

# НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

## Говор на презентацији Извештаја о инфлацији – фебруар 2022.

---

Саво Јаковљевић, генерални директор Сектора  
за економска истраживања и статистику

Београд, 18. фебруар 2022.

*Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,*

У наставку конференције детаљније ћемо вам представити наше нове макроекономске пројекције бруто домаћег производа и инфлације, као и очекивано кретање кључних фактора из домаћег и међународног окружења који их опредељују.

\* \* \*

Као што је гувернер Јоргованка Табаковић истакла у уводном обраћању, бруто домаћи производ је и у четвртом тромесечју 2021. задржао релативно снажну динамику раста и, према процени Републичког завода за статистику, на међугодишњем нивоу остварен је раст од 6,9%. То је надмашило наша очекивања и резултирало тиме да реални раст бруто домаћег производа на нивоу године достигне 7,5%. Том расту су, посматрано с производне стране, 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%.

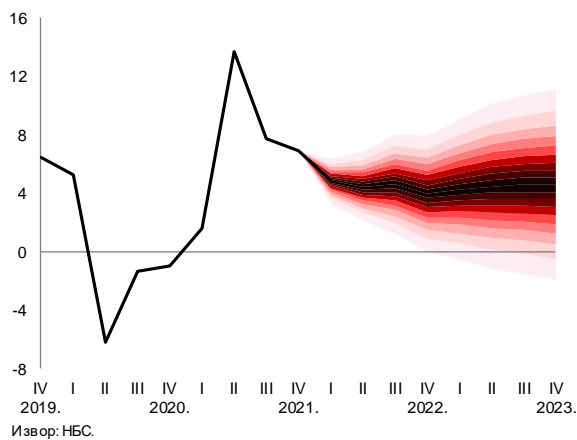
Према проценама Народне банке Србије, тромесечни десезонирани раст у четвртом тромесечју износио је 1,6%, чиме се крајем године бруто домаћи производ нашао за више од 5% изнад преткризног нивоа, тј. нивоа из првог тромесечја 2020. године. Притом, важно је нагласити да управо бржи од очекиваног привредни раст у четвртом тромесечју 2021. по основу ефекта пренетих тенденција (*carry over* ефекат), који се процењује на око 2%, чини извеснијим остварење наше пројекције раста бруто домаћег производа у овој години. Имајући то у виду, упркос томе што су, према оцени водећих међународних финансијских институција – Међународног монетарног фонда и Светске банке, изгледи глобалног привредног раста за ову годину нешто неповољнији него пре три месеца, пројекцију привредног раста Србије задржали смо у распону од 4% до 5%, што су очекивања и за средњи рок.

Према нашим проценама, захваљујући даљем повећању запослености и зарада и повољним условима кредитирања, очекујемо да ће расту бруто домаћег производа највише допринети **приватна потрошња** за коју процењујемо да ће и у наредном периоду расти спорије од укупног бруто домаћег производа, што чини привредни раст средњорочно одрживим.

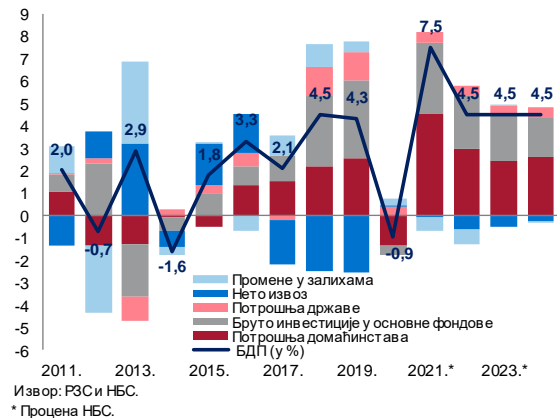
Очекујемо да ће и **фиксне инвестиције** и у овој години, као и у средњем року, задржати релативно снажан допринос привредном расту, чему ће допринети реализација најављених инфраструктурних пројеката у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре. Најважнији фактор раста приватних инвестиција остају сопствени извори, који су очувани и поред раста трошкова производње по основу поскупљења енергије и сировина. За очување сопствених извора финансирања од посебне важности је било то што су и у време избијања пандемије, али и након тога, очувани производни капацитети и сачувана радна места, 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 страних директних инвестиција. Из године у годину прилив страних инвестиција превазилази наше пројекције, а још је важнија чињеница да су ове инвестиције пројектно распрострањене и претежно усмерене у разменљиве

секторе. Све претходно наведено требало би да резултира тиме да учешће фиксних инвестиција у бруто домаћем производу престижне пожељан ниво од 25% у овој години и настави да расте.

Графикон 1. Пројекција раста БДП-а  
(мг. стопе, у %)



Графикон 2. Доприноси реалном расту БДП-а,  
расходна страна  
(у п.п.)



Инвестиције из претходних година повећале су нашу извозну понуду, што, уз нормализацију глобалних економских токова и опоравак екстерне тражње, доприноси високим стопима раста извоза. У условима повећаног увоза опреме ради реализације поменутих инвестиционих пројеката, у овој и наредне две године очекујемо благ негативан допринос **нето извоза**. И поред тога, очекујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу бити релативно стабилно и да ће у средњем року остати испод 5%, као и да ће и даље у пуној мери бити покривено нето приливом страних директних инвестиција.

Ризике пројекције бруто домаћег производа, укупно посматрано, оцењујемо као симетричне. Као и у претходним пројекцијама, ризици по основу фактора из међународног окружења и даље су благо израженији наниже, док су ризици по основу фактора из домаћег окружења благо израженији навише.

Када је реч о факторима из међународног окружења, најважнији ризик наниже по нашу прерађивачку индустрију и извоз представља **дуже трајање застоја у глобалним ланцима снабдевања него што се очекује, као и наставак енергетске кризе**. У складу са оценама релевантних међународних финансијских институција, претпоставили смо да ће се током ове године постепено отклањати уска грла у највећем броју области производње, као и да ће пад цена природног гаса уследити од пролећа, али би проблеми с ценом гаса глобално могли да потрају и дуже него што се очекује. Међутим, захваљујући потписивању уговорâ 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 очекујемо веће поремећаје у пословању домаће привреде по овом основу. Цена електричне енергије за домаћу привреду јесте повећана, али треба имати у виду да су многа предузећа склопила повољније дугорочне уговоре са Електропривредом Србије и да због тога и нису имала веће трошкове за електричну енергију. Такође, важно је истаћи 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 и најизраженији. Поред тога, треба имати у виду да би и у случају виших цена гаса екстерна

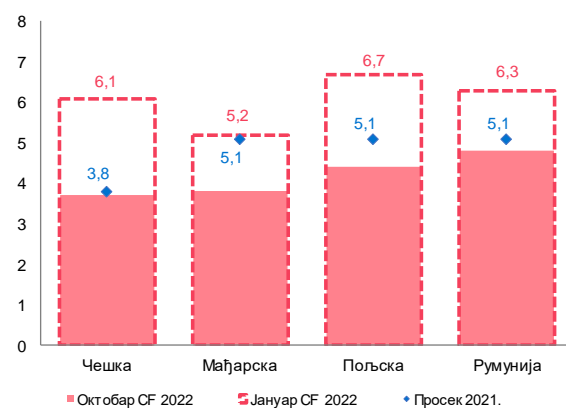
конкурентност домаћих предузећа највероватније била очувана, јер се конкурентске компаније из земаља Европске уније суочавају са знатнијим повећањем цена гаса и струје.

Од фактора из домаћег окружења, издвајамо могућ **већи раст фиксних инвестиција од очекиваног**, које су иначе најздравији извор раста бруто домаћег производа, јер истовремено повећавају и производни потенцијал. Пре свега, мислимо да би прилив страних директних инвестиција могао бити већи од наших процена, које су, традиционално, конзервативне. Поред тога, сматрамо да су и фискални приходи државе у Фискалној стратегији, које смо користили као претпоставку пројекције, конзервативно пројектовани и да би њихова боља реализација отворила додатни простор, који би се највише искористио за раст капиталних издатака државе.

Сада бих укратко представио нашу нову **пројекцију инфлације**. Претходних дана и месеци имали смо прилике да чујемо да су готово све централне банке кориговале навише своје пројекције инфлације, јер су се трошковни притисци показали инфлаторнијим и постојанијим од претходно очекиваних. Централне банке су сагласне у оцени да ће повишени трошковни притисци по основу цена енергената, хране и индустријских сировина, као и поремећаја у ланцима снабдевања, генерисати инфлаторне притиске још у кратком року, али у мањој мери него до сада, будући да се највећи део ових трошкова већ пренео на потрошачке цене. У другој половини године очекује се знатно успоравање инфлације. У складу с тим су и наша очекивања.

Графикон 3. Ревизија пројекције инфлације за 2022.

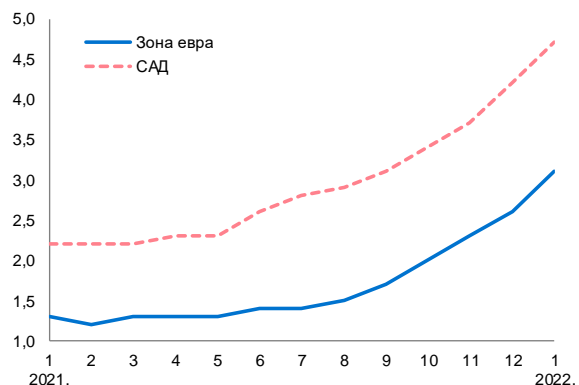
(у %)



Извор: Consensus Forecasts.

Графикон 4. Ревизије прогнозе инфлације за 2022. годину у последњој години дана

(мг. раст, у %)

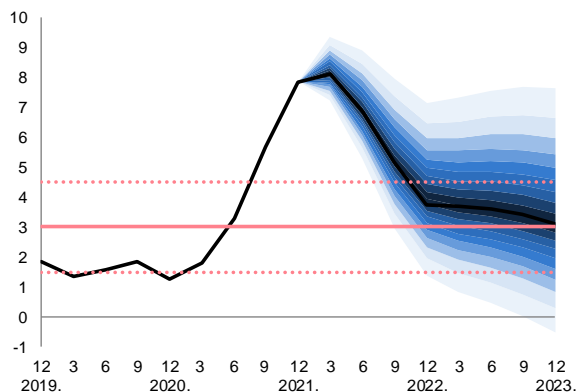


Извор: Consensus Forecasts.

Према нашој новој пројекцији, укупна инфлација ће током првог тромесечја ове године бити на сличном нивоу или благо вишем него у децембру, када је износила 7,9% међугодишње. Очекујемо да ће инфлација врхунац највероватније достићи у фебруару, након чега би требало да буде у паду до краја периода пројекције. Успоравању инфлације најпре ће 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, иако сви ови фактори у новој пројекцији делују инфлаторније у поређењу с претходном пројекцијом. Према нашој новој

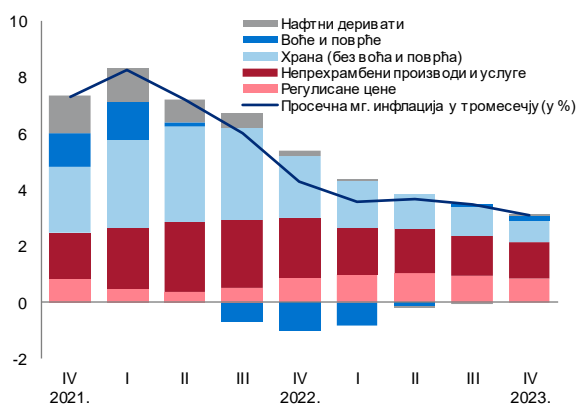
пројекцији, инфлација на међугодишњем нивоу крајем ове године износиће од 3,5% до 4%, а након тога ће наставити да успорава и креће се око централне вредности циља.

Графикон 5. Пројекција инфлације  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 6 Доприноси мг. инфлацији по компонентама  
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

С обзиром на то да је раст бруто домаћег производа у 2021. био већи од наших очекивања, поставља се питање утицаја домаће тражње на инфлацију. Према нашој процени, у хоризонту пројекције инфлације, тј. у наредне две године, дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње постепено ће слабити. Међутим, важно је нагласити да и поред тога што расте ниво привредне активности, повећавају се и производни капацитети, што значи да раст тражње прати и раст понуде, тако да ни у хоризонту пројекције, нити у средњем року, неће бити ризика од прегревања економије. Уз очувану релативну стабилност девизног курса, то доприноси нижој базној инфлацији од укупне и њеном стабилнијем кретању.

Графикон 7. Пројектовано кретање производног јаза\*  
(у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.  
\* Производни јаз је проценен на бази НДВ-а.

Графикон 8. Укупна и базна инфлација  
(мг. стопе, у %)



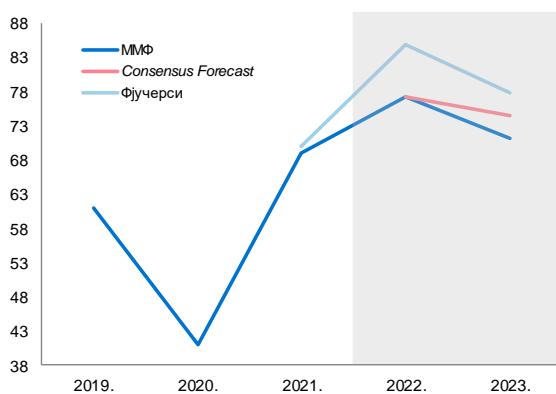
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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 енергетске кризе, кретање светских цена енергената и примарних пољопривредних производа, као и на нормализацију монетарних политика водећих централних банака.** Тренутно једна од највећих глобалних неизвесности односи се на кретање цена сирове нафте – раст цена овог енергента од почетка године био је интензиван, али тржишна

очекивања на основу кретања цена фјучерса и даље указују на то да би у овој и наредне две године требало да уследи њихов пад.

Ризици за остварење пројекције делом су везани и за домаће окружење и односе се пре свега на **наредну пољопривредну сезону, динамику домаће тражње и кретање регулисаних цена**. Када је конкретно реч о ценама хране на домаћем тржишту, њихово даље кретање зависиће у великој мери и од наредне пољопривредне сезоне у Србији, која је за потребе пројекције претпостављена на нивоу петогодишњег просека. У случају пољопривредне сезоне која би била изнад, односно испод просека, инфлација би крајем године могла да се нађе ближе доњој, односно горњој граници инфлационог циља Народне банке Србије, који износи  $3 \pm 1,5\%$ .

Графикон 9. Пројекције цене нафте на светском тржишту (USD/барел)



Извор: ИМФ, Consensus Forecast, Блумберг.  
Напомена: Осенчена површина означава пројекцију.

Графикон 10. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



Извор: СВOT, Euronext и прерачун НБС.

### *Даме и господо, драге колеге,*

На крају данашњег излагања, желео бих да истакнем да фебруарски Извештај о инфлацији садржи пет осврта на актуелне теме:

1. У првом осврту упоредили смо допринос раста цена хране и нафте инфлацији у 2021. години с претходним епизодама њиховог високог раста на светском тржишту;
2. У другом осврту анализирали смо утицај пандемије на биланс штедње и инвестиција;
3. У трећем осврту детаљније смо анализирали како су се застоји у глобалним ланцима производње и снабдевања одражавали на перформансе прерађивачке индустрије и њеног извоза у 2021. години;
4. Четврти осврт посвећен је макроекономским ефектима светске енергетске кризе на Србију;
5. У петом осврту показали смо како се различити типови ценовних шокова одражавају на међугодишњу инфлацију, чиме смо илустративно објаснили зашто очекујемо да се инфлација ове године нађе на опадајућој путањи.

Верујемо да ће вам ови осврти, као и сам Извештај, који је пред вама, дати додатна појашњења утицаја глобалних и домаћих кретања на инфлацију и привредни раст наше земље.