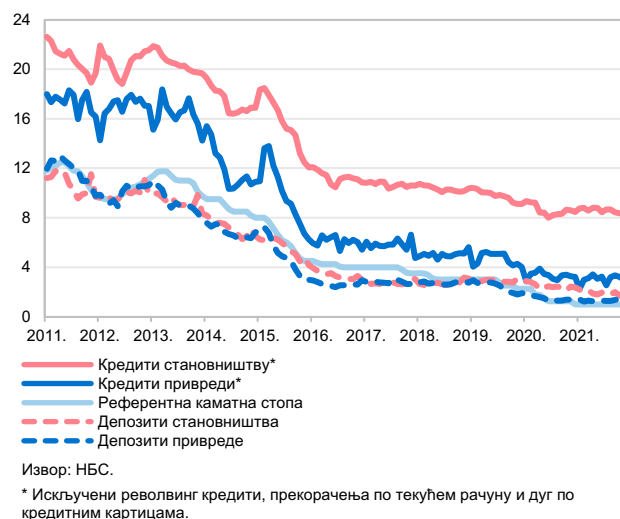
Као и током Т3, и током Т4 организована је једна аукција за продају државних **ХоВ у еврима** рочности од 12 година, на којој је извршна стопа остала на непромењеном нивоу од 1,6%. Продате су ХоВ у номиналном износу од 15,4 млн евра, а како током Т4 није било доспећа раније продатих ХоВ у еврима, стање продатих ХоВ у еврима повећано је на 2.318,4 млн евра крајем децембра.

Блага корекција навише каматних стопа *BELIBOR* није се одразила на кретање каматних стопа на **нове динарске кредите**, које су током Т4 благо кориговане наниже — за кредите становништву за 0,2 п.п., на 8,25%, а за кредите привреди за 0,35 п.п., на 3,0% у децембру.

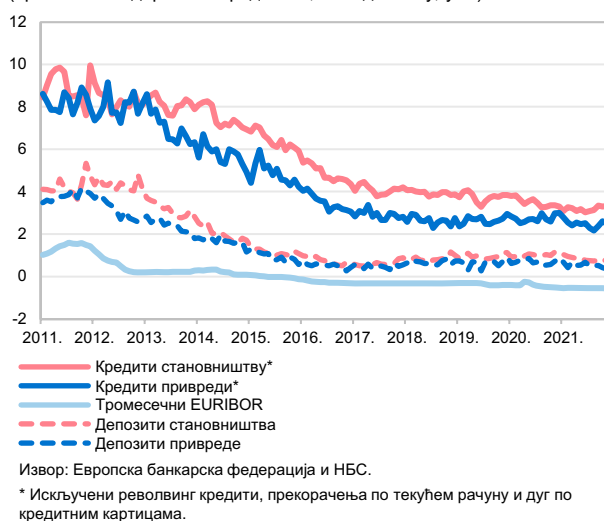
Пад каматних стопа на динарске кредите привреди посебно је био изражен код инвестиционих кредита и осталих некатегорисаних кредита, за које су каматне стопе смањене за по 0,5 п.п., на 4,15% и 2,5%, респективно, док су каматне стопе на кредите за обртна средства смањене за 0,3 п.п., на 3,1%. Код динарских кредита становништву, смањене су каматне стопе код готовинских кредита за 0,4 п.п., на 8,6%, док су каматне стопе на остале некатегорисане кредите повећане за 1,3 п.п., на 7,0%.

Просечна каматна стопа на кредите привреди у **евро знаку** била је готово непромењена током Т4 (2,4% у децембру). Ипак, у структури новоодобрених кредита привреди у еврима приметан је пад каматне стопе на инвестиционе кредите за 0,3 п.п., на 2,9% у децембру. С друге стране, незнатно су кориговане навише каматне стопе на кредите за обртна средства (за 0,1 п.п., на 2,4%), док су нешто већи раст током Т4 оствариле каматне стопе на остале некатегорисане кредите. И просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву била је готово иста као у септембру (3,4%), при чему је и каматна стопа на евроиндексиране стамбене кредите остала на септембарском нивоу од 2,6%.

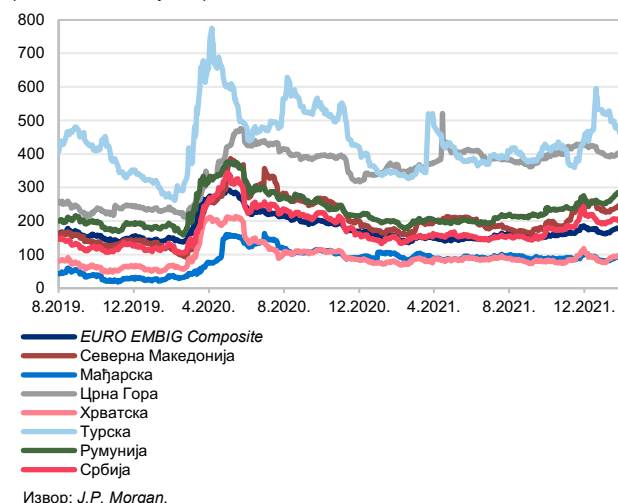
Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)

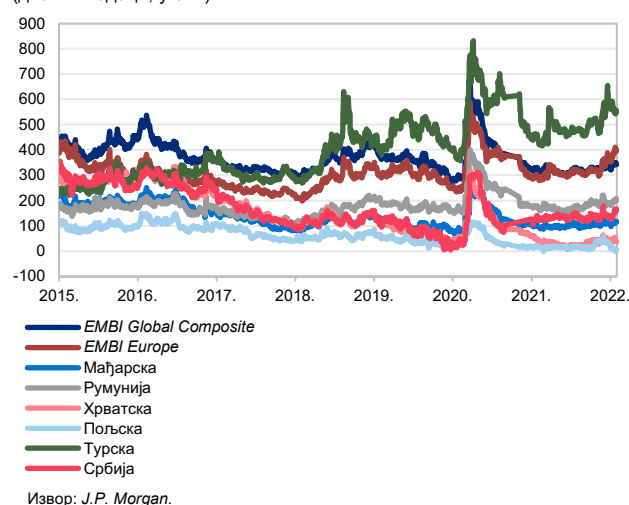


Графикон IV.1.7. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – *EURO EMBIG*
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – *EMBI*
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

Табела IV.1.1. Кредитни рејтинг
(промена рејтинга и изгледа)

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
S&P	BB/ста- билни ⁴⁾	BB/пози- тивни ⁴⁾	BB+/пози- тивни ⁴⁾	BB+ /ста- билни ²⁾	BB+/пози- тивни ⁴⁾
Fitch	BB/ста- билни ⁴⁾		BB+ /ста- билни ³⁾		
Moody's	Ba3/ста- билни ¹⁾		Ba3 /пози- тивни ³⁾		Ba2 /ста- билни ¹⁾

Извор: НБС.

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

Током Т4 каматне стопе на штедњу становништва биле су непромењене у односу на септембар и у децембру су износиле 0,8% за штедњу у еврима, односно 2,0% за динарску штедњу. И каматне стопе на орочене депозите привреде у еврима биле су непромењене у односу на септембар (0,5%), док су каматне стопе на орочене динарске депозите привреде повећане за 0,4 п.п., на 1,7% у децембру.

Премија ризика

На кретање премије ризика Србије и других земаља у успону током Т4 одразила се појава новог соја вируса корона – омикрон, који се показао као заразнији од претходних варијанти вируса. Првобитна бојазан тржишних учесника у погледу потенцијално нових затварања економија довела је током новембра до глобалног раста премије ризика и већег интересовања инвеститора за улагање у сигурну активу, што је смањило приносе на државне обвезнице САД и обвезнице развијених европских земаља. Међутим, од децембра преовладао је оптимизам у погледу мањег утицаја нове варијанте вируса корона на глобални привредни раст од очекиваног, што се одразило и на постепено смањење аверзије инвеститора према ризику и раст приноса на обвезнице најразвијенијих економија света.

EURO EMBIG, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, повећана је током Т4 за 25 б.п., на ниво од 195 б.п. Истовремено, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, повећана је током Т4 за 11 б.п. и крајем децембра износила је 163 б.п. Доларска премија ризика Србије забележила је благи пад током Т4 (за 1 б.п., на 139 б.п.), чиме је наставила да се креће знатно испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је, с друге стране, током Т4 повећана за 6 б.п., на 330 б.п.

Захваљујући показаном високом степену отпорности домаће економије на шок изазван пандемијом и снажном расту економске активности након тога, агенција *Standard & Poor's* задржала је у децембру 2021. кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, али је побољшала изгледе за његово даље повећање и добијање инвестиционог рејтинга са стабилних на позитивне. Агенција *Standard & Poor's* је у свом образложењу одлуке нагласила повољне изгледе раста у средњем року, висок прилив СДИ, рекордан ниво девизних резерви, смањену спољну неравнотежу и очекивано смањење фискалног дефицита. Поред тога, агенција је оценила да су

повољнији изгледи кредитног рејтинга подржани кредибилним оквиром монетарне политике и умереним растом јавног дуга.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну остварен је по основу СДИ, а у мањој мери и по основу кредитног задуживања приватног и јавног сектора, као и раста средстава које су нерезиденти држали на рачуну код домаћих банака. С друге стране, нерезиденти су смањили улагања у државне ХоВ на домаћем тржишту, а одлив је остварен и по основу трговинских кредита, тј. већих потраживања домаћих предузећа од иностранства по основу ненаплаћеног извоза.

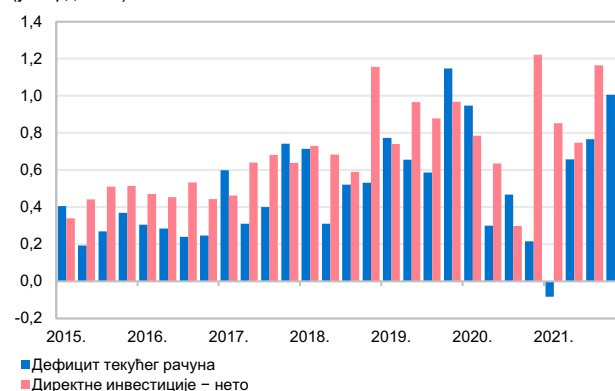
Прилив капитала у Србију по основу СДИ у 2021. достигао је 3,9 млрд евра, чиме је премашен рекордни прилив из 2019. године. Улагања су и даље била широко пројектно распрострањена и претежно усмерена у извозно оријентисане секторе. Највише улагања, скоро једна трећина, било је усмерено у прерађивачку индустрију, за којом следе грађевинарство, рударство и саобраћај. При томе, око 56% прилива капитала чинио је власнички капитал, а највише улагања потицало је из ЕУ (близу 60%) и азијских земаља (око 20%). Према прелиминарним подацима, **нето прилив СДИ** у Т4 износио је 862,9 млн евра, док је на нивоу године у 2021. достигао 3,6 млрд евра. Тиме је настављен тренд високих прилива СДИ, чиме је седму годину заредом обезбеђена пуна покривеност дефицита текућег рачуна платног биланса, што доприноси и одрживости екстерне позиције земље.

По основу **портфолио инвестиција**, у Т4 регистрован је нето одлив капитала у износу од 324,2 млн евра. На то је у највећој мери утицала продаја државних ХоВ на секундарном тржишту од стране нерезидената, у условима очекиваног заоштравања монетарних политика водећих централних банака, а у мањој мери и то што је држава организовала превремен откуп раније емитованих ХоВ. Поред тога, резиденти су током Т4 повећали улагања у иностране ХоВ. Посматрано на нивоу године, захваљујући пре свега успешним емисијама еврообвезница на међународном тржишту, у 2021. по основу портфолио инвестиција остварен је нето прилив капитала од 1,6 млрд евра.

Нето обавезе резидената према иностранству по основу **финансијских кредита** током Т4 повећане су

Графикон IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ

(у млрд EUR)

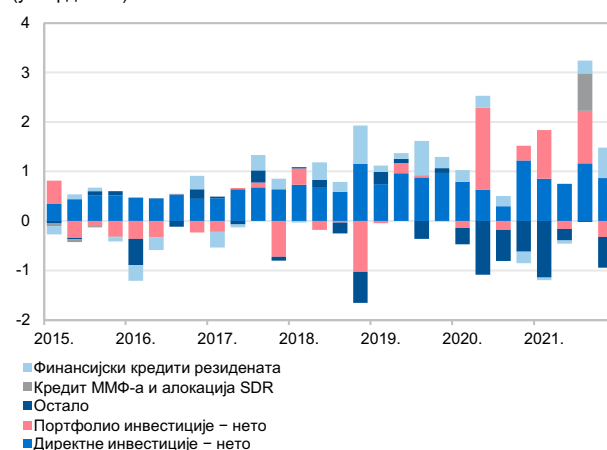


Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2021.

Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса

(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2021.

за 614,2 млн евра, пре свега као резултат задуживања банака и Владе, а у мањој мери и предузећа. Прилив од 180,5 млн евра остварен је и по основу **готовог новца и депозита**, због раста средстава нерезидената на рачунима код домаћих банака. С друге стране, одлив је регистрован по основу **трговинских кредита** (805,8 млн евра), због ненаплаћеног извоза.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

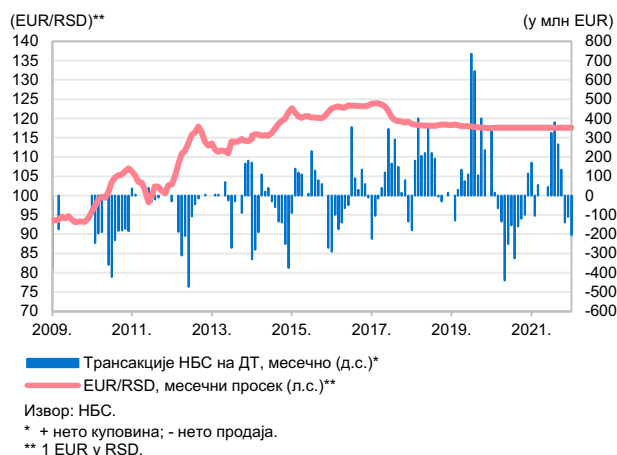
Стабилно кретање курса динара према еврџ настављено је и током Т4, тако да је његова вредност крајем децембра (117,6 динара за еврџ) остала готово непромењена и у односу на крај Т3, и у односу на крај 2020. Истовремено, због слабљења евра према долару, посматрано крајем периода, динар је у Т4 ослабио према долару за 2,5%, а за 8,0% на нивоу године.

На раст тражње за девизама у Т4 највише су утицала домаћа предузећа, пре свега услед повећаног увоза енергената. Тражња за девизама нерезидената такође је била повећана, највећим делом услед смањеног улагања у динарске државне ХоВ и исплате дивиденди појединих компанија у страном власништву. Иако су и у Т4 остварени релативно високи приливи девиза, понуда девиза није била довољна да покрије тражњу. Расту понуде девиза највише је допринела валутно индексирана актива банака,³ захваљујући расту кредитне активности банака, а затим продужење позиције банака по основу коришћења платних картица и нето откуп ефективног страног новца.

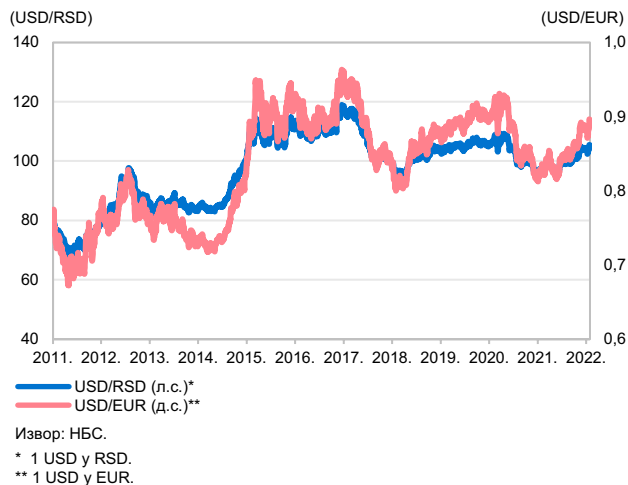
Народна банка Србије је током Т4 на МДТ-у интервенисала и на страни продаје и на страни куповине девиза. На нивоу тромесечја, била је нето продавац девиза у укупном износу од 455,0 млн евра. Посматрано на нивоу године, Народна банка Србије је у 2021. на МДТ-у нето купила 645,0 млн евра.

Промет на МДТ-у⁴ повећавао се из месеца у месец и у децембру је забележена највиша вредност просечног дневног промета (40,3 млн евра) у 2021. Посматрано на нивоу тромесечја, просечна вредност промета на МДТ-у у Т4 износила је 34,2 млн евра, што је за 10,6 млн евра више него у Т3. С друге стране, обим промета на редовним девизним своп

Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон IV.1.12. Кретање курса динара и евра према долару



³ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

⁴ Без Народне банке Србије.

аукцијама био је нижи него у Т3, при чему је на двонедељним аукцијама купљено и продато банкама по 106,0 млн евра, а на тромесечним аукцијама по 15,0 млн евра (наспрам 121,0 млн евра и 21,0 млн евра, респективно, у Т3).

Валуте земаља региона које су у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања према еврџ током Т4. Чешка круна наставила је да јача (2,6%), као и пољски злот (0,7%). Вредност румунског леја није промењена, а мађарска форинта је ослабила за 2,3%. Турска лира је, након што је у октобру ослабила за 6,2%, од почетка новембра до 21. децембра, када је достигла најнижу вредност, ослабила за још 44,1%. Наредног дана, пошто је влада Турске донела мере усмерене на враћање поверења у домаћу валуту, лира се снажно опоравила (33,8%), тако да је, посматрано на нивоу Т4, ослабила за 29,8%. Посматрано на нивоу године, у 2021. ојачали су чешка круна (5,6%) и пољски злот (0,3%), док су ослабили мађарска форинта (1,0%), румунски леј (1,6%) и турска лира (38,6%).

2. Новац и кредити

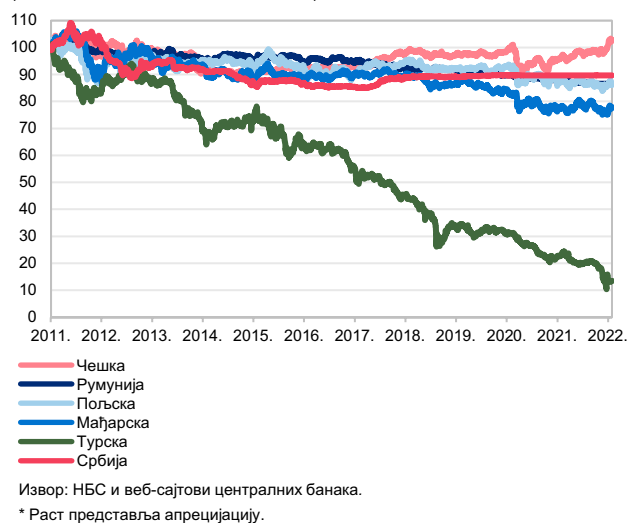
Кредитни и монетарни агрегати наставили су раст током Т4, подржани бржим опоравком економске активности од очекиваног. Штедња становништва бележи нове максималне вредности, док су кредити немонетарном сектору четврту годину заредом забележили готово двоцифрени м.г. раст.

Новац

Сезонски уобичајено, динарска новчана маса, М2, бележи раст крајем године, вођена у највећој мери растом најликвиднијих компонената.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски **депозити по виђењу** повећани су у Т4 за 64,6 млрд динара, захваљујући расту депозита и становништва и привреде. Стање на трансакционим рачунима грађана повећано је за 40,2 млрд динара, а у сличној мери повећани су и трансакциони депозити привреде, вођени првенствено растом депозита предузећа из области трговине, грађевинарства и саобраћаја.

Графикон IV.1.13. Кретање курсова одређених националних валута према еврџ* (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)

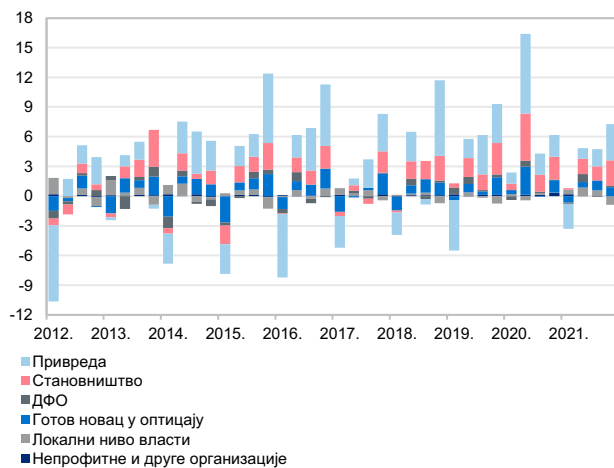


Графикон IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3 (номиналне м.г. стопе, у %)

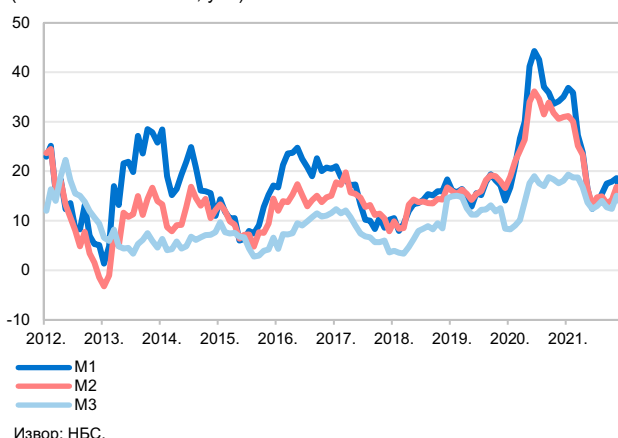


Графикон IV.2.2. Доприноси тромесечном расту M2, секторска структура

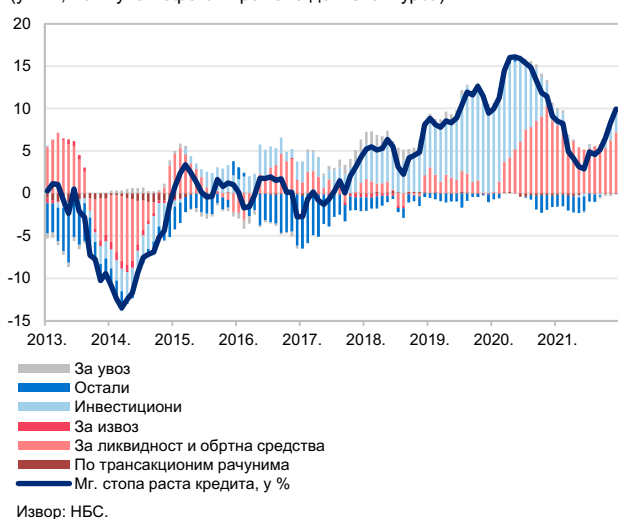
(у п.п.)



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



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



Орочени динарски депозити повећани су у Т4 за 26,5 млрд динара, при чему се преко 80% прираста односи на депозите привреде (највише захваљујући расту депозита трговинских предузећа). Динарска штедња становништва (резидената) наставила је тренд стабилног раста и у Т4 повећана је за 2,7 млрд динара. Посматрано на нивоу године, динарска штедња резидената повећана је у 2021. години за 11,1 млрд динара, или за 12,0%, чиме је четврту годину заредом остварила двоцифрен раст. Крајем године износила је 103,7 млрд динара, што је њен највиши ниво до сада. Стабилан и континуиран раст динарске штедње показатељ је поверења грађана у домаћу валуту и олакшава очување финансијске и ценовне стабилности. Истовремено, већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе на динарску штедњу, као и њен повољнији порески третман. У складу с тим, расте и степен динаризације укупних депозита привреде и становништва, која је, мерено учешћем динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва, у децембру износила 40,3% и у односу на крај претходне године већа је за 0,2 п.п.

Девизни депозити повећани су у Т4 за 487,6 млн евра, а на нивоу године за 1,9 млрд евра, првенствено захваљујући расту девизне штедње становништва. Девизна штедња становништва повећана је током Т4 за 377,7 млн евра и крајем децембра износила је 12,3 млрд евра,⁵ што представља њен нови максимум. Стање на девизним рачунима привреде повећано је у Т4 за 103,0 млн евра, захваљујући приливима девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству. Релативно мање промене стања забележене су на рачунима осталих сектора.

Посматрано на мг. нивоу, као резултат високе базе из претходне године, у Т4 настављено је успоравање стопа раста новчане масе и њихово кретање близу нивоа које су бележиле пре пандемије. У децембру су M1, M2 и M3 забележиле мг. стопе раста од 14,8%, 13,8% и 13,3%, респективно, а позитиван допринос њиховом расту потицао је од раста економске активности, трећег пакета економских мера помоћи, као и раста кредитне активности.

⁵ Новчана маса M3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају децембра износила 104,2 млрд динара, а девизна 12,6 млрд евра.

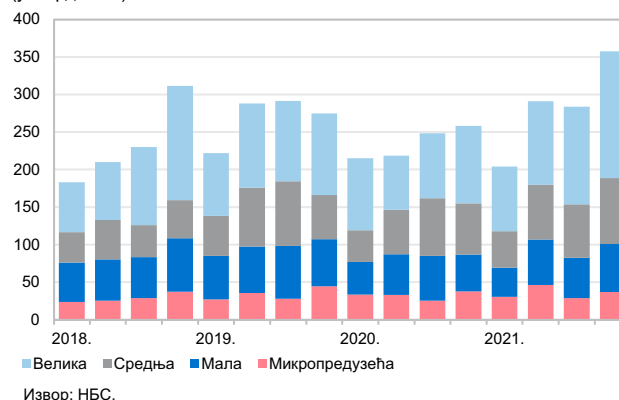
Кредити

Укупни домаћи кредити су током Т4, у складу са нашим очекивањима, убрзали м.г. раст на 9,9% у децембру (са 6,6% крајем Т3), чиме су четврту годину заредом остварили готово двоцифрену стопу раста. Убрзани раст домаће кредитне активности резултат је раста економске активности и повољних услова финансирања, што се одразило на повећано кредитирање, посебно сектора привреде. Убрзању раста кредита на м.г. нивоу током Т4 допринело је ишчезавање ефекта високе базе из 2020. године, с обзиром на то да је прошле године до краја септембра важио мораторијум на отплату кредита привреди и становништву.

Посматрано на нивоу Т4, **кредити привреди** су, по искључењу ефекта промене девизног курса, забележили прираст од 58,9 млрд динара, готово у потпуности захваљујући расту кредита за ликвидност и обртна средства (30,8 млрд динара) и инвестиције (26,3 млрд динара). Кредити за ликвидност и обртна средства, чије одобравање је подржано повољним условима у оквиру гарантних шема (прве и друге), најзаступљенија су категорија кредита привреди са учешћем од 46,2% у децембру. Следе их инвестициони кредити са уделом од 41,7%. Посматрано по делатностима, предузећа свих области пословања (осим пољопривреде) повећала су задужења у Т4, а највише предузећа из области енергетике, пословања некретностима и прерађивачке индустрије. Истовремено, кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 66,5% стања укупних кредита привреди у децембру. Бржи раст динарских пласмана привреди од раста девизно индексираних пласмана у Т4, чему доприноси и приближавање каматних стопа на нове динарске кредите привреди каматним стопама на евроиндексирани кредите, повећао је степен динаризације пласмана привреди за 0,2 п.п., на 24,0% у децембру.

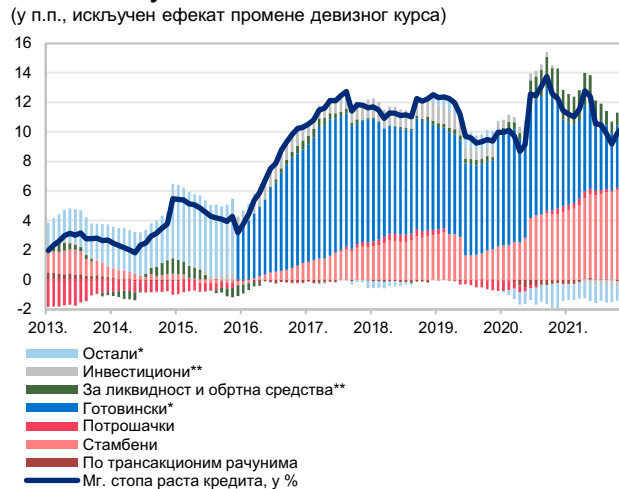
Обим новоодобрених кредита привреди током Т4 износио је 357,3 млрд динара, што је за 38,4% више него у истом периоду претходне године. Привреда је и током Т4 највише користила кредите за ликвидност и обртна средства (51,8%), при чему су нешто више од половине ових кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа. Инвестициони кредити чинили су 30,1% нових кредита привреди у Т4, што је за 25,7% више него у истом периоду 2020, а на микропредузећа, мала и средња предузећа односило се готово 70% ових кредита.

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



Извор: НБС.

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

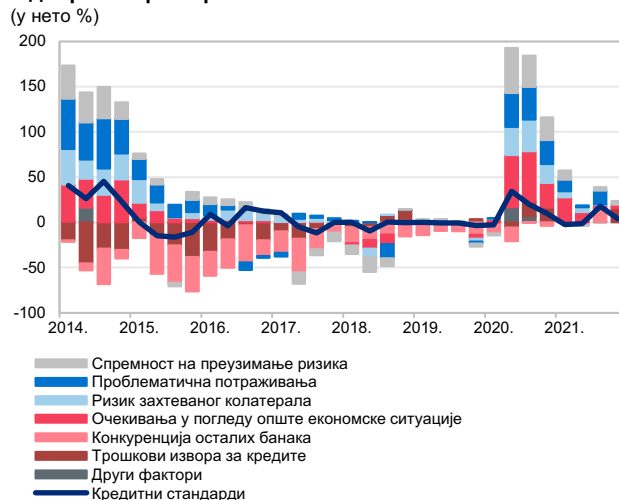


Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

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



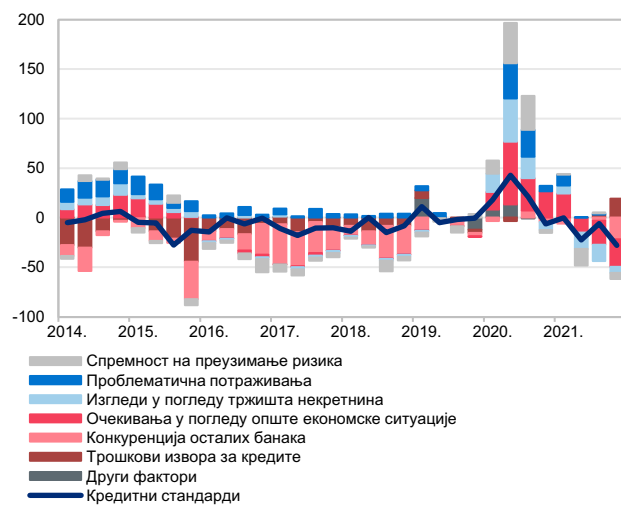
Извор: НБС.

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

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су у Т4 за 28,8 млрд динара. Највећи део прираста односио се на стамбене кредите (19,8 млрд динара), при чему је њихов м.г. раст додатно убрзао са 16,4% крајем Т3 на 17,4% у децембру. Раст готовинских кредита у Т4 износио је 9,5 млрд динара, док су кредити за ликвидност и обртна средства одобрени предузетницима порасли за 3,0 млрд динара. Учешће динарских пласмана становништву смањено је током Т4 за 0,4 п.п., на 54,6% у децембру, услед бржег раста стамбених од готовинских кредита. У структури кредита становништву, у децембру најзаступљеније категорије били су готовински кредити (44,1%) и стамбени кредити (38,9%).

Износ новоодобрених кредита становништву у Т4 од 140,5 млрд динара већи је за 6,8% у односу на исти период прошле године. Готовински кредити чинили су 57,5% нових кредита у Т4, док се на стамбене кредите односила четвртина нових кредита становништву. Обим нових стамбених кредита у Т4 (34,7 млрд динара) већи је за 17% у односу на исти период прошле године. Раст тражње становништва за стамбеним кредитима подржан је растом расположивог дохотка, повољним условима задуживања, као и већом понудом станова, услед континуираног раста броја завршених станова од 2016. године.

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



Резултати јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁶ показују да су банке у Т4 благо поштриле стандарде по којима су одобравале кредите привреди, при чему се то односило на девизно индексиране кредите, док су стандарди за динарске кредите остали непромењени. С друге стране, оцена банака је да су кредитни стандарди становништву у Т4, треће тромесечје заредом, ублажени и да се то односило на динарске кредите. Истовремено, тражња оба сектора за кредитима наставила је да се повећава током Т4, а даљи раст се очекује и у Т1. Финансирање капиталних инвестиција, поред потребе за ликвидним средствима, постаје све значајнији фактор раста тражње привреде за кредитима, док је потреба за куповином непокретности остала главни фактор раста тражње становништва за кредитима.

Бруто *NPL* показатељ и даље је испод преткризног нивоа и у децембру је износио 3,5%, што је за 0,1 п.п. мање него у Т3. Овакво кретање указује на то да су

⁶ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

мере Народне банке Србије и Владе биле правовремене и да су спречиле већи негативан ефекат по привреду и становништво, а тиме и по финансијску стабилност. У поређењу с крајем Т3, бруто *NPL* показатељ сектора становништва⁷ благо је повећан (за 0,1 п.п., на 4,0% у децембру), док је код сектора привреде⁸ смањен за 0,1 п.п., на 2,8%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 90,6% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 57,5% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала⁹ на крају Т3 2021. износио је 21,7%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Захваљујући динамичном расту инвестиција и приватне потрошње, током Т4 задржан је висок ниво раста економске активности, који је, према процени РЗС-а, износио 6,9% м.г. Тиме је на нивоу године остварен раст БДП-а од 7,5%, који је у потпуности вођен домаћом тражњом, док је нето извоз имао готово неутралан допринос.

Домаћа тражња

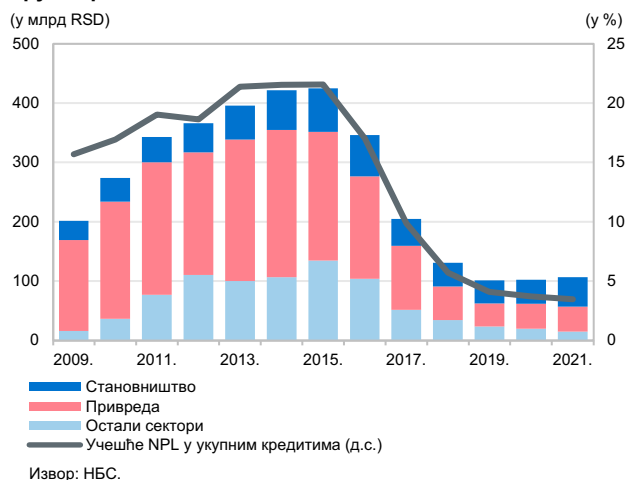
Као и у претходним тромесечјима, **приватна потрошња** је и током Т4 бележила релативно високу стопу раста од 3,8% м.г. (допринос расту БДП-а од 2,6 п.п.), што се може довести у везу с надокнађивањем пропуштене потрошње из претходне године због пандемије. На то указује пре свега опоравак у услужним делатностима, посебно у секторима туризма и угоститељства, рекреације и забаве, који су у претходној години највише били погођени ефектима пандемије. Поред тога, током Т4 задржана је висока стопа раста реалног промета у трговини на мало, првенствено због очуваног тржишта рада током пандемије и раста запослености и зарада, нарочито у приватном сектору. Расту потрошње погодовали су и повољни услови финансирања, којима је омогућен

⁷ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* исто је на нивоу од 4,0%.

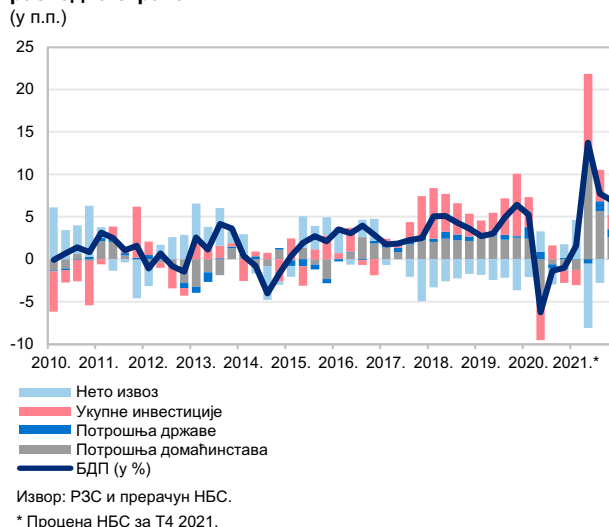
⁸ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру износило је 2,9%.

⁹ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Графикон IV.2.9. Учесће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



Графикон IV.3.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна



Табела IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства (реалне м.г. стопе раста, у %)

	2021.			
	T1	T2	T3	T4
Потрошња домаћинства	-1,9	17,1	8,1	3,8
Показатељи				
Промет у трговини на мало	6,2	19,1	7,8	8,4
Промет у угоститељству	3,0	136,7	98,2	74,1 ***
Број домаћих туриста	-2,2	111,1	5,2	39,6
Број ноћења домаћих туриста	-8,1	88,4	3,6	23,5
Увоз потрошне робе (BEC класификација), номинално	4,6	23,7	4,2	11,7
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	11,2	13,9	12,5	14,4 **
Нето прилив дознака, номинално	13,1	34,4	4,9	14,8
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	11,8	11,1	6,9	6,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Октобар–новембар.

*** Октобар.

Графикон IV.3.2. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)



Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2021.			
	T1	T2	T3	T4
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	8,4	21,7	12,6	14,5 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	16,1	14,6	15,8	17,0 *
Инвестиције државе	16,4	16,7	120,3	15,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	14,1	54,7	31,5	34,5 **
Производња грађевинског материјала	10,9	28,7	0,4	-0,2
Вредност изведених радова	17,0	14,8	15,2	-
Увоз опреме, номинално	-10,1	52,6	11,9	13,1
Производња домаћих машина и опреме	6,3	26,4	12,6	7,7
Залихе готових производа у индустрији	10,4	2,4	2,4	4,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Октобар–новембар.

даљи раст кредита намењених потрошњи. Такође, порасле су дознаке из иностранства као резултат веће мобилности радне снаге и постепеног опоравка економија зоне евра.

Током Т4 **државна потрошња** бележила је већи раст на мг. нивоу од приватне потрошње (6,2% мг, уз допринос расту БДП-а од 1,0 п.п.), што се може довести у везу с растом трошкова у здравству, као и с растом издатака за пензије и плате у јавном сектору.

У оквиру домаће тражње, изражен допринос расту економске активности током Т4 потекао је и од **инвестиција у фиксне фондове** (3,7 п.п.). Према нашој процени, **приватне инвестиције** током Т4 допринеле су расту БДП-а са 2,5 п.п. На раст приватних инвестиција указује раст производње машина и увоза опреме. У погледу извора финансирања, инвестиције су подржане пре свега приливима СДИ, који су на нивоу тромесечја износили 927,3 млн евра, а у нешто мањој мери и по основу инвестиционих кредита, који су у Т4 забележили прираст од 26,2 млрд динара.

Расту БДП-а допринео је и раст **државних инвестиција** од око 15% мг. Интензивна реализација инфраструктурних пројеката које финансира држава, о чему сведочи кретање показатеља из области грађевинарства, обезбеђује дугорочно одржив раст, при чему доприноси и експанзији приватног сектора.

Негативан допринос економској активности потицао је од **залиха** (-2,1 п.п.), превасходно услед нижих залиха пољопривредних производа због лошијег рода јесењих култура.

Посматрано на тромесечном нивоу, БДП је порастао за 1,6% дсз., чиме се крајем године нашао изнад преткризног нивоа за више од 5%. Раст је био вођен домаћом тражњом, која је у Т4, према нашој процени, повећана за 2,1% дсз. У оквиру ње, нешто већи допринос расту БДП-а потекао је од државних (1,1 п.п.) него од приватних инвестиција (0,5 п.п.), а потрошња је допринела са 0,7 п.п.

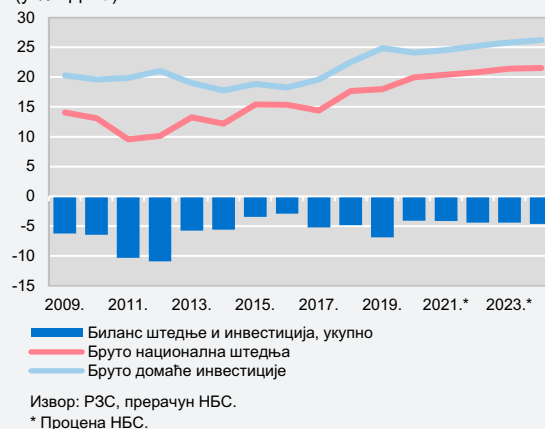
Осврт 2: Утицај пандемије на биланс штедње и инвестиција

Пандемија вируса корона за последицу је имала знатно смањење потрошње широм света у условима затварања економија и увођења рестриктивних здравствених мера, које су пре свега утицале на смањену потрошњу услуга. Поред тога, у условима глобално повећане неизвесности и повећане аверзије према ризику, у већини земаља повећана је штедња из предострожности, а смањена инвестициона активност. О смањеној склоности ка инвестирању говори податак *UNCTAD*-а да су на глобалном нивоу укупни приливи СДИ у 2020. били нижи за 35%. Потрошња и државне инвестиције у већини држава повећани су због неопходности набавке медицинског материјала и опреме у борби с пандемијом, али и услед настојања да се у што већој мери очувају доходи и повећају производни капацитети, како би се што пре покренуо економски опоравак. Иако су се потрошња и инвестиције на глобалном нивоу опоравиле у извесној мери у 2021, у многим земљама још увек није достигнут преткризни ниво економске активности, пре свега услед неповољних ефеката застоја у производним ланцима и међународном транспорту на спољну трговину. Када је реч о Србији, преткризни ниво економске активности достигнут је већ у Т1 2021. године, док је преткризни ниво фиксних инвестиција и личне потрошње достигнут у Т4 2020, односно Т2 2021, респективно.

Имајући све претходно у виду, у наставку ћемо детаљније анализирати како се пандемија одражавала на потрошњу, штедњу и инвестиције приватног сектора и државе у Србији у претходне две године, као и каква су очекивања за наредни период.

У 2020. години, након избијања пандемије вируса корона, у условима раста неизвесности и глобално повећане аверзије према ризику успорила је **инвестициона активност приватног сектора**, што је била општа тенденција у свету. То је за последицу имало снижење учешћа ових инвестиција у БДП-у за 1,1 п.п., на 18,8%. Инвестиције у основна средства биле су ниже у 2020. него 2019, пре свега у саобраћају и пољопривреди, у мањој мери у трговини и грађевинарству, док су највише повећане у рударству и енергетици, затим у прерађивачкој индустрији, одбрани и здравству. Притом, планирани инвестициони пројекти у првој фази пандемије углавном су само одлагани, не и отказивани, што потврђује и податак о приливу СДИ током 2020. и 2021. године. Прилив СДИ у 2020. јесте био

Графикон О.2.1. Биланс штедње и инвестиција (у % БДП-а)



Графикон О.2.2. Биланс штедње и инвестиција приватног сектора (у % БДП-а)



Графикон О.2.3. Биланс штедње и инвестиција државе (у % БДП-а)



нижи него годину дана раније, али је и тада био релативно висок и износио 3 млрд евра, да би у 2021. чак и премашио ниво из 2019, која је била рекордна по овом питању до тада, и достигао ниво од 3,9 млрд евра. Као и претходних година, прилив је био претежно усмерен у разменљиве секторе, а готово трећина прилива и у 2021. односила се на прерађивачку индустрију. Финансирање инвестиција из кредитних извора такође је смањено у 2020, али је у највећој мери надокнађено у 2021, о чему говори податак о износу новоодобрених инвестиционих кредита код домаћих банака (по искључењу кредита рефинансираних код исте банке), који је у 2020. снижен за око 22%, док је за отприлике исто толико (21%) повећан у 2021. години.

Раст оптимизма са отварањем светске економије, уз обезбеђене изворе финансирања по свим основама (сопствена средства и кредитни извори), резултирао је растом приватних инвестиција у 2021. години од близу 7%, али је услед чињенице да је укупни БДП брже растао, њихово учешће у БДП-у благо снижено (на око 18%). То је било у пуној мери надокнађено већим инвестицијама државе (повећањем њиховог учешћа са 4,9% у 2019. години на 5,3% БДП-а у 2020. години, а затим на 7,4% БДП-а у 2021), тако да је учешће укупних инвестиција у БДП-у (укључујући и залихе) у 2021. повећано и износило је 25,3%. Државне инвестиције су углавном биле усмерене у реализацију инфраструктурних пројеката, што у наредном периоду треба да допринесе и убрзању раста приватних инвестиција.

Мере усмерене на очување здравља становништва негативно су утицале на **потрошњу домаћинстава**, која се, након иницијалног пада од око 11% дсз. у Т2 2020, постепено опорављала након тога, али је на нивоу године у 2020. ипак забележила реални пад од око 2%, чиме је њено учешће у БДП-у снижено на 66,6%. Током 2021. потрошња је реално повећана за 6,6%, али због њеног споријег раста од укупног БДП-а њено учешће је даље смањено на 65,4% БДП-а. Очувању потрошачког поверења у највећој мери допринеле су мере Владе које су имале за циљ очување тржишта рада и реалне вредности доходака, затим нижа цена задуживања и отплате кредита, омогућавање мораторијума на отплату кредита, али и друге мере Народне банке Србије којима се подстицало узимање кредита.

Мере економске подршке Народне банке Србије и Владе, уз ефекте уздржавања од потрошње и инвестиција у иницијалној фази пандемије, резултирале су знатним **растом националне приватне штедње**, чије је учешће у БДП-у повећано са 13,1% у 2019. на 22% у 2020. години, а затим, захваљујући расту потрошње, смањено на 18% БДП-а у 2021. Тиме је први пут ниво штедње у 2020. надмашио инвестиције приватног сектора, и то за 3,2% БДП-а, док је у 2021. години ниво штедње и инвестиција приватног сектора био готово идентичан.

За разлику од приватног сектора, **држава је током 2020. повећала потрошњу и инвестиције** ради ублажавања негативног утицаја пандемије на економску активност. Захваљујући уравнотеженим јавним финансијама у преткризном периоду и успостављеној опадајућој путањи јавног дуга, држава је имала простора да повећа фискални дефицит по избијању кризе, чиме су знатно ублажени негативни ефекти пандемије и обезбеђено враћање привредне активности на преткризни ниво за свега три тромесечја након иницијалног шока. Тиме је готово избалансирани ниво штедње и инвестиција државе из 2019. постао негативан током 2020. године и износио 7% БДП-а, а затим у 2021, услед мањих издатака државе за текуће расходе, био снижен на око -4,5% БДП-а.

Да закључимо. Укупно посматрано, и у условима пандемије инвестиције су биле веће од штедње (за око 4% БДП-а), али у мањој мери него у преткризном периоду, пре свега услед раста штедње приватног сектора. У наредном периоду, изван је наставак раста приватне потрошње и последично смањење приватне штедње, што ће, уз очекивани раст приватних инвестиција, утицати на то да биланс штедње и инвестиција приватног сектора поново буде негативан (око 3% БДП-а). С друге стране, смањиће се степен експанзивности фискалне политике, што ће допринети порасту штедње државе и смањењу негативног јаза штедње и инвестиција. Имајући све наведено у виду, процењујемо да ће, укупно посматрано, штедња и инвестиције и у наредне три године расти у истој мери, што ће резултирати релативно стабилним учешћем дефицита текућег рачуна у БДП-у на нивоу испод 5%.

Нето екстерна тражња

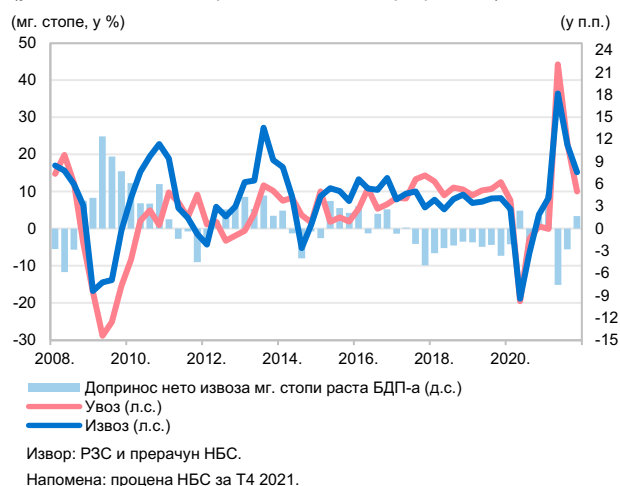
Према нашој процени, у Т4 нето извоз је позитивно допринео м.г. расту БДП-а са 1,7 п.п., што је резултат бржег реалног раста извоза од увоза, 15,2% наспрам 10%.

И поред успоравања екстерне тражње у условима и даље присутних поремећаја у глобалним ланцима снабдевања, **робни извоз**, изражен у еврима, наставио је да расте у Т4 и, према платнобилансним подацима, повећан је за 26,3% м.г. Раст је остварен пре свега захваљујући извозу прерађивачке индустрије, који је био виши за 22,3% м.г. и широко распрострањен међу гранама (у 20 од 23 гране), уз највећи допринос извоза основних метала, прехранбених производа, хемијских производа, производа од гуме и пластике и деривата нафте. И рударство је наставило да доприноси расту извоза, док је извоз пољопривредних производа био нижи него пре годину дана, делом због ефекта високе базе услед изнадпросечне пољопривредне сезоне из 2020, а делом и због суше током летњих месеци 2021. године.

Робни увоз, изражен у еврима, био је у Т4 виши за 28,2% м.г., чему је допринео већи увоз енергената – нафте, гаса и електричне енергије, који је интензиван у децембру. Тако је у Т4 2021, у односу на исти период претходне године, увоз нафте и деривата био виши за 193,6 млн евра, угља за 82,8 млн евра, електричне енергије за 70,5 млн евра и гаса за 55,3 млн евра. Посматрано по класификацији увоза према општим економским категоријама (*БЕС*), расту увоза највише је допринео повећан увоз средстава за репродукцију (37,9% м.г.), пре свега услед већег увоза енергената. За њим следе увоз опреме (13,1% м.г.) и потрошне робе (11,7% м.г.), чије кретање указује на наставак опоравка инвестиција и личне потрошње. На слична кретања указује и увоз посматрано по наменама, који је највише повећан код интермедијарних производа и енергената, а затим код производа за широку потрошњу и капиталних производа.

Размена услуга са иностранством задржала се у Т4 на сличном нивоу као у Т3, када су извоз и увоз премашили нивое остварене пре почетка пандемије. Посматрано на м.г. нивоу, повећању извоза (24,2%) доприносиле су готово све категорије услуга, а посебно ИКТ и туристичке услуге, док су на раст увоза (25,9%) највише утицале транспортне и туристичке услуге. И поред тога што је м.г. раст увоза био израженији него раст извоза, услед већег удела извоза у размени услуга са иностранством, суфицит је

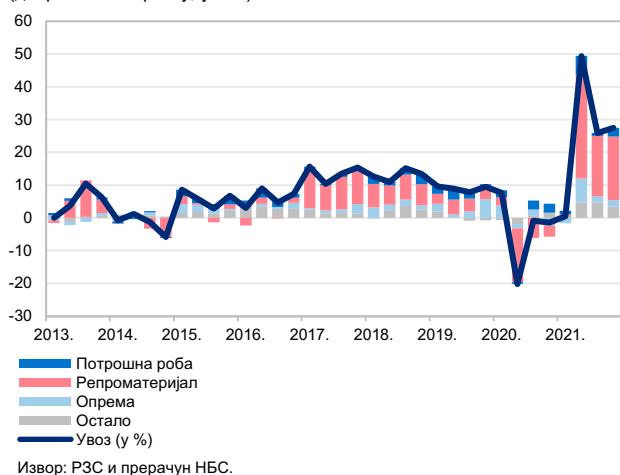
Графикон IV.3.3. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Графикон IV.3.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије
(тримесечни покретни просек дсз.)



Графикон IV.3.5. Кретање главних компонената увоза
(доприноси м.г. расту, у п.п.)



у Т4 (433,9 млн евра) био виши (17,8%) него пре годину дана.

Покривеност робног увоза извозом у 2021. износила је 78,2%, а по укључењу услуга 86,9%.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

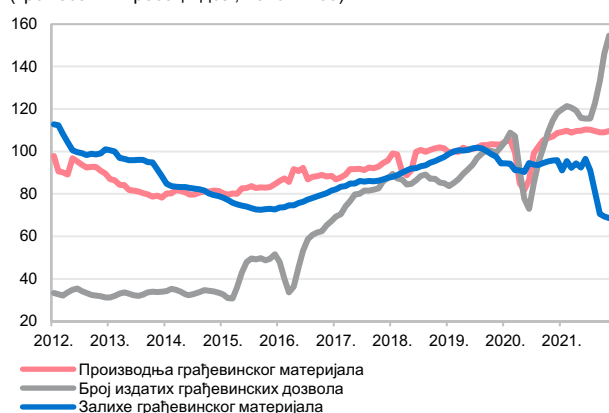
Табела IV.4.1. Доприноси м. расту БДП-а (у п.п.)

	2020.	2021.			
	T4	T1	T2	T3	T4*
БДП (у %, мр.)	-1,0	1,6	13,7	7,7	6,9
Пољопривреда	0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3
Индустрија	0,3	0,9	3,0	0,5	0,7
Грађевинарство	-0,5	0,7	0,8	0,9	1,1
Услуге	-0,5	0,6	7,7	5,2	4,0
Нето порези	-0,3	-0,2	2,8	1,5	1,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Графикон IV.4.2. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

4. Економска активност

Као и у претходним тримесечјима, и током Т4 раст економске активности задржао је снажну м.г. динамику од 6,9%, чему је допринео раст активности у свим секторима изузев пољопривреде, која је била погођена сушом. Највећи допринос потекао је од услужних сектора и грађевинарства, који су и определили да тримесечни раст убрза на 1,6% дсз., чиме је преткризни ниво БДП-а премашен за преко 5%.

Захваљујући интензивној реализацији инфраструктурних пројеката које финансира држава, динамичан раст **грађевинске активности** настављен је и у Т4, који је, према нашој процени, износио скоро 17% м.г., уз допринос расту БДП-а од преко 1 п.п. Снажан подстицај грађевинарству потекао је и од станоградње, о чему сведочи и раст броја издатих грађевинских дозвола од преко 30% м.г. у 11 месеци (34,5% м.г. у периоду октобар–новембар). На раст активности у грађевинарству у Т4 указује и пораст броја запослених за 3% м.г. Иако је, друго тримесечје заредом, производња грађевинског материјала остала готово непромењена, приметан је раст потрошње грађевинског материјала, на шта указују смањење залиха од преко 30% м.г. и раст увоза грађевинског материјала од 34,7% м.г.

Упркос и даље присутним проблемима у глобалним ланцима снабдевања, **индустијска производња**, према нашој процени, порасла је за 3,5% м.г., на шта указују и подаци о физичком обиму производње. Раст обима индустријске производње био је вођен растом активности у сектору рударства, који је друго тримесечје заредом забележио раст од преко 40% м.г., уз допринос расту обима индустријске производње од преко 3 п.п. И обим производње прерађивачке индустрије повећан је у Т4 за 2,8% м.г. (уз допринос расту индустрије од 2,2 п.п.), док је у сектору снабдевања електричном енергијом, услед проблема у електроенергетском систему, смањена активност за око 10% м.г. (уз допринос од -1,6 п.п.).

У оквиру прерађивачке индустрије, раст активности је забележен код 14 од 23 делатности и посебно је био изражен у производњи фармацеутских производа и деривата нафте, који су збирно допринели расту обима индустријске производње са 2 п.п. С друге стране, обим производње прехранбене индустрије био је готово непромењен у Т4, док је, услед и даље присутних проблема у глобалним ланцима снабдевања и уских грла у производним процесима, пад обима производње ауто-кластера (производња моторних возила и производа од гуме и пластике) утицао на смањење обима индустријске производње¹⁰ са 0,7 п.п.

Услугне делатности су и током Т4, збирно посматрано, највише допринеле расту економске активности (4,0 п.п.), вођене опоравком приватне потрошње. Тако је у сектору туризма, поред раста промета који су остварили домаћи туристи, током Т4 регистрован и знатан раст долазака и ноћења страних туриста, који је више него удвостручен у односу на исти период претходне године. Услед ниске базе, и реални промет у угоститељству бележио је високе м.г. стопе раста (74,1% у октобру). Поред тога, процењујемо да је опоравак у сектору културе, рекреације и забаве допринео расту БДП-а са 0,5 п.п. Током Т4 настављен је и стабилан раст промета у трговини на мало (8,4% м.г.), што је директан резултат очуване запослености и раста зарада.

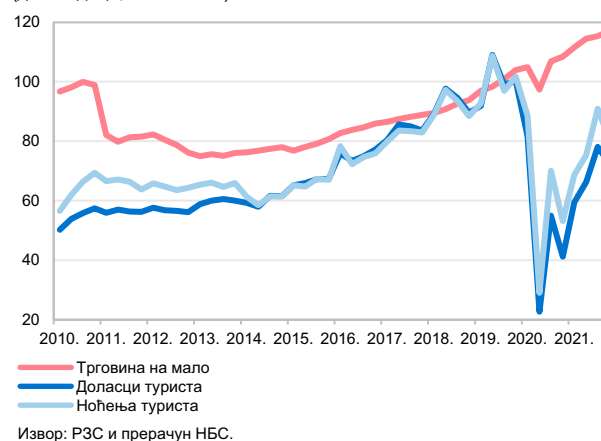
Неповољни метеоролошки услови током лета условили су да пољопривредна сезона буде лошија од претходне, што је за последицу имало пад активности у **пољопривреди** на нивоу године од око 5%, за колико процењујемо и да је смањена пољопривредна активност у Т4 (уз негативан допринос БДП-у од 0,3 п.п.).

Према нашој процени, тромесечни раст БДП-а од 1,6% дсз. у потпуности се дугује расту активности у услужним секторима и грађевинарству, док је производња у пољопривреди и индустрији била непромењена током Т4.

Графикон IV.4.3. Доприноси м.г. стопи раста индустрије (у п.п.)



Графикон IV.4.4. Показатељи активности сектора услуга (дсз. подаци, 2019 = 100)



¹⁰ Видети Осврт 3, стр. 38.

Осврт 3: Перформансе прерађивачке индустрије у условима застоја у глобалним ланцима снабдевања

Застоји у глобалним ланцима снабдевања настали по избијању епидемије вируса корона и интензивирани крајем 2020. и током 2021. извесно ће потрајати и у П1 2022, знатно отежавајући започети глобални економски опоравак. Ови застоји дугују се симултаном деловању више различитих фактора. С једне стране, **забележен је убрзан опоравак тражње**, потпомогнут обилним монетарним и фискалним стимулансима, уз **промену структуре тражње у корист роба на рачун појединих услуга** (пре свих туристичких, угоститељских и рекреативних) и измењених потрошачких навика у условима важећих здравствених мера. С друге стране, наставак пандемије узроковао је спорадична затварања економија и **недостатак сировина у производњи, као и мањак радне снаге**, што је, уз **поремећаје у областима транспорта и логистике**, пре свега у контејнерском бродском превозу, али и на копну, **спречавало понуду да се у кратком року прилагоди растућој тражњи**. То је ограничило глобалну трговину и изазвало раст цена сировина, поскупљење и несташицу кључних компонената (полупроводника/микрочипова) и знатно пролонгирање њихове испоруке. Последиčno, уска грла у производњи и транспорту, несташица увозне опреме, средстава за репродукцију и раст цена сировина умањили су допринос индустрије, грађевинарства, а делом и трговине, опоравку глобалне економске активности. **ММФ је у јануарском издању WEO изнео процене да су застоји у глобалним ланцима понуде у 2021. умањили раст светског БДП-а између 0,5 п.п. и 1,0 п.п. и допринели порасту базне инфлације са око 1,0 п.п.**

Несташницом полупроводника највише је била погођена аутомобилска индустрија, јер су произвођачи аутомобила по избијању пандемије смањили поруџбине микрочипова. У исто време, електронска индустрија је знатно повећала тражњу за њима по основу интензивираних куповина медицинске опреме, производа потребних за рад од куће (рачунари, штампачи и др.), као и малих кућних апарата услед боравка у домовима током периода закључавања. Због изненадног повећања поруџбина нових аутомобила од П2 2020. и мало слободних производних капацитета, делом и због недовољног улагања у годинама пре пандемије, индустрија полупроводника није могла да прати растућу тражњу. У исто време, регистрован је **недостатак радне снаге** по основу мање ефикасности у повезивању понуде и тражње на тржишту рада и пада стопе активности радно способног становништва. Оваква кретања на тржишту рада посебно су била изражена у развијеним економијама, под утицајем повећаних накнада за незапослене, превременог одласка у пензију, слабијег интересовања за рад у делатностима које подразумевају физички контакт и др. Негативни ефекти недостатка радника и полупроводника највероватније су били појачани тзв. Форестеровим ефектом или ефектом бича (енг. *bullwhip effect*) у дистрибутивним каналима, где предузећа, у условима очекиваног наставка раста тражње, почињу да гомилају залихе, што додатно оптерећује ланце снабдевања, нарочито у производњи.

За Србију је од највећег значаја праћење ситуације по питању тражње и понуде фактора производње унутар зоне евра, пре свега у Немачкој и Италији, као главним спољнотрговинским партнерима. У ту сврху посматрано је одступање између процењених залиха готових производа и обима производње,¹ праћено на бази индекса економских очекивања *ESI* за зону евра, које може послужити и као апроксимација кашњења у набавкама од добављача. **Уочава се да су поремећаји у прерађивачкој индустрији зоне евра били изражени током целе 2021.** (Графикон О.3.1), при чему је

Графикон О.3.1. Дивергенција између процењених залиха готових производа и обима производње* (дсз., у п.п.)



Извор: Европска комисија и прерачун НБС.

* Компоненте секторског показатеља поверења у оквиру *ESI* индекса.

¹ Ради се о компонентама секторског показатеља поверења у прерађивачкој индустрији, који с највећим пондером (40%) улази у обрачун водећег индекса економских очекивања *ESI* за зону евра, а које су квантификоване као нето проценти, тј. разлика између броја анкетираних послодаваца у прерађивачкој индустрији који указују на побољшање и оних који указују на погоршање производне активности и нивоа залиха готових производа.

пролонгирање у испоруци сировина и интермедијарних производа посебно ограничавало производну активност у Немачкој и изазвало несташицу залиха готових производа, због чега понуда није могла да одговори на повећање укупних поруџбина по основу растуће тражње (Графикон О.3.2).

Неусклађеност понуде и тражње утицала је на јачање трошковних притисака у производњи и слабљење извоза и инвестиција приватног сектора, а тиме и укупне економске активности у Немачкој (пад БДП-а од 0,7% дсз. у Т4). У Италији су прекиди у производњи били краћи, о чему сведочи раст БДП-а од 0,6% дсз. у Т4.

Ипак, **крајем децембра и у јануару појавили су се први знаци попуштања застоја у снабдевању**, с обзиром на то да се у децембарским и јануарским извештајима *IHS Markit*-а региструје мањи број критичних сировина које недостају у производном процесу и скраћење просечног времена њиховог транспорта и истовара у главним лукама на најнижи ниво од јануара 2021, што је допринело повећању активности у свим кључним областима прерађивачке индустрије, укључујући и аутомобилску индустрију. На то указује и кретање водећег индекса активности у прерађивачкој индустрији (*Manufacturing PMI*) за зону евра и Немачку (Графикон О.3.3), који је у јануару повећан на 59,0 поена и 60,5 поена, респективно, достигавши највиши ниво од августа 2021. Централна банка Немачке је у децембру прогнозирила да ће уска грла у производњи почети да се разрешавају током Т1 2022, док је ЕЦБ у јануару изашла с проценом да ће ублажавање застоја у снабдевању започети у Т2 2022, као и да ће, према оцени обеју институција, ови застоји бити отклоњени до краја ове године.

У наставку осврта анализираћемо како су се застоји у глобалним ланцима снабдевања одразили на активност прерађивачке индустрије у Србији и на њен извоз.

Прерађивачка индустрија у Србији, чији извоз чини скоро 90% робног извоза Србије, упркос проблемима и застојима у глобалним ланцима понуде, расту цена сировина и несташицама појединих добара, као и транспортним проблемима, остварила је релативно добре резултате у 2021, што је резултат инвестиција у разменљиве секторе из претходног периода. То потврђује чињеница да је физички обим производње у прерађивачкој индустрији у 2021. повећан за 5,5%, њен извоз за 24,5% посматрано у номиналном изразу, док је њен извоз у реалном изразу (искључујући ефекат промене извозних цена), према нашој процени, повећан за око 15%. Ипак, утицаји застоја у глобалним ланцима производње видљиви су од маја 2021, што се манифестовало успоравањем раста активности и извоза прерађивачке индустрије. Међутим, и поред тога што је благо успорила, активност у прерађивачкој индустрији се током лета углавном кретала изнад нивоа пре пандемије, а од октобра постепено убрзава, док је извоз почео да убрзава и нешто раније. Посматрано по делатностима, ефекти застоја били су присутни у делатностима повезаним са аутомобилском индустријом (производња моторних возила и аутомобилских компонената², тј. електричне опреме и производа од гуме и пластике), где је ниво активности из

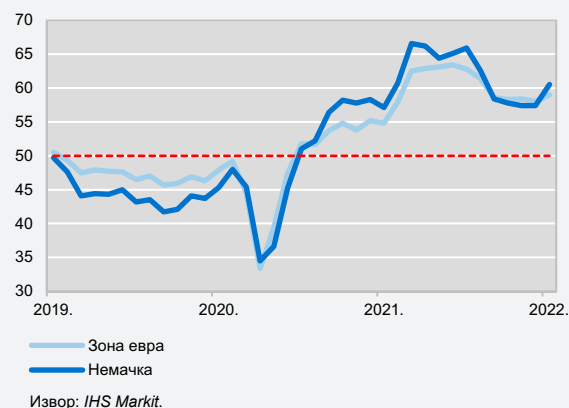
Графикон О.3.2. **Процене залиха готових производа и укупних поруџбина* у Немачкој** (дсз., у п.п.)



Извор: Европска комисија и прерачун НБС.

* Компоненте секторског показатеља поверења у оквиру *ESI* индекса.

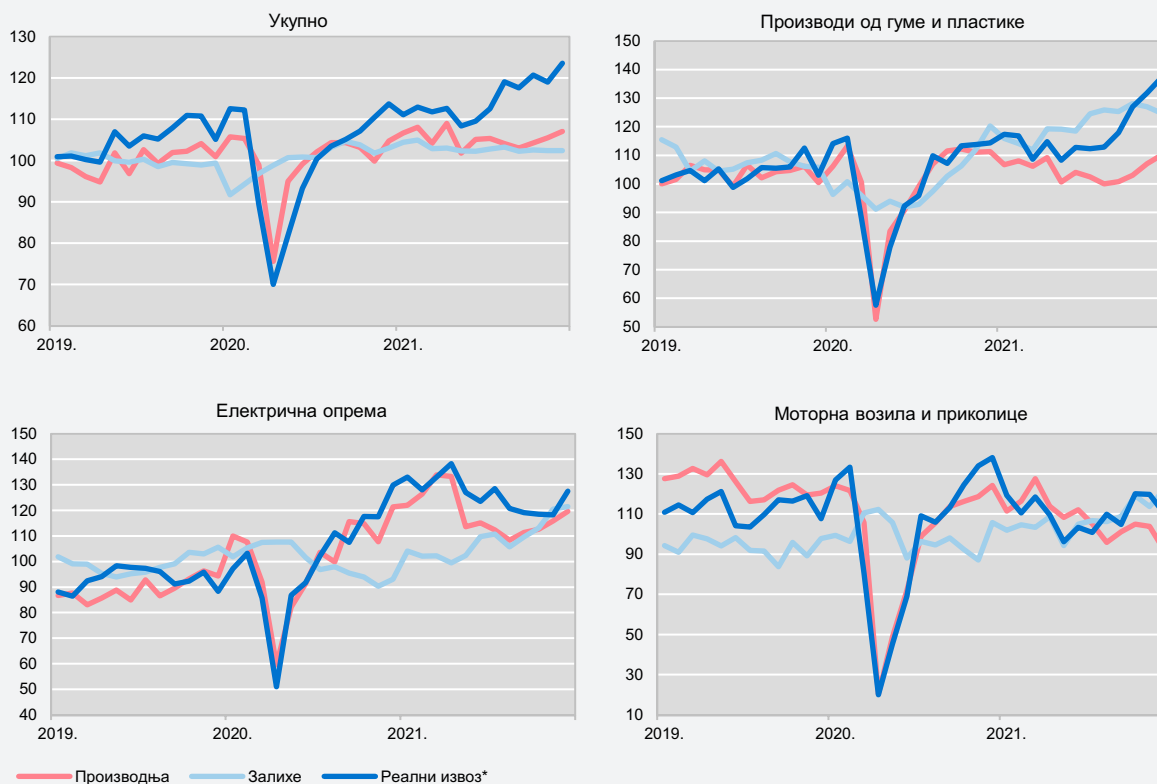
Графикон О.3.3. **Водећи индекс активности у прерађивачкој индустрији – *Manufacturing PMI*** (у п.п.)



Извор: *IHS Markit*.

² Погођена несташицом полупроводника, аутомобилска индустрија смањила је наруџбине за компоненте од коопераната.

Графикон О.3.4. Прерађивачка индустрија
(дсз., 2020 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Дефлационирано индексом цена произвођача индустријских производа за извоз.

априла 2021. достигнут крајем године једино код производа од гуме и пластике, док код друге две делатности, и поред опоравка током Т4, то није био случај. Опоравак у производњи електричне опреме од јесени резултирао је у већој мери растом залиха, а у мањој мери се одразио на раст извоза, који је крајем године ипак почео да убрзава. Уз раст активности, код друге две делатности регистрован је и раст извоза, уз смањење залиха, док је у децембру произведено и извезено мање моторних возила. Од маја је смањена производња рачунара, електронских и оптичких производа, док је извоз ове групе производа растао по основу трошења раније акумулираних залиха. И производња одеће се у већем делу 2021. налазила испод просека из 2020. услед застоја у испорукама материјала, који се због мале додате вредности не налази међу приоритетима за контејнерски транспорт (из Кине).

Наш најзначајнији појединачни извозни партнер – Немачка, у коју одлази око 13% укупног извоза Србије, нарочито је погођена застојима у глобалним ланцима понуде. Међутим, извоз Србије у Немачку није био знатније погођен. Он је привремено смањен у мају, али се у наредним месецима опоравио и, посматрано на нивоу године, износио је 2,7 млрд евра, чиме је увелико премашио износе из 2020. и 2019. Исту динамику бележио је и извоз ауто-кластера у Немачку, који је у 2021. повећан за 24,3%, при чему је извоз већине производа повећан у односу на 2020, а посебно опреме за дистрибуцију електричне енергије и делова и прибора за моторна возила.

На основу изнетог, може се закључити да би раст производње и извоза прерађивачке индустрије у 2021. био и већи да није било застоја у глобалним ланцима производње, поскупљења и несташница појединих сировина, којима су највише биле погођене области повезане са аутомобилском индустријом. Ипак, са очекиваним постепеним решавањем ових проблема на глобалном нивоу, што се у највећој мери и очекује до краја ове године, уз даљи раст екстерне тражње, треба очекивати да ће и прерађивачка индустрија и извоз знатно допринети расту БДП-а.

5. Кретања на тржишту рада

На домаћем тржишту рада у Т4 регистровано је даље повећање зарада и запослености, као и наставак смањења броја незапослених, који је спуштен на нови најнижи ниво.

Зараде и продуктивност рада

У октобру и новембру просечна номинална нето зарада износила је **67.592 динара** (575 евра), остваривши м.г. раст од 11,7%, који је вођен двоструко бржим растом зарада у **приватном сектору** (14,0%) него у **јавном сектору** (7,3%). При томе, у новембру је номинална нето зарада достигла скоро 70 хиљада динара, док је медијална нето зарада први пут откад постоје методолошки упоредиви подаци премашила 50 хиљада динара. На то је у одређеној мери утицало и најављено повећање неопорезивог износа зараде са 18,3 на 19,3 хиљаде динара и снижење стопе доприноса за пензијско и инвалидско осигурање на терет послодаваца за 0,5% за 2022. годину. Према процени РЗС-а, просечна номинална нето зарада у 2021. повећана је за 8,9%, подржана економским мерама државе с циљем очувања куповне моћи и животног стандарда становништва.

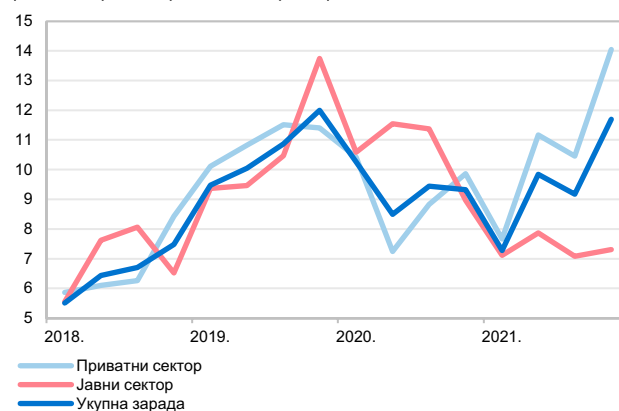
Посматрано по делатностима, у октобру и новембру настављен је широко распрострањен м.г. раст просечних номиналних нето зарада, пре свега у ИКТ сектору¹¹ (32,0%) и стручним, научним, иновационим и техничким услугама (15,7%), за којима следе трговина на мало и велико (12,4%) и грађевинарство (11,9%), у којима преовладава приватни сектор. Више просечне зараде у октобру и новембру у односу на исти период прошле године забележене су и у делатностима претежно јавног сектора, пре свега у здравству и социјалној заштити (9,7%). При томе, у 2022. планирано је повећање плата у јавном сектору у просеку за 7,3% (које се примењује већ од децембарске зараде).

Као резултат даљег повећања зарада и формалне запослености, **укупна номинална нето маса зарада** порасла је за 14,4% м.г. у октобру и новембру, при чему је у приватном сектору била виша за 17,6%, а у јавном сектору за 8,0%.

Упркос ширењу новог таласа пандемије крајем 2021, **продуктивност укупне економије** је, према

Графикон IV.5.1. Кретање просечне номиналне нето зараде

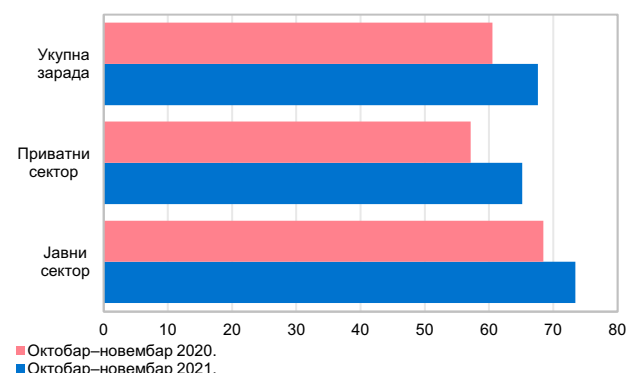
(м.г. стопе раста, тромесечни просек)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

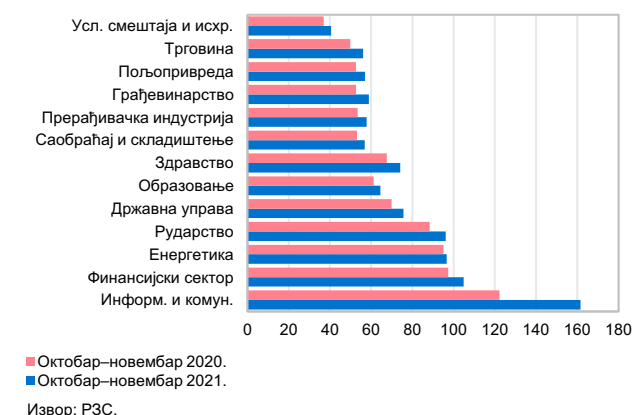
* Подаци за Т4 2021. доступни су за октобар и новембар.

Графикон IV.5.2. Просечна номинална нето зарада (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

Графикон IV.5.3. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



Октобар-новембар 2020.

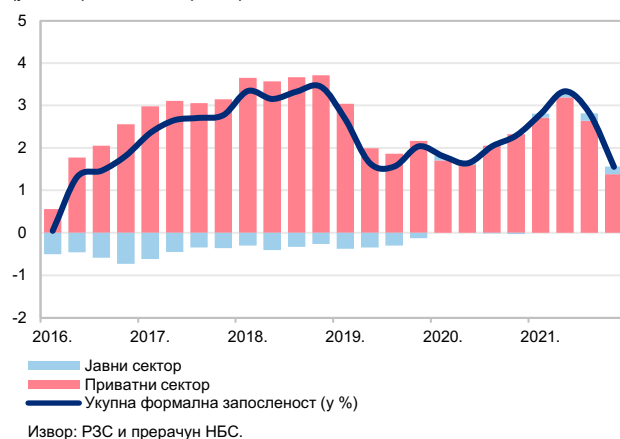
Октобар-новембар 2021.

Извор: РЗС.

¹¹ Повећање зарада у ИКТ сектору делом се дугује и укључивању прилива из иностранства у Пореску пријаву за порез по одбитку, која је извор података о просечним зарадама.

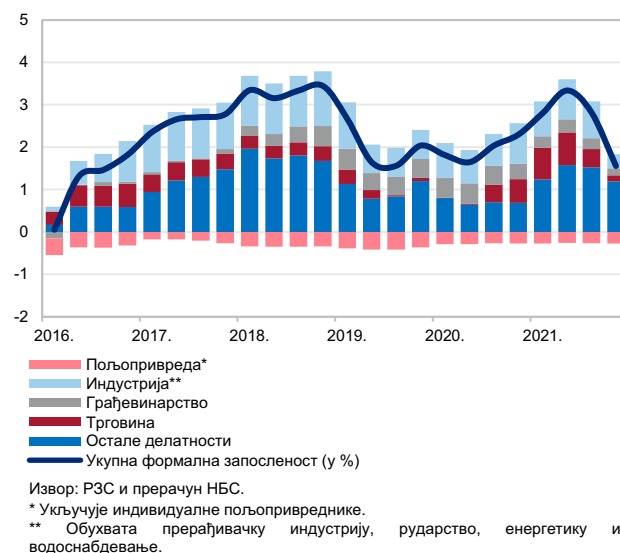
Графикон IV.5.4. Структура м. раста укупне формалне запослености

(у п.п., тромесечни просек)



Графикон IV.5.5. Допринос м. расту укупне формалне запослености по делатностима

(у п.п., тромесечни просек)



прелиминарним подацима, у Т4 повећана за 5,3% м. (након 4,8% м. у Т3), захваљујући наставку привредног раста. **Продуктивност индустрије** је у Т4 такође порасла (2,2% м.), по основу бржег раста активности од запослености у сектору индустрије.

Запосленост

Укупна формална запосленост у Т4 забележила је нешто нижи м. раст него у Т3 (1,6% наспрам 2,8%) и у децембру је износила 2,27 млн лица, што је за око 20 хиљада лица више него пре годину дана. Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, остварени м. раст формалне запослености у децембру првенствено је резултат наставка запошљавања код правних лица (за око 27 хиљада лица), док је број предузетника и индивидуалних пољопривредника смањен (за око 7 хиљада лица).

Као и у претходном периоду, **највећи број нових радних места у Т4 отворен је у приватном сектору**, тако да се број формално запослених у приватном сектору задржао близу рекордног нивоа из Т3 (1,69 млн лица). У децембру је запослено за око 19 хиљада лица више него годину раније, од чега је највећи број новозапослених регистрован у ИКТ сектору, стручним, научним, иновационим и техничким делатностима, као и административним и помоћним услужним делатностима. У истом периоду, број запослених је порастао и у прерађивачкој индустрији и грађевинарству. Услед флексибилније контроле запошљавања код корисника јавних средстава, број формално запослених је на м. нивоу у децембру благо повећан и у јавном сектору, пре свега у областима здравства и образовања.

На нивоу целе 2021, укупна формална запосленост је повећана за око 58 хиљада лица у просеку (2,6%), доминантно вођена растом броја запослених у приватном сектору (скоро 55 хиљада у просеку).

Укупна незапосленост је, осми месец узастопно, смањена и у децембру је износила 477.564 лица, што је њен најнижи ниво откад се прати посредством евиденције Националне службе за запошљавање. У децембру је незапосленост смањена за око 14 хиљада лица на м. нивоу, при чему је мањи број незапослених забележен у готово свим групама занимања у оквиру услужног и индустријског сектора (изузев код занимања из области текстилне индустрије).

Повољне услове на домаћем тржишту рада потврђују и подаци из ревидиране Анкете о радној снази, према којима је стопа активности у Т3 износила 55,8%, а стопа запослености 50,0%, што су највиши нивои ових показатеља откад постоје статистички упоредиви подаци (2010). При томе, у односу на исти период прошле године, стопа активности је у Т3 била виша за 2,8 п.п., а стопа запослености за 2,2 п.п. У Т3 стопа незапослености износила је 10,5% (мг. раст од 0,7 п.п.), што је наднамак њеног преткризног нивоа из Т4 2019. и додатни показатељ да је тржиште рада очувано у условима пандемије.

6. Међународно окружење

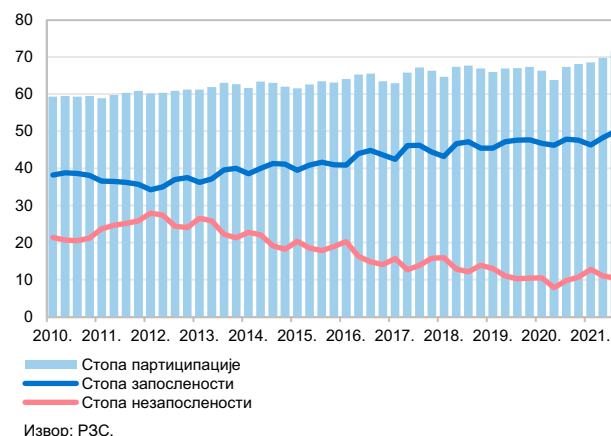
Глобални економски опоравак губи на интензитету од друге половине 2021, при чему су на кретања у Т4, поред наставка прекида у глобалним ланцима снабдевања, утицала и знатна поскупљења енергената, као и ширење новог соја вируса и поновно увођење рестриктивних здравствених мера у појединим европским земљама. Ови фактори одражавају се и на нешто неповољније изгледе глобалног раста у 2022. години.

Инфлаторни притисци на глобалном нивоу показали су се трајнијим од очекивања, што је у условима знатног раста светских цена примарних производа и проблема на страни понуде утицало на одлуке водећих централних банака да смање обим куповине aktive у наредном периоду. Притом, повећана су тржишна очекивања да би заоштравање монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а могло бити обимније и брже од очекиваног. Централне банке земаља у региону наставиле су или започеле пооштравање монетарних услова током Т4.

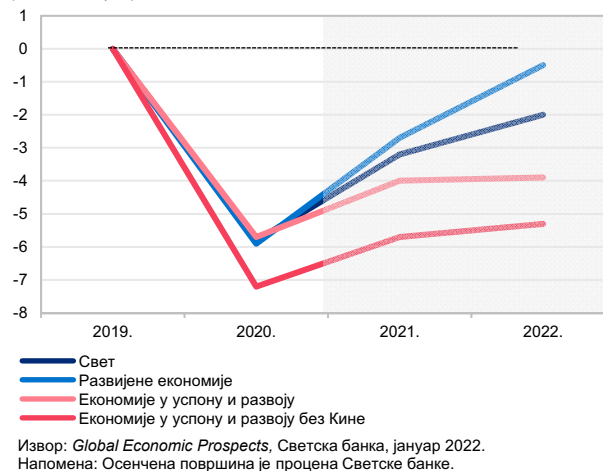
Економска активност

Према процени Светске банке из јануарског извештаја *Global Economic Prospects*, глобална економска активност у 2021. остварила је раст од 5,5%, првенствено захваљујући знатном опоравку тражње услед постепеног отварања економија и ублажавања здравствених мера. Међутим, појава и ширење нових сојева вируса (делта и омикрон) и постојање уских грла у производњи знатно су утицали на слабији темпо привредног опоравка од друге половине 2021, пре свега у економијама у успону и развоју, у којима је процес вакцинације био спорији, а простор за деловање економских политика

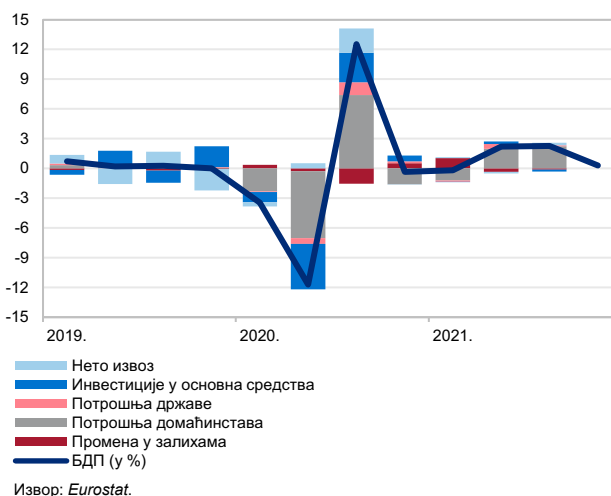
Графикон IV.5.6. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)



Графикон IV.6.1. Одступање БДП-а од преткризног нивоа (2019 = 100, у %)



Графикон IV.6.2. Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а зоне евра (тримесечно, у п.п.)



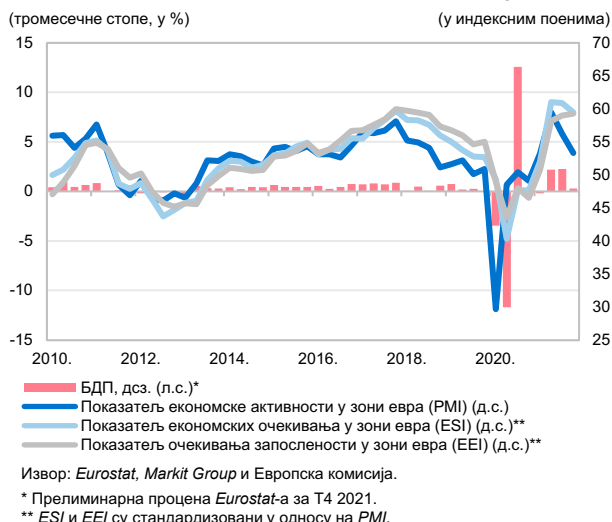
ограничен. У таквим условима, Светска банка је у јануару благо кориговала наниже претходну прогнозу раста светске привреде у 2022. (за 0,2 п.п., на 4,1%).

У јануарском издању *World Economic Outlook*, ММФ је оценио да је темпо опоравка светске привреде ослабио у П2 2021, под утицајем низа фактора – продужених застоја у снабдевању (пре свега у Европи и САД), погоршања епидемијске ситуације (посебно у Европи), прекида индустријске производње у Кини због несташице електричне енергије, пада инвестиција у некретнине и заустављања јавних инвестиција брже него што се очекивало. Према је у новембру позитивно изненадио пораст међународне трговине и активности у услужном и индустријском сектору, то је само делимично надокнадило претходно успоравање привредног раста. У таквим условима, светска привреда је у 2022. ушла са слабије позиције од првобитно очекиване, тако да је ММФ у јануару ревидирао наниже пројекцију глобалног привредног раста у 2022. на 4,4% (са 4,9% у октобру), највише по основу лошијих од претходно очекиваних изгледа раста у две највеће светске економије – САД и Кини.

Раст привреде зоне евра од 2,3% дсз. у Т3 превасходно је одређен повећањем потрошње домаћинства, док је раст нето извоза неутрализован падом фиксних инвестиција. Оствареном дсз. расту БДП-а у Т3 највише је допринело интензивирање услужних активности (посебно угоститељства и рекреације) током летњих месеци, када су ублажене рестриктивне мере, док су активности у индустрији и грађевинарству успориле услед несташице сировина и материјала. Код наших главних спољнотрговинских партнера – Италије и Немачке, забележен је дсз. привредни раст у Т3 од 2,6% и 1,7%, респективно. Према прелиминарним подацима Eurostat-а, БДП Немачке је у Т4 смањен за 0,7% дсз., као последица смањене потрошње домаћинства због увођења нових мера.

Узимајући у обзир опоравак реалног расположивог дохотка, ослобађање дела акумулиране штедње и очување тржишта рада, који подржавају раст потрошње домаћинства, ЕЦБ је у децембру благо ревидирала навише септембарску пројекцију привредног раста зоне евра у 2021. (за 0,1 п.п., на 5,1%). Први пут од почетка пандемије, зона евра је у Т4 2021. достигла преткризни ниво БДП-а (Т4 2019), иако је њен привредни раст успорио на 0,3% дсз. (према прелиминарној процени Eurostat-а), под утицајем поновног увођења рестриктивних

Графикон IV.6.3. Кретање БДП-а и показатеља економске активности и запослености зоне евра



Графикон IV.6.4. Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а у САД (тримесечно, у п.п.)

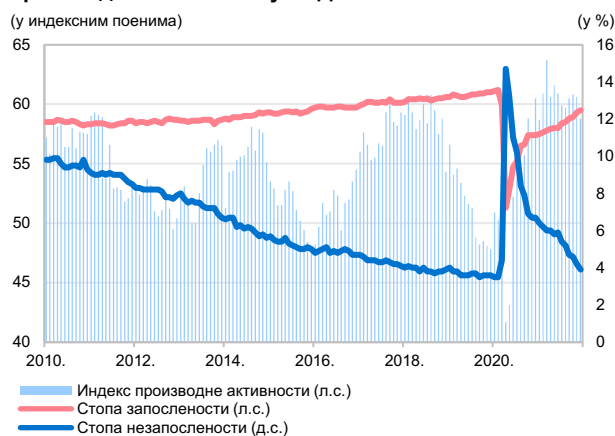


здравствених мера у појединим европским земљама ради спречавања ширења новог соја вируса корона, знатног поскупљења енергената и поремећаја у снабдевању. На таква кретања су упућивали и композитни индекс економске активности (*Composite PMI*)¹² и водећи показатељ економских очекивања (*ESI*)¹³ за зону евра, који су у децембру снижени на 53,4 поена и 112,7 поена (са 56,2 поена и 116,4 поена у септембру, респективно). Управо су прекиди у снабдевању и неизвесност око тока пандемије утицали на то да ЕЦБ коригује наниже прогнозу раста зоне евра у 2022. (са 4,6% у септембру на 4,2% у децембру).

Од средине прошле године, стопа незапослености у зони евра се смањује и у децембру је спуштена испод преткризног нивоа, на 7,0% (наспрам 7,4% у септембру), уз повећање стопе запослености, која се налази наомак преткризног нивоа (59,8% у Т3 2021, наспрам 60,0% у Т4 2019), што показује да се **тржиште рада** даље опоравља. У зони евра и даље недостаје радна снага, о чему сведочи пораст броја упражњених радних места у секторима индустрије, грађевинарства и услуга. Због тога ЕЦБ оцењује да ће успех у превазилажењу јаза између тражње и понуде радне снаге зависити од државне подршке и мера за обуздавање пандемије у наредном периоду.

Привреда САД је у Т3 знатно успорила раст на 0,6% дсз. (са 1,6% дсз. у Т2), при чему су позитиван допринос (од 0,9 п.п.) пружиле залихе и приватна потрошња, док је негативан допринос (од 0,3 п.п.) потекао од нето извоза. Композитни индекс индустријске активности (*ISM Manufacturing PMI*) у децембру је био на нижем нивоу (58,8 поена) него у септембру (60,5 поена), под утицајем споријег од очекиваног отклањања уских грла у производњи и ширења новог соја вируса. Према прелиминарној процени Бироа за економска истраживања, стопа раста БДП-а САД у Т4 износила је 1,7% дсз., пре свега по основу повећаних залиха у трговини. Имајући у виду динамику привредне активности у највећем делу прошле године, **ФЕД** је у децембру ревидирао наниже септембарску пројекцију привредног раста у 2021. (за 0,4 п.п., на 5,5%), док је пројекцију раста у 2022. подигао (за 0,2 п.п., на 4,0%), уз очекивање даљег отварања економије и нормализације снабдевања у већини привредних сектора.

Графикон IV.6.5. Показатељи тржишта рада и производне активности у САД

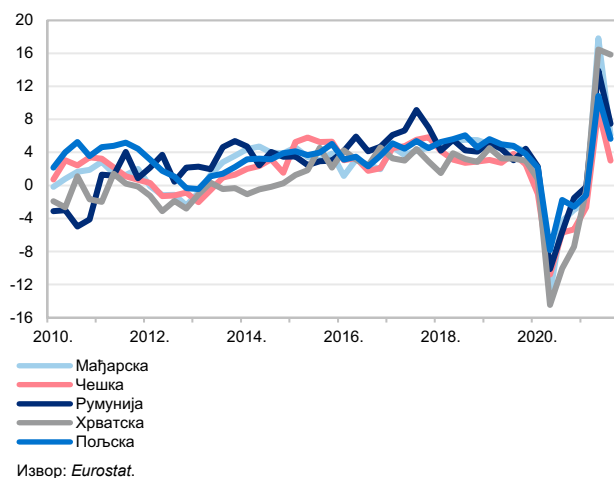


Извор: U.S. Bureau of Labor Statistics и Institute for Supply Management.

¹² Вредност индекса *Eurozone PMI Composite* изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод 50 на привредну контракцију.

¹³ Вредност индекса *Economic Sentiment Indicator* изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

Графикон IV.6.6. Мг. стопе раста БДП-а у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе (тримесечно, у %)



Према оцени ФЕД-а, стање на **тржишту рада у САД** побољшано је током Т4, што потврђују пад стопе незапослености на 3,9% у децембру (са 4,7% у септембру) и раст стопе запослености на 59,5% (са 58,8% у септембру), чиме су се оба показатеља додатно приближила преткризном нивоу (3,5% и 61,2% у фебруару 2020). Број новозапослених ван пољопривреде у децембру је порастао за око 500 хиљада лица у односу на новембар (прелиминарно), пре свега у делатностима рекреације и угоститељства, професионалним и пословним услугама, достигавши ниво од око 149 млн лица (за 2,2% испод преткризног нивоа у фебруару 2020).

Започети привредни опоравак у **региону средње и југоисточне Европе** настављен је споријим темпом у Т3, уз мг. раст БДП-а од 5,6% (након 11,9% у Т2), вођен растом домаће тражње (уз допринос од 8,8 п.п.), на супрот чему је деловао пад нето извоза (уз негативан допринос од 3,2 п.п.). Иако је мг. раст економске активности у Т3 био широко географски распрострањен, интензитет тог раста разликовао се међу земљама региона – највиши је остварен у Хрватској (15,8%) и Србији (7,7%), а најнижи у Словачкој (1,3%) и Чешкој (3,0%). Према оцени аналитичара *Consensus Economics*-а, бржу динамику привредног опоравка региона отежавају негативни ефекти новог таласа пандемије, напрегнути ланци снабдевања и повишена инфлација, што се одражава на слабије изгледе раста у 2022. години.

Према прелиминарној процени Националног статистичког бироа, раст **кинеске привреде** од 8,1% у 2021. био је виши од очекиваног, иако је у Т4 ублажен на 4,0% мг. (са 4,9% мг. у Т3), доминантно као последица увођења финансијских ограничења како би се спречила дужничка криза на тржишту некретнина.

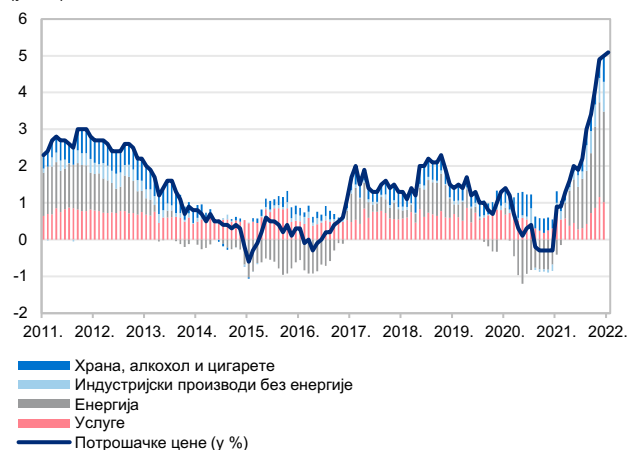
Према прелиминарним подацима државног статистичког завода, раст **руске привреде** од 4,3% мг. у Т3 био је нижи него у Т2 (10,5% мг.), услед слабијег раста домаће тражње, док се екстерна тражња знатно опоравља по основу скоковитог раста светских цена енергената, чији је Русија један од водећих нето извозника.

Кретање инфлације

У условима повећаних трошковних притисака, али и растућих притисака с тржишта рада, **инфлација у зони евра** додатно је убрзала м.г. раст током Т4, достигавши 5,0% у децембру, од чега се половина раста инфлације односи на снажан раст цена енергената, а остатак на више цене услуга и индустријских производа без енергије, које су определиле и повећање **базне инфлације** на 2,6% м.г. у децембру. Прехрамбена инфлација је такође убрзала раст, на 3,2% м.г. у децембру, првенствено као последица виших цена прерађене хране због растућих трошкова у производњи, а у мањој мери и непрерађене хране услед ниске прошлогодишње базе. Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, м.г. инфлација је у децембру у **Немачкој** износила 5,7% (нешто ниже него у новембру), док је у **Италији** убрзала на 4,2%. На раст инфлације у зони евра у Т4 и током целе 2021. (2,6% у просеку) утицао је и престанак важења привремено снижене стопе ПДВ-а у Немачкој (закључно с децембром), као и значајне измене у пондерима хармонизованог ИПЦ-а како би се уважиле промене у потрошачким навикама током пандемије. ЕЦБ очекује да инфлација у зони евра остане повишена и у наредним месецима, након чега би требало да уследи њено спуштање по основу стабилизације цена енергената, постепеног отклањања застоја у снабдевању и нормализације стања на тржишту добара и услуга. Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, инфлација је у јануару износила 5,1% м.г., што је више од очекивања, с обзиром на то да се услед ефекта више базе очекивао њен пад.

Као и у претходном периоду, м.г. раст **инфлације у САД** током Т4 вођен је снажним растом цена енергената, који је, иако нешто нижи у децембру него у новембру, највише допринео повећању децембарске м.г. инфлације на 7,0% (мерено ИПЦ-ом). Томе је допринео и раст цена производа (нових и половних аутомобила и одеће) и услуга (пре свега становања), које су определиле и убрзање **базне инфлације** на 5,5% м.г. у децембру. Појачане ценовне притиске у Т4 потврђује и м.г. раст инфлације, мерене индексом личних издатака за потрошњу од 5,7% у децембру, односно 4,7% по искључењу цена хране и енергије. Поред опоравка тражње услед постепеног отварања економије, на повишену инфлацију у САД током 2021. (4,7% у просеку) утицао је раст трошкова у производњи услед недостатка сировина и радне снаге, као и знатно поскупљење енергената од средине

Графикон IV.6.7. Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а м.г. инфлацији у зони евра (у п.п.)



Извор: *Eurostat* и прерачун НБС.

Графикон IV.6.8. Инфлација у САД, мерена индексом потрошачких цена (м.г. стопе, у %)



Извор: *U.S. Bureau of Labor Statistics*.

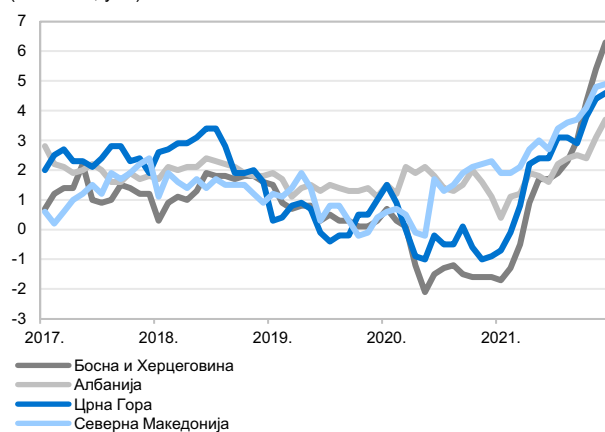
Графикон IV.6.9. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана

(мг. стопе, у %)



Графикон IV.6.10. Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан

(мг. стопе, у %)



прошле године. ФЕД оцењује да ће појачани инфлаторни притисци потрајати још неко време, чијем смиривању би током 2022. требало да допринесе решавање проблема у снабдевању и напредак у процесу вакцинације.

И током Т4 цене енергије и хране наставиле су да делују изразито инфлаторно у свим посматраним земљама региона средње и југоисточне Европе, због чега су владе ових земаља предузеле одређене фискалне мере и административна ограничења. Најизраженији раст инфлације регистрован је у **Пољској** (8,6% мг. у децембру), чија је влада донела два пакета фискалних мера – у оквиру првог смањена је стопа ПДВ-а на цене електричне енергије и природног гаса на једноцифрен ниво, док је у оквиру другог пакета смањена стопа ПДВ-а на цене нафтних деривата, а привремено укинута на цене хране, природног гаса и ђубрива. У **Румунији** је инфлација у децембру убрзала на 8,2% мг, вођена растом цена електричне енергије, који се настоји сузбити законским олакшицама за угрожена домаћинства и предузећа. У **Мађарској** намеравају да ограниче цене основних животних намирница, јер највише доприносе расту инфлације, која је у децембру достигла 7,4% мг, док је у Чешкој износила 6,6% мг, уз обуставу примене ПДВ-а на цене електричне енергије и природног гаса у децембру и новембру. Водећи аналитичари *Consensus Economics*-а прогнозирају раст инфлације у земљама овог региона и у наредним месецима, у условима продужених застоја у снабдевању, волатилности на тржишту енергената и неусклађености између понуде и тражње за радном снагом, што ствара притисак на произвођаче и трговце да део трошкова преносе на потрошаче.

У земљама **Западног Балкана** више цене хране и енергената доминантно су определиле наставак раста мг. инфлације током Т4, који је у децембру износио 6,3% у Босни и Херцеговини, 4,9% у Северној Македонији, 4,6% у Црној Гори и 3,7% у Албанији. Инфлација у **Турској** попела се на 36,0% мг. у децембру, као последица знатне депрецијације лире.

Монетарна политика

Током Т4 2021. **ЕЦБ** није мењала основне каматне стопе, при чему је на децембарском састанку оценила да напредак у економском опоравку и постизању инфлационог циља у средњем року омогућава постепено смањење обима куповине aktive у наредним тромесечјима, али и да је експанзивна

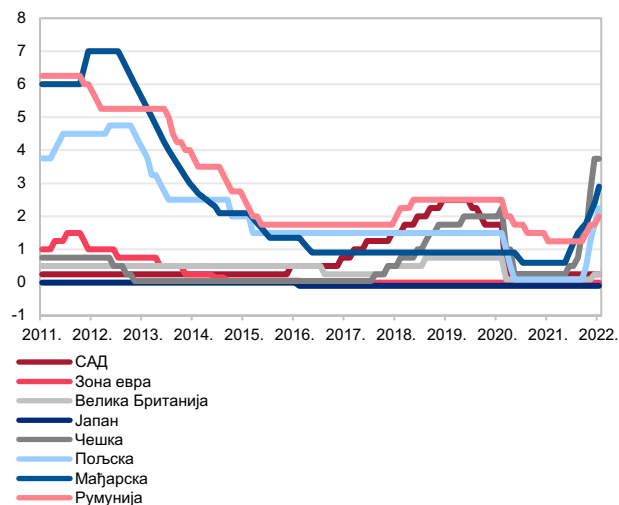
монетарна политика и даље потребна за стабилизацију инфлације око циља од 2% у средњем року. У складу с тим, у децембру је донета одлука да обим куповине активе у оквиру програма *PEPP* буде смањен током Т1 2022. и да овај програм буде окончан крајем марта, док је рок за реинвестирање доспелих ХоВ купљених у оквиру овог програма продужен најмање до краја 2024. године. Реинвестирање ће бити флексибилно у смислу периода, класа активе и емитената, што укључује куповину грчких обвезница. Куповине ХоВ у оквиру овог програма могу бити настављене ако буде потребно, како би се ублажили негативни утицаји пандемије.

Истовремено, како би се ублажио ефекат окончавања програма *PEPP*, обим нето куповине активе у оквиру програма *APP* привремено ће бити повећан током Т2 и Т3 2022. године. Тај програм трајаће докле то буде потребно, а требало би да се заврши непосредно пре него што ЕЦБ започне повећање основних каматних стопа. Као и до сада, ЕЦБ је навела да ће средства од доспећа инструмената купљених у оквиру овог програма бити реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа. ЕЦБ наставља да обезбеђује ликвидност и путем својих операција рефинансирања дугорочних кредита банкама (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO III*). Трећа серија операција у оквиру програма *TLTRO* и даље ће бити атрактиван извор финансирања банака ради наставка подршке кредитирању привреде и становништва, а посебни услови финансирања у оквиру овог програма примењиваће се до краја јуна ове године. ЕЦБ још увек није најавила заоштравање монетарне политике, али је на састанку у јануару истакла да ће будуће одлуке монетарне политике зависити од кретања фактора у наредном периоду, наглашавајући спремност за реакцију ако се укаже потреба.

Током Т4 2021. ФЕД је задржао распон референтне каматне стопе 0–0,25%, уз смањење обима куповине активе у оквиру програма квантитативних олакшица. На децембарском састанку одлучено је да се смањење обима куповине активе додатно убрза од јануара 2022, чиме би тај процес био окончан до средине марта, тј. раније него што је то претходно планирано. Уз констатацију да је стопа инфлације већ неко време изнад 2%, при чему се инфлаторни притисци више не оцењују као привремени (транзиторни), на децембарском састанку изнете су оцене већине учесника да ће пуна запосленост бити релативно брзо достигнута уколико се опоравак тржишта рада настави досадашњим темпом. Тиме би био испуњен и

Графикон IV.6.11. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: веб-сајтови централних банака.

Табела IV.6.1. Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама (у %)

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	7,9	3,0 ± 1,5	1,00
Пољска	8,6	2,5 ± 1,0	2,25
Чешка	6,6	2,0 ± 1,0	4,50
Мађарска	7,4	3,0 ± 1,0	2,90
Румунија	8,2	2,5 ± 1,0	2,00
Турска	36,1	5,0 ± 2,0	14,00

Извор: веб-сајтови централних банака.

* ИПЦ, мг. стопе у децембру 2021.

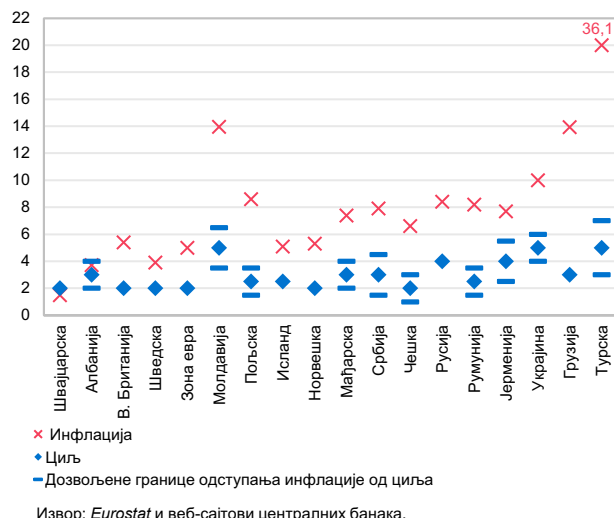
** Последњи расположив податак.

други предуслов за повећање каматне стопе. Према децембарским пројекцијама, сви представници ФЕД-а очекују повећање референтне каматне стопе у 2022. (у септембру је то очекивало девет од 18 представника), при чему се, према медијани њихових очекивања, у 2022. и 2023. очекују по три повећања референтне стопе и два у 2024. години. Подаци с тржишта рада, тј. чињеница да се стопа незапослености у САД спустила испод 4%, према очекивањима тржишта, указују на то да је све извесније да ће прво повећање референтне каматне стопе уследити у марту. На јануарском састанку ФЕД је и најавио да се, у условима кретања инфлације знатно изнад 2% и затезања тржишта рада, стичу услови за повећање референтне каматне стопе.

Банка Енглеске на састанку у децембру повећала је референтну каматну стопу за 15 б.п., чиме је постала прва од водећих централних банака која је повећала каматну стопу од избијања пандемије. Додатно повећање од 25 б.п. (на 0,5%) уследило је у фебруару 2022, након што је у децембру м.г. инфлација достигла 5,4%, што је највиши ниво у последњих тридесет година, а очекује се да она врхунац достигне тек у априлу ове године, док тржиште рада већ неко време бележи добре резултате. Поред тога, на седници у фебруару одлучено је да се смањи обим куповине корпоративних обвезница, који би требало да буде окончан до краја 2023. године.

Графикон IV.6.12. Инфлација и циљ по земљама у децембру 2021.

(на годишњем нивоу, у %)



Инфлаторни притисци наставили су да јачају и у земљама средње и југоисточне Европе, што је утицало на то да поједине централне банке наставе или започну повећање референтне каматне стопе у Т4 2021. Централна банка **Чешке** повећала је референтну каматну стопу за додатних 125 б.п. у новембру, за 100 б.п. у децембру и за 75 б.п. у фебруару 2022, на 4,5%, што је њен највиши ниво у протеклих двадесет година. Од јуна 2021. референтна каматна стопа повећана је шест пута, укупно за 425 б.п. Образлажући фебруарску одлуку, званичници централне банке истакли су да је пројектована стопа инфлације за ову годину знатно виша него у претходној пројекцији, док су стопе привредног раста ревидиране наниже, као и да ће наредне одлуке монетарне политике зависити од будућих информација и пројекција. И централна банка **Мађарске** наставила је да повећава референтну стопу, у октобру за 15 б.п., у новембру и децембру за по 30 б.п. и за 50 б.п. у јануару 2022, на 2,9%. Јануарско повећање је осмо повећање референтне каматне стопе заредом, која је од јуна 2021. укупно повећана за 230 б.п. Поред тога, централна банка је у децембру објавила да ће обуставити куповине државних и

корпоративних обвезница. Најављено је да ће поопштравање монетарне политике бити настављено и у 2022, при чему ће повећање референтне стопе на месечном нивоу бити израженије него у децембру и да ће се повећање каматних стопа наставити све док се инфлациона очекивања не буду стабилизовала око централне вредности циља.

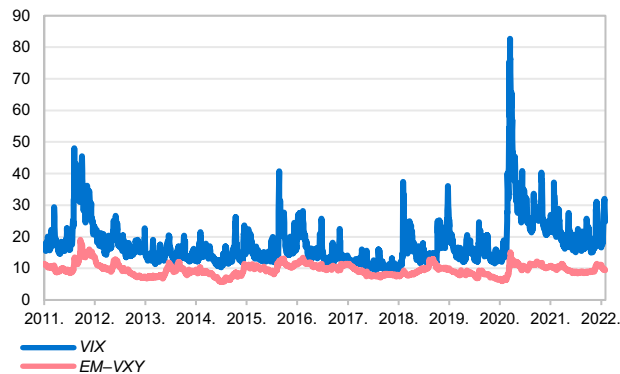
Централна банка **Пољске** започела је поопштравање монетарне политике у октобру 2021. и до јануара 2022. повећала је референтну каматну стопу четири пута, укупно за 215 б.п. (40 б.п. у октобру, 75 б.п. у новембру и по 50 б.п. у децембру и јануару), на 2,25%. Поред тога, у новембру је повећана и стопа обавезне резерве, са 0,5% на 2,0%. И централна банка **Румуније** почела је да повећава референтну каматну стопу у октобру, а затим је наставила у новембру 2021. и јануару 2022, сваки пут за по 25 б.п., тако да је референтна стопа у јануару износила 2,0%. Представници обе централне банке најавили су могућност даљег поопштравања монетарне политике.

С друге стране, упркос појачаним инфлаторним и депрецијацијским притисцима, централна банка **Турске** наставила је да смањује референтну каматну стопу током Т4, укупно за 4 п.п., на 14,0% у децембру. Укључујући и септембарско смањење, референтна каматна стопа смањена је четири пута узастопно, за укупно 5 п.п., при чему је након последњег смањења у децембру централна банка саопштила да је завршила с циклусом смањења референтне стопе и да ће кумулативни ефекти донетих одлука бити процењени у Т1 2022. године.

Финансијска и робна тржишта

Кретања на финансијским тржиштима током Т4 2021. била су великим делом под утицајем појаве новог соја вируса корона (омикрон), који је средином тромесечја допринео расту неизвесности и већој аверзији према ризику тржишних учесника услед бојазни од новог таласа закључавања земаља широм света. Међутим, убрзо је преовладао оптимизам код инвеститора да ће негативан утицај омикрон варијанте вируса на глобални привредни раст бити мањи од првобитно очекиваног, што је утицало и на постепено смањење волатилности на финансијским тржиштима током децембра. С тим у вези, имплицитна мера волатилности **финансијских тржишта (VIX)** незнатно је повећана током Т4 2021, за 1,0 п.п., на 17,3%. Истовремено, **индекс ЕМ-VXY, који указује на волатилност валута земаља у успону**, порастао је за 2,0 п.п. и крајем децембра 2021. износио је 11,1%.

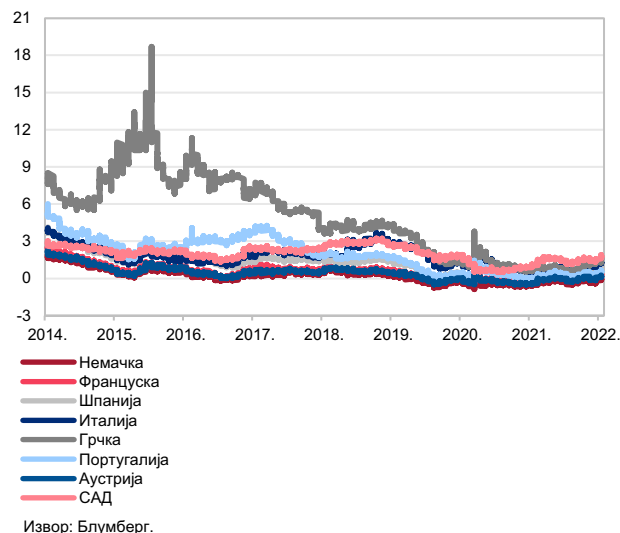
Графикон IV.6.13. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта*



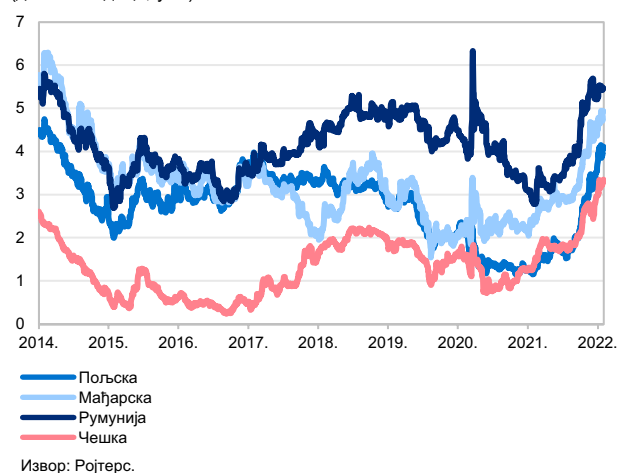
Извор: Блумберг.

* VIX (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; EM-VXY (J.P. Morgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

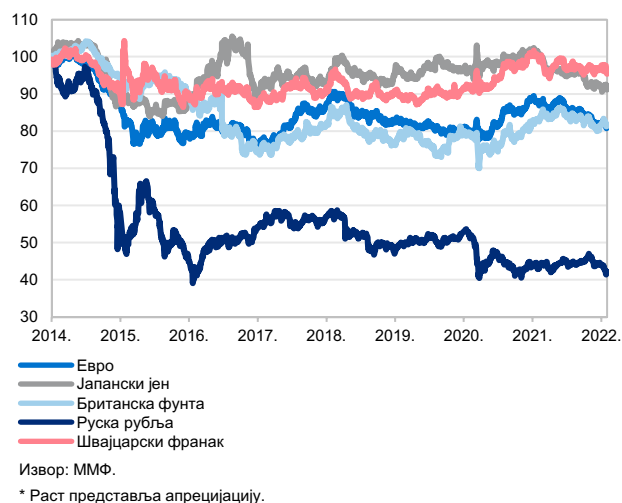
Графикон IV.6.14. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Графикон IV.6.15. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



Графикон IV.6.16. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља кориговани су навише током Т4 2021, првенствено под утицајем растућих инфлаторних притисака и очекиваних реакција централних банака у виду постепеног заоштравања монетарних политика. На кретање приноса на десетогодишње државне хартије САД одразила се и одлука ФЕД-а да убрза процес смањења куповине активе, што тржишта тумаче као сигнал за потенцијално ранији почетак повећања њихове референтне каматне стопе. Ипак, средином тромесечја привремено су смањени приноси на државне обвезнице САД и других развијених земаља услед раста глобалне премије ризика и већег интересовања инвеститора за улагање у сигурну активу под утицајем повећане забринутости у погледу брзине економског опоравка у условима појаве новог соја вируса корона.

Слично кретање забележили су и **приноси на десетогодишње државне ХоВ земаља у региону** у националним валутама, чему је, поред растућих инфлаторних притисака, допринело и то што су централне банке ових земаља повећале референтне каматне стопе.

Почетак смањења степена експанзивности монетарне политике ФЕД-а, као и њено очекивано даље заоштравање, поред раста приноса на државне ХоВ САД, одразило се и на **јачање долара према евр**у током Т4, за 2,4%. Поред тога, јачању долара према евр допринело је и очекивање тржишних учесника да ће брзина повећања каматних стопа у САД готово извесно бити бржа од раста каматних стопа у зони евра, с обзиром на преовлађујући став ЕЦБ-а о привременом карактеру инфлаторних притисака.

Цена злата на светском тржишту расла је од почетка Т4 до средине новембра, када је достигла ниво од 1.860 долара по унци. Након тога, крајем новембра спустила се на око 1.800 долара по унци због јачања долара, повољнијих кретања на тржишту рада у САД и повећаних изгледа да ће ФЕД убрзати процес смањења куповине активе у оквиру програма квантитативног попуштања и подизања нивоа каматних стопа. У децембру је, међутим, поново уследио благ раст цене злата у условима повишене забринутости тржишних учесника због изражених инфлаторних притисака на глобалном плану, као и геополитичких тензија у Украјини, тако да је на крају године цена злата износила близу 1.806 долара по унци, што је за 3,6% изнад нивоа на крају Т3. Крајем јануара цена злата је пала испод 1.800 долара по

унци, услед очекивања тржишта да ће ФЕД у већој мери поштрити монетарну политику.

По достизању 84 долара по барелу крајем октобра, **светска цена нафте** забележила је пад у новембру (–16,9%) под утицајем очекивања одлуке чланица *OPEC+* о повећању месечне понуде сирове нафте, одлуке САД да искористи део стратешких нафтних резерви у координацији с другим земљама (Великом Британијом, Јапаном, Јужном Корејом, Индијом и Кином) с циљем смиривања инфлаторних притисака, као и неизвесности око појаве и ширења омикрон соја вируса корона. Поједине земље су током децембра прибегле поштравању епидемијских мера, што се, према оцени Међународне агенције за енергетику (*IEA*), негативно одражава на опоравак светске тражње за нафтом. У таквим условима, цена нафте је на крају Т4 износила око 78 долара по барелу, што је за 1,7% ниже него крајем Т3. Почетком 2022. цена нафте је поново била у порасту услед повећаног оптимизма инвеститора у погледу епидемијске ситуације, знатнијег пада залиха сирове нафте у САД, ескалације немира у Казахстану (чланица *OPEC*-а) и појачаних геополитичких тензија на глобалном нивоу, тако да се на крају јануара попела на око 90 долара по барелу.

Премда је у октобру снижена због најаве већих испорука из Русије, реперна **цена природног гаса за Европу** (с холандског чворишта *TTF*) у остатку Т4 била је у порасту, достигавши нове највише нивое. Међутим, крајем децембра цена природног гаса спуштена је испод 80 евра за мегават-сат услед мање тражње због неуобичајено благог времена, као и преусмеравања у Европу залиха течног гаса који је иницијално био намењен азијском тржишту. Ипак, вишемесечни раст цене гаса, који је настављен и током јануара 2022, дугује се и даље ниским залихама овог енергента у Европи и интензивној тражњи, која је вођена рекордним ценама емисионих дозвола (90 долара по тони у децембру). Таква кретања одражавају се и на раст цене електричне енергије, за који се прогнозира да ће потрајати до краја зиме. Према подацима Светске банке, **цена термалног угља** је, након историјског максимума у октобру (224 долара по тони), у новембру знатно смањена (–29,9%) по основу повећане експлоатације и залиха у кинеским електранама. Иако је у децембру цена угља поново повећана – на 169,7 долара по тони, она је била за 8,6% ниже него у Т3. У јануару је цена угља наставила да расте под утицајем ограничења у снабдевању изазваних пандемијом, пре свега у Индонезији и Аустралији.

Графикон IV.6.17. Кретање светске цене злата (крајем тромесечја, у USD)



Графикон IV.6.18. Кретање светске цене нафте (крајем тромесечја, у USD)



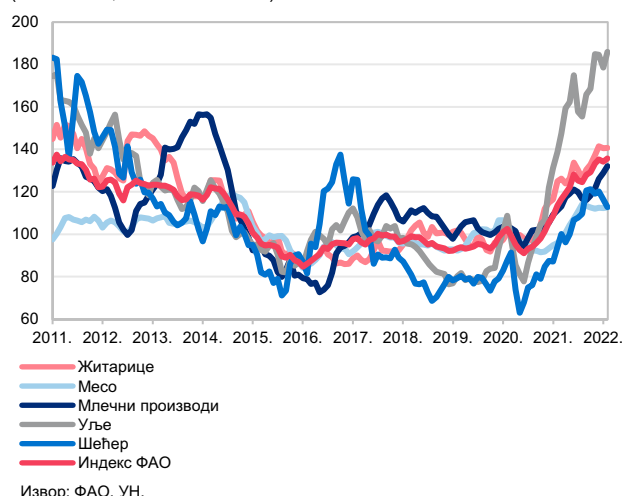
Графикон IV.6.19. Кретање цена природног гаса и термалног угља (крајем тромесечја)



Графикон IV.6.20. Индекс светских цена примарних производа (2010 = 100)



Графикон IV.6.21. Индекс светских цена хране (номинално, 2014–2016 = 100)



Према индексу Светске банке, **цене метала и минерала** бележиле су током Т4 дивергентна кретања, задржавши се на скоро истом нивоу као и у Т3. После раста у октобру због нижих залиха на Лондонској берзи и ограничене производње у Кини, цене већине индустријских метала у новембру кориговане су наниже (изузев калаја и никла), захваљујући ублажавању последица енергетске кризе у Кини и нормализацији у функционисању тешке индустрије. У децембру су ове цене благо порасле (2,4%), подржане растом тражње, при чему је, први пут од августа, порасла и цена руде гвожђа (21,5%). У јануару су се цене метала и минерала приближиле рекордним нивоима из П2 2021. године.

У условима појачане тражње за пшеницом и млечним производима током октобра и новембра, **светске цене хране** (мерене индексом ФАО) биле су у порасту, након чега су у децембру благо смањене (0,9%), највише под утицајем нижих цена биљних уља и шећера. Ипак, цене хране су на крају Т4 биле за 3,8% више него на крају Т3 (номинално посматрано), чему је у највећој мери допринело поскупљење млечних производа (9,2%), на које се одразио пад производње млека у западној Европи и Океанији. У истом смеру су деловале и више цене житарица (5,8% у Т4), доминантно вођене растом цена кукуруза, за којим постоји снажна тражња, док су цене пшенице у децембру кориговане наниже услед повећане понуде након жетве на јужној хемисфери. Поред тога, у Т4 смањене су цене шећера (3,9%) као последица забринутости због могућих негативних ефеката омикрон соја вируса на глобалну тражњу, као и слабења бразилског реала према долару и нижих цена етанола. Незнатан пад цена меса на светском тржишту (од 0,3% у Т4) определиле су ниже цене живинског и овчијег меса, док су цене свињског меса снижене у мањој мери, јер је вишемесечни пад увоза у Кину надомештен повећаном претпразничном продајом у главним земљама произвођачима. Цене хране на светском тржишту у јануару су порасле за 1,1%, по основу виших цена биљних уља и млечних производа, које су компензовале пад цена шећера други месец заредом. Цене житарица и меса остале су готово непромењене.

Осврт 4: Макроекономски ефекти светске енергетске кризе на Србију

Цене енергената (нафте, природног гаса, електричне енергије и угља) на светском тржишту, под утицајем бројних фактора и на страни тражње и на страни понуде, знатно су расле током 2021. године. Њихов раст кулминирао је у октобру, пре свега под утицајем раста цена природног гаса, што је за последицу имало појаву енергетске кризе првенствено у Европи, али и у Азији, Африци и Латинској Америци.

Када је реч о **светским ценама нафте**, оне су током априла 2020. биле на минимуму од близу 20 долара по барелу у условима проглашења пандемије и заоштравања епидемијских мера, да би, с постепеним отварањем светске економије и попуштањем епидемијских мера, уз ефекте смањене производње од стране земаља *OPEC+*, од средине те године уследио њихов постепен раст. Тај раст је од краја 2020. интензиван вестима о напретку у проналазку вакцина и њиховој дистрибуцији. Као резултат раста тражње за нафтом и споријег прилагођавања понуде из земаља *OPEC+* растућој тражњи, светске цене нафте су се током 2021. нашле изнад преткризног нивоа и у просеку су износиле 70 долара по барелу (77 долара по барелу крајем године), што је за преко 60% више него у претходној години. Раст цена нафте настављен је и у 2022. години готово до нивоа од 91 долар по барелу.

На повећану тражњу за **природним гасом** на глобалном нивоу од краја 2020. године деловао је пре свега опоравак економске активности од пандемије, као и неповољне временске прилике током зиме и лета, које су истовремено смањиле производњу енергије из обновљивих извора и утицале на пражњење залиха гаса. При томе, залихе природног гаса смањивале су се и у претходним годинама, претежно због повећане тражње из Кине, која је бележила високе стопе раста индустријске производње. Поред тога, велики број земаља обавезао се тзв. Париским климатским договором на смањену емисију угљен-диоксида ради заустављања негативних ефеката климатских промена, што је подразумевало веће коришћење енергената с мањим степеном угљен-диоксида, где спада природни гас, тако да је и по том основу порасла цена природног гаса. Повећана тражња и истовремено смањена производња гаса за последицу су имале и знатан раст **цена електричне енергије**, па је и производња на бази угља у том случају, упркос политици декарбонизације, постала профитабилна, што је за последицу имало и раст **цена угља**, али и нафтних деривата као алтернативних извора енергије. Ефектима тзв. енергетске кризе нарочито је погођена Европа, која је високо увозно зависна од гаса, а чије су залихе због веома хладне претходне зиме и топлог лета биле сведене на минимум, због чега се цена овог енергента у октобру нашла на нивоу вишем за преко 600% него у 2020. години. Након октобра дошло је до извесне стабилизације кретања тих цена, али су оне поново средином децембра забележиле нове рекордне нивое. Потом, у условима преусмеравања у Европу дела залиха гаса који је иницијално био намењен азијском тржишту и повољних временских прилика, на крају године поново је уследио пад цена. На њих ће се и у наредном периоду одражавати временске прилике, као и ниво залиха.

Услед раста цена гаса и електричне енергије, привремено је смањена производња у појединим областима прерађивачке индустрије у Европи, што је, уз већ присутне застоје у глобалним ланцима снабдевања по другим основама, додатно вршило притиске на даљи раст цена инпута у производњи и увозних готових производа.

Имајући у виду да је услед несташице енергената и знатног раста њихових цена на светском тржишту ескалирала тзв. енергетска криза, као и да су крајем прошле године постојали проблеми у производњи електричне енергије и на домаћем тржишту, због чега је додатно повећан увоз енергената, у наставку осврта покушаћемо да сагледамо макроекономске ефекте виших цена енергената на Србију. Најпре, сагледаћемо ефекте на инфлацију, а затим на ниво економске активности и платнобилансна кретања.

Графикон О.4.1. Доприноси цена енергије м.г. инфлацији (у п.п.)

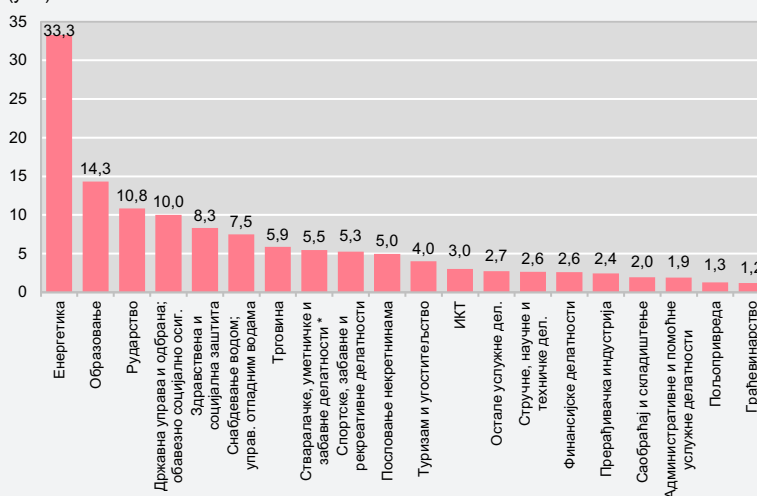


Светске цене енергената на **домаћу инфлацију** утичу директно, и то путем корекције цена нафтних деривата, гаса и електричне енергије за домаћинства, али и индиректно – преко утицаја на трошкове у производњи и на расположив доходак за потрошњу и инвестиције. Раст светских цена нафте типа брент за последицу је имао раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту од 23,5% у 2021, што је директно допринело децембарској м.г. инфлацији са 1,3 п.п., с обзиром на то да нафтни деривати у потрошачкој корпи учествују са око 6%. Цене гаса и електричне енергије за домаћинства јесу регулисане цене, што значи да одлуку о њиховом повећању доноси држава. Тако цена гаса за домаћинства није коригована током 2021. године, док је цена електричне енергије била повећана у јануару и фебруару за укупно 8,2%, уз допринос м.г. инфлацији од 0,4 п.п. Благ позитиван допринос инфлацији у 2021. години од око 0,3 п.п. потекао је и од виших цена чврстих горива (дрва и угља), тако да је укупан допринос енергената инфлацији у 2021. години износио преко једне четвртине.

Као што је претходно речено, поред директног ефекта, раст светских цена енергената одражава се на домаћу инфлацију и индиректно, преко повећаних трошкова у производњи и увозних и домаћих производа. За разлику од директног ефекта, индиректан утицај цена енергената на остале цене теже је квантификовати, јер трошкови енергије не учествују у истој мери у трошковима производње различитих група производа и услуга. Поред тога, треба имати у виду да свака земља увози енергенте по ценама које добије у преговорима са другим странама, што је нарочито изражено у случају природног гаса. Имајући у виду да је Србија до сада плаћала гас по тзв. нафтној формули, тј. по знатно нижој цени од берзанске, као и да ће се на бази договора који је недавно постигнут с Руском Федерацијом та цена задржати на непромењеном нивоу и у наредних шест месеци, по основу виших светских цена гаса не очекујемо веће негативне трошковне ефекте по домаћу привреду. Ипак, не треба занемарити чињеницу да су цене гаса знатно повећане у зони евра у 2021. и да су по том основу поскупели многи готови производи из увоза и репроматеријал, што се у извесној мери прелива и на домаћу инфлацију. Када је реч о ценама струје, берзанска цена скочила је са око 50 евра по мегават-сату претходних година на око 300 евра по мегават-сату крајем прошле године и примењује се на велике потрошаче на високом напону, првенствено на индустрију. Ипак, треба имати у виду да су многа предузећа склопила повољније дугорочне уговоре са Електропривредом Србије и да због тога и нису имала проблем повећаних трошкова за електричну енергију, као и да је цена електричне енергије за привреду мерама Владе ограничена на 75 евра по мегават-сату у наредних шест месеци, када ће и притисци у правцу њеног раста на светском тржишту вероватно бити најизраженији.

Да бисмо детаљније сагледали у којим областима домаће привреде се могу очекивати највећи индиректни ефекти раста цена енергената и колико је уопште српска привреда погођена, користили смо податке о међуфазној потрошњи по секторима привреде које објављује РЗС. Према последњим расположивим подацима за 2019. годину, укупна међуфазна потрошња износила је 6.701,4 млрд динара, а у томе трошкови за гас и електричну енергију учествовали су са 4,4%. Ако се томе додају и трошкови нафтних деривата и кокса, трошкови енергената чине 11,8% укупних трошкова српске привреде. Ако се све претходно узме у обзир, под претпоставком да струја и гас за привреду поскупе за око 25%, добија се да би се укупна међуфазна потрошња повећала за 1,1%, али највероватније не би целокупан раст трошкова био пренет на

Графикон О.4.2. Учешће трошкова за струју и гас у укупној међуфазној потрошњи у кључним секторима (у %)



Извор: РЗС, инпут–аутпут табеле за 2019. годину, последњи расположив податак.

* Стваралачке, уметничке и забавне делатности; делатност библиотека, архива, музеја, галерија и збирки и остале културне делатности; коцкање и клађење.

крајње купце, већ би део трошкова био компензован смањењем профитних маржи. Поред тога, не би једнако били погођени сви сектори привреде. Ако се погледа структура међуфазне потрошње по кључним секторима привреде, уочава се да је највеће учешће трошкова за гас и електричну енергију управо у сектору енергетике, односно у самој производњи електричне енергије и гаса (33%). Високо учешће трошкова за струју и гас имају и непроизводни сектори – образовање, државна управа и одбрана, као и здравствена и социјална заштита, а од производних сектора – рударство. Када је реч о кључним производним секторима – прерађивачкој индустрији,

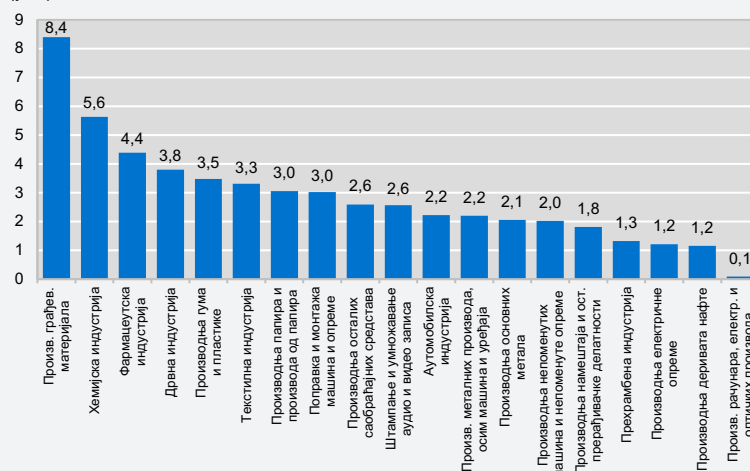
пољопривреди и грађевинарству, учешће трошкова електричне енергије и гаса релативно је ниско и износи мање од 2,5%. Међутим, треба имати у виду да је ситуација битно различита по областима прерађивачке индустрије, при чему је учешће ових трошкова знатно веће од просечног у случају производње грађевинског материјала, хемијске и фармацеутске индустрије, а затим и дрвне индустрије, текстилне индустрије и производње гуме и пластике. Слично је и у случају пољопривреде, где је учешће трошкова за гас и струју, укупно посматрано, веома мало, али зато у производњи минералних ђубрива, која су једна од кључних сировина у пољопривредној производњи, учешће трошкова за гас чини од 60% до 80%¹ укупних трошкова производње. Такође, високо учешће трошкова за гас и струју у производњи грађевинског материјала повећава и трошкове сектора грађевинарства, иако у самом извођењу грађевинских радова струја и гас немају високо учешће. Трошкови нафтних деривата имају највеће учешће у случају саобраћаја (пре свега авио-саобраћаја), али је релативно високо учешће и у пољопривреди и трговини (око 10%).

Међутим, при процени утицаја виших цена енергената на инфлацију, не треба заборавити ни чињеницу да већи издаци за енергенте смањују расположиви доходак за потрошњу, а тиме и тражњу за другим производима и услугама, чиме се делимично компензује инфлаторни утицај виших цена енергената.

У којој мери би се виши трошкови по основу раста цена енергената прелили на **БДП**, тешко је прецизно оценити. С једне стране, може се смањити производња компанија које се сусрећу с растом трошкова производње, нарочито у условима када не могу да у пуној мери раст трошкова (због конкуренције или административних ограничења) прелију на раст цена својих производа, што се негативно одражава на БДП. С друге стране, може се повећати профитабилност компанија које производе енергију, а тиме и повећати њихов обим производње, чиме се делом компензују негативни ефекти повећаних трошкова производње других компанија на БДП. Поред тога, треба имати у виду да би и у случају виших цена гаса екстерна конкурентност домаћих предузећа вероватно била очувана, јер се конкурентске компаније из земаља ЕУ суочавају са знатнијим повећањем цене гаса и струје.

Из угла **утицаја енергетске кризе на платни биланс**, потребно је имати у виду то да је у нормалним околностима Србија нето извозник струје, а нето увозник сирове нафте и природног гаса. Нето извоз струје је и у претходним годинама био позитиван, упркос повећаној потрошњи, која је била резултат нових инвестиција у разменљивим секторима, и кретао се од 16,7 млн евра у 2018. до 55,0 млн евра у 2020. години. У 2021. увоз струје је надмашио извоз за 10,5 млн евра, у условима незабележене енергетске кризе и скока цене струје на берзама, као и проблема у домаћој производњи, при чему је редовно снабдевање привреде струјом било очувано. Када је реч о

Графикон О.4.3. Учешће трошкова за струју и гас у укупној међуфазној потрошњи у кључним гранама прерађивачке индустрије (у %)



Извор: РЗС, инпут–аутпут табеле за 2019, последњи расположив податак.

¹ <https://www.jstor.org/stable/41322101>; <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-agricultural-and-applied-economics/article/changes-to-the-natural-gas-corn-and-fertilizer-price-relationships-from-the-biofuels-era/1C0E7C415B04E10BFE0BBA54105A59A5>.

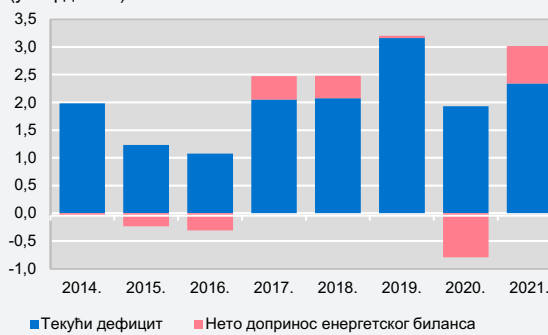
наредним годинама, очекујемо да ће динамика раста економске активности утицати у сличној мери на раст тражње за струјом и њену потрошњу, док се са стране понуде очекује активирање нових капацитета у склопу неколико пројеката чија је реализација у току (ТЕ-ТО Панчево, Костолац БЗ, нови ветропаркови). Имајући то у виду, процењујемо да би нето извоз струје у наредним годинама могао бити позитиван, слично као у периоду 2018–2020.

Графикон О.4.4. Увоз енергената по компонентама (у млрд EUR)



Извор: РЗС.

Графикон О.4.5. Допринос енергетског биланса кретању текућег дефицита (у млрд EUR)



Извор: РЗС и НБС.

Кретање светских цена сирове нафте и с њима повезаних цена природног гаса у претходним годинама у великој мери је определило и динамику укупног текућег рачуна платног биланса. Тако је услед пандемије у 2020. смањен увоз сирове нафте и нафтних деривата, као и природног гаса, што је, уз пад њихових увозних цена, утицало на то да енергетски биланс допринесе поправљању текућег дефицита са око 710 млн евра, односно његовог учешћа у БДП-у за око 1,5 п.п. При томе, ефекат нижих цена енергената износио је око 510 млн евра, а ефекат мање увезених количина око 200 млн евра. Насупрот томе, постепени излазак из пандемије и попуштање рестриктивних мера повећали су тражњу за енергентима, као и цене сирове нафте и природног гаса на светском тржишту у 2021, што је допринело расту текућег дефицита код нас за око 600 млн евра, тј. његовог учешћа у БДП-у за око 1,1 п.п. (ценовни ефекат се процењује на око 450 млн евра, а количински ефекат на око 150 млн евра). Повећан увоз енергената крајем године утицао је и на то да дефицит текућег рачуна у 2021. буде виши од наших пројекција из претходног извештаја и износи 4,4 % БДП-а, док смо ми очекивали дефицит од око 4,0% БДП-а.

Имајући у виду очекивани даљи раст наше привреде по годишњим стопама у распону 4–5%, као и да ће то утицати на раст количинског увоза сирове нафте, нафтних деривата и природног гаса, очекујемо да ће и у текућој и наредној години енергетски биланс деловати у смеру повећања текућег дефицита, али у мањој мери него што је то био случај у 2021. години. Уколико би цена сирове нафте на светском тржишту у просеку износила око 85 долара по барелу у 2022. и око 78 долара по барелу у 2023, што су и претпоставке наше средњорочне пројекције инфлације на бази фјучерса, нето ефекат на раст текућег дефицита би у 2022. износио око 450 млн евра (0,8% БДП-а), а у 2023. години око 100 млн евра (0,2% БДП-а). Треба имати у виду да је то у складу с нашом пројекцијом дефицита текућег рачуна платног биланса, према којој ће дефицит и у средњем року остати испод 5% БДП-а, која претпоставља релативно висок увоз опреме и репроматеријала (где спадају и енергенти) услед интензивирања новог инвестиционог циклуса.

Да закључимо. Иако је кретање цена сирове нафте на светским тржиштима у великој мери утицало на кретање инфлације у 2021. години, може се рећи да енергетска криза из јесени и зиме за сада није имала знатније директне ефекте који би додатно убрзали инфлацију. Такође, већих директних ефеката за сада није било ни на кретање БДП-а, док су се индиректни ефекти испољавали пре свега кроз више цене увозних производа и по том основу веће трошкове производње. Више цене енергената за последицу су имале и повећан увоз енергената и нешто већи остварени текући дефицит у 2021. години. Ипак, са очекиваном стабилизацијом цена енергената од пролећа, требало би да се смањи и њихов негативан утицај на ниво економске активности и инфлацију.

V. Пројекција

У 2022. години, као и у средњем року, очекујемо да ће се стопа привредног раста кретати у распону 4–5%, што ће допринети наставку конвергенције Србије ка земљама ЕУ. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, тј. растом приватне потрошње, као и фиксним инвестицијама, чије би учешће у БДП-у у 2022. години требало да достигне, а затим и премаши ниво од 25%, захваљујући очекиваној реализацији великих инвестиционих пројеката у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре, као и очуваном инвестиционом поверењу. У овој и наредне две године очекујемо благ негативан допринос нето извоза у условима повећаног увоза опреме ради реализације поменутих инвестиционих пројеката, при чему ће прилив капитала у претежно извозне секторе, уз очекивани раст екстерне тражње, резултирати и релативно високим стопама раста извоза. Ризици пројекције и даље потичу од тока пандемије и њеног утицаја на ниво економске активности и инфлације на глобалном нивоу, укључујући и кретања на робном и финансијском тржишту. Укупно посматрано, ризике оцењујемо као симетричне, при чему су и даље благо асиметрични наниже по основу фактора из међународног окружења, а благо навише по основу фактора из домаћег окружења.

Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација од Т2 имати опадајућу путању и да ће крајем године износити 3,5–4%, а након тога наставити да успорава и креће се око централне вредности циља до краја периода пројекције. У правцу успоравања инфлације деловаће више фактора: излазак прошлогодишњих поскупљења нафтних деривата из обрачуна мг. инфлације, долазак нове пољопривредне сезоне, која би требало да резултира смањењем цена воћа и поврћа, као и сировина у производњи прерађене хране, са садашњих (прошлогодишњом сушом условљених) високих нивоа. Поред тога, очекује се постепено слабљење ефеката виших трошковних притисака из међународног окружења по разним основама – светских цена примарних производа, застоја у глобалним ланцима снабдевања, цена међународног транспорта, произвођачких и увозних цена. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на брзину глобалног привредног опоравка и дужину трајања застоја у глобалним ланцима снабдевања, кретање светских цена енергената и примарних пољопривредних производа, као и на брзину нормализације монетарних политика водећих централних банака. Ризици за остварење пројекције делом се односе на домаће тржиште – пољопривредну сезону, темпо опоравка тражње и кретање регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као благо асиметричне навише.

Почетни услови и претпоставке пројекције

Глобални привредни раст додатно је успорен у Т4, на шта су, поред наставка поремећаја у глобалним ланцима снабдевања, утицали знатно поскупљење енергената и ширење омикрон соја вируса корона. Поменути фактори одражавају се и на нешто неповољније изгледе глобалног раста у 2022. години – према јануарским проценама Светске банке, глобални привредни раст ће у 2022. износити 4,1%, што је за 0,2 п.п. ниже од претходних очекивања. На успоравање глобалног раста на 3,3% у 2023. одразиће се мањи обим подршке мерама монетарне политике у условима појачаних инфлаторних притисака, као и сужен простор за деловање фискалне политике у

Табела V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а (у %)

	2022.		2023.	
	Претходна пројекција	Нова пројекција	Претходна пројекција	Нова пројекција
Свет	4,9	4,4	3,6	3,8
Зона евра	4,3	3,9	2,0	2,5
Немачка	4,6	3,8	1,6	2,5
Италија	4,2	3,8	1,6	2,2
САД	5,2	4,0	3,0	2,6
Русија	2,9	2,8	2,0	2,1
Кина	5,6	4,8	5,3	5,2

Извор: ММФ WEO (јануар 2022) и ММФ WEO (октобар 2021).

Табела V.0.2. Најважније претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	2022.		2023.	
	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.
Раст БДП-а у зони евра	4,4%	4,0%	1,9%	2,5%
Инфлација у зони евра (просек)	2,0%	3,1%	1,5%	1,6%
EURIBOR 3М (децембар)	-0,3%	-0,2%	0,0%	0,4%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-8,6%	-3,6%	-5,8%	-5,1%
Цена нафте типа брент по барелу (дец., у USD)	75	81	70	75
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,0%	5,0%	4,0%	4,5%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

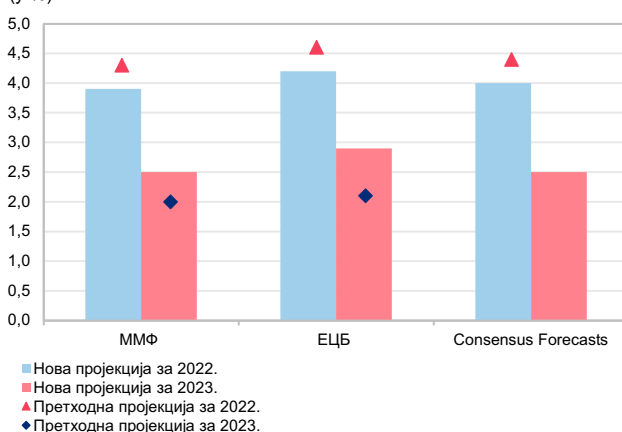
Извор: ЕЦБ, Consensus Forecasts, Euronext, CBOT, Блумберг и НБС.

Табела V.0.3. Процена привредног раста по земљама (реални раст, у %)

	Октобар 2021.	Јануар 2022.	
	2022.	2022.	2023.
Пољска	5,1	4,7	4,0
Чешка	4,8	4,2	3,9
Мађарска	5,2	4,9	3,8
Румунија	4,7	4,5	4,4
Словачка	4,6	4,2	4,4
Словенија	4,2	4,0	3,4
Хрватска	4,5	4,6	3,7
Бугарска	3,8	3,6	3,8
Албанија	4,1	4,0	3,9
БиХ	4,2	3,5	3,3
С. Македонија	4,1	4,1	3,5
Црна Гора	5,2	5,1	4,0

Извор: Consensus Forecasts.

Графикон V.0.1. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2022. и 2023. (у %)



Извор: ММФ, ЕЦБ и Consensus Forecasts.

многим земљама. И према оцени ММФ-а изнетој у јануарском издању *WEO*, изгледи глобалног привредног раста за 2022. неповољнији су него пре три месеца. Према новој оцени, глобални привредни раст ће у овој години износити 4,4%, што је за 0,5 п.п. ниже од очекивања из октобра, пре свега због поново уведених здравствених ограничења и затварања економија. Пројекције раста су пре свега кориговане наниже за САД (за 1,2 п.п.) због мањег обима фискалне подршке од очекиваног, ранијег од претходно очекиваног заоштравања монетарне политике ФЕД-а, као и продужених негативних ефеката застоја у глобалним ланцима снабдевања. Раст је у знатној мери коригован и за Кину (за 0,8 п.п.) због проблема у станоградњи и мањих очекиваних инвестиција у овај сектор, као и увођења мера ограничења кретања у условима нулте толеранције према вирусу корона. Ревизија навише глобалног привредног раста за 2023. (за 0,2 п.п., на 3,8%) последица је нижег очекиваног раста у овој години, тј. одложеног убрзања привредног раста за П2.

Деловањем поменутих фактора, омикрон соја вируса корона, уских грла у производњи и енергетске кризе, била је погођена и **зона евра**, наш најзначајнији трговински партнер, што је за последицу имало поновно увођење рестриктивних здравствених мера у појединим земљама и даље успоравање њеног привредног раста. БДП зоне евра у Т4 2021. године забележио је раст од 0,3% дсз. Посматрано по економијама, бржи раст од очекиваног у Т4 остварен је у Француској, Италији и Шпанији, док је у Немачкој забележен пад од 0,7% дсз., првенствено због значајног учешћа индустрије, која трпи последице уских грла у ланцима снабдевања и недостатка сировина. У јануарској прогнози Consensus Forecasts-а ове године очекује се раст зоне евра од 4,0%, а у наредној 2,5%, што су и претпоставке које смо користили у текућој пројекцији. Слична очекивања има и ММФ. Раст за ову годину коригован је наниже за 0,4 п.п. у односу на очекивања из претходног извештаја, јер се очекује да ће се рестриктивне здравствене мере одразити на нижу личну потрошњу и током Т1, а тиме и на активност услужног сектора, при чему би након тога акумулирана штетња током пандемије требало да допринесе бржем расту потрошње. Раст је коригован наниже за Немачку, која је појединачно посматрано унутар зоне евра наш најзначајнији трговински партнер. И поред тога што се у овој години очекује убрзање раста индустријског сектора Немачке, продужени ефекти уских грла и несташица појединих сировина у производњи одражавају се на његов раст,

који је спорији него што се очекивало пре три месеца, а с обзиром на високо учешће индустрије у БДП-у, као и на укупни БДП. Према *Consensus Forecasts*-у, очекује се да ће Немачка ове године забележити раст од 3,7% уместо 4,4%, што је била пројекција од пре три месеца. У односу на октобар, незнатно наниже за ову годину коригована је и прогноза раста Италије (за 0,1 п.п., на 4,2%). Привредном расту Италије допринеће веће коришћење средстава из фондова ЕУ, што ће допринети расту фиксних инвестиција, као и раст индустријског сектора, уз очекивање да, и поред веће стопе заражавања становништва, неће бити потребе за рестриктивнијим здравственим мерама, јер је процењено да су симптоми омикрон соја вируса блажи.

У односу на претходни извештај, и за већину **земаља у региону средње и југоисточне Европе**, важних трговинских партнера Србије, према *Consensus Forecasts*-у, коригован је наниже раст БДП-а за ову годину. За средњу Европу привредни раст за ову годину пројектује се на нивоу од 4,5%, што је за 0,5 п.п. ниже него у претходној пројекцији, док је за јужну Европу раст пројектован на 4,3%, што је незнатно ниже у односу на претходну пројекцију. Наредне године очекују се сличне стопе раста у обе групе земаља, 3,9% у средњој и 4,1% у јужној Европи. Брзина опоравка овог региона у наредном периоду зависиће пре свега од брзине опоравка зоне евра, која је овој групи земаља најзначајнији трговински партнер, темпа вакцинације и њене ефикасности у сузбијању ширења нових сојева вируса, могућности коришћења средстава из фондова ЕУ, али и од мера монетарне политике предузетих у условима јачања инфлаторних притисака.

У већини земаља инфлација наставља да расте изнад очекивања, а у зависности од фактора који до тога доводе, ревидирају се и пројекције инфлације за наредни период. Застоји у снабдевању, услед поновног ширења вируса и временских непогода у многим земљама, довели су до несташица кључних сировина у производњи. Логистички проблеми и недостатак радне снаге настављају да врше притисак на цене међународног транспорта, упркос њиховом константном расту од средине прошле године. Оваква комбинација фактора, заједно с растом тражње и скоком цена примарних производа на светском тржишту, изазвала је инфлаторне притиске какви дуго нису забележени. Тако је раст потрошачких цена крајем 2021. у САД био највиши од 1982, у зони евра од њеног оснивања – 1999, а у највећој чланици зоне, Немачкој, од 1992. године.

Графикон V.0.2. Претпоставка о инфлацији у зони евра (мг. раст, у %)



Извор: прерачун НБС на основу пројекција релевантних институција.

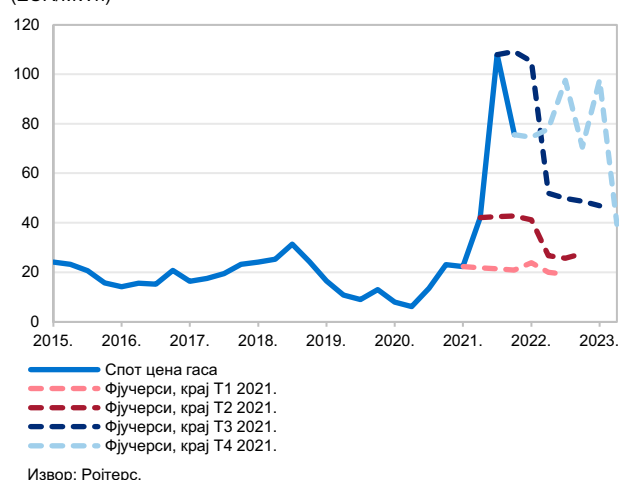
Графикон V.0.3. Оčekивани тромесечни EURIBOR
(на годишњем нивоу, у %)



Графикон V.0.4. Претпоставка о кретању светске цене
нафте типа брент
(USD/барел)



Графикон V.0.5. Реперна цена природног гаса за Европу,
на холандском чворишту TTF
(EUR/MWh)



Ипак, процењује се да би у току ове године требало да се постепено смире глобални инфлаторни притисци и инфлација приближи циљаним нивоима. Томе ће допринети висока база, тј. излазак једнократних притисака по основу раста цена примарних производа из мг. инфлације, као и очекивана нормализација функционисања глобалних производних ланаца. Када су у питању производни ланци, неких назнака у том правцу већ има и огледају се у смањењу чекања наруџбина и нижим трошковима транспорта.

Растућа инфлација навела је последњих месеци један број централних банака, пре свега у земљама у успону, да реагују повећањем референтних каматних стопа, док су централне банке развијених земаља углавном реаговале изменама програма квантитативног попуштања. Тако је ФЕД најпре у новембру донео одлуку да почне да смањује обим куповине активе у оквиру програма квантитативног попуштања у износу од 15 млрд долара месечно, да би у децембру удвостручио тај износ на 30 млрд долара. Тим темпом би требало да нето куповине буду окончане до марта 2022, што ће отворити простор за повећање референтне стопе након тога, што је председник ФЕД-а и најавио у јануару. Према децембарским пројекцијама, представници ФЕД-а очекују по три повећања референтне каматне стопе у 2022. и 2023, као и два у 2024. години. Поред високе инфлације, у прилог све извеснијег првог повећања референтне каматне стопе у марту иде и пад стопе незапослености у САД испод 4%.

Како су инфлаторни притисци у зони евра блажи, ЕЦБ је у својим одлукама и реторици умеренија од ФЕД-а. На децембарском састанку, ЕЦБ је донела одлуку да до марта оконча програм хитне куповине активе због пандемије (PEPP), али да привремено убрза дугорочнији програм нето куповине активе (APP) са 20 млрд евра на 40 млрд евра у Т2, затим на 30 млрд евра у Т3, да би се од октобра износ вратио на 20 млрд евра. ЕЦБ још увек није најавила заоштравање монетарне политике, али је на састанку у јануару истакла да ће будуће одлуке монетарне политике зависити од кретања фактора у наредном периоду, изражавајући спремност за реакцију уколико се укаже потреба. У нашој пројекцији смо претпоставили, према фјучерсима, да ће тромесечни EURIBOR бити на вишем нивоу, али ипак у негативној зони у овој години, а његов прелазак у позитивну зону очекује се током 2023. године.

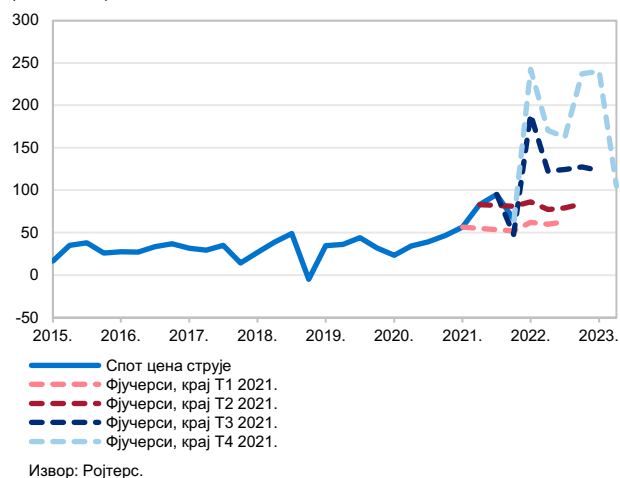
Светске цене нафте, чија узлазна тенденција траје од маја 2020. године, почетком ове године достигле су свој седмогодишњи максимум. Након енергетске

кризе, која је у септембру и октобру прошле године погурала цене нафте на око 85 долара за барел, у новембру је почетни страх од последица омикрон соја спустио цену нафте на 70 долара за барел. Ипак, како се испостављало да нови сој вируса ипак неће имати драматичне последице на привреду, цена нафте се постепено опорављала, што је, уз геополитичке тензије и одбијање земаља *OPEC+* да на раст тражње одговоре знатнијим повећањем понуде, условило да се цена нафте у јануару нађе на око 90 долара за барел, што је њен највиши ниво од 2014. године. Према тржишним очекивањима (нафтни фјучерси), која користимо као претпоставку пројекције, светска цена нафте ће у наредном периоду постепено опадати, на 81 долар за барел крајем текуће, а затим на 75 долар за барел крајем наредне године. Та пројекција је нешто виша у односу на новембарску.

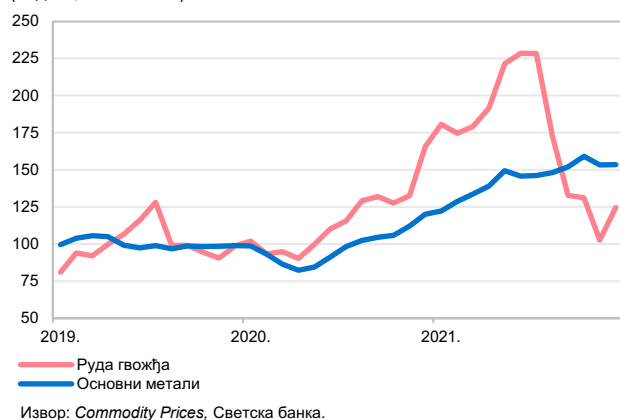
Цене природног гаса на светском тржишту претходних месеци бележиле су снажан узлазни тренд, под утицајем бројних фактора и на страни тражње и на страни понуде. Иако је крајем октобра реперна цена природног гаса за Европу (с холандског чворишта *TTF*) смањена, ниске залихе и повећана тражња за гасом у зимским месецима условиле су њен даљи раст, тако да је она средином децембра достигла нови највиши ниво. Крајем године цена гаса поново је смањена, јер је део залиха иницијално намењен за азијско тржиште преусмерен у Европу и због повољних метеоролошких услова, али су повећане геополитичке тензије у јануару деловале у супротном смеру. Раст цена природног гаса био је праћен наставком раста цена електричне енергије и угља, као алтернативних извора енергије. По овим основама највероватније је смањен обим производње појединих високо енергетски зависних области прерађивачке индустрије зоне евра претходних месеци, што би могло да се одрази на продужење застоја у глобалним ланцима снабдевања, а већ је условило раст произвођачких и увозних цена (цене произвођача индустријских производа у зони евра у децембру су достигле 26,2% м.г.).

Захваљујући потписивању уговора с Русијом, који важе до средине ове године, тј. у периоду када су и највећи ризици од раста цена гаса на светском тржишту, Србија ће плаћати највећи део гаса по непромењеној цени из претходне године, тако да не би требало да настану већи поремећаји у пословању домаће привреде по овом основу. За разлику од природног гаса, **цена електричне енергије** је повећана за око 50% за домаћу привреду, али уз одлуку државе да се та цена даље не повећава у

Графикон V.0.6. Реперна цена струје за Европу, *German power baseload* (EUR/MWh)

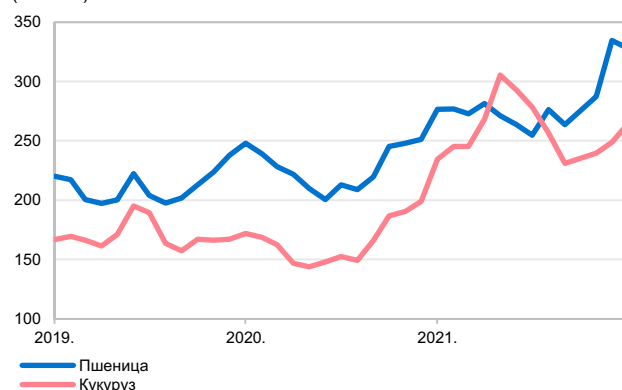


Графикон V.0.7. Цене руде гвожђа и основних метала на светском тржишту (индекс, 2019 = 100)



наредних шест месеци. По основу повећаних трошкова домаће привреде за електричну енергију могући су индиректни ефекти на инфлацију, али се они разликују у зависности од тога у којој мери трошкови електричне енергије учествују у укупним трошковима предузећа. Када је реч о осталим макроекономским ефектима, треба имати у виду да је услед поремећаја у домаћем енергетском систему крајем прошле и почетком ове године смањена производња угља и електричне енергије, што се одразило на већи увоз и угља и струје, односно на мањи допринос нето извоза расту БДП-а. Поред тога, оваква кретања довела су и до благог одступања оствареног дефицита текућег рачуна у 2021. години од пројектованог.

Графикон V.0.8. **Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту** (USD/mt)

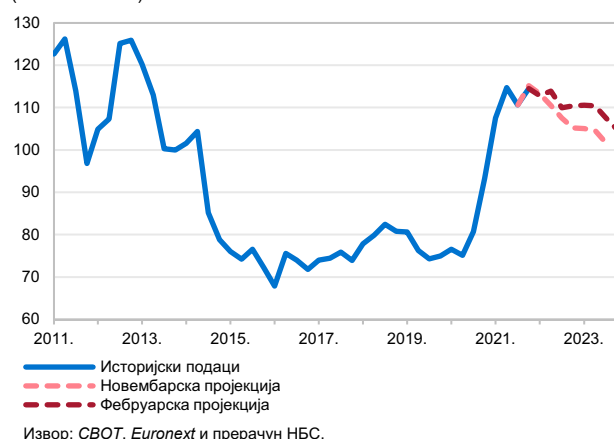


У пројекцији смо претпоставили да ће се светске цене природног гаса и електричне енергије у наредном периоду кретати у складу с фјучерсима, према којима се очекује њихов пад од пролећа. Ипак, до краја периода пројекције ове цене ће се највероватније задржати на вишем нивоу него што је очекивано пре три месеца. При томе, треба имати у виду да се у случају природног гаса у Србији вероватно ни убудуће неће примењивати у потпуности берзанска цена, већ да ће се делом утврђивати и на основу кретања светске цене нафте, као што је то био случај до сада.

Након знатног раста у претходном периоду, **светске цене метала** стабилизовале су се у П2 2021, иако постоји знатна дивергентност у њиховом кретању. Тако су цене калаја и алуминијума наставиле да расту – калаја због повећане тражње за потребе електронске индустрије и даље присутних застоја у ланцима снабдевања, а алуминијума због одлуке Кине да смањи производњу услед несташица електричне енергије. Након достизања рекордног нивоа у јулу, цена руде гвожђа оштро је пала услед смањења производње челика у Кини, а у паду је била и цена бакра због успоравања привредног раста Кине. Како се глобални раст буде стабизовао, а застоји у снабдевању отклањали, очекује се пад цена метала, мада се због деловања климатских фактора процењује да ће оне бити прилично волатилне у наредном периоду.

Од последњег извештаја светске цене **примарних пољопривредних производа** биле су у благом порасту и тренутно се налазе на највишем нивоу од 2013. године. Након раста од 23% у току претходне године, пројектује се умерен пад цена примарних пољопривредних производа у току ове године од око 4%, како се услови понуде буду поправљали с доласком нове пољопривредне сезоне и цене

Графикон V.0.9. **Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа** (Т4 2013 = 100)



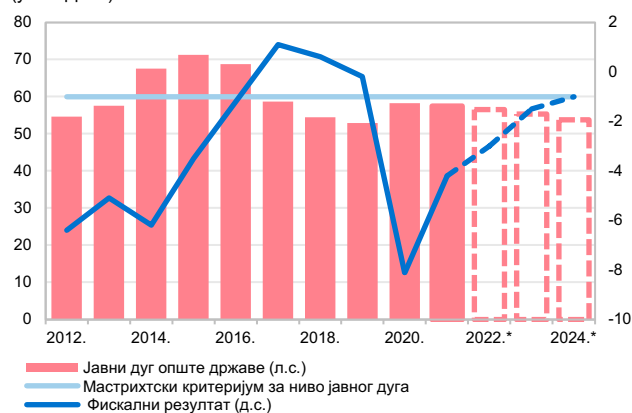
енергената стабилизовале. У нашој пројекцији претпоставке о кретању ових цена у наредном периоду базирани смо на подацима о фјучерсима на светским берзама. У складу с тим, очекујемо да ће се и **цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту**, које прате кретање светских цена, слично кретати. У односу на прошлу пројекцију, цене пољопривредних производа пројектоване су на нешто вишем нивоу.

Када је реч о факторима из домаћег окружења, **средњорочним фискалним оквиром**, дефинисаним у ревидираној Фискалној стратегији за 2022. са пројекцијама за 2023. и 2024, предвиђа се да ће фискална политика имати рестриктивнији карактер него у претходне две године и поред наставка релативно високих **издвајања државе за капиталне инвестиције** (које се пројектују на око 7% БДП-а), као и раста улагања у здравствени систем. То је омогућено захваљујући претходно донетом програму мера, којим су сачувани производни капацитети и радна места, захваљујући чему се генеришу већи приходи. У наредном периоду предвиђа се **умерено повећање пензија и плата у јавном сектору**, као и извесно **пореско растерећење привреде**, што све заједно треба да допринесе одржавању животног стандарда становништва и расту средстава за нове инвестиције. Истовремено, пројектовано смањење дефицита опште државе са око 3% БДП-а ове године на око 1% у 2024. и прелазак у примарни суфицит треба да обезбеди да се **јавни дуг одрживо нађе на опадајућој путањи**, као и да осигура флексибилност јавних финансија и могућност реакције на евентуалне нове екстерне потресе и кризу. Одговорна фискална политика, уз повољне изгледе раста и одржану макроекономску стабилност, треба да допринесе и нижој **премији ризика земље и достизању инвестиционог кредитног рејтинга**, које се очекује у хоризонту пројекције.

Према нашој оцени, **раст зарада у приватном сектору** ове године биће нешто бржи него у јавном сектору, чему ће допринети и виша минимална цена рада (201,22 динара по сату). Уз наставак раста запослености, то ће резултирати растом **укупне масе зарада** од око 12%. Сличну динамику очекујемо и у средњем року.

У новој пројекцији претпоставили смо да ће овогодишња **пољопривредна сезона** бити просечна, што је уједно претпоставка и за наредне године. С обзиром на то да је због неповољних временских прилика прошлогодишња пољопривредна производња била нижа за око 5%, ове године очекујемо благ

Графикон V.0.10. Фискални резултат и јавни дуг опште државе (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

* Пројекција из ревидиране Фискалне стратегије за 2022. са пројекцијама за 2023. и 2024.

Графикон V.0.11. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа* (Т4 2013 = 100)



Извор: Продуктна берза Нови Сад, CBOT, Euronext и прерачун НБС.

* Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

позитиван допринос пољопривреде БДП-у. С доласком нове пољопривредне сезоне очекује се смањење трошковних притисака у производњи прерађене хране и меса, а и цене воћа и поврћа требало би да се нађу на nižем нивоу него претходне године.

Претпоставка пројекције је да ће **регулисане цене** у току ове године бити повећане за 5,0%, што је приближно прошлогодишњем расту, али више него у претходној пројекцији. У овој години, за потребе пројекције претпостављена је корекција цена гаса и струје за домаћинства и комуналних услуга због раста светских цена енергената, као и цигарета, у складу са акцизним календаром. За наредну годину пројектује се раст регулисаних цена од 4,5%.

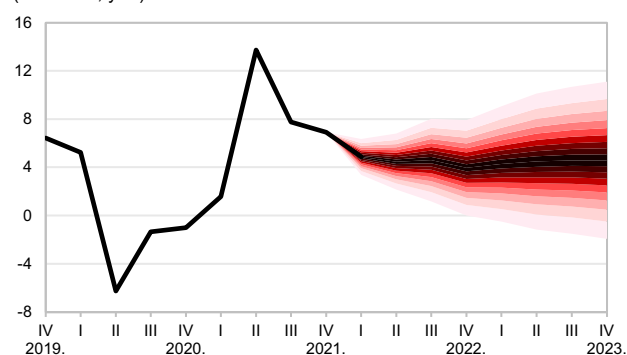
Пројекција БДП-а

БДП Србије је и у Т4 2021. задржао релативно снажну динамику раста и, према проценама Народне банке Србије, тромесечни раст износио је 1,6% дсз., чиме се крајем године БДП нашао за више од 5% изнад преткризног нивоа. Посматрано с расходне стране, раст је био вођен инвестицијама у фиксне фондове, услед високог прилива СДИ и повећане реализације капиталних издатака државе, и потрошњом захваљујући повољним трендовима на тржишту рада.

Као и у претходна три тромесечја, раст БДП-а је у Т4 надмашио наша очекивања и, према првој процени РЗС-а, на нивоу године износио је 7,5%. То је више од наше пројекције из претходног извештаја (6,5–7%), која је била базирана на претпоставци да ће се на активност у Т4 одразити проблеми у глобалним производним и транспортним ланцима, погоршање епидемијске ситуације током јесени у многим европским земљама и пооштравање здравствених мера. Бржем расту од очекиваног у највећој мери допринели су услужни сектори, који су највише били погођени у првој фази пандемије, а затим грађевинарство, прерађивачка индустрија упркос и даље присутним изазовима у погледу застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и рударство. Негативан допринос расту потекао је једино од пољопривредне производње, која је услед суше забележила пад од 5%.

У 2022. години, као и у средњем року, очекујемо да ће се раст БДП-а кретати у распону 4–5%, при чему повољнијим средњорочним изгледима доприноси и очекивана реализација планираних пројеката, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре. Реч је о преко четрдесет пројеката

Графикон V.0.12. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.13. Доприноси реалном расту БДП-а
(у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

чија је реализација планирана у наредних десет година, а чија се укупна вредност процењује на око 25 млрд евра (брuto додата вредност око 5 млрд евра), што би требало да резултира са око 0,5 п.п. вишим реалним растом БДП-а¹⁴ на годишњем нивоу. Притом, бржи од очекиваног привредни раст у Т4 2021. по основу ефекта пренетих тенденција (тзв. *carry over* ефекта), који се процењује на око 2%, чини извеснијим остварење наше пројекције раста БДП-а у овој години.

Према нашим проценама, највећи допринос расту БДП-а у овој години и средњем року потећи ће од **личне потрошње**. Она би у наредном периоду **требало да спорије расте од укупног БДП-а, што обезбеђује одрживост привредног раста**. Њен допринос у овој години процењује се на око 3,0 п.п., а у средњем року на око 2,5 п.п. и биће резултат очекиваног наставка раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, чему доприноси и повећање минималне цене рада. Расту потрошње допринеће и мања склоност ка штедњи из предострожности, као и трошење акумулиране штедне формиране током иницијалне фазе пандемије. Важан извор за потрошњу потицаће и од виших пензија услед примене тзв. швајцарске формуле (повећање пензија од 5,5% у овој години), при чему ће пензионери у фебруару добити и једнократну уплату од 20 хиљада динара. Од директних фискалних подстицаја очекује се и исплата помоћи младима у противвредности од 100 евра, као и подстицаји за повећање наталитета. Захваљујући и даље повољним условима кредитирања и ублажавању кредитних стандарда, на које упућују резултати анкете о кредитној активности банака, очекује се и наставак умереног раста кредита намењених потрошњи.

Благ позитиван допринос БДП-у у овој години и наредним годинама очекује се и од **државне потрошње** (око 0,5 п.п. годишње) услед планираних знатних издвајања за здравствену заштиту и у наредном периоду. Очекујемо да ће се, у складу с Фискалном стратегијом, издаци за зараде и куповину робе и услуга повећавати умерено и уз контролу, при чему ће се водити рачуна да се не повећа њихово учешће у БДП-у.

С обзиром на најављене нове инфраструктурне пројекте и очекиван наставак релативно снажног прилива СДИ, очекујемо да ће **фиксне инвестиције и у овој години, као и у средњем року, задржати релативно висок допринос привредном расту** (од

Графикон V.0.14. Стопа раста приватне потрошње и њених извора (мг. стопе, у %)

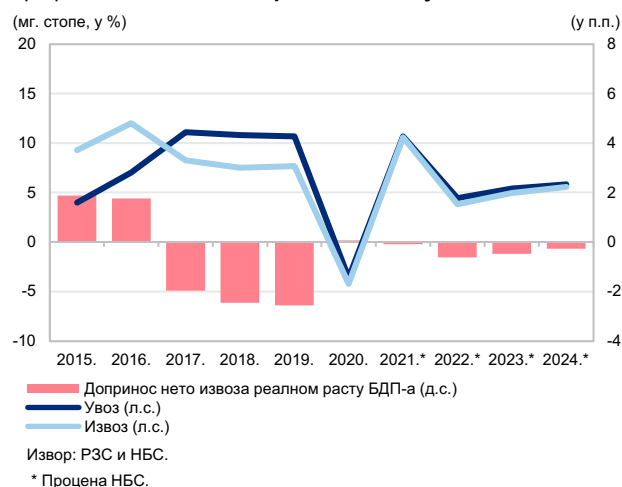


Графикон V.0.15. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)

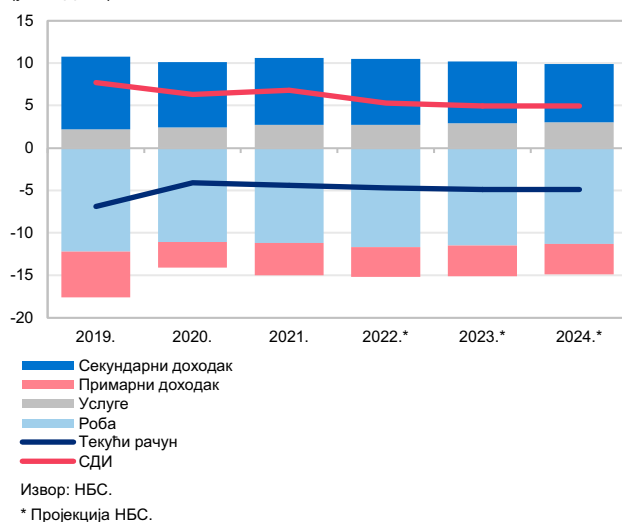


¹⁴ За детаље видети Извештај о инфлацији – август 2021, Осврт 2, стр. 34.

Графикон V.0.16. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.17. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



близу 2 п.п. у просеку годишње). То би требало да резултира тиме да учешће фиксних инвестиција у БДП-у престигне пожељан ниво од 25% у овој години и настави да расте. И поред тога што се на расположиви доходак за инвестиције тренутно негативно одражава раст трошкова производње по основу поскупљења енергије и сировина, најважнији фактор **раста приватних инвестиција** остају сопствени извори, захваљујући очуваним производним капацитетима и радним местима током пандемије, чему су допринеле правовремене и обимне мере подршке монетарне и фискалне политике. Расту приватних инвестиција доприносе очувана макроекономска стабилност и повољан инвестициони амбијент, што се огледа у високом приливу СДИ, који је претходних година превазилазио наша очекивања и био пројектно распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе. У средњем року задржали смо релативно конзервативну процену прилива СДИ од око 5% БДП-а. Средства за нове инвестиције и у станоградњи и у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре обезбеђиваће се и путем кредитних извора, и поред тога што се очекује постепена нормализација монетарне политике ЕЦБ-а у средњем року, што би за последицу могло да има нешто већу цену задуживања у инострану валути. **Државне инвестиције** и у средњем року задржаће учешће у БДП-у од око 6–7%, али се, услед њихове високе базе из претходне године, у овој и наредној години по основу државних инвестиција очекује благ негативан допринос БДП-у.

У овој години и наредне две године очекујемо **благ негативан допринос нето извоза БДП-у** у условима повећаног увоза опреме ради реализације поменутих инвестиционих пројеката, при чему ће прилив капитала у претежно извозне секторе, уз очекивани раст екстерне тражње, резултирати и релативно високим стопама раста извоза. У складу с тим је и наша оцена да ће се учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у ове године и у средњем року кретати испод 5% БДП-а, уз и даље пуну покривеност нето приливима СДИ, као што је то био случај и у протеклих седам година.

Посматрано с **производне стране**, због високог учешћа у структури БДП-а и у складу с наставком раста личне потрошње, највећи позитиван допринос расту БДП-а очекује се од услужних сектора. Позитиван допринос потећи ће и од прерађивачке индустрије, иако нешто нижи од претходно очекиваног због ограничења на страни понуде и повећаних трошкова производње. Расту прерађивачке индустрије са стране понуде доприноси активирање

нових и проширење постојећих капацитета, а са стране тражње опоравак привредног раста наших главних спољнотрговинских партнера. С друге стране, раст активности у сектору рударства бржи је од очекиваног, пре свега услед активирања нових производних капацитета и веће експлоатације руде бакра. Сличан допринос као од индустрије очекује се од грађевинарства, чему доприноси реализација инфраструктурних пројеката, пре свега у области саобраћајне и комуналне инфраструктуре, као и раст тражње за некретностима.

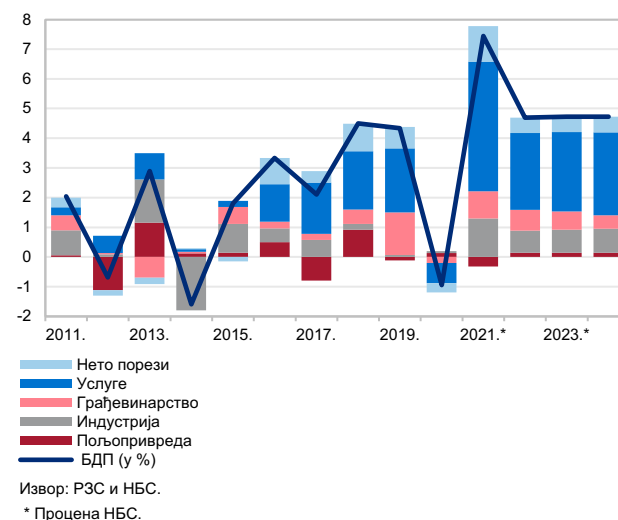
Ризике пројекције БДП-а, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Када је реч о ризицима пројекције који потичу из **међународног окружења, оцењујемо да су они асиметрични наниже**. Према оцени ММФ-а и Светске банке, ризици пројекције глобалног **привредног раста асиметрични су наниже**, при чему ће изгледи у великој мери зависити од тока пандемије и темпа вакцинације, утицаја мера монетарне политике ФЕД-а на глобалне финансијске услове, брзине попуштања застоја у глобалним ланцима снабдевања, притисака с тржишта рада у правцу раста зарада, а тиме и на инфлацију, као и од утицаја ситуације на тржишту некретности у Кини на изгледе њеног раста, а тиме и глобалног раста. Нижи глобални привредни раст одразио би се на мању екстерну тражњу, што би за последицу могло да има мањи извоз и производњу прерађивачке индустрије Србије, док би његово убрзање, чему би могло да допринесе и најављено потпуно укидање здравствених мера у појединим земљама (Велика Британија, Француска, Ирска, Данска), имало супротан ефекат.

С обзиром на јаке трговинске и финансијске везе, за Србију су пре свега важни **изгледи привредног раста зоне евра**. Поред ефеката које тражња из зоне евра има на извоз и производњу прерађивачке индустрије, на трошкове домаће производње утицаће **темпо решавања застоја у глобалним ланцима снабдевања и енергетске кризе** у зони евра, преко утицаја на доступност и цене увозних сировина у производњи. По основу могућег продужења застоја у глобалним ланцима снабдевања и енергетске кризе, постоји ризик да инфлаторни притисци у зони евра постану трајнији, што би се одразило и на раст трошкова производње у Србији и нижи привредни раст.

Ако се инфлаторни притисци покажу трајнијим, **заоштравање монетарних политика широм света** могло би да буде брже и јаче од очекиваног, што би се неповољно одразило на глобалне финансијске услове

Графикон V.0.18. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)



и токове капитала према земљама у успону, укључујући и Србију. С друге стране, спорији глобални привредни раст значио би да ће ФЕД и ЕЦБ дуже водити експанзивну монетарну политику од очекивања. У том случају, ликвидност на међународном финансијском тржишту остала би висока дуже време, што би се позитивно одразило и на токове капитала према земљама у успону, а тиме и према Србији.

Неизвесност у погледу пројекције и даље у великој мери потиче од **светских цена примарних производа**, на које утиче велики број фактора на страни понуде и тражње. С једне стране, нижи глобални привредни раст могао би смањити цене примарних производа. С друге стране, неповољни метеоролошки услови могли би утицати на мању понуду примарних пољопривредних производа, као и већу тражњу за енергентима, пре свега за гасом. Поред тога, продубљивање геополитичких тензија

Табела V.0.4. Кључни ризици пројекције БДП-а

Ризик	Могући канали утицаја на БДП у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
Међународно окружење		
Неизвесност у погледу тока пандемије на глобалном нивоу	Ширење нових сојева вируса и погоршање епидемијске ситуације умањује изгледе глобалног привредног раста, док би у супротном смеру деловало убрзање вакцинације и укидање здравствених мера. Спорији глобални опоравак утицао би на успоравање екстерне тражње, мањи извоз Србије и спорији раст прерађивачке индустрије, и обрнуто.	↕
Темпо решавања застоја у глобалним ланцима производње и снабдевања	Продужење застоја у глобалним ланцима снабдевања одразило би се на нижи извоз и производњу прерађивачке индустрије.	↓
Цена гаса и струје на светском тржишту	Раст светске цене гаса и струје утицао би на раст трошкова производње, а тиме и на нижи обим производње.	↓
Токови капитала, односи главних валута на међународном финансијском тржишту, монетарне политике водећих централних банака	Спорији глобални привредни раст значио би да ФЕД и ЕЦБ треба да наставе да воде изузетно експанзивну монетарну политику и у наредном периоду. С друге стране, по основу могућег продужења застоја у глобалним ланцима снабдевања и енергетске кризе, постоји ризик да инфлаторни притисци на глобалном нивоу постану трајнији, што би за последицу имало заоштравање монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а брже од очекиваног.	↕
Цене примарних производа: – сирова нафта (Србија нето увозник) – житарице (Србија нето извозник) – основни метали (Србија нето извозник)	Раст/пад цена нафте смањило/повећао би расположиви доходак и повећао/смањило би трошкове пословања. Раст/пад цена основних метала и житарица повећао/смањило би извоз.	↕
Домаће окружење		
Већи прилив СДИ од пројектованог	Раст СДИ изнад пројектованог допринео би бржем расту индустријске производње и извоза, с обзиром на то да је највећи део СДИ усмерен у прерађивачку индустрију, и обрнуто.	↑
Додатна фискална подршка (пореске олакшице / раст издатака)	Додатна фискална подршка привреди и грађанима (већим пореским олакшицама или растом издатака), уз очувано тржиште рада, утицала би на раст расположивог дохотка, а тиме и инвестиција и потрошње. Већи од очекиваног могао би да буде пре свега раст капиталних издатака.	↑
Пољопривредна сезона	Већи/мањи раст пољопривредне производње од очекиваног доприноси расту/паду извоза и прерађивачке индустрије.	↕

Напомена: ↑ означава повољнији исход по БДП у односу на основни сценарио, ↓ неповољнији исход, а ↕ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.

могло би се одразити на даљи раст цена енергената, док би њихово решавање деловало у супротном смеру. Притом, Србија је нето увозник нафте и природног гаса, а извозник метала и житарица, тако да би више светске цене примарних производа, с једне стране, утицале на више трошкове производње и нижи расположиви доходак за инвестиције, док би, с друге стране, био виши извоз пољопривредних производа и метала. Очењујемо да су ризици по основу цена примарних производа једнако изражени у оба смера.

Ризици из домаћег окружења, према нашој оцени, благо су **асиметрични навише**, пре свега по основу могућег већег прилива СДИ од очекиваног, захваљујући повољној макроекономској перспективи земље, као што је то био случај и претходних година. Раст СДИ већи од очекиваног за резултат би имао додатно проширење производних капацитета и по том основу би производња и извоз прерађивачке индустрије бележили већи раст.

Реализација фискалних прихода боља од очекиване, који су, према нашем мишљењу, прилично конзервативно пројектовани за наредни период, отворила би додатни простор за раст домаће тражње. То се, пре свега, односи на државне инвестиције, када се има у виду потреба за даљим развојем инфраструктуре и реализацијом пројеката из области тзв. зелене економије, а у мањој мери и на потрошњу. С друге стране, могуће даље **продужење пандемије и појава нових сојева вируса корона** могли би за последицу да имају продужено уздржавање од потрошње и раст штедње из предострожности.

Ризик пројекције представља и **пољопривредна производња**, за коју смо претпоставили да ће наредне године бити просечна, при чему су, због велике зависности од метеоролошких услова, одступања у погледу пољопривредне производње и извоза подједнако могућа у оба смера.

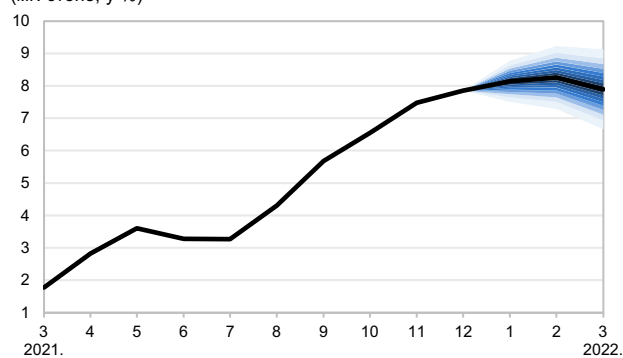
Пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације

Према централној пројекцији, укупна инфлација ће у прва два месеца године благо порасти, да би се у марту вратила близу децембарског нивоа.

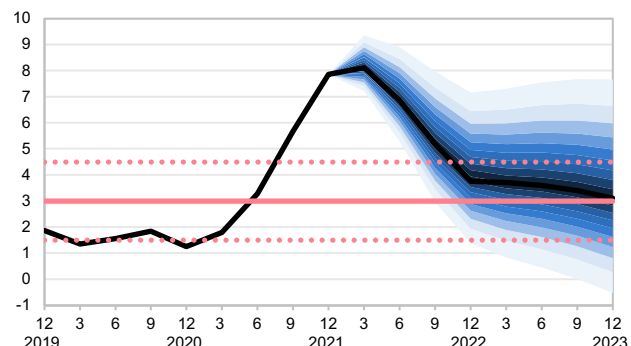
На даљи благи раст мг. инфлације у Т1 одразиће се повећани трошкови у производњи прерађене хране, а у мањој мери и раст базне инфлације, што ће бити ублажено изласком прошлогодишњег раста цена

Графикон V.0.19. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.20. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Овај тип графика приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графика и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, вероватноћа да ће инфлација у наредних осам тромесечја бити изван распона на графикону износи 10%.

нафтних деривата и електричне енергије из мг. обрачуна.

Ризици пројекције инфлације у кратком року у највећој мери односе се на цене непрерађене хране, као и на кретање светских цена нафте и других примарних производа.

Средњорочна пројекција инфлације

Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација од Т2 имати опадајућу путању и да ће крајем године износити 3,5–4%, а након тога наставити да успорава и креће се око централне вредности циља.

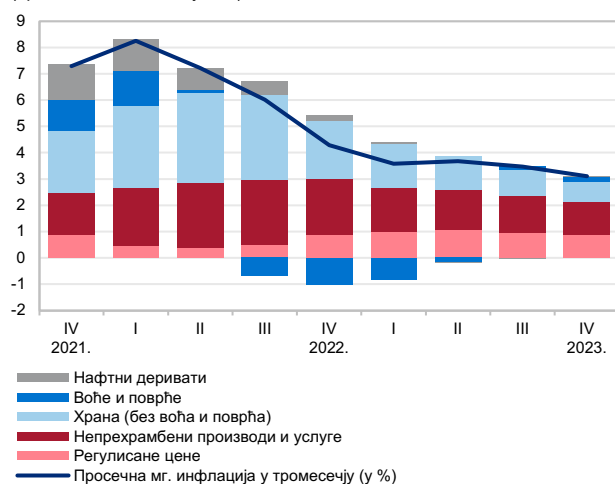
У прилог таквој пројекцији иде оцена да је већина фактора који су у протеклом периоду условили раст инфлације изнад наших очекивања привременог карактера, чији утицај би требало постепено да слаби и ишчезне до краја текуће године.

У односу на претходну пројекцију, очекујемо да ће се инфлација у току ове године кретати на нешто вишем нивоу. На такву пројекцију утицао је већи раст потрошачких цена током Т4 од очекиваног, пре свега цена прерађене хране. Такође, већа пројектована инфлација резултат је и виших претпостављених светских цена примарних пољопривредних производа, као и других трошкова у производњи хране који су виши него у претходној пројекцији (посебно поскупљење минералних ђубрива), што подиже пројекцију прехрамбене инфлације (без воћа и поврћа). У односу на претходну пројекцију, виша је и увозна инфлација услед и даље присутних глобалних застоја у снабдевању и недостатка логистичких капацитета, пре свега у главним светским лукама, што подиже пројекцију непрехрамбене инфлације.

Најснажнији допринос паду инфлације у текућој години требало би да има кретање **цена воћа и поврћа**. Те цене се, након снажног раста у протеклој години услед суше и високих летњих температура, налазе на изузетно високом нивоу. Стога би у новој пољопривредној сезони, ако она буде просечна, требало да воће и поврће појефтини, што би од Т2 требало да доведе до снажног пада доприноса ове групе цена мг. инфлацији, који би од средине године требало да се нађе у негативној зони.

Висока база биће значајан фактор и пада доприноса **цена нафтних деривата**. Мада наставак раста светских цена нафте условљава поскупљења деривата у текућем тромесечју, она су нижа у односу

Графикон V.0.21. **Доприноси мг. инфлацији по компонентама**
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

на она од пре годину дана, па допринос ове групе цена м.г. инфлацији опада. Пад тог доприноса требало би да се настави и у наредним тромесечјима, с обзиром на то да су у највећем делу претходне године деривати поскупљивали, што ће постепено излазити из м.г. обрачуна.

Раст трошкова у производњи хране, до кога је дошло услед раста светских цена нафте и примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје), одразио се и на раст **прехранбене инфлације** на домаћем тржишту. Поред тога, скок светских цена гаса и угља индиректно је утицао и на раст цена минералних ђубрива. Процењујемо да се показатељ трошковних притисака у производњи хране (без воћа и поврћа) – јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем од тренда које бележи однос цена инпута и цена финалних прехранбених производа) – налази на највишем нивоу од 2013. године и кључно доприноси пројектованом расту цена прехранбених производа. Знатно одступање овог показатеља од неутралног нивоа уобичајено указује на његов очекивани пад у будућности и по том основу смањење трошковних притисака на цене хране, што би у П2 текуће године могло да услови почетак силазне тенденције прехранбене инфлације.

Компонента инфлације чији ће пад најкасније започети јесте **непрехранбена инфлација**. Цене ове категорије производа зависе од цена бројних увозних компонента и сировина, као и функционисања глобалних ланаца снабдевања, па очекујемо да ће се виша увозна инфлација и несташице сировина, као и више цене енергената и транспорта, одразити на то да се раст непрехранбене инфлације, који је нарочито био изражен у последња четири месеца 2021, настави и у наредним месецима. Ублажавање застоја у глобалним ланцима снабдевања које се очекује током ове године требало би да допринесе смањењу притиска на домаће цене непрехранбених производа. Ипак, како се кретање трошкова на цене ових производа одражава постепено, у текућој години не треба очекивати снажан пад ове категорије ИПЦ-а.

Насупрот осталим компонентама инфлације, требало би да се допринос **регулисаних цена**, у складу с нашом претпоставком, у 2022. задржи на приближно истом нивоу као у току претходне године.

Посматрано по факторима инфлације, и ову пројекцију инфлације определило је то што **глобална понуда и тражња** још увек највише зависе од тока пандемије. Ипак, утицај пандемије на економску активност знатно је ослабио захваљујући наставку

Графикон V.0.22. **Пројектовано кретање производног јаза*** (у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

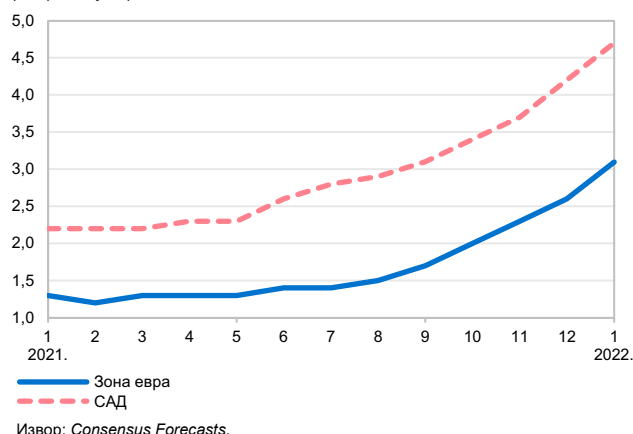
* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.

вакцинације и бољем прилагођавању производње и потрошње условима пандемије. Поред тога, иако су започета смањења квантитативног попуштања, водеће централне банке настављају да воде експанзивну монетарну политику још неко време, што би требало да допринесе одрживом глобалном привредном расту. С друге стране, забрињава скок цена енергената, посебно у зони евра, што би могло да знатно негативно утиче на расположиви доходак, потрошњу и економску активност у наредним месецима. Томе треба додати и несташнице материјала, опреме и радне снаге, као и раст трошкова транспорта. Ублажавање тих проблема на страни понуде очекује се у наредном периоду, а према јануарском извештају Светске банке, неких назнака у том правцу већ има – пад цена контејнерског транспорта и смањење времена доставе у новембру.

По основу **агрегатне тражње** и даље не очекујемо снажније инфлаторне притиске. Актуелна пројекција инфлације и БДП-а у складу је с постепеним смањивањем негативног **производног јаз Србије**, за који процењујемо да ће до краја периода пројекције остати благо негативан, при чему, упоредо с растом самог БДП-а, очекујемо и раст потенцијалног БДП-а. Трбало би да се производни јаз смањи са око $-0,8\%$ крајем прошле године на око $-0,2\%$ крајем 2022. и да се око тог нивоа задржи и у 2023. години, што значи да ће дезинфлаторни утицај тражње на инфлацију ослабити у хоризонту монетарне политике. **Раст домаће тражње подржан је досадашњим мерама фискалне политике, као и монетарном политиком Народне банке Србије и очекиваним задржавањем повољних услова финансирања привреде и грађана.** На домаћу тражњу, преко утицаја на цену евроиндексираних кредита, позитиван ефекат требало би да имају **и даље изузетно ниске каматне стопе у зони евра**, чији се већи раст не очекује до краја периода пројекције. Затварању производног јаз доприносиће и раст екстерне тражње и наставак релативно повољних финансијских услова у међународном окружењу још неко време.

Висока **увозна инфлација** ће у кратком року наставити да врши притисак на домаће цене, али ће она постепено слабити. Снажан опоравак глобалне тражње након иницијалног пандемијског шока, уз још увек присутна ограничења на страни понуде и висок раст цена примарних производа, произвео је у протеклом периоду снажне инфлаторне притиске у међународном окружењу. И у водећим светским привредама, и у земљама региона инфлација се креће на вишедеценијским максимумима. Ипак, већина централних банака процењује да ће се постепено

Графикон V.0.23. Ревизије прогнозе инфлације за 2022. у последњој години дана (мг. раст, у %)



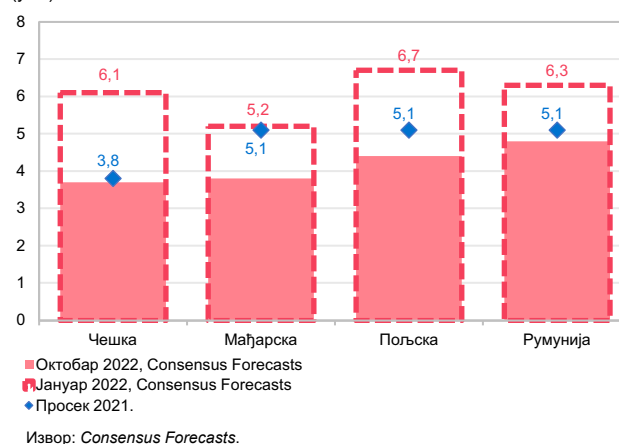
успоставити равномернији однос понуде и тражње, као и да се раст светских цена примарних производа неће наставити. У правцу смиривања инфлаторних притисака требало би да делује и нормализација монетарне политике ФЕД-а. Сви ти фактори утицаће на то да се притисци по основу увозне инфлације на цене у Србији у току ове године смање, што је један од важних фактора пројектованог враћања инфлације ка циљу.

Паду инфлације би требало да допринесе и стабилизација, а затим и **пад светских цена примарних производа**, у складу с тржишним очекивањима. Након високог раста од 23% у 2021, цене пољопривредних производа би, према фјучерсима, у току ове године требало да падну за око 6%, што би постепено снижавало садашње изузетно високе трошкове у производњи хране. Када је у питању храна, веома је битна и светска цена минералног ђубрива, која је због раста цена природног гаса повећана за више од 55% у току прошле године. Очекивања су слична и за **енергенте**, који су се као последица енергетске кризе из Т4 прошле године нашли на изузетно високом нивоу. Према тржишним очекивањима, након завршетка грејне сезоне требало би да се цене ових производа смање. Светска цена нафте, која је у јануару достигла седмогодишњи максимум, у текућој години требало би да се умерено смањује, што би знатно допринело паду м.г. инфлације у Србији.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на интензитет и дужину трајања трошковних притисака из међународног окружења. Они ће бити одређени низом фактора који су изван контроле монетарне политике Народне банке Србије, али и других централних банака, а пре свега даљим током пандемије и њеним утицајем на раст светске привреде, брзином и степеном решавања проблема застоја у снабдевању и енергетске кризе, као и кретањем цена примарних производа. Поред тога, остварење пројекције инфлације у Србији зависиће и од нормализације монетарних политика водећих централних банака. Мањим делом неизвесност се односи и на домаће тржиште, при чему **ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као благо асиметричне навише.**

Спорији глобални опоравак од очекиваног због ширења новог соја вируса корона и предузимања здравствених мера у многим земљама, пре свега у Азији, могао би да продужи несташнице и застоје у

Графикон V.0.24. Ревизија пројекције инфлације за 2022. (у %)



глобалним ланцима производње и снабдевања, што би за последицу имало додатно појачавање трошковних притисака и водило би перзистентнијим инфлаторним притисцима. Међутим, спорији глобални раст би за последицу највероватније имао ниже цене примарних производа, што би произвело супротан ефекат на домаћу инфлацију. Такође, екстерна тражња за извозом Србије била би нижа, што би могло да доведе до раста понуде на домаћем тржишту и до успоравања инфлације. С друге стране, уз убрзање процеса вакцинације у земљама у развоју и неразвијеним земљама, опоравак светске привреде могао би бити равномернији и бржи од очекиваног. У истом смеру би деловало и убрзање привредног раста по основу најаве потпуног укидања здравствених мера у неким европским земљама. То би допринело отклањању поменутих проблема на страни понуде и ублажавању трошковних притисака на цене, али би истовремено могло преко снажнијег раста тражње, поготово са активирањем штедње акумулиране током пандемије, да доведе до већег раста цена на глобалном нивоу и прелије се на домаће цене. Имајући у виду да су **логистички проблеми у снабдевању на глобалном нивоу и даље присутни и да за сада нема већих назнака њиховог решавања у кратком року**, оцењујемо да су ризици пројекције инфлације по овом основу благо асиметрични навише.

У складу с пројекцијом *Consensus Forecasts*-а, претпоставили смо да ће **инфлација у зони евра** ове године у просеку износити 3,1%. Ипак, имајући у виду да је јануарска инфлација била виша од очекивања и износила 5,1% м.г., ценимо да су по овом основу ризици пројекције асиметрични навише. Снажан раст инфлације у најразвијенијим светским економијама у протеклом периоду знатно повећава вероватноћу да ће **водеће централне банке раније и у већој мери заштити монетарне политике**. Раније и веће од очекиваног затезање монетарне политике развијених централних банака водило би поштравању глобалних услова финансирања, као и смањењу прилива капитала у земље у успону и појави депрецијацијских притисака по том основу. Ценимо да би се у том случају виша цена задуживања у страној валути, преко нижег расположивог дохотка, могла одразити на нижу домаћу тражњу, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу мањих прилива капитала. Ако се пак инфлација у развијеним земљама врати на ниже нивое раније од очекивања и/или ако се привредни раст додатно успори, стимулативне мере водећих централних банака могу

потрајати и дуже него што се очекује, а тиме и повољни услови финансирања на глобалном нивоу.

Неизвесност пројекције се у великој мери односи и на кретање **светских цена енергената**, на које ће, поред брзине раста глобалне тражње, утицати и бројни фактори на страни понуде, који су специфични за сваки примарни производ. Недовољна понуда **нафте** довела је до константног смањења залиха нафте од половине прошле године и њиховог кретања испод петогодишњег просека. Од последњег извештаја нарочито су појачани ризици по основу геополитичких тензија, који знатно повећавају неизвесност у погледу будућег кретања цена нафте. Имајући у виду бројне факторе који утичу на светску цену нафте, процењујемо да су њена померања могућа у оба смера, па су ризици пројекције инфлације по том основу симетрични.

Цене гаса и струје утичу на цене других примарних производа и зато представљају значајан ризик за инфлацију. Тако је цена гаса тренутно највећи ризик за раст светске цене нафте, због коришћења нафте као замене за природни гас. Као и код нафте, залихе гаса су пале испод дугогодишњег просека, а драстичан раст цене гаса у ЕУ подстакнут је снажним растом тражње, која је вођена рекордним ценама емисионих дозвола. Узимајући у обзир све наведено, ценимо да су по основу светске цене гаса и струје ризици пројекције инфлације такође асиметрични навише.

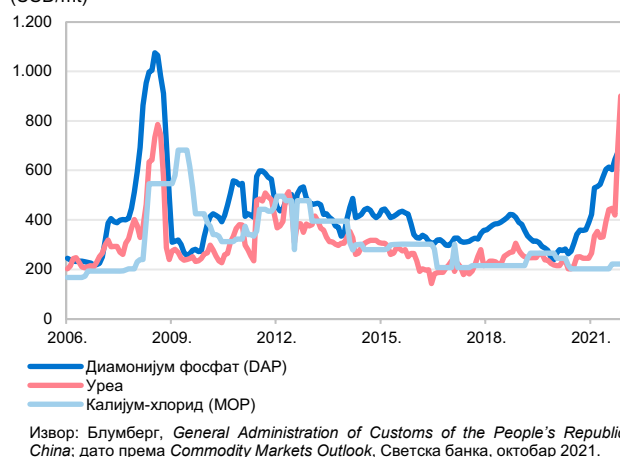
Светске цене примарних пољопривредних производа у великој мери зависе од цена енергената, што повећава неизвесност у погледу њиховог кретања у наредном периоду. Растуће цене сировина, пре свега минералних ђубрива, представљају значајан ризик за раст цена у пољопривреди. Раст цена житарица и уљарица у наредном периоду могли би подстаћи и амбициозни циљеви за производњу биогорива. С друге стране, процењује се да су се глобални ланци снабдевања житарицама прилично опоравили и да ће, након неколико година исподпросечног раста, раст понуде житарица бити на вишегодишњем просеку, што би могло да утиче на нижи ниво светских цена примарних пољопривредних производа од претпостављених. Ценимо да су одступања светских цена примарних пољопривредних производа подједнако могућа у оба смера.

Када су у питању домаћи фактори, ризик пројекције инфлације у највећој мери представља **карактер пољопривредне сезоне**. Претпоставили смо да ће

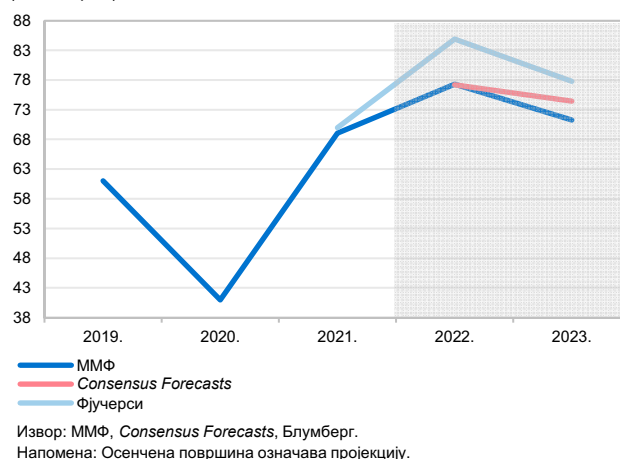
Графикон V.0.25. Кретање светске цене нафте типа брент од почетка 2020. (USD/барел)



Графикон V.0.26. Цене пољопривредних ђубрива на светском тржишту (USD/mt)



Графикон V.0.27. Пројекције цене нафте на светском тржишту (USD/барел)



она бити на нивоу дугорочног просека, након прошлогодишње исподпросечне сезоне. С обзиром на то да приноси у пољопривреди у великој мери зависе од метеоролошких услова, одступања су могућа у оба смера, па ценимо да су по овом основу ризици пројекције инфлације симетрични.

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину раста домаће тражње**. С једне стране, погоршање епидемијске ситуације могло би да успори раст економске активности и тражње, али и да погорша стање на тржишту рада, што би имало дезинфлаторне ефекте. С друге стране, **могућа већа фискална подршка привреди и грађанима** (већим пореским олакшицама или растом издатака), ако би се отворио додатни фискални простор по основу прихода бољих од очекиваних, допринела би бржем расту домаће тражње. Поред тога, бржи раст зарада у Србији од очекиваног могао би утицати и на повећање јединичних трошкова рада, при чему би утицај на инфлацију зависио од тога у којој мери би се повећани трошкови по овом основу прелили на крајње цене, а у којој мери би се смањиле марже произвођача и трговаца. Приликом оцене ризика пројекције по основу домаће тражње, треба имати у виду да би могућ већи раст СДИ и капиталних издатака државе такође допринео и бржем расту производног потенцијала, тако да се по том основу не би брже затворио производни јаз, тј. не би се генерисали додатни инфлаторни притисци по основу тражње. Имајући све наведено у виду, ценимо да су ризици пројекције инфлације по основу домаће тражње симетрични.

У случају **регулисаних цена** на домаћем тржишту, процењујемо да постоје ризици да ове цене у наредном периоду забележе нешто нижи или виши раст од очекиваног, тако да су и по том основу ризици пројекције симетрични. Ипак, по основу тога што Влада РС може да донесе одлуку да се продужи период у коме су **ограничене цене основних животних намирница и електричне енергије за привреду, као и да одложи наплату акциза на гориво** до даљег, ценимо да су ризици пројекције по овом основу благо асиметрични наниже.

Приоритет монетарне политике и у наредном периоду биће одржавање ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку расту наше привреде, даљем расту запослености и животног стандарда грађана, јачању извозног сектора, као и очувању повољног инвестиционог амбијента. Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати кретања и утицај кључних фактора из домаћег

и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину привредног раста и да у складу с тим прилагођава своје мере у интересу наше привреде и грађана. Народна банка Србије је спремна промислито да реагује свим расположивим инструментима монетарне политике ако се материјализују неки од ризика који би за последицу имали да се инфлација у дужем периоду задржи изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Табела V.0.5. Кључни ризици пројекције инфлације

Ризик	Могући канали утицаја на инфлацију у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
Неизвесност у погледу тока пандемије и утицаја на глобални привредни раст	– Спорији/бржи опоравак светске привреде утиче на смањење/повећање тражње за примарним производима на светском тржишту, а тиме и на пад/раст њихових цена, што има дезинфлаторне/инфлаторне ефекте; – Спорији/бржи опоравак светске привреде утиче на успоравање/убрзавање раста инфлације у међународном окружењу и тиме на дезинфлаторне/инфлаторне притиске код нас по основу увозних цена; – Спорији/бржи опоравак светске привреде утиче на успоравање/убрзање раста екстерне тражње, мањи/већи извоз Србије, већу/мању понуду на домаћем тржишту и тиме има дезинфлаторне/инфлаторне ефекте; – Спорији/бржи глобални опоравак утиче на већу/мању експанзивност монетарних политика водећих централних банака, што води нижим/вишим каматним стопама на глобалном нивоу, а затим, преко повећања/смањења кредита и расположивог дохотка, и расту/паду тражње и инфлаторним/дезинфлаторним притисцима.	↓
Неизвесност у погледу трајања и интензитета неравнотежа на глобалним робним тржиштима, nestaшица и застоја у снабдевању	Погоршање/ублажавање nestaшица и застоја у снабдевању може подстаћи/ограничити раст цена на тим тржиштима, што ће утицати на домаће цене, тј. имати инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↑
Цена сирове нафте на светском тржишту (Србија нето увозник)	Пад/раст светске цене нафте прелива се на пад/раст цена нафтних деривата и тиме има дезинфлаторно/инфлаторно дејство. Тај пад/раст има и секундарне ефекте, јер се прелива на пад/раст осталих цена, у највећој мери путем трошкова транспорта. Такође, преко раста/пада расположивог дохотка доприноси расту/паду тражње и може имати инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↓
Цена гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник гаса, а нето извозник струје)	Пад/раст светске цене гаса и струје има секундарне ефекте, јер се преко пада/раста трошкова производње многих домаћих индустријских производа (пре свега метала, грађевинских материјала, хемијских производа, прерађене хране и др.) може прелити на пад/раст њихових цена и тиме имати дезинфлаторне/инфлаторне ефекте.	↑
Светске цене примарних пољопривредних производа (Србија нето извозник)	Цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту у великој мери прате динамику тих цена на светском тржишту. Њихов раст/пад има инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↓
Инфлација у зони евра	Као претпоставку пројекције у погледу инфлације у зони евра користили смо прогнозе из <i>Consensus Forecasts</i> -а. Након закључења те прогнозе, међутим, јануарска инфлација у зони била је знатно изнад очекивања, па су по овом основу ризици асиметрични навише.	↑
Неизвесност на међународном финансијском тржишту и токови капитала према земљама у успону	Већа/мања неизвесност на међународном финансијском тржишту води већој/мањој аверзији инвеститора према ризику и мањим/већим токовима капитала према земљама у успону, што утиче на депрецијацију/апорецијацију домаће валуте и тиме на раст/пад цена.	↓
Пољопривредна сезона	Изнадпросечна/исподпросечна пољопривредна сезона води већој/мањој понуди пољопривредних производа и, отуда, може имати дезинфлаторне/инфлаторне притиске.	↓
Темпо раста домаће тражње	Погоршање епидемијске ситуације могло би да успори раст економске активности, тражње и тржишта рада, што би имало дезинфлаторне ефекте. Међутим, повећани производни капацитети, по основу СДИ и других извора финансирања инвестиција, као и већа фискална подршка привреди и грађанима (већим пореским олакшицама или растом издатака), уз очувано тржиште рада, допринели би бржем расту домаће тражње.	↓
Уредба о ограничавању цена	Претпоставка пројекције је да ће уредба о ограничавању цена пет основних животних намирница престати да важи након новог тромесечног рока. Ипак, како је могуће да важење уредбе буде продужено након тога, ризици по овом основу асиметрични су наниже.	↓
Регулисане цене	Низи/виши раст регулисаних цена доприноси нижој/вишој инфлацији.	↓

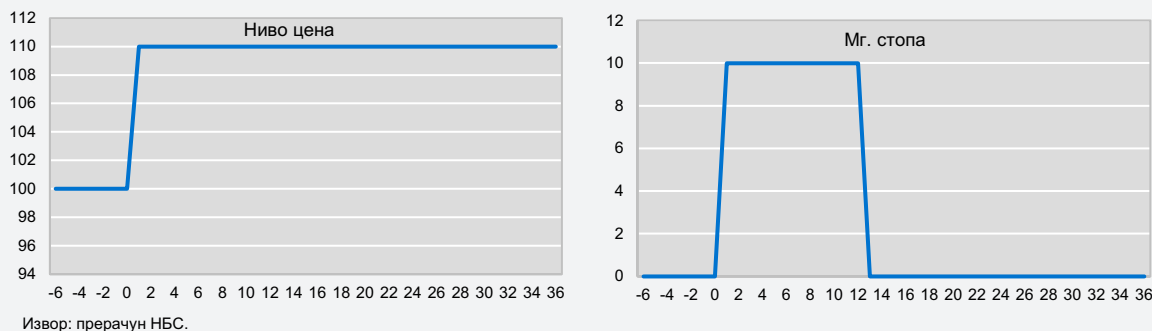
Напомена: ↑ означава инфлаторни утицај у односу на основни сценарио, ↓ дезинфлаторни утицај, а ↓ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.

Осврт 5: Типови ценовних шокова и њихов ефекат на међугодишњу инфлацију

Опоравак глобалне тражње након иницијалног епидемијског шока, уз још увек присутне поремећаје на страни понуде, довео је у току прошле године до раста инфлације широм света. Поред глобалних фактора, у случају Србије раст инфлације је био додатно подстакнут утицајем прошлогодишње суше на цене непрерађене хране и цене сировина које се користе у производњи основних животних намирница и прерађене хране у целини.

Мада су централне банке углавном сагласне у оцени да је глобални ценовни удар привременог карактера, типови „привремености” могу се разликовати. Могуће је да одређена група производа или услуга забележи привремен једнократан скок цена и задржи се на том нивоу, док се цене неке друге групе производа могу вратити на ниво пре поскупљења (типичан пример су цене поврћа, воћа, меса и примарних пољопривредних производа). Поред тога, цене могу да порасту у релативно кратком року, или постепено, у дужем временском периоду. У овом осврту представимо како се различити типови шокова у кретању потрошачких цена одражавају на мг. стопе инфлације, која је нумерички циљ монетарне политике Народне банке Србије.

Графикон О.5.1. Утицај једнократног раста цена без враћања на пређашњи ниво на мг. инфлацију (у %)

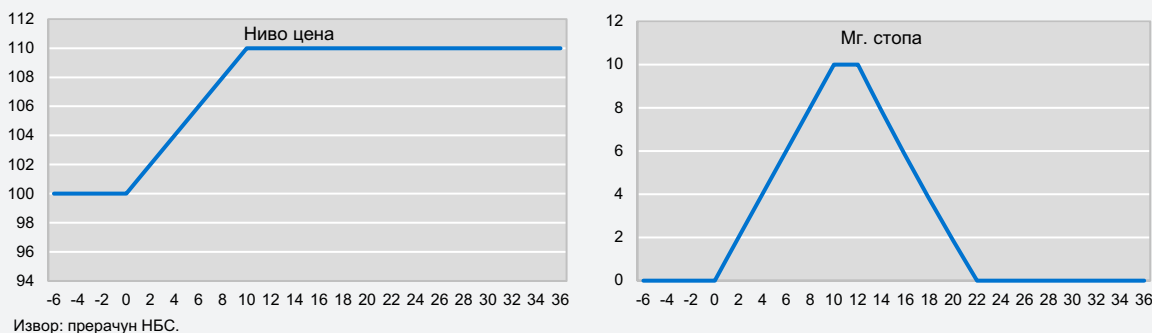


Извор: прерачун НБС.

Најједноставнији пример јесте једнократан скок цене неког производа или услуге и њено задржавање на том нивоу у наредном периоду. Будући да мг. инфлација представља процентуалну промену општег нивоа цена у односу на исти период претходне године, овакво кретање нивоа цена подиже мг. инфлацију у истом месецу и задржава је на том нивоу у периоду од 12 месеци, да би се она након тога вратила на ниво од пре поменутог ценовног шока. Овакав тип најкарактеристичнији је за регулисане цене, као што је нпр. цена електричне енергије, чије једнократно повећање, ако се не понови наредне године, доводи до скока мг. инфлације у периоду од годину дана.

Раст цена може бити и постепенији, као у примеру на Графикону О.5.2. У том случају, мг. стопа раста ових цена подиже се постепено, кумулирајући у себи претходна месечна поскупљења, да би годину дана од иницијалног шока постепено опадала како поскупљења буду излазила из обрачуна мг. стопе. Такво кретање цена, на пример, било је карактеристично за цене нафтних деривата у прошлој години, а у складу је и са очекивањима релевантних

Графикон О.5.2. Утицај постепеног раста цена без враћања на пређашњи ниво на мг. инфлацију (у %)

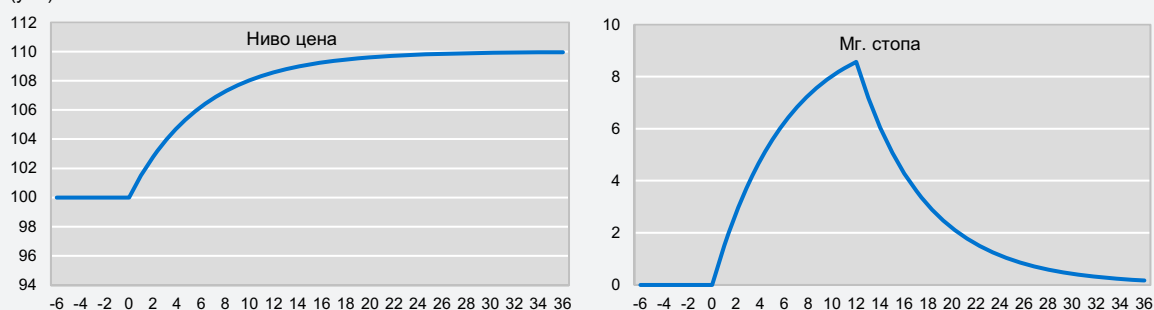


Извор: прерачун НБС.

међународних финансијских институција, које пројектују да ће се оне у овој години стабилизovati. Како се види из овог примера, само по основу излазака месечних поскупљења нафтних деривата из 2021. године, мг. стопа раста нафтних деривата ће опадати, што ће допринети и успоравању мг. инфлације.

На основу Графикана О.5.3. јасно је да, чак и у случају да цене нафтних деривата или других енергената наставе да расту у 2022. успореније него 2021, њихове мг. стопе раста ће се и у том случају успоравати, само споријим темпом, што ће допринети и да укупна инфлација има опадајућу путању.

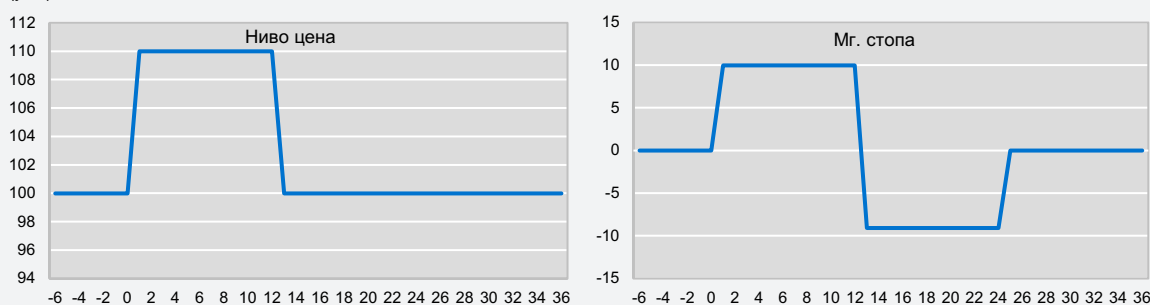
Графикон О.5.3. Утицај продуженог постепеног раста цена без враћања на пређашњи ниво на мг. инфлацију
(у %)



Извор: прерачун НБС.

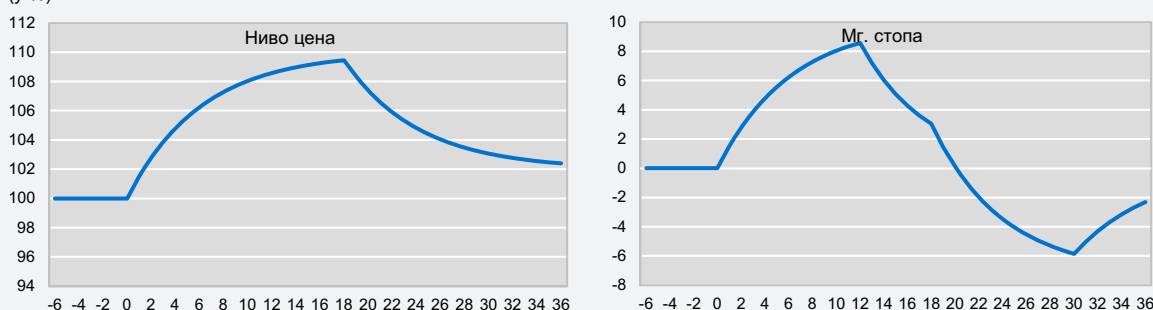
За разлику од претходних примера, могуће је да скок цена буде привремен, тј. да се оне након неког времена врате на почетни ниво. Након раста мг. инфлације у почетном периоду, то имплицира њене негативне стопе након тога. Такав профил шока карактеристичан је, на пример, за цене воћа и поврћа, које у једној пољопривредној сезони могу снажно расти услед суше, да би се у наредној сезони, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, вратиле на пређашњи ниво, што имплицира високе стопе раста цена у једној години, а затим високе стопе

Графикон О.5.4. Утицај привременог раста цена на мг. инфлацију
(у %)



Извор: прерачун НБС.

Графикон О.5.5. Утицај продуженог привременог раста цена на мг. инфлацију
(у %)



Извор: прерачун НБС.

пада цена у наредној години. С обзиром на то да је управо пољопривредна сезона у 2021. била лошија због суше, што је утицало на то да се цене воћа и поврћа нађу на вишем нивоу од тренда, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, ове године очекујемо повратак цена воћа и поврћа на тренд, а ако сезона буде и боља од просечне, могуће је да се нађу и испод тренда, што имплицира да би од нове пољопривредне сезоне негативан допринос укупној м.г. инфлацији потицао од ове групе производа.

На крају, „привременост” може да буде дуготрајнија. Док се на цене нафтних деривата раст трошкова (цене нафте) одражава веома брзо, код производа с вишим степеном додате вредности и разноврснијом структуром трошкова тај утицај је постепенији. То је у актуелној ситуацији нарочито случај са индустријским производима и прерађеном храном, чије цене постепено расту услед раста трошкова сировина изазваног глобалним поремећајима на страни понуде. Када је у питању наредни период, очекује се да нормализација функционисања глобалних производних ланаца и смањење трошковних притисака у производњи хране постепено врате цене финалних производа на тренд.

У приказаним графиконима стварно кретање цена поједностављено је, како би се објаснила основна логика која стоји иза пројекција м.г. стопа појединих компонената ИПЦ-а. Према приказаном, очекује се да ће од Т2 2022. м.г. инфлација опадати. Притом, на приказаним графиконима, који су у складу са очекиваним кретањем цена појединих компонената инфлације, види се да ће најснажнији допринос успоравању м.г. инфлације потећи од очекиваног м.г. пада цена воћа и поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне, затим изласка из обрачуна ранијих поскупљења нафтних деривата, а потом и по основу цена непрехрамбених производа, с обзиром на очекивано постепено усклађивање понуде и тражње на глобалном нивоу и по том основу попуштања застоја у глобалним ланцима производње и снабдевања.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	6,0
Девизне резерве / краткорочни дуг ²⁾	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	229,8	346,6
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,8	31,1
Отплата дуга / БДП ³⁾	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	5,8	10,3
Отплата дуга / извоз робе и услуга ³⁾	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	19,2
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																	
Спољни дуг / БДП ³⁾	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,4	65,8	68,8
Краткорочни дуг / БДП ³⁾	12,5	13,1	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,6	12,5	9,5
Спољни дуг / извоз робе и услуга ³⁾	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	130,9
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																	
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																	
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,5	103,9	116,3
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																	
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.796	52.970
Спољни дуг ³⁾	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	35.233
Сервисирање спољног дуга ³⁾	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	1.429
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.359
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.343
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																	
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
	Мај/Јул	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан./Март/Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ./Дец.	Мај	Март/Дец.
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван
Fitch	BB-			BB-	BB-		BB-	BB-		B+	B+	BB-	BB		BB+		
	/стабилан			/негативан	/стабилан		/негативан	/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/стабилан		
Moody's									B1			B1	Ba3		Ba3		Ba2
									/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван		стабилан

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци

Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода

Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП

Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода

Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода

Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а

Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а

Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга

Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода

(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾ Према методологији ESA 2010. Податак за 2021. је процена НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

³⁾ Податак за 2021. је за Т3 2021.

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 2005-2017, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

4. Од 2007. извоз и увоз робе је регистрован према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту.

Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.

5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	5,1	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,3	-0,9	7,5
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.557
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	28,2
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.065
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	25,4
Текући рачун платног биланса³)																	
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.343
у % БДП-а	-8,0	-9,1	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,1	-4,4
Незапосленост по Анкети (у %)⁴)						20,9	24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	10,5
Зараде (просечне за период, у еврима)⁵)	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,7	465,9	510,8	553,2
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁶)				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,3	-4,6
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁶)	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-4,2
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁷)	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	51,9	57,0	56,9
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра)⁸)	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	46.005	46.796	52.970

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за 2021. је прелиминарна процена РЗС.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМБ). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе је дат према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010. Податак за 2021. је процена НБС.

⁶) Подаци су ревидирани према новој методологији Анкете о радној снази из 2021. Податак за 2021. је податак за Т3 2021.

⁷) До 2018. зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за 2021. је просек једанаест месеци.

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

Напомене:

1. РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 2005-2017, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
3. Извор за податак о стопи незапослености је Анкета о радној снази РЗС-а.
4. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графика и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	11
III.0.1.	Доприноси мг. стопи раста потрошачких цена	13
III.0.2.	Инфлација у 2020. и 2021.	13
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	14
III.0.4.	Доприноси мг. стопи раста произвођачких цена	18
III.0.5.	Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	18
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	18
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	19
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	19
IV.1.1.	Динарска ликвидност	21
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	21
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	22
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	22
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	23
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексирани кредите и депозите	23
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	24
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	24
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	25
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	25
IV.1.11.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	26
IV.1.12.	Кретање курса динара и евра према долару	26
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	27
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	27
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	28
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	28
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	28
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	29
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	29
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	29
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	30
IV.2.9.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	31
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	31
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	32
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	35
IV.3.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	35
IV.3.5.	Кретање главних компонената увоза	35
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	36
IV.4.2.	Показатељи грађевинске активности	36
IV.4.3.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	37
IV.4.4.	Показатељи активности сектора услуга	37
IV.5.1.	Кретање просечне номиналне нето зараде	41
IV.5.2.	Просечна номинална нето зарада	41
IV.5.3.	Номиналне нето зараде по делатностима	41
IV.5.4.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	42
IV.5.5.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	42
IV.5.6.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	43

IV.6.1.	Одступање БДП-а од преткризног нивоа	43
IV.6.2.	Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а зоне евра	43
IV.6.3.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности и запослености зоне евра	44
IV.6.4.	Доприноси дсз. стопи раста реалног БДП-а у САД	44
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада и производне активности у САД	45
IV.6.6.	Мг. стопе раста БДП-а у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе	46
IV.6.7.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	47
IV.6.8.	Инфлација у САД, мерена индексом потрошачких цена	47
IV.6.9.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	48
IV.6.10.	Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан	48
IV.6.11.	Кретање референтних стопа по земљама	49
IV.6.12.	Инфлација и циљ по земљама у децембру 2021.	50
IV.6.13.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	51
IV.6.14.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	52
IV.6.15.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	52
IV.6.16.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	52
IV.6.17.	Кретање светске цене злата	53
IV.6.18.	Кретање светске цене нафте	53
IV.6.19.	Кретање цена природног гаса и термалног угља	53
IV.6.20.	Индекс светских цена примарних производа	54
IV.6.21.	Индекс светских цена хране	54
V.0.1.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2022. и 2023.	60
V.0.2.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	61
V.0.3.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	62
V.0.4.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	62
V.0.5.	Реперна цена природног гаса за Европу, на холандском чворишту <i>TTF</i>	62
V.0.6.	Реперна цена струје за Европу, <i>German power baseload</i>	63
V.0.7.	Цене руде гвожђа и основних метала на светском тржишту	63
V.0.8.	Цене пшенице и кукуруза на светском тржишту	64
V.0.9.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	64
V.0.10.	Фискални резултат и јавни дуг опште државе	65
V.0.11.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	65
V.0.12.	Пројекција раста БДП-а	66
V.0.13.	Доприноси реалном расту БДП-а	66
V.0.14.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	67
V.0.15.	Кретање инвестиција у основне фондове	67
V.0.16.	Реални раст извоза и увоза	68
V.0.17.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	68
V.0.18.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	69
V.0.19.	Краткорочна пројекција инфлације	71
V.0.20.	Пројекција инфлације	72
V.0.21.	Доприноси мг. инфлацији по компоненатама	72
V.0.22.	Пројектовано кретање производног јаза	73
V.0.23.	Ревизије прогнозе инфлације за 2022. у последњој години дана	74
V.0.24.	Ревизија пројекције инфлације за 2022.	75
V.0.25.	Кретање светске цене нафте типа брент од почетка 2020.	77
V.0.26.	Цене пољопривредних ђубрива на светском тржишту	77
V.0.27.	Пројекције цене нафте на светском тржишту	77

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т4 2021.	14
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	24
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	31
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	32
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	36

IV.6.1. Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	49
V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2022. и 2023. ММФ-а	59
V.0.2. Најважније претпоставке пројекције	60
V.0.3. Процена привредног раста по земљама	60
V.0.4. Кључни ризици пројекције БДП-а	70
V.0.5. Кључни ризици пројекције инфлације	79
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	83
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	84

Графикони у освртима

O.1.1. Индекс ФАО	15
O.1.2. Кретање светске цене нафте	15
O.1.3. Кретање домаћих цена примарних пољопривредних производа	15
O.1.4. Доприноси укупној инфлацији	16
O.1.5. Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	16
O.2.1. Биланс штедње и инвестиција	33
O.2.2. Биланс штедње и инвестиција приватног сектора	33
O.2.3. Биланс штедње и инвестиција државе	33
O.3.1. Дивергенција између процењених залиха готових производа и обима производње	38
O.3.2. Процене залиха готових производа и укупних поруџбина у Немачкој	39
O.3.3. Водећи индекс активности у прерађивачкој индустрији – <i>Manufacturing PMI</i>	39
O.3.4. Прерађивачка индустрија	40
O.4.1. Доприноси цена енергије мг. инфлацији	55
O.4.2. Учешће трошкова за струју и гас у укупној међуфазној потрошњи у кључним секторима	56
O.4.3. Учешће трошкова за струју и гас у укупној међуфазној потрошњи у кључним гранама прерађивачке индустрије	57
O.4.4. Увоз енергената по компонентама	58
O.4.5. Допринос енергетског биланса кретању текућег дефицита	58
O.5.1. Утицај једнократног раста цена без враћања на пређашњи ниво на мг. инфлацију	80
O.5.2. Утицај постепеног раста цена без враћања на пређашњи ниво на мг. инфлацију	80
O.5.3. Утицај продуженог постепеног раста цена без враћања на пређашњи ниво на мг. инфлацију	81
O.5.4. Утицај привременог раста цена на мг. инфлацију	81
O.5.5. Утицај продуженог привременог раста цена на мг. инфлацију	81

Табеле у осврту

O.1.1. Раст цена одабраних примарних производа на међународном тржишту	16
O.1.2. Учешће хране и нафтних деривата у ИПЦ-у	17

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2021. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
14. јануар	1,00	0
11. фебруар	1,00	0
11. март	1,00	0
13. април	1,00	0
13. мај	1,00	0
10. јун	1,00	0
8. јул	1,00	0
12. август	1,00	0
9. септембар	1,00	0
7. октобар	1,00	0
9. новембар	1,00	0
9. децембар	1,00	0

2022. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
13. јануар	1,00	0
10. фебруар	1,00	0
10. март		
7. април		
12. мај		
9. јун		
7. јул		
11. август		
8. септембар		
11. октобар		
10. новембар		
8. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 12. 2021.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,0%. Притом, користећи флексибилност монетарног оквира, Народна банка Србије од октобра ове године постепено смањује експанзивност монетарне политике без промене основних каматних стопа, имајући у виду повећане трошковне притиске у међународном и домаћем окружењу и неопходност утицаја на инфлациона очекивања. Поред обустављања аукција репо куповине хартија од вредности путем којих је у претходном периоду банкама обезбеђивана динарска ликвидност, Народна банка Србије постепено повећава проценат вишкова динарске ликвидности, које реверзним репо аукцијама (репо продајом хартија од вредности) повлачи на недељу дана, као и просечну пондерисану стопу на тим аукцијама. Од октобра ова стопа је повећана са 0,11%, колико је до тада у просеку износила од почетка године, на 0,34%, колико је износила на последњој реверзној репо аукцији. И у наредном периоду, Народна банка Србије ће постепено, у складу са околностима, наставити да повећањем просечне пондерисане репо стопе, у оквиру постојећег коридора каматних стопа, поопштрава монетарне услове.

Више светске цене енергената и других примарних производа, застоји у снабдевању и знатно више цене транспорта на глобалном нивоу, уз ефекте ниске базе из претходне године, довели су до виших трошковних притисака на светском и домаћем тржишту. Према подацима Републичког завода за статистику, међугодишња инфлација је у октобру износила 6,6%. Притом, три четвртине међугодишње инфлације било је опредељено факторима на које монетарна политика не може да утиче – ценама хране и енергената. Треба имати у виду и то да су цене обеју група производа током претходне године биле изразито ниске услед изостанка знатније тражње. С друге стране, базна инфлација (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике више утичу, у октобру је поново била знатно нижа од укупне инфлације и износила је 2,7% међугодишње. Очувању базне инфлације на ниском нивоу доприноси дугогодишња релативна стабилност девизног курса, која представља снажно сидро ценовне стабилности и која ће бити очувана и у наредном периоду, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде у границама циља и за годину дана унапред, и у средњем року. У прилог очувању инфлационих очекивања иду и мере Владе Србије у погледу ограничавања цена основних животних намирница.

Као и већина других централних банака у свету, и Народна банка Србије очекује да ће фактори више укупне инфлације у највећој мери бити привременог карактера и да ће бити исцрпљени у наредној години. У складу с тим, Народна банка Србије очекује успоравање инфлације од другог тромесечја 2022. године, тако да би средином године требало да се врати у границе циља ($3,0 \pm 1,5\%$). Након тога, инфлација ће се кретати ка централној вредности циља, при чему постоји могућност да се крајем 2022. нађе и у доњој половини циљаног распона, ако се има у виду ефекат више базе из ове године. У случају да се материјализују неки од ризика који би за последицу могли да имају кретање инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља у дужем периоду, Народна банка Србије је спремна у најкраћем року да реагује свим расположивим инструментима.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је имао у виду и да се позитивни ефекти претходно донетих обимних монетарних и фискалних мера на економску активност могу очекивати и у наредном периоду и да повољни финансијски услови могу бити одржани и с нешто мањим степеном експанзивности монетарне политике. Извршни одбор је посебно истакао снажну динамику раста домаће економије, која је у сва три тромесечја ове године надмашила очекивања. Реални раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју био је већи од прелиминарне процене Републичког завода за статистику (7,4%) и износио је 7,7% међугодишње. Посебно се истиче извозна активност, која ће ове године остварити највиши ниво до сада. Повољна кретања настављају да бележе и услужни сектори, који су прошле године били најтеже погођени пандемијом. Будући да ће на нивоу године раст остварити и сви производни сектори осим пољопривреде, на коју се одразила суша, као и да је у трећем тромесечју остварен бољи резултат од очекиваног, наша пројекција раста бруто домаћег производа од 6,5% до 7% у 2021. сада је ближа вредности од 7%. У средњем року очекујемо раст од 4,0% до 5,0%, чему ће допринети реализација великих инфраструктурних пројеката. Као резултат динамичног привредног раста, упркос пандемији, постигнута је стопа запослености од 50%, што је највиша стопа икада забележена.

Међународно окружење и даље карактеришу бројни изазови, пре свега појава нове варијанте вируса корона, која је пољуљала поверење инвеститора и потрошача широм света због неизвесности у погледу ефеката које би могла да има на глобални раст, запосленост и инфлацију. Ипак, охрабрује то што су економије широм света показале висок степен прилагођавања условима пандемије, што се очекује и у наредном периоду. Иако су и даље присутни знатни трошковни притисци због застоја у глобалним ланцима снабдевања, логистичких проблема, несташица појединих сировина, али и радне снаге, понуда на многим светским робним тржиштима постепено расте. Након изузетно снажног раста који су ове године забележиле светске цене нафте и других примарних производа, наредне године очекује се приближавање понуде тражњи на овим тржиштима, што би требало да допринесе стабилизацији цена. Када су у питању кретања у зони евра, која је наш најважнији економски партнер, након изазова који потичу од знатно више цене природног гаса и застоја у ланцима снабдевања, очекује се убрзање индустријске производње, пре свега у Немачкој, што би требало позитивно да се одрази на наш извоз и економску активност. Иако се не очекује да Европска централна банка повећа каматне стопе у скорије време, очекивано убрзање раста зоне евра у наредној години повећава очекивања да би се у наредном периоду могао смањити обим додатне ликвидности коју Европска централна банка убризгава у финансијски сектор. Систем федералних резерви је сличну одлуку донео почетком новембра, тако да је и по том основу потребна опрезност у вођењу монетарне политике Народне банке Србије.

Народна банка Србије ће, као и до сада, наставити пажљиво да прати кретања у домаћем и међународном окружењу. Извршни одбор је нагласио да ће приоритет монетарне политике и даље бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку што брже расту наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и повољном инвестиционом амбијенту.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 13. јануара 2022.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 1. 2022.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,0%. Притом, Народна банка Србије постепено, од октобра 2021. године, смањује степен експанзивности монетарне политике повећавањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама којима на недељу дана повлачи вишкове ликвидности из банкарског система, као и процента вишкова динарске ликвидности банака које повлачи путем ових аукција. На тај начин, Народна банка Србије користи флексибилност свог монетарног оквира који јој омогућава да и без промена основних каматних стопа прилагоди монетарне услове. Просечна пондерисана каматна стопа на последњој репо аукцији одржаној овог месеца износила је 0,59%, што представља њено укупно повећање за 48 базних поена од почетка процеса пооштравања монетарних услова (када је ова стопа износила 0,11%). На одлуку о њеном постепеном повећању претходних месеци утицали су повећани трошковни притисци у међународном и домаћем окружењу и потреба да се утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката и ограниче секундарни ефекти на цене осталих производа и услуга.

Према подацима Републичког завода за статистику, међугодишња инфлација у децембру 2021. износила је 7,9%. На њен раст, као и у већини земаља у свету, уз ефекте ниске базе из претходне године, у највећој мери утицали су више светске цене енергената и других примарних производа, застоји у снабдевању и знатно више цене транспорта на глобалном нивоу. Поред тога, на раст инфлације утицала је суша, која се одразила пре свега на цене непрерађене хране и цене сировина у производњи прехранбених производа. Томе у прилог говори и податак да су три четвртине инфлације у 2021. биле опредељене факторима на које монетарна политика не може да утиче – ценама хране и енергената. С друге стране, базна инфлација (по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике више утичу, била је знатно нижа од укупне инфлације и претходних месеци у просеку је износила око 3% међугодишње. Очувању базне инфлације на ниском нивоу доприноси дугогодишња релативна стабилност девизног курса, која представља снажно сидро ценовне стабилности и која ће бити очувана и у наредном периоду.

Према оцени Извршног одбора, инфлација ће се и током првог тромесечја ове године кретати око нивоа забележеног крајем прошле године или благо изнад њега, на шта ће се одразити ефекти енергетске кризе у свету и по том основу више цене увозних производа, али би од другог тромесечја требало да инфлација успори и креће се ка централној вредности циља, коју би могла да достигне крајем 2022. Према оцени Извршног одбора, успоравању инфлације допринеће исцрпљивање ефекта привремених фактора (првенствено виших цена енергената и пољопривредних производа), као и очекивање да се застој у глобалним ланцима снабдевања постепено реши. У кратком року ублажавању даљег раста цена требало би да допринесу и мере Владе Србије у погледу привременог ограничавања цена основних животних намирница и електричне енергије за привреду.

У случају да се ипак материјализују неки од ризика који би за последицу могли да имају кретање инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља у дужем периоду, Народна банка Србије је спремна да у најкраћем року реагује свим расположивим инструментима.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је имао у виду и да повољни финансијски услови који доприносе привредном расту могу бити одржани и с нешто мањим степеном експанзивности монетарне политике. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, Србија је у 2021. години остварила реални раст бруто домаћег производа од 7,5%, што је изнад очекивања Народне банке Србије и доприноси повољнијој основи за раст у овој години. Таква кретања резултат су раста активности у услужним секторима и грађевинарству, али и индустрији, упркос и даље присутним изазовима у погледу застоја у глобалним ланцима снабдевања. Негативан допринос расту потекао је једино од пољопривредне производње, која је услед суше забележила пад од 5%. У средњем року очекујемо привредни раст од 4,0% до 5,0%, чему ће допринети наставак инвестиционог циклуса и реализација великих инфраструктурних пројеката, као и раст личне потрошње, подржан повољним трендовима на тржишту рада. Позитиван допринос расту очекује се и од извоза, на који се са стране понуде одражавају инвестиције у разменљиве секторе из претходног периода, а са стране тражње повољнији изгледи раста наших најважнијих трговинских партнера. У прилог расту извозне понуде говори и податак да је прилив страних директних инвестиција у Србију у 2021. износио 3,9 милијарди евра, чиме је премашен досадашњи рекорд из 2019. године, при чему је прилив и даље био претежно усмерен у извозне секторе.

Међународно окружење и даље карактерише повећана неизвесност у погледу утицаја тока пандемије и појаве нових сојева вируса на брзину глобалног привредног раста, светске цене примарних производа, а тиме и на инфлацију. Ипак, охрабрује то што се глобални привредни раст наставља упркос повећаним трошковним притисцима и погоршању епидемијске ситуације у појединим земљама, као и да су економије широм света показале висок степен прилагођавања измењеним условима пословања услед пандемије. Када су у питању економска кретања у зони евра, која је наш најважнији економски партнер, након изазова који потичу од знатно више цене природног гаса и застоја у ланцима снабдевања, очекује се убрзање индустријске производње, пре свега у Немачкој, што би требало позитивно да се одрази на наш извоз и активност прерађивачке индустрије.

Опрезност у вођењу монетарне политике Народне банке Србије налажу и кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Након изузетно снажног раста у прошлој години, светске цене нафте и других примарних производа више су него пре избијања пандемије, али би у наредном периоду, према оценама водећих међународних финансијских институција, требало да се стабилизују, а затим и постепено смање. Дешавања на међународном финансијском тржишту, а тиме и токове капитала према земљама у успону, укључујући Србију, и даље ће у највећој мери опредељивати одлуке водећих централних банака – Система федералних резерви и Европске централне банке. Ове централне банке још увек нису повећале основне каматне стопе, али су донеле одлуку да у наредном периоду смањују обим додатне ликвидности коју убризгавају у финансијски систем у оквиру својих програма квантитативног попуштања.

Народна банка Србије ће, као и до сада, наставити пажљиво да прати кретања у домаћем и међународном окружењу. Извршни одбор је нагласио да ће приоритет монетарне политике и даље бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку што бржем расту наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и повољном инвестиционом амбијенту.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. фебруара 2022.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 2. 2022.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,0%. Притом, Народна банка Србије је наставила да смањује степен експанзивности монетарне политике повећавањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама, као и процента вишкова динарске ликвидности банака које повлачи путем ових аукција. На тај начин, Народна банка Србије користи флексибилност свог монетарног оквира, који јој омогућава да без промена основних каматних стопа прилагоди монетарне услове. Просечна пондерисана каматна стопа на последњој репо аукцији одржаној овог месеца износила је 0,75%, што представља њено укупно повећање за 64 базна поена од октобра прошле године, када је започет процес поопштравања монетарних услова. На одлуку о њеном повећању претходних месеци утицали су повећани трошковни притисци у међународном и домаћем окружењу и потреба да се утиче на инфлациона очекивања тржишних субјеката и ограниче секундарни ефекти на цене осталих производа и услуга.

Извршни одбор истиче да је инфлација и даље у највећој мери вођена факторима на страни понуде, пре свега вишим ценама енергената и хране, које објашњавају три четвртине инфлације остварене у децембру 2021. од 7,9% међугодишње. Према фебруарској средњорочној пројекцији, међугодишња инфлација ће се и током првог тромесечја ове године кретати око нивоа забележеног крајем прошле године или благо изнад њега, на шта ће се одразити ефекти и даље растућих трошковних притиска по основу цена енергената и других примарних производа, застоја у снабдевању и високих цена транспорта на глобалном нивоу. Од другог тромесечја требало би да инфлација буде на опадајућој путањи и да се крајем године нађе у распону 3,5–4%, а да затим до краја периода пројекције настави да успорава ка централној вредности циља. Према оцени Извршног одбора, успоравању инфлације допринеће исцрпљивање ефекта виших цена енергената и хране, очекивано постепено решавање проблема застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и ефекти досадашњег заостравања монетарних услова и релативна стабилност девизног курса, која ће бити очувана и у наредном периоду. У кратком року ублажавању даљег раста цена требало би да допринесе и мере Владе Србије у погледу привременог ограничавања цена основних животних намирница и електричне енергије за привреду.

Приликом доношења одлуке о монетарним условима, Извршни одбор је оценио да је домаћа привреда задржала снажну динамику раста базирану на одрживим основама, која ће се наставити и поред смањења степена експанзивности монетарне политике. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа у последњем тромесечју 2021. износио је 6,9% на међугодишњем нивоу, док на нивоу године процена раста износи 7,5%. Таква кретања резултат су раста активности у услужним секторима и грађевинарству, али и индустрији, упркос и даље присутним изазовима у погледу застоја у глобалним ланцима снабдевања. Негативан допринос расту забележен је једино од пољопривредне производње, која је услед суше смањена за 5%. И поред нешто неповољнијих изгледа глобалног привредног раста, Извршни одбор је задржао процену да ће се стопа привредног раста у овој години и у средњем року кретати у распону 4–5%, чему ће допринети наставак инвестиционог циклуса и реализација великих инфраструктурних пројеката, као и раст личне потрошње, подржан повољним трендовима на тржишту рада.

Међународно окружење и даље карактерише повећана неизвесност у погледу утицаја тока пандемије и појаве нових сојева вируса на брзину глобалног привредног раста, кретање светских цена примарних производа, а тиме и на инфлацију. Ипак, охрабрује то што су негативни ефекти соја омикрон вируса корона за сада били мањи од очекиваних, делом и због тога што су економије широм света показале висок степен прилагођавања измењеним условима пословања услед пандемије. Према оценама водећих међународних финансијских институција, због енергетске кризе и продужених ефеката застоја у глобалним ланцима снабдевања, изгледа глобалног привредног раста кориговани су благо наниже. Ипак, очекује се да се раст убрза у другој половини године, чему ће допринети и најављено попуштање здравствених мера, пре свега у Европи. То би требало позитивно да се одрази на наш извоз и активност прерађивачке индустрије.

Опрезност у вођењу монетарне политике Народне банке Србије посебно налажу кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Након привременог смиривања крајем прошле године, светске цене сирове нафте од јануара поново расту, на шта су се пре свега одразиле геополитичке тензије и повећана тражња за енергентима, што су пратиле и цене других примарних производа. Ипак, према тржишним очекивањима (нафтни фјучерси), у наредном периоду требало би да уследи стабилизација, а затим и постепени пад светских цена сирове нафте и примарних пољопривредних производа. Дешавања на међународном финансијском тржишту, а тиме и токове капитала према земљама у успону, укључујући Србију, и даље ће у највећој мери опредељивати одлуке водећих централних банака – Система федералних резерви и Европске централне банке, за које се, с обзиром на инфлацију која је знатно изнад циља и притиске с тржишта рада, сада очекује да би могле у већој мери да заостре монетарне услове него што се претходно очекивало.

У наредном периоду одлуке монетарне политике зависеће од кретања фактора из међународног и домаћег окружења и оцене интензитета и постојаности инфлаторних притисака по том основу. У случају да се материјализују неки од ризика који би за последицу могли да имају кретање инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља у дужем периоду, Народна банка Србије је спремна да реагује свим расположивим инструментима.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 18. фебруара.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. марта 2022.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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