

ПРИМЉЕНО: 29 .06. 2022



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
ГУВЕРНЕР

КГ-бр. 159211/22

Орг јед	Број	Прилог	Вредност
03	400-965/22		

Београд, 29 . јуна 2022.

НАРОДНА СКУПШТИНА

У складу с чланом 71. ст. 2. и 4. Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015 – одлука УС и 44/2018), Народна банка Србије подноси Народној скупштини, у довољном броју примерака за све посланичке групе, Годишњи извештај о монетарној политици за 2021. годину, Годишњи извештај о пословању и резултатима рада за 2021. годину, као и Годишњи извештај о стабилности финансијског система за 2021. годину – које је Извршни одбор Народне банке Србије једногласно усвојио на седници одржаној 9. јуна 2022. године.

С поштовањем,



Др Ђорѓованка Табаковић

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2021

Садржај

Резиме.....	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације.....	7
1. Монетарна политика у 2021. години	7
2. Инструменти монетарне политике.....	10
Операције на отвореном тржишту	10
Депозитне и кредитне олакшице.....	10
Обавезна резерва	10
Каматне стопе	11
Операције на девизном тржишту	11
Девизне своп аукције Народне банке Србије.....	12
3. Остварење циљане инфлације у 2021. години	12
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике.....	14
1. Међународно окружење.....	14
Економска активност и инфлација.....	14
Монетарна политика	17
Финансијска и робна тржишта	18
2. Међународне трансакције.....	20
Платнобилансна кретања и девизне резерве	20
Међународна инвестициона позиција земље.....	22
3. Кретања на финансијском тржишту	23
Каматне стопе	23
Премија ризика земље и кредитни рејтинг	25
Кретања на девизном тржишту и курс динара.....	26
4. Новац и кредити	27
Монетарни агрегати М1, М2 и М3.....	27
Кредити банака	28
5. Показатељи степена динаризации.....	31
6. Тржиште непокретности.....	32
7. Инфлациона очекивања	34
8. Фискална кретања	35
9. Агрегатна тражња.....	36
10. Економска активност	38
11. Зараде и запосленост.....	40
Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2022. години.....	42
Додатак 2. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2024. године	44
Списак графикана и табела.....	45

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије, најкасније до 30. септембра текуће године, подноси Народној скупштини Полугодишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.¹

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике, и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Годишњи извештај о монетарној политици у 2021. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 9. јуна 2022. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС”, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 – одлука УС и 44/2018.

² „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015, 72/2015 и 50/2018.

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

- БДП** – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
дсз. – десезонирано
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
NPL – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
РС – Република Србија
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Резиме

Макроекономска кретања у међународном окружењу и Србији и у 2021. години била су под знатним утицајем ефеката пандемије вируса корона, што се одражавало и на одлуке монетарне политике Народне банке Србије. Почетком 2021. године у великом броју земаља и даље су на снази биле рестриктивне здравствене мере због погоршане епидемијске ситуације, али су проналазак и дистрибуција вакцина крајем 2020. побољшали изгледе глобалног привредног раста и довели до наглог раста тражње, којој понуда није могла да се прилагоди у кратком року. Као последица тога, али и ефекта ниске базе, светске цене примарних производа и транспорта интензивно су расле, а несташице појединих инпута у производњи појачале су застоје у глобалним ланцима снабдевања. Током године епидемијска ситуација је, глобално посматрано, поправљена, што је резултирало попуштањем здравствених мера и додатним убрзањем екстерне тражње.

Иако су од почетка 2021. појачани инфлаторни притисци на глобалном нивоу, **већина централних банака је током већег дела године процењивала да је реч о привременом расту инфлаторних притисака**. Ипак, с протоком године испоставило се да су трошковни притисци постали инфлаторнији и постојанији него што се очекивало. Средином године, на светском тржишту уследио је раст цене не само нафте већ и других цена енергената. На таква кретања утицало је деловање великог броја фактора и на страни понуде и на страни тражње, што је додатно повећало произвођачке и увозне цене. У таквим околностима, одређени број централних банака у свету, укључујући и земље региона у режиму циљања инфлације, **започео је циклус повећања референтне каматне стопе**. Раст инфлације у овим земљама, поред виших цена енергената и других трошкова у производњи, водили су и домаћа тражња и притисци с тржишта рада, тј. смањење незапослености и раст зарада.

Референтне каматне стопе водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке, остале су на историјски најнижем нивоу, али су крајем године, у условима израженијих инфлаторних притисака, повољнијих изгледа привредног раста и смањења незапослености, ове централне банке донеле одлуку о смањењу програма квантитативног попуштања за наредни

период, што је повећало очекивања тржишта да ће у скоријем периоду уследити нормализација њихових монетарних политика. То је за последицу имало и умерено заштравање глобалних финансијских услова.

Домаћи макроекономски услови спровођења монетарне политике од почетка 2021. године били су повољни, упркос продужењу пандемије. Томе је допринео пре свега процес вакцинације, који је започет много раније него у већини других земаља у окружењу, као и ефекти предузетих обимних монетарних и фискалних подстицаја у 2020. години, захваљујући којима су очувани инвестиционо и потрошачко поверење, производни капацитети и радна места. Поред тога, кључну улогу имало је и постизање и очување макроекономске и фискалне стабилности, као и јавних финансија, у годинама пре избијања пандемије.

У 2021. години остварен је раст бруто домаћег производа Србије од 7,4%, тако да је, **кумулативно посматрано, у две пандемијске године раст износио 6,4%, што представља један од најбољих резултата у Европи**. Снажан опоравак економске активности постигнут је пре свега захваљујући предузетим економским мерама за ублажавање ефеката кризе, тако да је бруто домаћи производ већ током првог тромесечја 2021. достигао свој преткризни ниво, а до краја године га престигао за преко 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 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 смањена за 5%. Посматрано с расходне стране, привредни раст је био вођен инвестицијама у фиксне фондове услед високог прилива страних директних инвестиција, повећане реализације капиталних издатака државе и повољних услова кредитног финансирања, као и личном потрошњом, пре свега захваљујући позитивним трендовима на тржишту рада.

Током 2021. порасле су зараде и запосленост, а незапосленост се, након благог раста почетком године, у остатку године смањивала. Тако је просечна номинална нето зарада у децембру достигла 74.629 динара (635 евра), број

формално запослених на крају 2021. био је за скоро 20 хиљада лица већи него годину дана раније, док је број регистрованих незапослених пао испод 480 хиљада лица. Таква кретања сведоче о отпорности тржишта рада, упркос и даље присутним последицама пандемије, које су у великој мери санирале захваљујући економским мерама државе.

Фискална кретања у 2021. години надмашила су очекивања. Учешће **дефицита опште државе у бруто домаћем производу** износило је 4,1%, што је знатно мање у односу на претходну годину, као и на процену из *Ревидиране Фискалне стратегије за 2022. годину са пројекцијама за 2023. и 2024. годину*, која је износила 4,9% бруто домаћег производа. Повољнијем резултату од планираног допринели су убрзање привредног раста и повољни трендови на тржишту рада, што се одrazilо 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 за преко 50% виши него 2020. године и достигли су 7,4% бруто домаћег производа. Учешће јавног дуга опште државе у бруто домаћем производу на крају 2021. износило је 57,1% (централног нивоа власти 56,5%) и очувано је на нивоу који је испод мастрихтског критеријума.

Као резултат раста извозних капацитета, захваљујући инвестицијама из претходног периода и веће екстерне тражње, **учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу у 2021. остало је на сличном нивоу као претходне године и износило је 4,4%**. У поређењу са 2020. 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 услед већег учешћа увоза од извоза, и поред бржег раста робног извоза од увоза. Робни извоз је повећан за 29,1%, при чему је раст забележен код 20 од 23 области прерађивачке индустрије, а највећи допринос расту извоза потекао је од извоза основних метала, руде метала, прехранбених производа, хемикалија и хемијских производа, електричне опреме, производа од гуме и пластике, као и моторних возила и приколица. Истовремено, робни увоз је повећан за 25,4%, од чега се две трећине доприноса односи на увоз средстава за репродукцију, делом и због виших цена енергената, док је увоз потрошне робе и

средстава за рад допринео расту увоза у мањој мери.

Прилив капитала у Србију по основу страних директних инвестиција премашао је рекордан ниво из 2019. године и у 2021. износио је 3,9 милијарди евра. Прилив је, као и претходних година, био пројектно и географски распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе. У истом периоду, нето прилив по основу портфолио инвестиција износио је 1,6 милијарди евра и резултат је пре свега успешних емисија еврообвезница на међународном финансијском тржишту. Потребно је нагласити да су крајем јуна 2021, као резултат дугогодишњег преданог рада Народне банке Србије и Владе, динарске државне обвезнице укључене у реномирани индекс *J.P. Morgan-a*, што треба да допринесе ширењу базе страних инвеститора који улажу у динарске државне обвезнице, као и продубљивању домаћег финансијског тржишта. 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 крајем 2021. износиле 16,5 милијарди евра. Ниво девизних резерви Србије је адекватан и обезбеђује заштиту од екстерних потреса, што је практично и потврђено у периоду пандемије и избијања кризе у Украјини.

Инфлација у Србији, као и у већини других земаља у свету, имала је узлазну путању током 2021. године, на шта се, поред ефекта ниске базе, одражавао раст светских цена примарних производа (нафте, метала и пољопривредних производа), а од августа и сезонски неубичајан раст цена воћа и поврћа на домаћем тржишту услед суше током летњих месеци и ниже пољопривредне производње. То је за последицу имало да се инфлација нађе изнад горње границе дозвољеног одступања од циља од августа и да крајем године износи 7,9% међугодишње, од чега је преко три четвртине доприноса било последица виших цена енергије и хране. С друге стране, базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике више утичу, била је знатно нижа од укупне инфлације и у децембру је износила 3,5%. Очувању базе инфлације на нижем нивоу допринела је **релативна стабилност девизног курса**, која представља снажно сидро ценовне стабилности у претходних осам година, као и одсуство знатнијих инфлаторних притисака са стране тражње.

И у 2021. години Народна банка Србије очувала је релативну стабилност курса динара према еврџу, пажљиво пратећи факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на кретања на домаћем девизном тржишту и реагујући правовремено и одмерено. У условима преовлађујућих апрeцијацијских притисака током већег дела 2021. на нивоу године **Народна банка Србије била је 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. Посматрано крајем периода, вредност динара према еврџу била је готово непромењена (117,6 динара за еврџу), док је због слабљења евра према долару, динар према долару у 2021. ослабио за 8,0%, на 103,9 динара за долар на крају децембра.

Због чињенице да 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 да домаћи фактори, изузев ефеката суше, нису у већој мери деловали инфлаторно, **Народна банка Србије је током 2021. заштравала монетарне услове у мањој мери него што су то чиниле друге земље региона у режиму циљања инфлације**. Мањи обим реакције био је у складу и са очекивањима да ће се у хоризонту монетарне политике (тј. годину дана унапред) инфлација наћи у границама циља. Народна банка Србије задржала је висину референтне каматне стопе на непромењеном нивоу од 1%, али је од октобра 2021. године, користећи флексибилност постојећег монетарног оквира, повећањем просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама постепено смањивала експанзивност монетарне политике. Поменута стопа је до краја 2021. године повећана на 0,5%, са 0,11%, колико је износила током године закључно са септембром.

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 рестриктивнијом монетарном политиком. **Услови задуживања на домаћем тржишту не само да су остали повољни већ су каматне стопе на кредите биле и ниже него претходне године**, 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. Том расту су у благо већој мери допринели кредити привреди од кредита становништву, подржани и реализацијом кредита у оквиру гарантне шеме.

Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима од 3,6% на крају године, које је испод нивоа забележеног пре пандемије, указује на то да је, захваљујући правовременим и адекватним мерама Народне банке Србије и Владе усмереним на ублажавање негативних ефеката пандемије на привреду и становништво, квалитет активе банака очуван и додатно ојачан. Томе доприноси и раст степена динаризације кредита и депозита, који се бележи у континуитету у протеклих неколико година и који је крајем 2021. достигао близу 40%.

Почетак 2022. године обележило је заштравање геополитичких тензија и избијање кризе у Украјини. Неизвесност која је карактерисала међународна робна и финансијска тржишта претходних месеци услед појаве нових сојева вируса корона додатно је појачана са избијањем кризе у Украјини, што је за последицу имало знатан раст цена енергената, светских цена примарних пољопривредних производа и метала, које су се приближиле историјски највишим нивоима или их чак премашиле. По том основу изгледи глобалног привредног раста постају неизвеснији, а додатни раст цена енергената, хране и сировина за производњу повећава ризике да би инфлаторни притисци могли бити већи од очекиваних и присутни у дужем периоду. У таквим околностима није извесно ни којом брзином ће се одвијати очекивана нормализација монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке, као и какве ће ефекте повећана неизвесност на глобалном нивоу имати на финансијске услове и токове капитала према земљама у успону, укључујући и Србију.

Иако су расположиви месечни показатељи указивали на то да се економска активност на почетку године у највећој мери креће у складу са очекивањима Народне банке Србије, тј. с пројектованим растом бруто домаћег производа Србије у распону 4,0–5,0% у 2022. години и средњем року, крајем фебруара испољили су се негативни ефекти конфликта у Украјини, пре свега кроз наставак јачања инфлаторних притисака услед виших светских цена енергената и примарних производа. Узимајући у обзир досадашње негативне ефекте конфликта у Украјини, као и да су по том основу ревидиране оцене глобалних економских кретања од стране најзначајнијих међународних институција, укључујући и за зону евра и земље региона, с којима остварујемо најзначајније трговинске везе, Народна банка Србије је ревидирала пројекцију раста бруто домаћег производа Србије за 2022. годину на распон 3,5–4,5%, што је за 0,5 процентних поена ниже него што се очекивало пре избијања овог конфликта.

Ипак, Извршни одбор сматра да средњорочни макроекономски изгледи и даље остају повољни, подржани одговорним вођењем економске политике, наставком спровођења структурних реформи и реализацијом великих инфраструктурних пројеката. Полазећи од претпоставке да се геополитичке тензије неће даље продубљивати и да се неће прекинути снабдевање гасом на глобалном нивоу, средњорочна пројекција раста бруто домаћег производа од 4% до 5% годишње задржана је и у мају непромењеном. Истовремено, према централној пројекцији инфлације (мај 2022), очекујемо да ће међугодишња инфлација у другој половини 2022. имати опадајућу путању, да ће се у границе циља највероватније вратити у другој половини наредне године, а затим наставити да успорава до краја хоризонта пројекције.

Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку наставку раста наше привреде и запослености, даљем расту извозног

сектора, као и повољном инвестиционом амбијенту. Народна банка Србије ће пажљиво пратити геополитичка дешавања и кретање свих кључних фактора инфлације из домаћег и међународног окружења и процењивати да ли има потребе за додатном реакцијом или ефекти досадашњег заштравања монетарних услова обезбеђују да се инфлација у хоризонту пројекције врати у границе циља. Уколико се материјализују неки од ризика који би за последицу могли да имају да се инфлација у дужем периоду креће изван граница циља, Народна банка Србије је спремна да реагује, коришћењем свих расположивих инструмената.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009. с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Монетарни одбор Народне банке Србије¹ усвојио је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе РС о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе 19. децембра 2008, у којем је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

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

Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, одлука о циљаној инфлацији доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред. Будући да процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према ЕУ још увек траје, циљана инфлација је благо изнад квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Тако је крајем 2021. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2024.**

године на нивоу од **3,0%**, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.²

Задржавањем средње вредности циља за инфлацију на 3%, Народна банка Србије потврђује своју одлучност да инфлацију у **средњем року одржи на ниском нивоу, што је један од кључних елемената очувања пословног и потрошачког поверења.** Тиме се уважавају повољни макроекономски резултати, који су сачувани и у време пандемије, а остварени су захваљујући пуној координацији монетарне и фискалне политике. Поред тога, у условима променљивих изгледа глобалног опоравка и волатилних токова на међународном робном и финансијском тржишту, задржавањем циља монетарна политика доприноси даљем повећању отпорности наше привреде на потенцијално негативне екстерне утицаје, а тиме и очувању добрих изгледа раста наше привреде.

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

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

¹ У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС”, бр. 44/2010). Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења дотадашњег Монетарног одбора.

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2024. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 9. децембра 2021.

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

Народна банка Србије спроводи **режим руковођено пливајућег девизног курса**. Интервенције на девизном тржишту спроводи

како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувала стабилност цена и финансијског система и одржала адекватан ниво девизних резерви.

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

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у 2021. години

Монетарна политика током 2021. водила се у складу с *Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2021. години*.³ Програм монетарне политике, који је донет у децембру 2020, предвиђао је да ће Народна банка Србије настојати да оствари утврђени циљ за инфлацију доследним и предвидивим променама референтне каматне стопе, при чему ће у обзир узимати пројекцију инфлације, економска кретања у домаћем и међународном окружењу, као и утицај на финансијску стабилност. У *Програму* је истакнуто да ће Народна банка Србије и у 2021. години задржати потребну флексибилност монетарне политике у погледу коришћења инструмената како би обезбедила несметано функционисање трансмисионог механизма монетарне политике, али и пружила подршку привредном опоравку од негативних ефеката пандемије.

Током 2021. године висина референтне каматне стопе задржана је на непромењеном нивоу од 1%, колико износи од децембра 2020. године. То је најнижи ниво референтне каматне стопе у режиму циљања инфлације и за 1,25 п.п. нижи ниво него у преткризном периоду. Ипак, у условима повећања инфлаторних притисака, који су пре свега последица фактора на страни понуде из међународног окружења, **Народна банка Србије од октобра 2021. године постепено смањује експанзивност монетарне политике повећањем просечне пондерисане каматне стопе на једнонедељним реверзним репо аукцијама**, као и процента вишкова динарске ликвидности банака које повлачи путем ових аукција. Претходно је крајем септембра донела одлуку да престане да организује аукције репо куповине динарских ХоВ, којима је банкама у условима пандемије обезбеђивана динарска ликвидност, по ком основу је до краја године повучено око 50 млрд динара. На последњој аукцији у 2021. години, која је одржана 29. децембра, просечна репо стопа на реверзним недељним репо аукцијама износила је 0,5%, што је за 0,39 п.п. више од њене просечне вредности у октобру. Иначе, методом аукција по варијабилној каматној стопи којим се ликвидност повлачи по стопама које банке нуде и које су ближе тржишним даје се могућност Народној банци Србије да реагује на тржишту и

без промене основних каматних стопа. На тај начин овај модел, који се примењује од децембра 2012. године, ствара предуслове за флексибилније деловање монетарне политике у смислу да се може реаговати променом репо каматне стопе и између састанака Извршног одбора.

Почетак 2021. године обележило је погоршање епидемијске ситуације у свету и код нас. Ипак, позитивни ефекти претходних програма фискалних мера и монетарних стимуланса резултирали су успешним прилагођавањем потрошачких навика и пословања предузећа у измењеним условима, што је, уз ефекте започете вакцинације грађана раније него у већини других земаља, у великој мери допринело да негативни ефекти пандемије буду знатно мањи него у првом таласу. То је за резултат имало и знатно бржи привредни раст од очекиваног и достизање преткризног нивоа БДП-а само три тромесечја након избијања пандемије.

Дешавања у међународном окружењу, пре свега у зони евра, нашем најважнијем економском партнеру, и даље су захтевала опрезност у вођењу монетарне политике. Пооштравање здравствених мера у готово свим земљама Европе и повећана неизвесност у погледу утицаја тока пандемије и појаве нових сојева вируса одразили су се на успоравање привредног раста зоне евра, пре свега у Т1 2021. Након тога, епидемијска ситуација је, глобално посматрано, поправљена, што је резултирало попуштањем епидемијских мера, убрзањем екстерне тражње и повољнијим изгледима за глобални привредни раст. То је, уз инвестиције из претходног периода, пре свега у разменљиве секторе, позитивно утицало на наш извоз и активност прерађивачке индустрије, и поред присутних ефеката застоја у глобалним ланцима снабдевања.

Иако су од почетка 2021. појачани инфлаторни притисци на глобалном нивоу, **већина централних банака је током већег дела године процењивала да је реч о привременом расту инфлаторних притисака**, чему, поред ефекта ниске базе из претходне године, доприноси раст цена примарних производа инициран наглим растом глобалне тражње, као и немогућност понуде да се у кратком року прилагоди растућој тражњи. Ипак, с протоком године испоставило се да су трошковни притисци постали инфлаторнији и постојанији него што се

³ „Службени гласник РС”, бр. 88/2019.

очекивало, на шта су се, поред виших светских цена нафте, хране и метала, одражавали и виши трошкови међународног транспорта, као и поскупљење осталих енергената, природног гаса и електричне енергије на рекордне нивое у октобру. На раст увозних и произвођачких цена одразили су се и несташице појединих сировина у производњи и застоји у глобалним ланцима снабдевања.

У таквим околностима, одређени број централних банака у свету, укључујући и земље региона у режиму циљања инфлације, **започео је циклус повећања референтне каматне стопе**. Поред виших цена енергената и других трошкова у производњи, раст инфлације у овим земљама водили су и домаћа тражња и заоштрени услови на тржишту рада, о чему сведочи и базна инфлација, која је у овим земљама такође знатно порасла. Због тога су поједине централне банке ових земаља током 2021. у већој мери заоштравале монетарне услове него што је то чинила Народна банка Србије.

Референтне каматне стопе водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, остале су на историјски најнижем нивоу, али су крајем године, у условима израженијих инфлаторних притисака, повољнијих изгледа привредног раста и смањења незапослености, ове централне банке донеле одлуку о смањењу програма квантитативног попуштања за наредни период. У таквим околностима повећана су очекивања тржишта да ће у скоријем периоду уследити нормализација монетарних политика, пре свега ФЕД-а, на шта су страни инвеститори реаговали мањом заинтересованošћу за улагања у виду портфолио инвестиција у земље у успону.

И **инфлација у Србији**, као и у другим земљама, имала је узлазну путању током 2021. године, на шта се, поред ефекта ниске базе, одражавао раст светских цена примарних производа (нафте, метала и пољопривредних производа), а од августа и сезонски неуобичајен раст цена воћа и поврћа на домаћем тржишту услед дуготрајне суше током летњих месеци. То је за последицу имало кретање инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља од септембра и да крајем године износи 7,9% м.г., од чега је преко три четвртине доприноса укупној инфлацији потицало од виших цена енергије и хране. С друге стране, базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике више утичу, била је знатно нижа од укупне инфлације и у децембру је износила 3,5%. Очувању базне инфлације на нижем нивоу допринела је **релативна стабилност девизног**

курса, која је представљала снажно сидро ценовне стабилности у претходних осам година.

И у 2021. години Народна банка Србије очувала је релативну стабилност курса динара према еврџу, пажљиво пратећи факторе из домаћег и међународног окружења који утичу на кретања на домаћем девизном тржишту и реагујући правовремено и одмерено. У условима преовлађујућих апресијацијских притисака током већег дела 2021, на нивоу године Народна банка Србије **била је нето купац девиза на МДТ-у у износу од 645 мли евра**, и поред тога што је крајем године, због сезонски појачаног увоза енергената, реаговала претежно на страни продаје девиза.

Имајући у виду да је инфлација у Србији била претежно вођена факторима на страни понуде, а да фактори на страни тражње не изазивају јаче инфлаторне притиске, да су средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде остала у границама циља, као и да се очекивало да ће се у хоризонту монетарне политике инфлација наћи у границама циља (што је период од око годину дана унапред), Народна банка Србије умерено је пооштравала монетарне услове. При томе, претпоставке о кретању фактора из међународног окружења биле су засноване на пројекцијама међународних финансијских институцијама и очекивањима на бази фјучерса, који су указивали на попуштање притисака од Т2 2022, по основу свих привремених фактора који су у 2021. водили раст инфлације на глобалном нивоу. У таквим околностима, Извршни одбор је очекивао да ће се од Т2 2022. инфлација наћи на опадајућој путањи и да ће се током Т4 вратити у границе циља.

Крајем 2021. дошло је до извесне стабилизације светских цена примарних производа, а појавили су се и први сигнали попуштања застоја у глобалним ланцима снабдевања. Међутим, **заоштравање геополитичких тензија од почетка 2022. и избијање кризе у Украјини** одразили су се на додатни раст цена енергената и примарних производа, тако да су оне достигле или престигле историјски највише нивое. У таквим околностима постало је извесно да ће инфлаторни притисци на глобалном нивоу бити јачи и постојанији, због чега је и Народна банка Србије донела одлуку да настави заоштравање монетарних услова.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да **повољни финансијски услови који подстичу домаћу тражњу, а тиме и укупан привредни раст, могу бити одржани и с нешто мањим**

степеном експанзивности монетарне политике Народне банке Србије. Услови задуживања на домаћем тржишту остали су повољни и током 2021. године. Као резултат тога, кредитна активност је четврту годину заредом наставила да расте по готово двоцифреној стопи (9,9% у 2021).

Према процени РЗС-а, Србија је у 2021. години **остварила реални раст БДП-а од 7,4%**. Раст у сва четири тромесечја био је изнад очекивања Народне банке Србије, а висок ефекат пренетих тенденција из Т4 2021. (тзв. *carry over*) доприноси повољној основи за наставак динамичног раста у овој години. Привредни раст водио је раст 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 опала за 5%. Посматрано с расходне стране, највећи позитиван допринос расту БДП-а у 2021. години дали су приватна потрошња и бруто инвестиције у основне фондове, чему су допринели и **наставак фискалне подршке** и реализација програма економских мера у вредности око 4,2% БДП-а, као и раст капиталних издатака државе на око 7,4% БДП-а. Позитиван допринос привредном расту дао је и извоз, на који су се са стране понуде одражавале инвестиције из претходног периода у разменљиве секторе, а са стране тражње повољнији изгледи раста наших најважнијих трговинских партнера. 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.

У 2022. и средњем року Народна банка Србије је очекивала 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. Благ негативан допринос очекивао се од 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. Због неповољнијих изгледа глобалног привредног раста након избијања кризе у Украјини, а пре свега зоне евра, Извршни одбор је ревидирао пројекцију раста БДП-а за 2022. годину на распон 3,5–4,5%, док је средњорочна пројекција раста економске активности задржана у распону

4,0–5,0%. Истовремено, процењује се да су у 2022. години израженији ризици наниже за остварење пројекције БДП-а по основу неизвесности у погледу дужине трајања конфликта у Украјини, ефеката по том основу на светске цене енергената и хране, дужину трајања застоја у глобалним ланцима снабдевања, а у мањој мери и исхода домаће пољопривредне сезоне. Истовремено, према централној пројекцији (мај 2022), очекује да ће мг. инфлација у П2 2022. имати опадајућу путању, да ће се у границе циља највероватније вратити у П2 наредне године, а затим наставити да успорава до краја хоризонта пројекције. Раст светских цена примарних производа, енергената, као и увозна инфлација, који су додатно појачани од избијања конфликта у Украјини, у кратком року и даље ће вршити инфлаторне притиске на цене непрехрамбених производа и услуга, као и прехрамбених производа без воћа и поврћа, али се у хоризонту пројекције очекује њихово слабљење.

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. У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, Народна банка Србије ће процењивати да ли има потребе за додатним заштравањем монетарних услова.

Посебно треба истаћи и да је **наша привреда данас отпорнија на потресе него у случају претходних криза**. Претходних година знатно је ојачана макроекономска стабилност у Србији и смањена екстерна и унутрашња неравнотежа, а девизне резерве земље повећане су на највиши ниво, што доприноси и већој отпорности домаће привреде на ризике из међународног окружења. На то указују **одлуке кредитних рејтинг агенција**. У марту 2021. године агенција *Moody's* повећала је кредитни рејтинг Србије с Ба3 на Ба2, а у децембру је рејтинг агенција *Standard & Poor's* одлучила да побољша изгледе за повећање кредитног рејтинга, који је на нивоу ББ+, са стабилних на позитивне.

Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку наставаку раста наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и повољном инвестиционом амбијенту.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте **референтна каматна стопа**, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Улога референтне каматне стопе подржана је **коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту**. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулационог, пре свега **обавезну резерву и операције на девизном тржишту**.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током 2021. године биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

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

Током 2021. године организоване су 52 аукције репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне

вишеструке каматне стопе. Остварени обим продаје ХоВ у 2021. години (2.446,6 млрд динара) био је већи него у 2020. години (1.748,5 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током 2021. године износило је 46,8 млрд динара, што је за 12,4 млрд динара више него у 2020. години. Посматрано у односу на крај 2020. године, стање тих ХоВ повећано је за 14,5 млрд динара и крајем 2021. године износило је 44,5 млрд динара.

Народна банка Србије је у првих девет месеци 2021. године наставила да пружа подршку домаћем финансијском систему и укупним економским токовима обезбеђењем додатне динарске ликвидности банкарском сектору у износу од 86,0 млрд динара (у 2020. години укупно 41,6 млрд динара), организовањем 38 аукција репо куповине ХоВ (једном недељно), с роковима доспећа трансакција од три месеца, по веома повољној каматној стопи од 0,10%, тј. по каматној стопи на депозитне олакшице. У условима појачаних глобалних инфлаторних притисака, од октобра 2021. године Народна банка Србије престала је са организовањем аукција репо куповине.

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у 2021. години наставиле да преконоћно депонују средства код Народне банке Србије (депозитне олакшице). Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2021. години износило је 90,3 млрд динара, што је за 44,3 млрд динара мање него 2020. године.

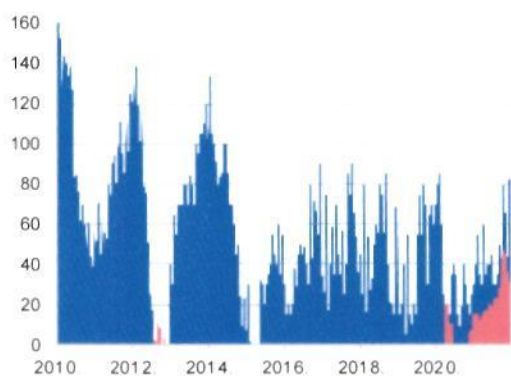
Током 2021. године банке нису користиле кредите за одржавање дневне ликвидности на основу залог ХоВ (кредитне олакшице).

Обавезна резерва

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима крајем 2021. године повећана је за 26,8 млрд динара (за око 12%) у односу на крај 2020. године и износила је 247,3 млрд динара. Наведено повећање резултат је повећања девизне обавезне резерве која се издваја у динарима за 17,4 млрд динара и повећања чисто динарске обавезне резерве за 9,4 млрд динара.

У истом периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 235,7 млн евра и износила је 2,5 млрд евра. Такво кретање је резултат повећања девизне основице за 1,9 млрд евра, при чему су обавезе са рочношћу до две године повећане за 2,1 млрд

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



■ Стање продатих ХоВ
 ■ Стање купљених ХоВ

Извор: НБС.

евра, а обавезе с рочношћу преко две године смањене за 0,2 млрд евра.

Ако се пође од структуре девизне основе, претежни део њеног повећања односи се на девизну штедњу (1,2 млрд евра) и девизне депозите привреде (0,9 млрд евра).

Каматне стопе

Током 2021. године референтна каматна стопа Народне банке Србије остала је непромењена на нивоу од 1,00%, као и коридор каматних стопа од ± 0,90 п.п. у односу на референтну каматну стопу.

С друге стране, у условима јачања инфлаторних притисака на глобалном нивоу, који се преливају и на земље у развоју (укључујући и Србију), Народна банка Србије је од октобра 2021. године **почела са смањењем степена експанзивности монетарне политике** применом неколико инструмената.

Најпре је престала са организовањем аукција репо куповине ХоВ, којима је банкама раније обезбеђивана динарска ликвидност на рок од три месеца, по веома повољним условима. Путем овог инструмента у Т4 2021. године из банкарског сектора повучено је 49,4 млрд динара. Затим, Народна банка Србије започела је процес постепеног, али континуираног повећања просечне пондерисане каматне стопе на реверзним репо аукцијама, којима на рок од недељу дана повлачи вишкове ликвидности из банкарског система. Током првих девет месеци 2021. године просечна пондерисана каматна стопа износила је 0,11%, да

би крајем 2021. године достигла 0,50%.

Поред тога, Народна банка Србије **почела је да повећава обим, као и проценат вишкова динарске ликвидности које повлачи с тржишта путем аукција репо продаје.**

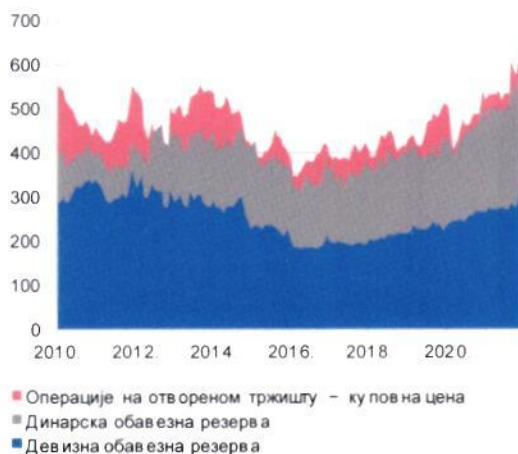
На овај начин, Народна банка Србије искористила је пуну флексибилност коју пружа домаћи монетарни оквир и ефективно поштрила монетарне услове без промене референтне стопе и коридора основних каматних стопа.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2021. годину, Народна банка Србије наставила је да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност спровођења интервенција на девизном тржишту ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према еврџу, као и очувања стабилности цена и финансијског система, те одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

Вредност динара према еврџу на крају 2021. године била је готово непромењена у односу на крај 2020. године. Након краткотрајних депрецијацијских притисака почетком године, који су били узроковани углавном сезонски појачаном тражњом за девизама домаћих предузећа – увозника енергената, у току првих девет месеци 2021. године преовладавали су апрецијацијски притисци, а Народна банка Србије је у том периоду нето купила 1,1 млрд евра.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

Притисци ка јачању домаће валуте били су резултат обновљеног дејства фактора који су и у време пре пандемије креирали структурне апрецијацијске притиске, а чији је заједнички именован побољшање макроекономских показатеља наше земље. Деловање тих фактора имало је за резултат већу понуду од тражње за девизама, креирану по више основа. Пре свега, прилив СДИ у Србију у 2021. години достигао је рекордан ниво од 3,9 млрд евра, док је нето прилив СДИ износио 3,6 млрд евра. Дефицит текућег рачуна је седму годину заредом у потпуности покривен нето приливом СДИ. Због таквих кретања понуда девиза од стране резидената била је повећана у појединим периодима године. У јуну и јулу апрецијацијски притисци били су посебно изражени, једним делом као резултат прилива портфолио инвестиција, нарочито крајем јуна, када су динарске државне ХоВ укључене у индексе *J.P. Morgan*-а. Повећана понуда девиза била је резултат и раста кредитне активности банака, односно повећања нето индексираних активне банака, као и повећаног нето откупа ефикавног страног новца и продужења девизне позиције банака по основу коришћења платних картица, чему је допринео и опоравак туризма. У Т4 преовладавали су депрецијацијски притисци и Народна банка Србије је нето продала 455,0 млн евра. Основни узрок депрецијацијских притисака био је повећана тражња за девизама домаћих компанија – увозника енергената, који су у наведеном периоду на домаћем девизном тржишту нето купили преко 1 млрд евра (1.024,0 млн евра), на шта је, поред повећаног увоза, утицало повећање цена енергената на светском тржишту.

Иако су депрецијацијски притисци били доминантни у Т4, Народна банка Србије је на нивоу целе 2021. године била нето купац девиза у износу од 645,0 млн евра.

Девизне своп аукције Народне банке Србије

Како би подстакла развој међубанкарске своп трговине и омогућила банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу, Народна банка Србије је у 2021. години наставила да организује редовне тромесечне и двонедељне аукције своп продаје и куповине девиза за динаре.

У 2021. години организовано је 100 редовних тромесечних своп аукција, на којима је Народна банка Србије своп продала и своп купила по 80,0 млн евра, као и 102 редовне двонедељне своп аукције, на којима је Народна банка Србије своп продала и своп купила по 273,0 млн евра. Стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије према банкама по основу

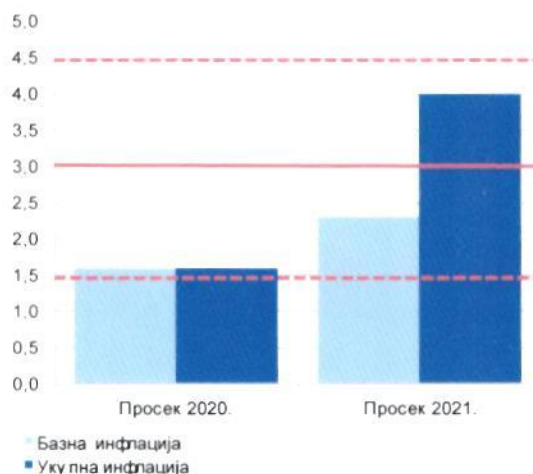
редовних тромесечних своп аукција на крају 2021. године износило је по 15,0 млн евра, док по основу редовних двонедељних своп аукција Народна банка Србије није имала девизна потраживања и девизне обавезе према банкама на крају 2021. године.

У 2021. години закључно са 8. мартом Народна банка Србије наставила је да спроводи додатне тромесечне своп аукције куповине девиза за динаре, уведене средином новембра 2020. године, ради пружања могућности банкама да прибаве додатну јефтину динарску ликвидност (каматна стопа на динаре једнака је стопи на депозитне олакшице увећаној за 10 б.п.). Путем додатних своп аукција, у условима опоравка домаће привреде, који је био бржи него што се очекивало, Народна банка Србије је настојала да ниво доступне и јефтине ликвидности у банкарском, а преко њега и у привредном сектору, одржи довољно високим како би се обезбедио наставак подстицајног деловања. На додатним своп аукцијама Народна банка Србије је од банака у 2021. години закључно са 8. мартом своп купила 165,0 млн евра, чиме је банкама обезбедила додатну динарску ликвидност на рок од три месеца у износу од 19,4 млрд динара.

3. Остварење циљане инфлације у 2021. години

Укупна инфлација у Србији, као и у другим земљама, током 2021. кретала се узлазном путањом и у просеку је износила 4,0%⁴. На то

Графикон II.3.1. Инфлација у 2020. и 2021. (у %)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

⁴ Просечан годишњи ИПЦ добија се као проста аритметичка средина 12 објављених месечних индекса (месец у односу на просек претходне године). Због тога просечна годишња стопа одражава не само промену цена већ и ефекат промене пондера.

су доминантно утицали ефекат ниске базе из претходне године и глобални фактори – снажан раст светских цена енергената и других примарних производа, као и појачани трошковни притисци услед продужених застоја у глобалним ланцима снабдевања. Поменути фактори су за последицу имали то да се инфлација од септембра, као и у другим земљама региона у режиму циљања инфлације, нађе изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Мере монетарне политике највише утичу на базну инфлацију (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), која је **и током 2021. остала ниска и стабилна** и у просеку је износила 2,3%. На крају 2021. укупна инфлација је износила 7,9% м.г., од чега се скоро три четвртине доприноса односило на више цене хране и енергије, код којих се испољио ефекат ниске базе из истог периода 2020. Истовремено, **базна инфлација** је износила 3,5% м.г., што је **знатно испод укупне инфлације и показатељ да није било израженијих инфлаторних притисака са стране тражње**. Томе је битно допринела очувана релативна стабилност девизног курса, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за две и три године унапред, која су задржана у границама циља за инфлацију.

Посматрано по компонентама ИПЦ-а у 2021. **цене непрерађене хране** биле су више за 20,9% (уз допринос инфлацији од 2,1 п.п.), а **цене прерађене хране** за 8,0% (уз допринос инфлацији од 1,7 п.п.) у условима снажног раста светских цена примарних пољопривредних производа и трошкова у производњи хране. На цене воћа и поврћа и јесењих пољопривредних култура на домаћем тржишту одразила се и суша

Графикон II.3.2. Укупна и базна инфлација (м.г. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела II.3.1. Раст и доприноси компонента расту потрошачких цена у 2021.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	7,9	7,9
Непрерађена храна	20,9	2,1
Прерађена храна	8,0	1,7
Индустријски производи без хране и енергије	3,9	1,2
Енергија	13,4	2,0
Услуге	3,8	0,9
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	3,5	1,6
Регулисане цене	4,7	0,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

током летњих месеци. Ипак, раст цена прерађене хране у децембру успорио је у односу на претходне месеце, на шта је утицала одлука **Владе да најпре ограничи цене хлеба, а потом и цене основних животних намирница** (шећера, брашна, уља, меса и млека) **за становништво**, тако да не прелазе ниво регистрован 15. новембра 2021. године.

У 2021. **цене енергије** повећане су за 13,4% (уз допринос инфлацији од 2,0 п.п.), у највећој мери због поскупљења нафтних деривата (23,5%), на које се преноси раст светских цена сирове нафте. Цене електричне енергије су повећане почетком године (за 8,2%), док цене гаса за домаћинства нису кориговане током 2021, упркос избијању светске енергетске кризе с јесени и зиме, с обзиром на то да је Влада потписала повољни уговор с Русијом, по коме ће и у наредних шест месеци највећи део гаса увозити по истој цени.

Раст **цена индустријских производа без хране и енергије** од 3,9% у 2021. (уз допринос инфлацији од 1,2 п.п.) био је одређен редовним годишњим усклађивањем акциза на цигарете у фебруару и јулу, као и повећањем осталих цена у овој групи, пре свега намештаја и опреме за домаћинства, возила и делова, алкохолних пића, одеће и обуће.

Цене услуга у 2021. повећане су за 3,8% (уз допринос инфлацији од 0,9 п.п.), првенствено по основу поскупљења комуналних и угоститељских услуга, услуга транспорта и туризма. Такође, цене већине осталих услуга биле су у порасту прошле године.

Регулисане цене, о чијем нивоу директно или индиректно одлучује држава, порасле су у 2021. за 4,7% (уз допринос инфлацији од 0,9 п.п.).

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Економска активност и инфлација

Започети опоравак светске привреде у П1 2021. изгубио је на интензитету у П2, што је, према оцени Светске банке, посебно карактерисало земље у развоју и земље у успону, у којима су последице пандемије биле израженије, процес вакцинације спорији, а простор за деловање економских политика сужен. На успоравање привредног опоравка uticali су продужени застоји у снабдевању (пре свега у Европи и САД), погоршање епидемијске ситуације услед ширења нових сојева вируса (делта и омикрон) и знатно поскупљење енергената. Према подацима ММФ-а из априла ове године, у 2021. остварен је глобални привредни раст од 6,1% (после пада од 3,1% у 2020), уз оцену да је светска привреда у 2022. ушла са слабије позиције од првобитно очекиване, за коју је пројектована стопа раста од 3,6% (након ескалације сукоба у Украјини).

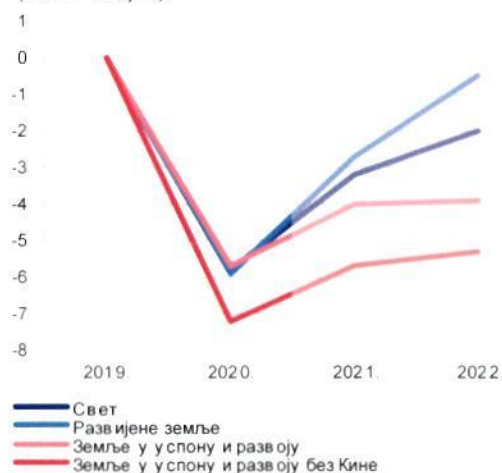
Након што је у 2020. забележила пад од 6,4%, привреда зона евра у 2021. остварила је раст од 5,4%, којем су допринеле све компоненте БДП-а, а пре свих потрошња домаћинстава и нето извоз. Зона евра је у Т4 2021, први пут од почетка пандемије, достигла преткризни ниво економске активности из Т4 2019, упркос приметном успоравању раста (0,3% дсз.) које је последица поремећаја у снабдевању, поновног увођења рестриктивних здравствених мера у

појединим европским земљама и скоковитог раста цена енергената. Исти фактори су, подстакнути кризом у Украјини, наставили да се негативно одражавају на економска кретања у зони евра и почетком ове године, за коју је ЕЦБ у марту ревидирала наниже децембарску пројекцију раста БДП-а за 0,5 п.п., на 3,7% (у основном сценарију), уз прогнозу битно нижег раста у алтернативним сценаријима. Тржиште рада у зони евра и даље се опоравља, с обзиром на то да је стопа незапослености спуштена испод преткризног нивоа (на 7,0% у децембру), с тим што је још увек присутан јаз између понуде и тражње за радном снагом.

Инфлација у зони евра се почетком 2021. вратила у позитивну зону и кретала се узлазном путањом, тако да је у јуну достигла 1,9% мг. Потом је у септембру повећана на 3,4% мг., под утицајем знатног поскупљења енергената услед испољавања ефекта ниске прошлогодишње базе, а у мањој мери и виших цена хране и услуга. Инфлација је додатно убрзала раст на 5,0% мг. у децембру, од чега се половина доприноса односила на снажан раст цена енергената. На раст потрошачких цена током целе године утицао је и престанак важења привремено снижене стопе ПДВ-а у Немачкој (закључно с децембром), као и значајне измене у пондерима хармонизованог ИПЦ-а које осликавају промене у потрошачким навикама током пандемије. **Базна инфлација се током П1 2021.** кретала око нивоа од 1,0% мг., због чега је ЕЦБ инфлаторне притиске у зони евра сматрала привременим, да

Графикон III.1.1. Одступање БДП-а од преткризног нивоа

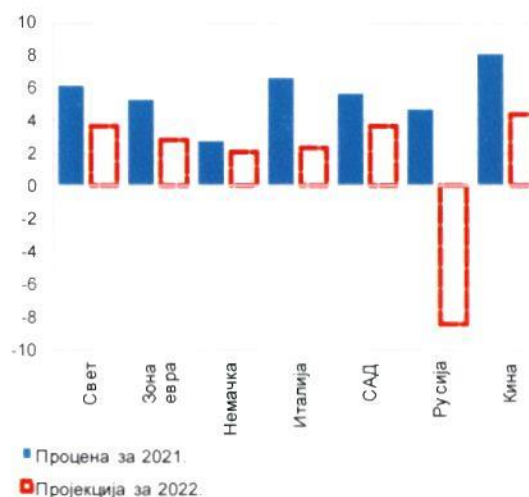
(2019 = 100, у %)



Извор: *Global Economic Prospects*, Светска банка, јануар 2022

Напомена: Осенчена површина је процена Светске банке.

Графикон III.1.2. Остварени и пројектовани привредни раст према подацима ММФ-а (у %)



Извор: ММФ *WEO* април 2022.

би од августа и базна инфлација убрзала раст и у децембру достигла 2,6% м.г., вођена повећањем цена услуга и индустријских производа без енергије. У исто време, порасла је и прехранбена инфлација, која је на крају 2021. износила 3,2% м.г., по основу раста цена прерађене хране, на које се преносе више произвођачке цене. ЕЦБ очекује да ће инфлација у зони евра остати повишена у кратком року, а потом се стабилизovati у средњем року.

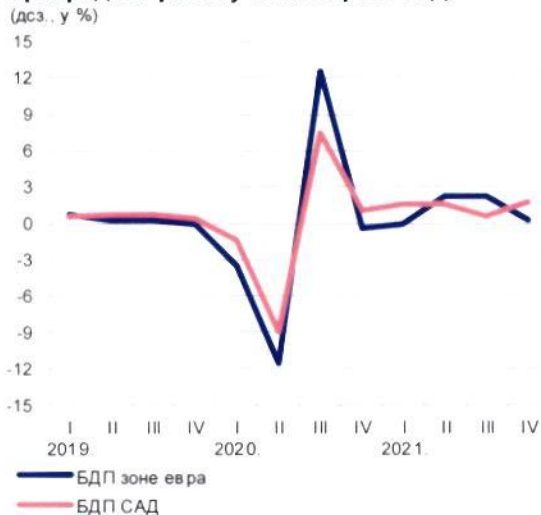
Наши најважнији спољнотрговински партнери унутар зоне евра **Немачка** и **Италија** на нивоу 2021. оствариле су раст БДП-а од 2,9% и 6,6% (прелиминарно), пре свега захваљујући опоравку домаће тражње. Слично као у зони евра, економска активност је у обе земље успорила у Т4 са ширењем новог таласа пандемије, који је утицао на слабљење активности у услужном сектору, док је индустријски сектор наставио да расте упркос застојима у глобалним ланцима снабдевања.

Мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, **инфлација у Немачкој** је током 2021. била у порасту, највише под утицајем драстичног поскупљења енергената и већих трошковних притисака у производњи и у децембру је достигла 5,7% м.г. У исто време је расла и инфлација по искључењу цена хране и енергије (3,9% м.г. у децембру). Укупна и базна **инфлација у Италији** на крају године повећане су на 4,2% м.г. и 1,5% м.г., респективно, при чему се у обе земље очекује да инфлаторни притисци и у наредним месецима буду појачани, с обзиром на растућу тражњу и одложене испоруке инпута у производњи.

Привредни раст у САД у 2021. износио је 5,7% (после пада од 3,4% у 2020) и на њега је највише утицало повећање личне потрошње и инвестиција у основна средства, док је нето извоз имао негативан допринос. Економска активност у САД убрзала је у Т4 (1,7% дсз., према процени Бироа за економске анализе), доминантно услед повећања залиха у трговини. Поред тога, стопа незапослености од 3,9% у децембру приближила се преткризном нивоу, праћена растом броја новозапослених ван пољопривреде за око 4 мли лица у 2021. **ФЕД** је у марту знатно кориговао наниже децембарску прогнозу раста БДП-а за 1,2 п.п., на 2,8% у 2022, уз оцену да је утицај сукоба у Украјини на америчку привреду врло неизvestан.

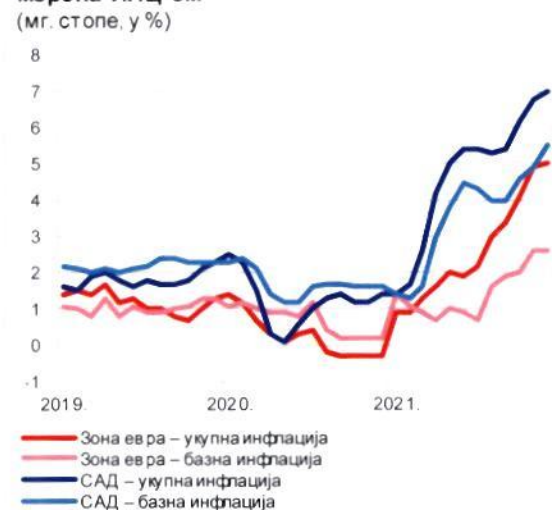
Подржана опоравком тражње и обимним економским мерама, **инфлација је у САД** (мерена променом ИПЦ-а) расла током П1 2021. и у јуну је досегла 5,4% м.г., колико је износила и у септембру. У условима раста произвођачких цена због недостатка инпута и радне снаге, инфлацију је током П2 опредељивао двоцифрен м.г. раст цена енергената, који је кључно утицао на њено убрзање на 7,0% м.г. у децембру. Томе је допринео и раст цена производа (нових и половних аутомобила и одеће) и услуга (нарочито становања), по основу којих је **базна инфлација** (по искључењу цена хране и енергије) такође убрзала раст, на 5,5% м.г. у децембру. На изражене ценовне притиске током 2021. указивала је и преферирана мера инфлације ФЕД-а, мерена индексом издатака за личну потрошњу, која је на крају 2021. износила 5,8% м.г. ФЕД је оценио да ће појачани инфлаторни притисци потрајати још неко време услед њихове широке распрострањености, несклада између понуде и тражње и повећаних цена енергената.

Графикон III.1.3. Тромесечна динамика привредног раста у зони евра и САД



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

Графикон III.1.4. Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом



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

На нивоу региона средње и југоисточне Европе,⁵ у 2021. процењен је раст БДП-а од 5,6% (након пада од 3,8% у 2020) као резултат повећања домаће тражње, док је екстерна тражња смањена. Посматрано по земљама, највећи привредни раст у 2021. оствариле су Хрватска (10,2%) и Словенија (8,1%), али су оне у 2020. години забележиле знатан пад, тако да је висок раст ефекат и ниске базе. Затим следе Србија (7,4%) и Мађарска (7,1%), док су најнижи раст евидентирале Чешка (3,3%) и Словачка (3,0%). Услед предузимања низа мера за сузбијање ширења омикрон соја вируса, динамика економске активности у Т4 разликовала се по земљама региона, при чему носиоци економске политике, упоредо с повлачењем монетарних подстицаја, фокус померају на евентуалне макроекономске неравнотеже, стање јавног дуга и последице геополитичких тензија на истоку Европе. Према оцени водећих аналитичара, позитивне економске изгледе региона у овој години по основу укидања рестриктивних мера, релативне отпорности тржишта рада, ослобађања акумулиране штедне и прилива средстава из фондова ЕУ нарушавају застоји у производним ланцима, енергетска криза, као и екстерни потреси због кризе у Украјини.

У посматраним земљама региона средње и југоисточне Европе инфлација се током Т2 2021. нашла изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, пре свега због виших цена нафтних деривата, код којих се испољила изразито ниска прошлогодишња база. Заједно с ценама енергије, у наставку године посебно инфлаторно деловале су и цене хране у

Графикон III.1.5. Тромесечна динамика БДП-а у појединим земљама средње и југоисточне Европе

(мг. стопе, у %)



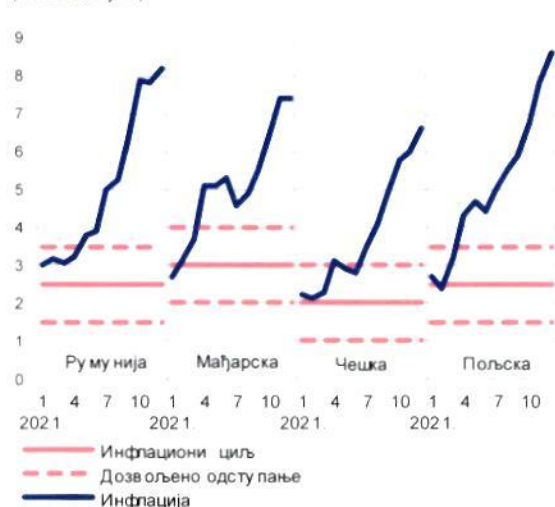
Извор: Eurostat.

околностима појачаних трошковних притисака. По избијању енергетске кризе у Т4, владе земаља предузеле су одређене фискалне мере и административна ограничења. У **Пољској**, где се инфлација попела на 8,6% мг. у децембру, влада је смањила стопу ПДВ-а на цене електричне енергије и нафтних деривата, а привремено је укинула ПДВ на цене хране, природног гаса и ђубрива. Да би се спречио раст инфлације, која је у децембру достигла 8,2% мг., у Румунији су прописане законске олакшице за угрожена домаћинства и предузећа у измиривању трошкова електричне енергије, док су у **Мађарској**, где је инфлација порасла на 7,4% мг. у децембру, ограничене цене основних животних намирница. Влада **Чешке** је зауставила примену ПДВ-а на цене електричне енергије и природног гаса на крају 2021, када је инфлација износила 6,6% мг. Водећи аналитичари очекују да се инфлација и у наредном периоду задржи на вишим нивоима, под утицајем глобалних и домаћих фактора.

После пада од 2,7% у 2020, **руска привреда** је у 2021. порасла за 4,7% (према процени централне банке Русије), захваљујући већој потрошњи домаћинства и обнављању залиха. **Кинеска привреда** остварила је раст 2,2% у 2020. и потом 8,1% у 2021. години (према процени Националног статистичког бироа Кине), што је највиши раст у протеклих скоро десет година, који је доминантно био вођен потрошњом домаћинства.

Графикон III.1.6. Кретање ИПЦ-а за поједине земље средње и југоисточне Европе

(мг. стопе, у %)



Извор: централне банке посматраних земаља.

⁵ У регион су сврстане: Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.

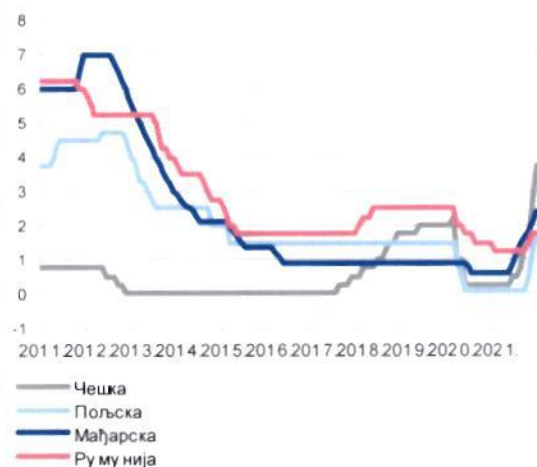
Монетарна политика

Током 2021. ЕЦБ је задржала каматне стопе на постојећим нивоима – референтну на 0%, каматну стопу на кредитне олакшице на 0,25% и каматну стопу на депозитне олакшице на –0,50%. Почетком јула ЕЦБ је објавила резултате ревизије стратегије монетарне политике започете у јануару 2020. Према новој стратегији, уместо досадашњег циља од близу, али испод 2%, симетрични инфлациони циљ сада износи 2% у средњем року. Следећа процена адекватности стратегије монетарне политике најављена је за 2025. годину. У складу с новом стратегијом, ЕЦБ је на састанку у јулу изменила смернице у погледу каматних стопа. Према тим смерницама, каматне стопе ће остати на тренутним или нижим нивоима⁶ све док ЕЦБ у својим пројекцијама не буде очекивала да инфлација унутар хоризонта пројекције достигне 2% и на том нивоу се одржи до краја периода пројекције, као и док ЕЦБ не оцени да је кретање базне инфлације конзистентно са остваривањем инфлационог циља.

Након што је у Т2 знатно убрзан темпо куповине у оквиру привременог програма куповине aktive (PEPP), већи део П2 карактерисао је мањи обим куповине aktive у оквиру овог програма, у складу са оценама из септембра и октобра да се повољни услови финансирања у зони евра могу задржати и са умерено мањим обимом куповине. На децембарском састанку донета је одлука да обим куповине буде смањен током Т1 2022. и да PEPP буде окончан крајем марта, док је рок у коме ће се вршити реинвестирање доспелих ХоВ

Графикон III.1.7. Кретање референтних стопа за изабране земље средње и југоисточне Европе

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

купљених у оквиру овог програма продужен најмање до краја 2024. Реинвестирање ће бити флексибилно у смислу периода, класа aktive и емитената. Како би се ублажио ефекат окончавања програма PEPP, одлучено је да обим нето куповине aktive у оквиру програма APP буде привремено повећан током Т2 и Т3 2022,⁷ али је то промењено у марту 2022, када су се инфлаторни притисци с продубљивањем кризе у Украјини повећали. Средства од доспећа инструмената купљених у оквиру овог програма биће реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа. ЕЦБ је наставила да обезбеђује ликвидност и путем својих операција рефинансирања дугорочних кредита банкама (TLTRO III). Посебни услови финансирања у оквиру треће серије операција из овог програма примењиваће се до краја јуна 2022. године.

У 2021. ФЕД је такође задржао распон референтне стопе на постојећем нивоу (0–0,25%), при чему су крајем године и почетком 2022. преовладала очекивања да ће прво повећање уследити у марту 2022, што се и десило. На састанку у новембру донета је одлука о постепеном смањењу обима куповине aktive у оквиру квантитативних олакшица, а у децембру о додатном убрзању тог процеса. Децембарске одлуке биле су одређене чињеницом да је стопа инфлације већ неко време била изнад 2%, док инфлаторни притисци више нису оцењивани као привремени (транзиторни), као и очекивањима да ће пуна запосленост бити релативно брзо достигнута уколико се опоравак тржишта рада настави дотадашњим темпом. С растом очекивања о бржем постизању циљева ФЕД-а, током године повећавао се и број представника ФЕД-а који је очекивао повећање референтне стопе у 2022. и 2023, као и у погледу броја повећања током обе године.

Банка Енглеске је на састанку у децембру повећала референтну каматну стопу за 15 б.п., на 0,25%, чиме је постала прва од водећих централних банака која је повећала каматну стопу након избијања пандемије. Одлука о почетку смањења износа државних и корпоративних обвезница у портфолију Банке Енглеске донета је на наредном састанку у фебруару 2022, када је уследило и додатно повећање референтне каматне стопе од 25 б.п. (на 0,5%).

⁶ На састанку у марту 2022. ова формулација је измењена тако да ће каматне стопе остати на тренутном нивоу.

⁷ Према одлуци са састанка у марту 2022. привремено повећање обима односи се само на Т2, док ће обим куповине у наредном периоду и одлука о окончању овог програма зависити од наредних економских података и процена.

Међу посматраним земљама средње и југоисточне Европе, једино је централна банка **Румуније** смањила референтну стопу почетком године, на 1,25% у јануару, док су остале централне банке задржале референтне стопе на постојећим нивоима до средине године. Растући инфлаторни притисци, који су последица не само виших светских цена примарних производа већ и домаћих фактора, утицали су на то да централне банке Чешке и Мађарске започну с повећањем референтне каматне стопе у јуну, при чему је до краја 2021. централна банка **Чешке** подигла референтну стопу пет пута, на 3,75%, а централна банка **Мађарске** седам пута, на 2,4%. Централне банке **Пољске** и **Румуније** започеле су с повећањем референтних каматних стопа у октобру и до краја 2021, када су износиле по 1,75%, референтна каматна стопа Пољске повећана је три пута, а Румуније два пута. Поред тога, централна банка Пољске повећала је у новембру и стопу обавезне резерве, са 0,5% на 2,0%. Све поменуте централне банке наставиле су с повећањем референтних каматних стопа и у 2022. години.

У условима појачаних инфлаторних притисака, чему је претходила оштра депрецијација турске лире, централна банка **Турске** повећала је референтну стопу у марту за 2 п.п., на 19,0%, и тиме знатно премашила очекивања аналитичара. Референтна стопа није мењана до септембра, од када су, упркос појачаним инфлаторним и депрецијацијским притисцима, уследила четири узастопна смањења референтне каматне стопе. Од септембра до децембра референтна каматна стопа смањена је за укупно 5 п.п., на 14,0%, при чему је након последњег смањења централна банка саопштила да је завршила с циклусом смањења референтне стопе и да ће кумулативни ефекти донетих одлука бити процењени у 2022. години.

Финансијска и робна тржишта

Кретања на финансијским тржиштима током 2021. године и даље су била под доминантним утицајем пандемије вируса корона на глобални економски опоравак. Поред тога, од П2 значајан утицај на међународна кретања имају и све јачи инфлаторни притисци и очекиване реакције монетарних политика водећих централних банака. Генерално посматрано, током 2021. преовладавао је оптимизам инвеститора да ће вакцинација против вируса корона утицати на опоравак глобалне економске активности, што је током већег дела године допринесило смањењу волатилности на тржиштима. Нови сојеви вируса корона (делта и омикрон) утицали су на раст неизвесности и волатилности на тржиштима у појединим деловима године, при чему је тај

ефекат био краткорочан. Поред тога, током Т3 забринутост инвеститора у погледу глобалног раста била је повећана услед успоравања активности у сектору некретнина у Кини, као и спора око подизања граница дуга у САД. Посматрано на нивоу године, имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта (VIX)** смањена је за 5,5 п.п., на 17,3%, док је индекс **EM-VXY**, који указује на волатилност валута земаља у успону, готово био непромењен⁸ у односу на претходну годину и крајем 2021. износио је 11,1%.

Паралелно с растом оптимизма да ће у 2021. уследити снажан опоравак глобалне економске активности услед отварања економија широм света и попуштања рестриктивних мера, расли су и приноси на обвезнице најразвијенијих земаља света. Поред тога, сигнали водећих централних банака да су на растуће инфлаторне притиске и убрзање инфлације спремне да одговоре смањењем степена експанзивности монетарних политика у П2 допринесли су расту приноса. Посматрано на нивоу године, приноси на десетогодишње обвезнице најразвијенијих земаља света повећани су у просеку за око 0,5 п.п., при чему су једино приноси на обвезнице Немачке остали у негативној зони (-0,2% крајем 2021).

Као и на осталим финансијским тржиштима, кретања на **девизним тржиштима** била су под утицајем дешавања у реалном сектору и очекиваних одговора водећих централних банака на растуће инфлаторне притиске. Посматрано на нивоу године, долар је ојачао према евр за 7,6%. Раст приноса државних обвезница САД и

Графикон III.1.8. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: база података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију

⁸ Повећан за 0,4 п.п.

очекивани економски опоравак, уз напредак у процесу вакцинације, утицали су на јачање долара током године. Поред тога, раст политичких тензија почетком године одразио се на јачање долара, као валуте сигурног уточишта. Крајем године, јачању америчке валуте доприносио је и почетак смањења експанзивности монетарне политике ФЕД-а, као и њено очекивано даље заостравање. Поред тога, јачању долара према еврџу 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.

У условима убрзаног процеса вакцинације и опоравка тржишта рада у САД од краја 2020, **светска цена злата** је у Т1 2021. снижена за око 10%, на око 1.690 долара по унци. Од почетка Т2 цена злата је била у порасту, достигавши 1.900 долара по унци, првенствено услед пада стопа приноса на америчке државне ХоВ, слабљења долара и ширења нових сојева вируса корона, да би до краја Т2 била спуштена на 1.763 долара по унци и додатно на 1.743 долара по унци на крају Т3. На смањење цене злата утицали су виши приноси на америчке државне ХоВ и јачање долара. Током Т4 цена злата је расла до средине новембра, да би крајем месеца пала на око 1.800 долара по унци због повећаних изгледа да ће ФЕД убрзати процес смањења куповине активе и подизања основних каматних стопа. На сличном нивоу задржала се и у децембру 2021.

После знатног раста од 22% у Т1, на око 62 долара по барелу, **цена нафте на светском тржишту** додатно је повећана за 20% у Т2, на око 75 долара по барелу, као резултат опоравка

тражње за нафтом у зони евра, САД и Кини, као и одлуке **OPEC+** да настави договорено ограничење производње. Прекиди у производњи нафте у Мексичком заливу (после урагана), који су узроковали пад залиха сирове нафте у САД, потешкоће појединих чланица **OPEC+** да увећају производњу до циљаног нивоа, као и првобитно позитивне прогнозе Међународне агенције за енергетику (**IEA**) у погледу опоравка тражње за нафтом, доминантно су одредили раст цене нафте на око 79 долара по барелу крајем Т3, што је тада био њен највиши ниво за протекле три године. Под утицајем низа фактора са стране понуде и тражње, цена нафте је током Т4 бележила дивергентна кретања, тако да је на крају 2021. износила око 78 долара по барелу, што је за преко 50% виши ниво него крајем 2020. године.

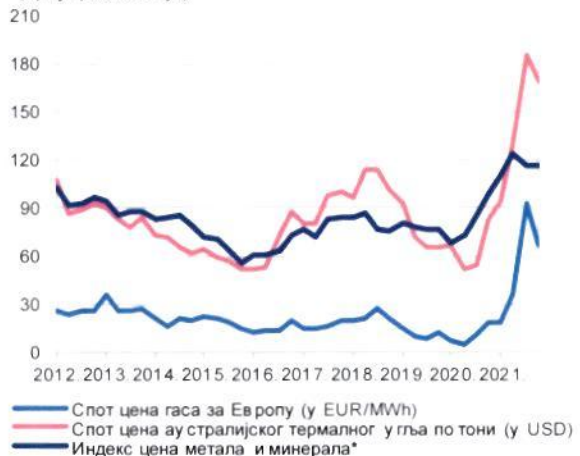
У односу на крај 2020, знатан пад залиха природног гаса у Т1 у европским складиштима брзо је надокнађен захваљујући преусмеравању течног гаса из Азије у Европу, чиме је привремено обуздан раст **реперне цене природног гаса за Европу** (с холандског чворишта **TTF**). Ипак, исцрпљивање залиха после оштре зиме у Европи и ограничена понуда из Русије и Норвешке, заједно с растом цена емисионих дозвола, условили су убрзан раст цене природног гаса у наредним тромесечјима, која је крајем Т3 достигла око 93 евра за мегават-сат, што је био њен највиши ниво откад се статистички прати. Исти фактори су деловали на достизање рекордних нивоа цене гаса и током Т4, која се крајем 2021. нашла на око 67 евра за мегават-сат, као последица нешто мање тражње услед неуобичајено благог времена, као и допуне у Европи залиха течног гаса који је иницијално био намењен азијском тржишту.

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



Извор: Блу мберг.

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



Извор: Рефинитив и Светска банка

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

Високе цене природног гаса, које су се преносиле на цене електричне енергије, утицале су на преоријентацију енергетског сектора на куповину иницијално повољнијег **термалног угља**, чија цена је доминантно расла током 2021. Интензивирање индустријске активности у Европи током П2, уз повећане поруџбине азијских електрана и смањену екстракцију руде угља у Кини, Аустралији и Индонезији, утицало је на то да цена угља рекордно порасте на око 186 долара по тони крајем Т3. У Т4 цена угља је била изразито волатилна и на крају 2021. износила је око 170 долара по тони.

Према индексу Светске банке, **цене метала и минерала**, а пре свих цене руде гвожђа и бабра, снажно су порасле у П1 2021, првенствено вођене повећањем индустријске активности у Кини и развијеним земљама, достигавши у мају вишегодишње максимуме. Потом је у Т3 уследио пад цене руде гвожђа због смањене производње челика у Кини, као и пад цене бабра због повећаних залиха на Лондонској берзи метала, док су у исто време цене алуминијума, никла, калаја, цинка и олова биле у порасту. Током Т4 цене метала и минерала дивергентно су се кретале, оставши на сличном нивоу као у Т3, при чему је њихов ниво крајем 2021. био за око 17% изнад нивоа с краја 2020. године.

Цене хране на светском тржишту (мерене индексом ФАО) у највећем делу 2021. кретале су се узлазном путањом. Најпре су у Т1 порасле све компоненте индекса, пре свих цене уља, које су, заједно с ценама шећера и житарица, у мају достигле рекордне нивое. После благе корекције наниже у јуну и јулу, цене свих категорија хране (изузев млечних производа) наставиле су да расту, а највише цене шећера под утицајем

Графикон III.1.11. **Индекс светских цена хране** (номинално, 2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН

неповољних временских прилика у Бразилу, који је највећи светски извозник шећера. Повећана глобална тражња за пшеницом и млеком подстакла је у октобру и новембру раст цена хране, које су у децембру благо спуштене по основу нижих цена биљних уља и шећера. На нивоу Т4 цене хране су повећане за 3,5%, вођене вишим ценама млечних производа, уља и житарица, које су посебно значајне за Србију, јер је њихов нето извозник. Крајем 2021. знатно су порасле цене кукуруза, за којим постоји снажна тражња, док су цене пшенице у децембру кориговане наниже услед повећане понуде након жетве на јужној хемисфери. Посматрано крајем периода, светске цене меса и млечних производа биле су више за близу 20%, житарица преко 20%, а уља и шећера преко 30%.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Дефицит на текућем рачуну платног биланса у 2021. години износио је 2,3 млрд евра, тј. 4,4% БДП-а, што је незнатно више него претходне године. При томе, дефицит робне размене био је нешто већи од очекиваног и последица је повећаног увоза енергената крајем године. Повећан је и дефицит примарног дохотка по основу исплата доходака од СДИ. С друге

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

	2020.	2021.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1 928,8	-2 343,0
1. Салдо робне размене	-5 200,7	-5 928,8
1.1. Извоз	16 079,3	20 756,0
1.2. Увоз	-21 280,0	-26 684,8
2. Салдо услуга	1 101,6	1 420,6
2.1. Извоз	6 191,5	7 800,6
2.2. Увоз	-5 089,8	-6 380,0
3. Салдо робе и услуга	-4 099,1	-4 508,2
3.1. Извоз робе и услуга	22 270,8	28 556,6
3.2. Увоз робе и услуга	-26 369,9	-33 064,8
4. Примарни доходак	-1 424,6	-2 038,6
5. Секундарни доходак	3 594,9	4 203,8
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-30,0	-25,5
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	2 349,9	4 676,7
1. Директне инвестиције – нето	2 938,5	3 625,4
2. Портфолио инвестиције – нето	1 623,6	1 555,7
3. Финансијски деривати – нето	-87,3	-31,5
4. Остале инвестиције – нето	-2 124,9	-472,9
4.1. Трговински кредити	-1 856,5	-1 302,9
4.2. Финансијски кредити	454,3	758,1
4.3. Готов новац и депозити – нето	-717,9	-689,6
4.4. Остало – нето	-4,8	761,5
IV. Средства резерви	-270,4	-2 619,4
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-120,7	311,2
VI. УКУПНИ БИЛАНС	270,4	2 619,4

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци.

¹⁾ По ВРМ6 методологији, осим знакова не конвенције.

стране, у правцу побољшања текућег рачуна платног биланса деловао је раст суфицита услуга, као и секундарног дохотка, највише по основу опоравка дознака из иностранства, али и већих испорука робе и услуга на Косово и Метохију. И нето прилив СДИ (3,6 млрд евра) и прилив СДИ у Србију (3,9 млрд евра) премашили су рекордан ниво из 2019. Пуна покривеност дефицита текућег рачуна нето приливима СДИ (154,7%), седму годину заредом, и успешне емисије еврообвезница на међународном финансијском тржишту у највећој мери допринеле су расту девизних резерви Народне банке Србије.

Иако је раст робног извоза (29,1%) био израженији од раста робног увоза (25,4%) због већег учешћа увоза у спољнотрговинској размени, дефицит робне размене повећан је у 2021. за 14,0%, на 5,9 млрд евра. Као резултат већих извозних капацитета и растуће екстерне тражње, и поред присутних застоја у глобалним ланцима снабдевања, робни извоз је у 2021. достигао 20,8 млрд евра. Раст је остварен пре свега захваљујући извозу прерађивачке индустрије, који је повећан за 24,5% и који је био широко распрострањен међу гранама (у 20 од 23 гране), уз највећи допринос извоза основних метала, прехранбених производа, хемикалија и хемијских производа, електричне опреме, производа од гуме и пластике, као и моторних возила и приколица. Знатан допринос дао је и извоз руда метала, док је извоз пољопривредних производа био сличан као у 2020, и поред ефекта високе базе услед изнадпросечне пољопривредне сезоне из 2020. и суше током летњих месеци 2021. Раст увоза робе (на 26,7 млрд евра) био је опредељен растом економске активности и по том основу већим количинским увозом, али и

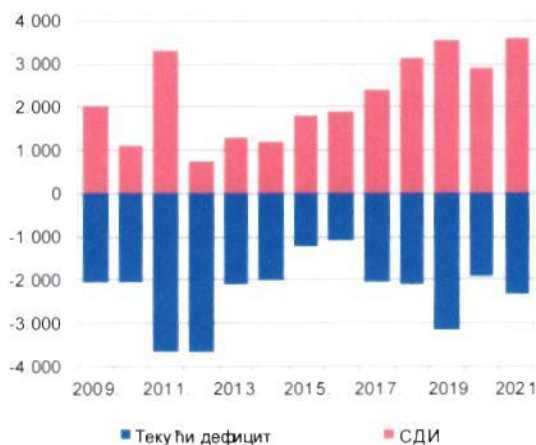
растом цена енергената. Према класификацији увоза према општим економским категоријама (BEC), расту увоза највише је допринео повећан увоз репроматеријала (32,7%), за којим следе увоз опреме (14,1%) и потрошне робе (11,4%). На слична кретања указује и класификација увоза по намени ЕУ, према којој је раст увоза био вођен увозом интермедијарних производа и енергената, а затим капиталних производа и производа за широку потрошњу.

Суфицит у размени услуга са иностранством повећан је у 2021. на 1,4 млрд евра (за 29,0%) под утицајем бржег раста извоза услуга од увоза. Повећању извоза (26,0%) доприносиле су скоро све категорије услуга, а посебно туристичке и ИКТ услуге, док су на раст увоза (25,3%) највише утицале транспортне и туристичке услуге.

Дефицит на рачуну примарног дохотка повећан је за 43,1%, на 2,0 млрд евра, првенствено по основу исплата доходака од СДИ (који су повећани за 41,0%, на 1,9 млрд евра), пре свега услед више процењене реинвестиране добити и већег износа исплаћених дивиденди него у претходној години. Истовремено, расходи по основу портфолио инвестиција били су слични, по основу плаћених камата на финансијске кредите нешто виши, а приходи од директних инвестиција у иностранству нижи него у 2020. години.

Суфицит на рачуну секундарног дохотка повећан је у 2021. за 16,9%, на 4,2 млрд евра, пре свега по основу већег прилива дознака из иностранства, који је у 2021. износио 3,3 млрд евра, што је за 15,8% више него у 2020. Расту суфицита допринео је и већи износ донација

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



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

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



■ Финансијски кредити резидената
■ Кредит ММФ-а и алокација SDR
■ Остало
■ Портфолио инвестиције – нето
■ Директне инвестиције – нето

Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

јавном сектору и нето трансфера по основу испорука робе и услуга на Косово и Метохију.

Прилив на **финансијском рачуну платног биланса** у 2021. износио је 4,7 млрд евра. Највећи део прилива капитала односио се на СДИ. Улагања у Србију по овом основу у 2021. достигла су 3,9 млрд евра, чиме је премашен рекордни прилив из 2019. године. Највише улагања, скоро једна трећина, било је усмерено у прерађивачку индустрију, за којима следе улагања у грађевинарство, саобраћај и рударство. При томе, око 56% прилива капитала било је у облику власничког капитала, а највише улагања потицало је из ЕУ (близу 60%) и азијских земаља (око 20%). **Нето прилив СДИ** у 2021. премашео је 3,6 млрд евра и био је за 23,4% виши него у 2020. години.

Прилив капитала по основу **портфолио инвестиција** током 2021. остварен је захваљујући успешним емисијама еврообвезница на међународном тржишту у укупном износу од 2,75 млрд евра, при чему је део тих средстава искоришћен за отплату претходно емитованих ХоВ на међународном тржишту. С друге стране, на домаћем секундарном тржишту нерезиденти су били нето продавци ХоВ. По основу портфолио инвестиција у 2021. остварен је нето прилив од 1,6 млрд евра.

По основу **осталих инвестиција** у 2021. забележен је одлив од 472,9 млн евра. На то је утицао нето одлив по основу трговинских кредита (1,3 млрд евра), као и већег износа готовог новца и депозита који су банке држале у иностранству (689,6 млн евра). С друге стране, по основу **финансијских кредита** у 2021. регистрован је нето прилив од 758.1 млн евра,

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



Извор: РЗС.

* Краткорочни дуг по преосталој рочности

чему је допринео раст задужења Владе, предузећа и банака, док се Народна банка Србије раздужила за 3,9 млн евра. Поред тога, ММФ је у августу извршио нову општу **алокацију SDR** земљама чланицама, од чега је Србији припало 627,6 млн SDR (759,7 млн евра). Према смерницама ММФ-а, циљ тих алокација јесте да се задовоље дугорочне потребе земље за резервама, да се додатно ојача потрошачко и пословно поверење, као и да се подржи опоравак од последица пандемије.

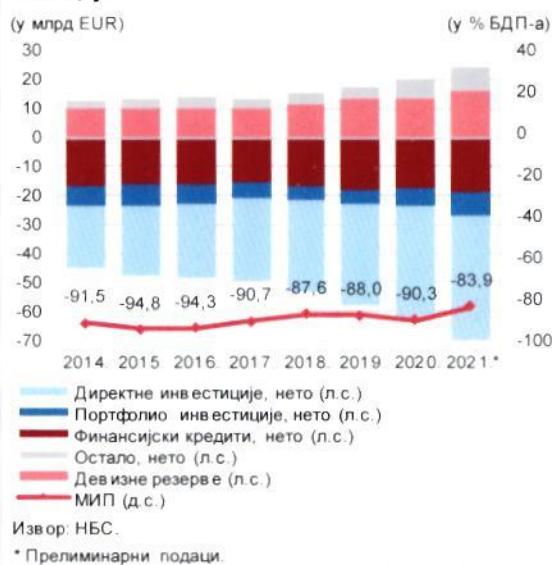
Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)⁹ током 2021. буду повећане за 2,6 млрд евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција, тј. разлика између средстава резидената Србије, с једне стране, и њихових обавеза, с друге стране, достигла је на крају 2021. године 44,7 млрд евра. У односу на крај 2020, **нето међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је за 2,5 млрд евра**, пре свега услед раста обавеза резидената по основу СДИ, које су и најпожељнија улагања из иностранства, а затим по основу портфолио инвестиција. При томе, услед снажног опоравка економске активности у 2021. **учешће нето инвестиционе позиције у процењеном БДП-у (83,9%)** снижено је за 6,4 п.п. у односу на 2020. годину.

У структури стране финансијске активе, која је крајем 2021. износила 33,5 млрд евра, девизне резерве и даље имају највеће учешће,

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

⁹ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

чинећи готово половину њене вредности (49,2%). Ако се посматра структура финансијске пасиве, која је крајем године износила 78,2 млрд евра, СДИ знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (59,6% на крају 2021), а портфолио инвестиције достигле су 11,2% укупних обавеза према иностранству.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

На преконоћном међубанкарском тржишту новца, почетком године каматна стопа *BEONIA* смањена је до нивоа од 0,12%, на ком се задржала током III. Ипак од октобра, с растом просечне репо стопе, уследио је благ раст каматне стопе *BEONIA*, чиме је неутрализован претходни пад, тако да је њена просечна вредност у децембру 2021. била непромењена у односу на децембар 2020. године, када је износила 0,2%. Непромењен ниво референтне стопе Народне банке Србије у потпуности се одразио на кретање каматних стопа *BELIBOR* свих рочности, које су током целе године бележиле готово непромењене вредности, тако да су се у децембру 2021. као и у децембру 2020. године, кретале у распону од 0,3% за најкраћу рочност до 1,1% за рочност од шест месеци.

На примарном тржишту динарских ХоВ држава је током 2021. година наставила са одржавањем аукција за продају реперних динарских обвезница рочности од 5,5 и 12,5 година, које су емитоване почетком 2020. године. Извршна стопа за рочност од 12,5 година смањена је за 0,6 п.п., на 3,24% у септембру

2021. године, када је одржана и последња аукција за продају ових ХоВ у 2021. години. Од почетка године одржано је седам аукција на којима је продата готово целокупна преостала емисија ХоВ рочности од 12,5 година у номиналном износу од 65,0 млрд динара. На аукцијама за продају ХоВ иницијалне рочности од 5,5 година на осам одржаних аукција продате су ХоВ у номиналном износу од 43,3 млрд динара, при чему је извршна стопа смањена за 0,5 п.п., на 2,1%, колико је износила на аукцијама одржаним у периоду од јула до октобра, да би на последњој аукцији одржаној у децембру била повећана за 0,4 п.п., на 2,5%. У марту 2021. године емитована је и нова двогодишња обвезница, на којој је извршна стопа износила 1,6% и која је на следећој аукцији одржаној у мају смањена за 3 б.п., на 1,57%. Поред тога, организовано је и реотварање емисије десетогодишњих обвезница емитованих у 2018, на којој је постигнута извршна стопа од 2,5% (за преосталу рочност од седам година).

Држава је током 2021. године одржала осам аукције за превремен откуп ХоВ које доспевају у јануару 2022, јулу 2023. и августу 2023. године, на којима су откупљене ХоВ у номиналном износу од 34 млрд динара. Како су током 2021. године укупно продате динарске ХоВ у номиналном износу од 148,3 млрд динара, стање продатих ХоВ, након доспећа и превременог откупа раније продатих ХоВ, повећано је за 42,9 млрд динара, на 990,6 млрд динара крајем године.

На примарним аукцијама нерезиденти су, као и током 2020. године, највише улагали у динарске државне обвезнице рочности од 12,5 година. С друге стране, на секундарном тржишту нерезиденти су у нешто већој мери учествовали на страни продаје ХоВ, тако да је стање продатих динарских ХоВ у њиховом власништву током 2021. године смањено за 58,1 млрд динара, на 177,1 млрд динара крајем године, што представља 17,9% укупног стања продатих динарских ХоВ.

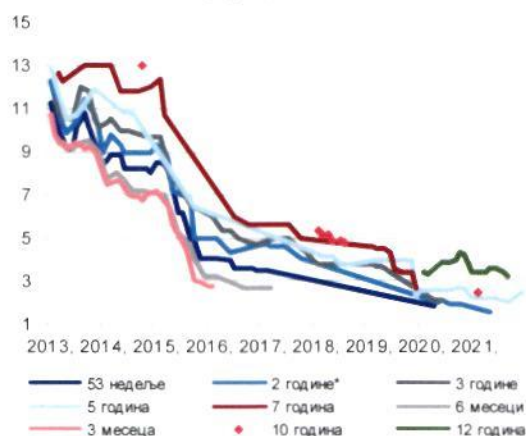
Током Т1 организоване су и две аукције за продају ХоВ у еврима рочности од 20 година и три аукције за продају ХоВ у еврима рочности од 12 година, при чему су извршне стопе биле у паду. Тако је за рочност од 20 година извршна стопа смањена за 0,75 п.п. (претходна аукција одржана у јануару 2020), на 2,25%, колико је износила на аукцијама у марту и мају, док је стопа за рочност од 12 година смањена са 1,74% у марту на 1,6% у јулу и новембру 2021. године. Продате су ХоВ у номиналном износу од 134,4 млн евра, а како су доспећа раније продатих ХоВ у еврима била већа, стање продатих ХоВ у

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



еврима током 2021. године смањено је за 308,5 млн евра, на 2.308,1 млн евра.

На међународном тржишту Србија је у фебруару емитовала еврообвезницу у еврима рочности од 12 година, у номиналном износу од 1 млрд евра, уз купонску стопу од 1,65%. У септембру је први пут емитована зелена еврообвезница у износу од 1 млрд евра на рок од седам година, по до сада најнижој купонској стопи од 1,0%. Истовремено, емитована је и петнаестогодишња конвенционална еврообвезница, што је најдужа рочност еврообвезница које је Србија емитовала, у износу од 750 млн евра и по купонској стопи од 2,05%.

На секундарном тржишту повећана је активност инвеститора, о чему сведочи раст

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



промета са 415,4 млрд динара у 2020. на 550,2 млрд динара у 2021, при чему је нешто већи промет остварен у јуну услед укључивања динарских државних ХоВ рочности од седам, десет и 12,5 година у индексе *J.P. Morgan-a*. Стопе приноса до доспећа благо су смањиване до јула, након чега је уследио умерени раст, тако да су се у децембру 2021. у просеку кретале у распону од 1,4% за преосталу рочност од четири месеца до 4,2% за преосталу рочност од 11,5 година.

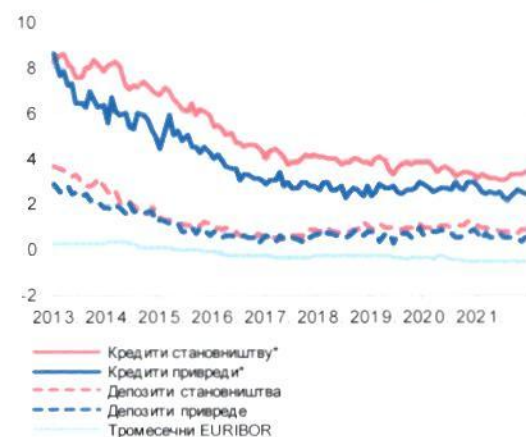
Просечна пондерисана каматна стопа на **укупне динарске кредите** смањена је за око 0,2 п.п., на 5,5%, за колико су смањене и каматне стопе на кредите привреди и становништву, које су у децембру бележиле вредности од 3% и 8,5%, респективно.

Код динарских кредита привреди смањене су каматне стопе на кредите за обртна средства (за 0,3 п.п., на 3,1%) и остале некатегорисане кредите (за 0,4 п.п., на 2,5%), док су каматне стопе на инвестиционе динарске кредите повећане (за 1,2 п.п., на 4,15% у децембру 2021).

Смањење просечне каматне стопе на динарске кредите становништву у потпуности је резултат пада каматних стопа на готовинске и потрошачке кредите, које су током 2021. године смањене за по 0,6 п.п., на 8,6% и 1,5%, респективно, док су каматне стопе на остале некатегорисане кредите становништву повећане на 7,0% у децембру.

Каматне стопе на нове **евроиндексиране кредите** привреди смањене су у 2021. години за 0,6 п.п., на 2,4% у децембру, при чему је пад био забележен код свих категорија кредита. Посебно

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



се истиче смањење каматних стопа на инвестиционе кредите од 0,75 п.п., на 2,5%, док су у нешто мањој мери смањене и каматне стопе на кредите за обртна средства и остале некатегорисане кредите, које су у децембру бележиле вредности од 2,5% и 2,4%, респективно.

Просечне каматне стопе на нове евроиндексиране кредите становништву минимално су осцилирале током 2021. године и у децембру су износиле 3,4% (наспрам 3,3% у децембру 2020), при чему су и каматне стопе на евроиндексиране стамбене кредите биле непромењене у односу на децембар 2020. године, када су износиле 2,6%.

Каматне стопе на штедњу становништва смањене су током 2021, и то за девизну штедњу за 0,3 п.п., на 0,7% у децембру, односно за 0,4 п.п., на 2,0% за динарску штедњу. И каматне стопе на орочене депозите привреде у еврима такође су смањене током 2021. за 0,4 п.п., на 0,4%, док су каматне стопе на динарске орочене депозите повећане за 0,3 п.п., на 1,6%.

Премија ризика земље и кредитни рејтинг

Кретање глобалне премије ризике током 2021. године било је релативно стабилно и највећим делом под утицајем дешавања у вези с пандемијом вируса корона. Посматрано на нивоу године, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Global Composite*, повећана је за 7 б.п., на 330 б.п. Истовремено, *EMBI* показатељ за Србију наставио је да се креће знатно испод композитне мере ризика земаља у успону и у 2021. повећан је за 11 б.п., на 139 б.п. Композитна мера ризика земаља у

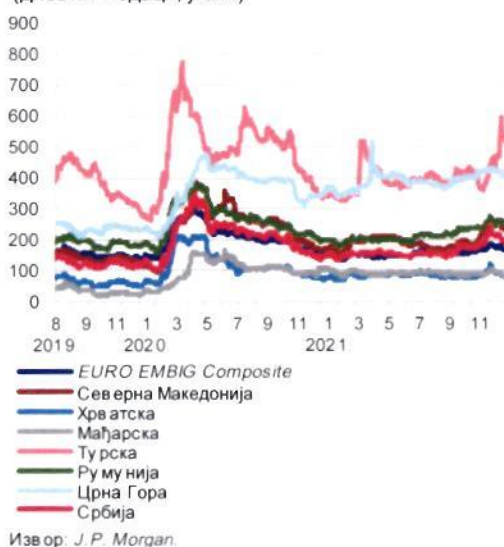
успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, повећана је током 2021. за 5 б.п., на 163 б.п., док је *EURO EMBIG* за Србију крајем године износио 195 б.п. (што је за 52 б.п. више него на крају 2020). Током године углавном је преовладавао оптимизам инвеститора у погледу очекиваног опоравка глобалне економске активности и успешности процеса вакцинације у сузбијању пандемије. С друге стране, појаве нових сојева вируса корона (делта и омикрон) утицале су на осцилације на међународним финансијским тржиштима и доприносиле су расту неизвесности, што се одражавало и на привремени раст глобалне премије ризика, као и премије ризика већине земаља у успону.

На премију ризика Србије наставили су позитивно да делују домаћи фактори – обиман и правовремен пакет монетарних и фискалних мера, као и чињеница да је Србија у 2020. години остварила један од најбољих резултата у Европи у погледу привредног раста. Такође, као резултат јачања домаћег макроекономског окружења и предузетих активности на пољу развоја домаћег финансијског тржишта у претходним годинама, динарске обвезнице Србије су од 30. јуна 2021. године укључене у индекс *J.P. Morgan-a GBI-EM Global Diversified*, који представља један од индекса обвезница емитованих у националним валутама земаља у успону које међународни инвеститори најчешће прате и према чијој структури прилагођавају један део својих пласмана. То указује на поверење које је Србија стекла у међународном окружењу и потврђује атрактивност Србије као инвестиционе дестинације. У наведени индекс укључене су три реперне емисије динарских обвезница, оригиналне рочности од седам, десет и 12,5 година, а које доспевају 2026, 2028. и 2032.

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



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



године, при чему њихов пондер у индексу износи 0,3%. Такође, српске динарске обвезнице укључене су и у индексе *GBI-Aggregate (GBI-AGG)* и *GBI-AGG Diversified*, као и у индекс *J.P. Morgan-a ESG (JESG) GBI-EM*.

Упркос светској кризи изазваној пандемијом вируса корона, рејтинг агенција *Moody's* је у марту повећала кредитни рејтинг Србије с Ба3 на Ба2, уз стабилне изгледе за његово даље повећање. Као кључне факторе отпорности и повољних економских изгледа, агенција је истакла ниску и стабилну инфлацију, релативну стабилност девизног курса, отпорност финансијског сектора, смањену спољну неравнотежу и пуну покривеност дефицита текућег рачуна приливима СДИ, адекватан ниво девизних резерви, повећану економску диверсификацију и смањене фискалне ризике.

Агенција *Fitch Ratings* задржала је у марту и септембру кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ+, један ниво до инвестиционог, уз стабилне изгледе за његово даље повећање. *Fitch* је у својим одлукама истицао да је рејтинг Србије подржан кредибилном економском политиком, релативно ниском инфлацијом и високим нивоом девизних резерви. Поред тога, *Fitch* је наглашавао и да су кредитни рејтинг Србије и стабилни изгледи за његово даље повећање подржани и показаном отпорношћу српске привреде на последице пандемије, ограниченим растом јавног дуга и ојачаним поверењем у одрживост фискалне позиције Србије.

Захваљујући показаном високом степену отпорности домаће привреде 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 ББ+, при чему 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.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио стабилно кретање према еврџу током 2021, тако да је његова вредност крајем децембра (117,6 динара за евро) у односу на крај 2020. била готово непромењена. С друге стране, због слабљења евра према долару, динар је према

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



долару у 2021. ослабио за 8,0%, на 103,9 динара за долар на крају децембра.

У јануару су преовладавали депрецијацијски притисци, који су били опредељени сезонски уобичајеном појачаном тражњом за девизама увозника енергената, нето продајом ефективног страног новца грађанима и мењачима, и смањењем валутно индексиране aktive банака,¹⁰ док је продаја девиза од стране нерезидената, који су били већински купци на аукцији дванаестогодишњих динарских ХоВ, деловала у супротном смеру. У наредним месецима јачали су апрецијацијски притисци, којима је у

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



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

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



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака

* Раст представља апрецијацију.

фебруару допринела и продаја девиза од стране појединих домаћих предузећа, претежно нето извозника. Од фебруара се поново бележи нето куповина ефективног страног новца од грађана и мењача, што је, уз продужење девизне позиције банака по основу коришћења платних картица, делом и због опоравка туризма, доприносило расту понуде девиза током целе године. Апрецијацијски притисци били су нарочито изражени током летњих месеци, а понуда девиза на МДТ-у вишеструко је премашивала тражњу. Томе су доприносили релативно повољна спољнотрговинска кретања и висок прилив СДИ, као и веће валутно индексирано кредитирање привреде и становништва, тј. раст валутно индексираних активних банака,¹¹ а крајем јуна и повећана тражња страних инвеститора за динарским државним ХоВ, након укључења у индексе *J.P. Morgan*-а. Иако су до краја године настављени релативно високи приливи девиза, од октобра јачају депрецијацијски притисци, највише под утицајем тражње домаћих предузећа, пре свега услед повећаног увоза енергената. Такође, на нешто вишу тражњу за девизама утицала је и исплата дивиденди од стране компанија и банака са страним власништвом, као и мања улагања страних инвеститора у динарске државне ХоВ.

Народна банка Србије је током 2021. била нето купац девиза на МДТ-у у укупном износу од 645,0 млн евра, чиме су додатно ојачане девизне резерве земље.

¹¹ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

Промет на МДТ-у који је остварен између банака¹² у 2021. у просеку је дневно износио 27,4 млн евра, што је за 1,5 млн евра више него у 2020. Највећа просечна вредност промета остварена је у децембру (40,3 млн евра дневно), а најнижа у августу (19,5 млн евра дневно).

За разлику од динара, који је задржао непромењену вредност према евр^{*} током 2021, валуте земаља у региону које су у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања. Према евр^{*} ојачале 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%).

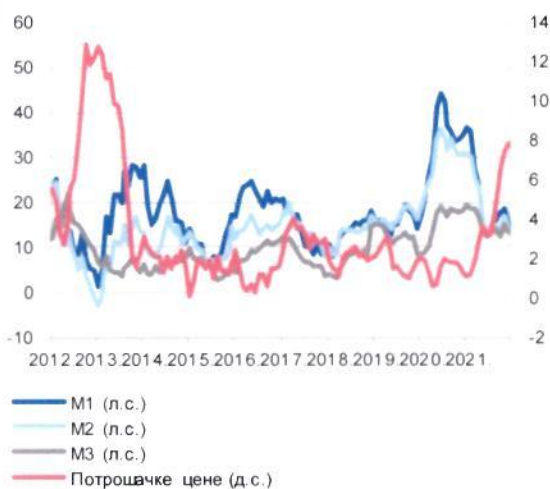
4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Монетарни агрегати су, под утицајем високе базе из 2020, када је на снази био обиман *Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије*, постепено успоравали м.г. раст током П1 2021. године. Током П2 раст монетарних агрегата стабилизован је на нивоима који су бележени пре избијања пандемије вируса корона. У децембру су М1, М2 и М3 забележили м.г. стопе раста од 14,8%, 13,8% и 13,3%, респективно, а позитиван допринос њиховом повећању потицао је од раста економске активности, трећег пакета економских мера помоћи и раста кредитне активности.

Посматрано по компонентама, депозити по виђењу повећани су током 2021. године за 152,4

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



Извор: РЗС и НБС.

¹² Без Народне банке Србије.

млрд динара, вођени растом депозита становништва и привреде. Стање на трансакционим рачунима грађана повећано је током године за 80,0 млрд динара. Истовремено, депозити привреде порасли су за 64,5 млрд динара, највише захваљујући повећању депозита предузећа из области грађевинарства, трговине и прерађивачке индустрије.

Орочени динарски депозити повећани су за 33,2 млрд динара, при чему је раст забележен на рачунима свих сектора, а највећи код других финансијских организација и становништва. Динарска штедња становништва наставила је динамичан раст четврту годину заредом упркос неизвесности и кризи коју је изазвала пандемија вируса корона. Становништво је повећало своје динарске штедне депозите за 11,1 млрд динара, или за 12,0%, чиме је динарска штедња крајем децембра достигла свој дотадашњи максимум од 103,7 млрд динара.¹³ Стабилан и континуиран раст динарске штедне показатељ је поверења грађана у домаћу валуту и олакшава очување

ценовне и финансијске стабилности. Истовремено, већој атрактивности динарске од девизне штедне доприносе и више каматне стопе на динарску штедњу, као и њен повољнији порески третман. С тим у вези, 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 за 1,9 млрд евра, вођени растом девизне штедне становништва (за 1,2 млрд евра), на до тада највиши забележени ниво од 12,3 млрд евра.¹⁴ Девизни депозити привреде повећани су за 692,8 млн евра, чему су допринели приливи по основу извоза, СДИ и задуживање предузећа у иностранству.

Кредити банака

Укупни домаћи кредити су у 2021. порасли за 9,9% м.г.,¹⁵ чиме су четврту годину заредом остварили готово двоцифрену стопу раста. Убрзани раст домаће кредитне активности резултат је повољних услова финансирања и веће тражње за кредитима ради обезбеђења средстава за финансирање економске активности. Томе у прилог говоре повећани кредити посебно сектору привреде, који су у 2021. дали нешто већи допринос расту укупних кредита од кредита становништву. Структура кредита остала је повољна са становишта доприноса одрживом

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

	2020.	2021.	Промене у 2021.
Нето потраживања од иностранства	1.347.165	1.744.477	397.312
Нето потраживања банака од иностранства	-250.497	-202.387	48.110
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.987.585	2.033.573	45.988
Нето домаћи кредити	3.139.611	3.335.144	195.533
Нето потраживања од државе	379.203	308.032	-71.172
Пласмани државе	840.014	871.782	31.768
Депозити државе	-460.811	-563.751	-102.939
Потраживања од невладиних сектора	2.760.408	3.027.112	266.704
Становништво	1.243.622	1.374.798	131.176
Привреда	1.452.691	1.594.382	141.691
Др. финансијске корпорације	33.656	31.801	-1.855
Локални нивои власти	29.857	25.605	-4.252
Непрофитне и др. организације	582	526	-56
Остала нето актива	-1.152.027	-1.301.571	-149.545
Новчана маса М3	3.334.749	3.778.049	443.300
Новчана маса М2	1.553.797	1.767.998	214.200
Новчана маса М1	1.220.082	1.401.097	181.015
Готов новац у оптицају	266.725	295.311	28.586
Депозити по виђењу	953.357	1.105.786	152.429
Динарски штедни и орочени депозити	333.715	366.901	33.185
Девизни депозити	1.780.952	2.010.052	229.100

Извор: НБС.

¹³ Обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња на крају 2021. износила је 104,2 млрд динара.

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



Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса

¹⁴ Укључујући средства нерезидената, на 12,7 млрд евра.

¹⁵ Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014.

Графикон III.4.3. Доприноси мг. расту кредита привреди

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

расту економске активности, при чему је раст кредитне активности код привреде био вођен растом кредита за обртна средства и инвестиција, а код становништва растом стамбених кредита.

Банке су за финансирање кредитне активности највећим делом користиле домаће изворе, и то пре свега депозите немонетарног сектора. С друге стране, повећање резерви банака код Народне банке Србије и раст нето потраживања банака од државе и иностранства деловали су у супротном смеру.

Кредити привреди, без ефекта промене девизног курса, повећани су у 2021. за 136,4 млрд динара, односно за 9,9%. Посматрано по наменама, у условима повећане потребе предузећа за ликвидним средствима, највише су повећани кредити за ликвидност и обртна средства (97,7 млрд динара), чије је учешће у укупним кредитима привреди крајем године износило 46,2%. Следе их инвестициони кредити, који су у 2021. повећани за 39,1 млрд динара и са уделом у укупним кредитима привреди од 41,7% у децембру. Стање осталих врста кредита привреде готово је непромењено у односу на крај 2020. Повећано је кредитирање предузећа из свих делатности, а највише код предузећа из области саобраћаја, прерађивачке индустрије и снабдевања електричном енергијом. Посматрано по величини предузећа, стање кредита одобрених микропредузећима, малим и средњим предузећима повећано је током 2021. за 63,2 млрд динара, а њихово учешће у укупним кредитима привреди крајем године износило је 66,5%.

Обим новоодобрених кредита привреди у 2021. (1.136,1 млрд динара) већи је за 20,9% у односу

Графикон III.4.4. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора

(у нето %)



Извор: НБС.

Напомена: Раст у вредности у казу је на поштравање, а пад на олакшавање кредитних стандарда.

на претходну годину. Предузећа су у 2021. години највише користила кредите за ликвидност и обртна средства, на које се односило 53,6% нових кредита привреди, а чије одобравање је подржано повољним условима финансирања у оквиру гарантних шема. Следе их инвестициони кредити, са учешћем од 28,3%, док се на некатегорисане кредите односило 14,0% нових кредита привреди. Микропредузећа, мала и средња предузећа била су корисници 56,3% нових одобрених кредита привреди у 2021. години.

Током 2021, у оквиру гарантних шема одобрено је кредита у противвредности од преко 800 млн евра (2,29 млрд евра од почетка примене у мају 2020), при чему је преко 60% тих кредита било у

Графикон III.4.5. Доприноси мг. расту кредита становништву

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

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



Извор: НБС.

Напомена: Раст у вредности у казу је на поштравање, а пад на блажавање кредитних стандарда.

динарима. При томе, прва гарантна шема проширена је за 500 млн евра (у односу на иницијални план од 2 млрд евра), а кредити у оквиру овог програма моћи ће да се одобравају до јула 2022. Такође, донета је одлука о новој (другој) гарантној шеми, такође у вредности од 500 млн евра, која је намењена предузећима која послују у угроженим секторима и свим другим предузећима с падом прихода већим од 20% у 2020. години.

Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁶ показују да су банке током 2021. године ублажиле стандарде по којима су одобравале динарске кредите привреди, док су стандарди за девизне и девизно индексирани кредите благо поштрени. Банке су оцениле да већина фактора и даље упућује на повећану перцепцију ризика, што се одразило на умерено поштравање услова по којима су одобравале кредите привреди. Резултати анкете показују да је тражња привреде за кредитима повећана током 2021. године и да је била готово равномерно усмерена ка динарским и девизно индексираним кредитима. Истовремено, потреба за финансирањем капиталних инвестиција поново је постала један од водећих фактора раста тражње привреде за кредитима, поред потребе за финансирањем обртних средстава.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су током 2021. за 133,5 млрд динара, или за 10,8%, вођени растом стамбених и готовинских кредита. Стамбени кредити су током 2021. године повећани за 79,0 млрд динара, што је допринело расту њиховог

¹⁶ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

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



Извор: НБС.

учешћа у укупним кредитима становништву за 2,2 п.п. на нивоу године, на 38,9% у децембру. Раст готовинских кредита у 2021. години износио је 54,2 млрд динара, а њихово учешће у укупним кредитима становништву у децембру износило је 44,1% (44,4% крајем 2020).

Обим новоодобрених кредита становништву у 2021. (553,6 млрд динара) био је за 28,7% већи него у 2020. Најзаступљенија категорија били су готовински кредити (57,9%), а следе их стамбени кредити (25,2%).

Резултати анкете о кредитној активности банака показују да су банке у 2021. години ублажиле стандарде по којима су одобравале кредите становништву, чему су највише допринели конкуренција у банкарском сектору, опоравак тржишта рада и позитивне тенденције на тржишту некретнина. Ублажавање стандарда одразило се и на ублажавање услова по којима су банке одобравале кредите становништву, и то првенствено на ценовне услове кредита. Тражња становништва за кредитима, према оцени банака, повећана је током 2021. године и највише је повећана за најзаступљенијим категоријама кредита – девизно индексираним стамбеним кредитима и динарским готовинским кредитима (укључујући и кредите за рефинансирање).

Бруто NPL показатељ смањен је током 2021. за 0,1 п.п. и у децембру је износио 3,6%. Чињеница да је учешће NPL-а и у условима кризе без преседана у односу на крај 2019. ниже за 0,5 п.п. указује на то да су мере Народне банке Србије и Владе биле правовремене, да су спречиле већи негативан ефекат по привреду и становништво, а тиме и по финансијску стабилност. Посматрано

по секторима, у 2021. години учешће *NPL* код привреде смањено је за 0,2 п.п., на 2,9%,¹⁷ док је код становништва повећано за 0,5 п.п., на 4,1%.¹⁸ Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 88,5% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 56,3% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала¹⁹ крајем Т4 2021. износио је 20,8%, што указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

5. Показатељи степена динаризиције

У 2021. Народна банка Србије наставила је да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије.

Мере монетарне политике које је спроводила Народна банка Србије допринеле су очувању макроекономске стабилности, релативне стабилности курса динара према евр, као и стабилности финансијског система, што представља главни предуслов за јачање поверења у динар.

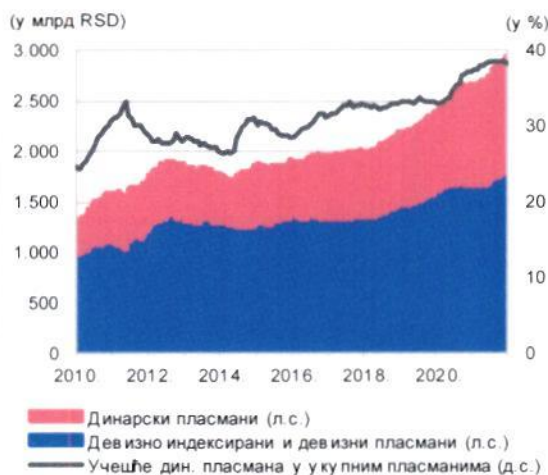
Политиком обавезне резерве настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су знатно

ниже од девизних. Када је реч о политици ремунарације обавезне резерве, Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске. Такође, банкама које клијентима одобравају динарске кредите, у складу с гарантним шемама Републике Србије,²⁰ по каматним стопама које су за најмање 50 б.п. ниже од прописаних највиших стопа Народна банка Србије и даље плаћа камату на издвојену динарску обавезну резерву у износу тих кредита, по стопи која је за 50 б.п. виша од стандардне.²¹ На тај начин, у оквиру постојећег система обавезне резерве, Народна банка Србије подржава антикризне мере Владе и додатно подстиче одобравање динарских кредита привреди.

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

Народна банка Србије наставила је да развија основне инструменте заштите од девизног ризика. И у 2021. редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза,

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



Извор: НБС.

¹⁷ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако се посматрају само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру износило је 3,0%, што је за 0,1 п.п. ниже него у децембру 2020.

¹⁸ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је такође повећано за 0,5 п.п., на 4,1%.

¹⁹ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака

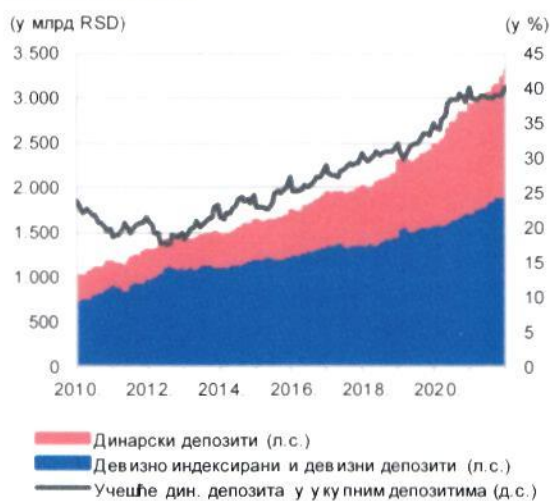


Извор: НБС.

²⁰ Закон о утврђивању гарантне шеме као мера подршке привреди за ублажавање последица пандемије болести COVID-19 изазване вирусом SARS-CoV-2 („Службени гласник РС”, бр. 153/2020 и 40/2021) и Закон о утврђивању друге гарантне шеме као мера додатне подршке привреди услед продуженог негативног утицаја пандемије болести COVID-19 изазване вирусом SARS-CoV-2 („Службени гласник РС”, бр. 40/2021 и 129/2021).

²¹ Стандардна каматна стопа на издвојену обавезну резерву тренутно износи 0,10%.

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



Извор: НБС

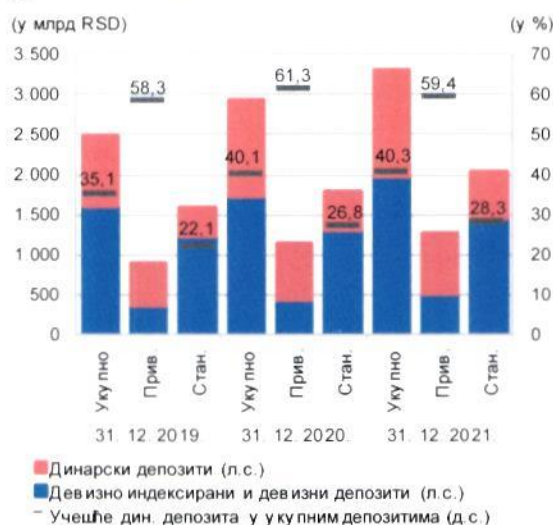
чиме се подстиче међубанкарска своп трговина девизама и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштити од девизног ризика.

Степен динаризације, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, повећан је у 2021. години за 1,0 п.п. и крајем децембра износио је 38,3%. То је највиши ниво овог показатеља од јуна 2008. године, од када се он прати.

Раст динаризације пласмана у 2021. години првенствено је резултат већег динарског кредитирања привреде, које је делом реализовано у оквиру гарантних шема Републике Србије. У складу с гарантним шемама, настављено је кредитирање предузетника, као и микропредузећа, малих и средњих предузећа по релативно повољним условима, а кредити се добрим делом реализују у динарима. Девизно индексиране и девизне пласмани привреди повећани су у мањој мери у поређењу с динарским кредитима, тако да је степен динаризације пласмана привреди у 2021. повећан за 3,0 п.п. и крајем године износио је 24,0%.

Степен динаризације пласмана становништву у 2021. години постепено се смањивао, под утицајем раста стамбеног кредитирања, које се, по правилу, реализује уз примену валутне индексације. Томе доприносе повољни услови задуживања, пораст расположивог дохотка, као и раније усвојене мере које имају за циљ лакши приступ стамбеном кредитирању. Динарски пласмани становништву такође су повећани, али у мањој мери од девизно индексираних пласмана становништву. Учешће динарских кредита у укупним кредитима становништву због тога је

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



Извор: НБС.

смањено у 2021. (за 1,3 п.п.) и крајем године износило је 54,6%.

Од кључне важности за даљи раст динаризације јесте наставак динаризације депозита привреде и становништва. Током 2021. године овај показатељ повећан је за 0,2 п.п. и крајем године износио је 40,3%, што је рекордно висок ниво. При томе, степен динаризације депозита становништва, под утицајем раста динарских трансакционих депозита, повећан је у овом периоду (за 1,5 п.п.) и крајем године достигао је рекордно висок ниво (28,3%). Томе је погодвала реализација државних мера помоћи становништву за ублажавање негативних економских ефеката проузрокованих вирусом корона. На повећање динаризације депозита повољно је утицао и наставак динамичног раста динарске штедње (за 12%), која је први пут премашила износ од 100 млрд динара и крајем године износила је рекордне 104,2 млрд динара.

Степен динаризације депозита привреде, након рекордно високог нивоа крајем 2020. године (61,3%), током 2021. смањен је за 1,9 п.п. и крајем године износио је 59,4%.

6. Тржиште непокретности

Тржиште некретнина у 2021. карактерисао је раст цена и промета. Расту промета је допринела и Народна банка Србије доношењем *Одлуке о привременим мерама за банке у циљу олакшавања приступа финансирању физичким лицима*, у августу 2020. Мерама које су обухваћене овом одлуком подржана је грађевинска активност и омогућен лакши

приступ стамбеним кредитима, што се одразило на кретања у 2021. години.

Укупан број регистрованих уговора о купопродаји непокретности (земљиште, објекти, посебни делови објеката) у 2021. години износио је 138.180 и био је виши за 28,4% него у 2020. Број регистрованих уговора о купопродаји станова у 2021. већи је за око 31% него у истом периоду претходне године, а његово учешће у укупном обиму промета износило је око 39%. Највећи промет на овом сегменту остварен је у Београду (40% укупног обима промета станова), Чајетини, Новом Саду, Нишу и Крагујевцу.

Према подацима РЗС-а, просечна цена станова новоградње на нивоу земље у 2021. била је виша за 7,6% м.г. и износила је 178.742 динара по квадратном метру (1.520 евра по квадратном метру). Највише цене ових некретнина биле су у Београду, Чајетини (Златибору), Новом Саду, Врњачкој Бањи, Крагујевцу, Зрењанину и Нишу. Просечна цена станова новоградње у Београду у 2021. износила је 255.385 динара (2.172,2 евра по квадратном метру) и виша је за 10,1% м.г. Цене су знатно варирале у зависности од локације (од 97.939 динара по квадратном метру на општини Младеновац до 374.921 динар по квадратном метру на Савском венцу).

Према подацима Републичког геодетског завода, просечна цена станова новоградње у Србији у 2021. износила је 1.450 евра по квадратном метру и била је виша за 9% у односу на 2020. годину (1.335 евра по квадратном метру). Просечна површина прометованог стана у новоградњи износила је 58 квадратних метара. Такође, према подацима Републичког

геодетског завода, просечна цена станова староградње порасла је за 10,0%, са 1.000 евра по квадратном метру на 1.104 евра по квадратном метру. Просечна површина прометованог стана у староградњи била је 53 квадратна метра.

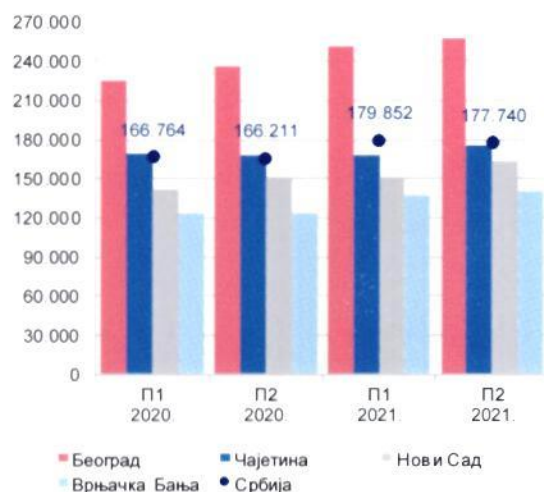
На целокупном тржишту непокретности, 15% укупно регистрованих уговора финансирани су из **кредитних средстава**, док је код преосталих 85% као начин плаћања коришћена **готовина**. Готовином је највише плаћано земљиште, док се из кредитних средстава највише финансирала куповина станова. Куповина станова је финансирана 34% из кредитних средстава (што је већи удео него у 2020. години, када је 33% финансирано на овај начин).

Када је реч о факторима на страни понуде на тржишту некретнина, **број издатих грађевинских дозвола** укупно за зграде (укључујући и пословне и друге) порастао је у 2021. за 39,0% м.г. и износио је 24.994. Број издатих грађевинских дозвола за стамбене зграде у 2021. износио је 19.643 и био је виши за 50,8% м.г., а број издатих грађевинских дозвола за станове износио је 35.053 и био је виши за 19,3% м.г., па се може очекивати раст понуде станова и у наредном периоду.

Значајан фактор раста тражње за некретнинама јесте **расположиви доходак становништва**, чијем су расту допринели очувана радна места и зараде захваљујући пакетима економске помоћи. И даље повољни услови задуживања доприносили су расту тражње становништва за стамбеним кредитима, па је обим новоодобрених стамбених кредита у 2021. (139,3 млрд динара) чинио 25,2% укупног обима новоодобрених

Графикон III.6.1. **Цене станова новоградње у Републици Србији**

(у RSD/m²)



Извор: РЗС.

Графикон III.6.2. **Кретање броја издатих грађевинских дозвола и завршених станова** (на годишњем нивоу, у %)



Извор: РЗС.

кредита становништву и био је већи за 51,3% него у 2020. години.

7. Инфлациона очекивања

Према резултатима анкета агенција Ипсос и Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред кретала су се током целе 2021. године у границама циља ($3 \pm 1,5\%$). Резултати агенције Ипсос показују да су краткорочна инфлациона очекивања, пратећи раст текуће инфлације, од почетка године имала узлазну путању, али је тај раст био мањи. Током III она су се кретала испод централне вредности циља, да би у јуну била повећана на 3%. Остатак године обележио је њихов даљи постепени раст до нивоа од 4,5%, на ком су се налазила у децембру. На сличну динамику кретања инфлационих очекивања финансијског сектора упућују и резултати агенције Блумберг – са 2,2% у јануару повећана су на 3,8% у децембру. Посматрано у дужем периоду, очекивања финансијског сектора осам година (тј. од октобра 2013) усидрена су у оквиру граница циља, што је важан показатељ кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије и фактор обезбеђења ценовне стабилности у средњем року.

Инфлациона очекивања сектора привреде за годину дана унапред такође су се кретала узлазном путањом. Током највећег дела године она су била у границама инфлационог циља, изузев у децембру, када су износила 6%. Највероватније као последица раста светских цена енергената и трошкова у производњи хране, већина привредника (око 75%) у децембру је сматрала да ће се у наредних 12 месеци повећати

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



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

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

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

цене инпута у производњи, као и цене готових производа односно услуга.

Инфлациона очекивања становништва уобичајено су виша од осталих сектора и већи део године²² била су стабилна на нивоу од 10,0%. Истовремено, према резултатима квалитативне анкете,²³ индекс перципиране инфлације наставио је да бележи више вредности од индекса очекиване инфлације, што указује на то да становништво очекује да инфлација у наредних 12 месеци буде нижа од инфлације у претходној години дана.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

²² Изузев јануара, када су износила 9%, и новембра, када су износила 15%.

²³ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред наставила су и током 2021. године да се крећу у границама циља Народне банке Србије, где су усидрена откад се прате (март 2014). Током године постепено су повећавана до 3,5%, колико су износила у децембру. **Средњорочна очекивања сектора привреде** кретала су се у распону од 1,7% до 4,0%. Истовремено, очекивања сектора становништва већим делом године износила су 10%, изузев у јануару и марту, када су била на нивоу од 7%.

Народна банка Србије од фебруара 2021. године прати и **инфлациона очекивања тржишних учесника за три године унапред**, која додатно потврђују очекивано очување ценовне стабилности у средњем року. **Финансијски сектор** сматра да ће м.г. инфлација 2024. године износити у просеку 2,8%. Очекивања **привреде и становништва** за три године унапред у просеку износе 2,0% и 9,3%, респективно.

8. Фискална кретања

Фискална кретања у 2021. години надмашила су очекивања. Учешће **дефицита опште државе у БДП-у** износило је 4,1%, што је знатно мање од процене из *Ревидиране Фискалне стратегије за 2022. годину са пројекцијама за 2023. и 2024. годину*, која је износила 4,9% БДП-а. Повољнијем резултату од планираног допринели су убрзање привредног раста и повољни трендови на тржишту рада, што се одразило и на бољу наплату фискалних прихода од очекиване. У односу на претходну годину, то учешће је ниже за 3,9 п.п. и резултат је знатно већих прихода захваљујући позитивним ефектима претходног програма економских мера које су донеле Влада и Народна банка Србије, што је допринело убрзању привредног раста и знатно ублажило негативне последице пандемије на привреду и грађане.

Влада је у фебруару 2021. донела одлуку о увођењу још једног **додатног пакета подршке у 2021. години**. Вредност додатних мера била је процењена на око 4,2% БДП-а. Преко половине пакета односило се на директну фискалну подршку привреди и становништву, која је обухватала исплате у висини половине минималне зараде (у трајању од три месеца) предузећима који су се пријавили за ову врсту помоћи, затим помоћ предузећима у секторима који су највише погођени пандемијом, као и новчане исплате становништву (пунолетним грађанима, пензионерима, незапосленима и вакцинисаним грађанима). Преостали део пакета (око 120 млрд динара) односио се на спровођење

Табела III.8.2. Преглед емитованих еврообвезница у 2021.

Врста еврообвезнице	Номинални износ (у млрд EUR)	Рочност (год.)	Стопа приноса (у %)	Купонска стопа (у %)
Конвенционална	1	12	1.92	1.65
Зелена	1	7	1.26	1.00
Конвенционална	0,75	15	2.30	2.05

Извор: Министарство финансија.

гарантне шеме, при чему је половина средстава представљала проширење гарантне шеме из 2020. године, док су се преостала средства односила на нову гарантну шему намењену предузећима која послују у угроженим секторима и свим другим предузећима с падом прихода већим од 20% у 2020. години.

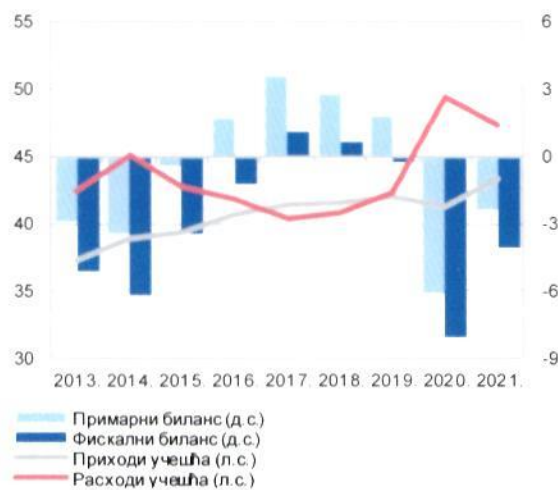
У односу на претходну годину, **јавни приходи** у 2021. години реално су порасли за 15,6%, што је резултат бржег раста економске активности од очекиваног, као и одложене наплате пореских прихода из претходне године за 2021. годину. Највећи допринос расту прихода дали су доприноси за социјално осигурање (8,3 п.п.) и порез на додату вредност (4,9 п.п.). У мањој мери, високом реалном расту јавних прихода допринели су порез на доходак (2,3 п.п.) и порез на добит (1,9 п.п.).

Табела III.8.1. Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије

Трећи пакет мера (2021)	у млрд RSD
I група – директна подршка приватном сектору	
1. Уплата помоћи у висини 50% минималне зараде, у трајању од три месеца, свим предузетницима, микропредузећима, малим, средњим и великим предузећима	52
2. Директна помоћ угроженим секторима – угоститељство, туристичке агенције, хотели и рентакар агенције	4,1
3. Помоћ хотелима у градским срединама	1,2
4. Уплата помоћи сектору превозника путника у друмском саобраћају и аутобуских станица у износу од 600 евра по аутобусу	2,7
5. Уплата самосталним уметницима	0,3
Укупно	60,3
II група – мере за очување ликвидности	
5. Продужење постојеће гарантне шеме за подршку економији током кризе COVID-19	60
6. Успостављање нове гарантне шеме за подршку најугроженијим секторима/предузећима	60
Укупно	120
III група – остале мере	
7. Фискални подстицај – подстицање домаће тражње	73,1
8. Бонус за вакцинацију	7,1
Укупно	80,2
Процена утицаја фискалних мера	140,5
Укупан пакет мера	260,5

Извор: Министарство финансија.

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



Извор: Министарство финансија.

Јавни расходи реално су за 5,9% виши него у претходној години. Највећи утицај на раст јавних расхода потиче од капиталних расхода услед повећања издатака за нове и постојеће инфраструктурне пројекте, као и за здравствене капацитете и опрему. Допринос ове категорије расту јавних расхода износи 6,4 п.п. Позитиван допринос јавним расходима приметан је код куповине робе и услуга (1,8 п.п.) и расхода за запослене (1,9 п.п.) услед повећања плата у јавном сектору. С друге стране, у правцу смањења расхода деловале су ниже исплате субвенција него у претходној години, с негативним доприносом од 1,7 п.п.

Средства за финансирање дефицита и плаћање доспелих обавеза у 2021. години првенствено су обезбеђена успешним емисијама еврообвезница на међународном финансијском тржишту у укупној вредности од 2,75 млрд евра. Република Србија је у 2021. години реализовала три емисије еврообвезница, једну у фебруару и две у септембру. Први пут у својој историји, Србија је у септембру емитовала зелену еврообвезницу, чиме је показала да је еколошки одговорна земља и постала једина европска држава ван ЕУ која је емитовала зелени финансијски инструмент. Додатна средства за финансирање дефицита обезбеђена су из емисије динарских ХоВ на домаћем тржишту. Укључивање динарских обвезница у реномирани индекс *J.P. Morgan*-а требало би да допринесе додатном повећању атрактивности државних обвезница Србије као вида улагања страних инвеститора и ширењу базе инвеститора.

Јавни дуг централног нивоа власти крајем 2021. године износио је 30,1 млрд евра, односно

Графикон III.8.2. Јавни дуг*



Извор: Министарство финансија.

* Централни ниво државе.

56,5% БДП-а и у поређењу с крајем 2020. то учешће је ниже за 0,5 п.п. Иако је дошло до апсолутног пораста јавног дуга у односу на претходну годину, раст БДП-а довео је до смањења његовог учешћа у БДП-у. Када је реч о валутној структури дуга, у односу на крај 2020. године повећано је учешће дуга у еврима (на 57,7% на крају 2021), док су учешћа дуга у динарима, доларима и осталим валутама смањена за 2 п.п., 2,4 п.п. и 3,7 п.п., респективно. *Ревидираном фискалном стратегијом за 2022. годину са пројекцијама за 2023. и 2024. годину* пројектовано је да ће учешће дуга централне државе у БДП-у у наредне три године остати испод мастрихтског критеријума од 60% БДП-а и да ће се налазити на силазној путањи, тако да би крајем 2024. требало да износи 52,7% БДП-а. Томе би требало да допринесе очекивано смањење дефицита опште државе на око 3% БДП-а ове године, а затим на 1,5% и 1%, респективно, у наредне две године, као и прелазак у примарни суфицит.

9. Агрегатна тражња

Захваљујући предузетим мерама за ублажавање ефеката кризе изазване вирусом корона, од почетка 2021. раст економске активности био је већи од очекивања, тако да је на нивоу године остварен раст БДП-а од 7,4%, који се у великој мери дугује домаћој тражњи. Правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и по том основу обезбеђени повољни услови финансирања и очувани производни капацитети пресудно су утицали на опоравак приватне потрошње и инвестиција, тако да је **домаћа тражња у 2022. повећана за 8,5%**, уз допринос расту БДП-а од 9,5 п.п.

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



Почетком године су пооштрене епидемијске мере за очување здравља становништва, што се негативно одразило на активност у појединим услужним секторима, а последично и на потрошњу становништва. Ипак, успешан процес вакцинације и постепено ублажавање епидемијских мера допринели су **расту приватне потрошње** на нивоу године од 7,6% (уз допринос БДП-у од 5,2 п.п.), који је пре свега био заснован на предузетим економским мерама за очување тржишта рада. На то указује кретање основног извора финансирања потрошње – масе зарада, која је у 2021. години повећана за 13,1%. И експанзивни карактер монетарне политике, који се огледао у ниским каматним стопама на кредите, определио је раст кредита намењених потрошњи. Поред тога, опоравак светске

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



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



привреде у 2021. и већа мобилност радне снаге утицали су на раст дознака из иностранства.

Опоравак приватне потрошње од почетка године био је присутан у трговини, о чему сведочи двоцифрен раст реалног промета (10,0%) и увоза потрошне робе (11,4%) у 2021. години. Поред тога, ублажавање епидемијских мера одразило се и на остале услужне секторе. Тако је у сектору путничког саобраћаја повећана активност за 18,2%, док је у туризму повећан број ноћења домаћих туриста за 17,0%. Поред тога, приметан је раст потрошње усмерене за рекреацију становништва, културне и спортске догађаје.

За разлику од приватне потрошње, **државна потрошња** је током 2021. остварила нешто мањи

Графикон III.9.4. Кретање главних компонента увоза (доприноси м. расту, у п.п.)



раст (2,6%). Расту државне потрошње допринели су повећани расходи за набавку медицинског материјала, као и раст издатака за зараде у јавном сектору и пензије.

Мере усмерене на очување производних капацитета и запослености знатно су утицале на очување позитивног инвестиционог амбијента, тако да су током 2021. **приватне инвестиције у фиксне фондове порасле** за 5,9%, што је допринело расту БДП-а са 1,0 п.п. То потврђује и раст нето прилива СДИ за 23,4%, на 3,6 млрд евра у 2021. години. И износ новоодобрених инвестиционих кредита привреди током 2021. повећан је за 22,2%, на 321,1 млрд динара. На повећану инвестициону активност указује и двоцифрен раст обима производње капиталних добара и увоза опреме у 2021. години.

Интензивирана реализација инфраструктурних пројеката у области саобраћаја и енергетике које финансира држава и раст капиталних расхода усмерених у сектор здравства ради набавке опреме и изградње болница резултирали су растом **инвестиција државе** од 32,4% у 2021. години, што је допринело расту БДП-а са 1,8 п.п.

Позитиван допринос расту БДП-а потекао је и од **раста залиха** (1,0 п.п.), што се може довести у везу с растом индустријске производње.

Спољнотрговинска размена са иностранством наставила је да се опоравља током 2021. и, према нашој процени, извоз и увоз робе и услуга повећани су реално за 19,4% и 19,3%, респективно. При томе, због већег учешћа увоза у спољнотрговинској размени, допринос **нето извоза** расту БДП-а у 2021. био је негативан и износио је 2,1 п.п.

10. Економска активност

Након 2020. године, када је економска активност у условима пандемије смањена за 0,9%, у 2021. години повећана је за 7,4%, **што, кумулативно посматрано, представља један од најбољих резултата у Европи**. Снажан опоравак економске активности постигнут је пре свега захваљујући предузетим мерама за ублажавање ефеката кризе, које су биле усмерене на очување производних капацитета и запослености, тако да је БДП већ током Т1 достигао преткризни ниво. Највећи допринос расту економске активности у 2021. години потекао је од услужних сектора, који су највише били погођени кризом. Поред тога, допринос расту потекао је и од индустрије, упркос негативним ефектима застоја у глобалним ланцима снабдевања, као и од грађевинарства, иако је током кризне 2020.

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



Извор: РЗС и прерачуни НБС

године задржан висок ниво грађевинске активности. С друге стране, пољопривредна производња имала је благ негативан допринос економској активности услед високе базе из претходне године.

Предузете мере за очување производних капацитета, уз опоравак екстерне тражње, условиле су раст **индустријске производње** у 2021. години од 6,2%. У структури индустријске производње, прерађивачка индустрија бележи раст од 5,5% м.г., при чему је обим производње у 2021. години повећан код скоро свих делатности (19 од 23 делатности). Снажан раст је остварен и у области рударства (27,0% м.г., уз допринос расту индустрије од 1,6 п.п.), што је у највећој мери резултат повећане експлоатације бакра након проширења производних капацитета, на

Графикон III.10.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, 2020 = 100)



Извор: РЗС и прерачуни НБС

Графикон III.10.3. Показатељи грађевинске активности

(тримесечни просеци дсз., 2020 = 100)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

шта указује раст обима експлоатације руде метала од 134,6%. И снабдевање електричном енергијом благо расте, за 0,7% у 2021. години, и поред тога што је крајем године смањена производња електричне енергије због проблема у енергетском постројењу.

Наставак интензивне реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава, о чему сведочи и раст државних инвестиција, и убрзање приватних инвестиција усмерених пре свега у станоградњу резултирали су **растом грађевинарства** од 14,0% у 2021. години. Раст грађевинске активности дугује се пре свега очуваном инвестиционом поверењу. Током 2021. године овај раст је био потпомогнут и повољним условима финансирања, па је, према прелиминарним проценама РЗС-а, вредност

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



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

изведених грађевинских радова у Србији порасла за 15,1%. То потврђује и кретање показатеља из области грађевинарства, при чему је број издатих грађевинских дозвола у 2021. години повећан за 33,4%, а вредност предвиђених радова на основу издатих грађевинских дозвола за 42,7%. И потрошња грађевинског материјала знатно је повећана током 2021. године, о чему сведочи раст обима производње од 8,9%, који је био праћен смањењем залиха од 13,3%, као и раст вредности увоза грађевинског материјала од 27,6%. Потребно је истаћи да се раст активности у грађевинарству одразио и на број запослених у овом сектору, који је током 2021. у просеку повећан за 4,8%.

Иако је почетком 2021. године нови талас пандемије довео до поштравања здравствених мера, које се, између осталог, односе на поједине рестрикције у услужним делатностима, њихово ублажавање од Т2 допринело је опоравку активности, тако да је на нивоу године **активност у услужним делатностима** порасла за 8,5%, што је допринело расту БДП-а са 4,3 п.п. Мере за очување запослености и програм финансијске помоћи становништву у 2021. утицали су на раст потрошње, па је на нивоу године **промет у трговини на мало** повећан за 10,0%. И остали показатељи из области **туризма и угоститељства** указују на значајан опоравак активности, који се делимично дугује и ниској бази из претходне године. Тако је у сектору туризма, поред раста промета који су остварили домаћи туристи од 17,0%, током 2021. регистрован и знатан раст долазака и ноћења страних туриста, који је удвостручен у односу на 2020. годину (99% и 106%, респективно). И реални промет у угоститељству снажно је порастао у 2021, за 71,9%, што се може довести у везу с ниском базом из претходне године, када је, након избијања пандемије вируса корона, била уведена готово потпуна обустава рада угоститељских објеката. Поред тога, ублажавање епидемијских мера утицало је и на раст активности у **делатностима рекреације и забаве**, које су такође биле највише погођене рестриктивним епидемијским мерама.

Неповољни метеоролошки услови током лета условили су да **пољопривредна производња**, пре свега јесењих култура, буде нижа од производње из 2020. године, што је за последицу имало пад активности у пољопривреди на нивоу године од 5,4%, уз негативан допринос БДП-у од 0,3 п.п.

Опоравак економске активности у Т4 огледа се и у расту прихода по основу наплаћених пореза, тако да **нето порези**, након пада у 2020. години

од 1,8%, у 2021. бележе раст од 7,8%, уз позитиван допринос БДП-у од 1,3 п.п.

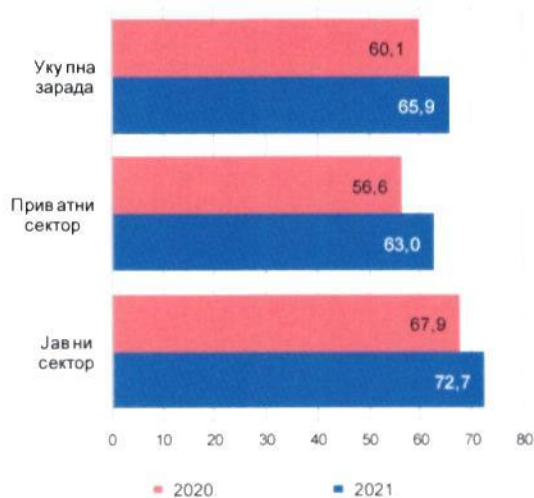
11. Зараде и запосленост

Током 2021. повећане су зараде и запосленост, док се незапосленост, након благог раста почетком године, у остатку године смањивала. Тако је просечна номинална нето зарада у децембру достигла 74.629 динара (635 евра), број формално запослених на крају 2021. био је већи за скоро 20 хиљада лица него годину дана раније, док је број регистрованих незапослених пао испод 480 хиљада лица. Таква кретања сведоче о отпорности тржишта рада, упркос и даље присутним последицама пандемије, које су у великој мери саниране захваљујући економским мерама државе.

Просечна номинална нето зарада на нивоу 2021. износила је 65.864 динара (560 евра), што је годишњи раст од 9,6%. При томе, **номиналне нето зараде порасле су и у приватном сектору (11,2%) и у јавном сектору (7,0%)**, на шта је утицала одлука Владе о повећању плата свим запосленима у јавном сектору за 3,5% у јануару и потом за 1,5% у априлу, као и подизање просечне минималне цене рада на 183,93 динара по сату. Први пут откад постоје методолошки упоредиви подаци, медијална нето зарада је у новембру премашила 50 хиљада динара, док је у децембру просечна зарада у приватном сектору премашила просечну зараду у јавном сектору.

Посматрано по делатностима, највиши раст просечне зараде у 2021. остварен је у ИКТ

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



Извор: РЗС

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



Извор: РЗС

сектору²⁴ (19,5%), областима здравствене и социјалне заштите (12,3%) и у стручним, научним, иновационим и техничким делатностима (12,1%), при чему је двоцифрен раст просечних зарада забележен и у административним и помоћним услугама, услугама рекреације и трговини на велико и мало. Зараде су у 2021. години повећане и у другим привредним делатностима, са изузетком енергетике, где је незнатно смањена.

Укупна номинална маса зарада, која је главни извор потрошачке тражње, повећана је за 13,1% на нивоу 2021, при чему је у приватном сектору била виша за 16,0%, а у јавном сектору за 7,7%.

Према прелиминарној процени, **продуктивност укупне економије** у 2021. порасла је за 4,7%, услед убрзаног опоравка економске активности,

Табела III.11.1. Кретање формалне запослености и незапослености (мг. стопе раста)

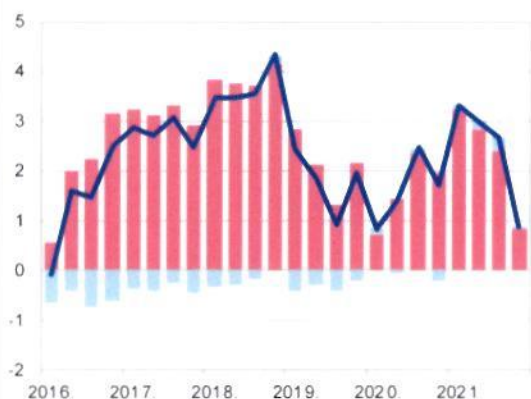
	2021.			
	Март	Јун	Септ.	Дец.
Укупан број формално запослених	3,3	3,0	2,7	0,9
Запослени код правних лица	3,3	3,3	3,1	1,5
Приватни предузетници и запослени код њих	5,6	3,5	2,5	-0,5
Индивидуални пољопривредници	-7,8	-8,2	-8,1	-7,8
Незапослени	4,2	2,8	-1,3	-2,8
Први пут траже запослење	14,5	10,8	3,2	0,3
Били у радном односу	-5,9	-5,6	-6,4	-6,3

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање

²⁴ Повећање зарада у ИКТ сектору делом се дугује и регистрању прилива из иностранства у Пореској пријави за порез по одбитку, која је извор података о просечним зарадама.

Графикон III.11.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености

(у п.п., крај периода)



— Јавни сектор
 — Приватни сектор
 — Укупна формална запосленост (у %)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

која је определила и годишњи раст продуктивности сектора индустрије од 3,1%.

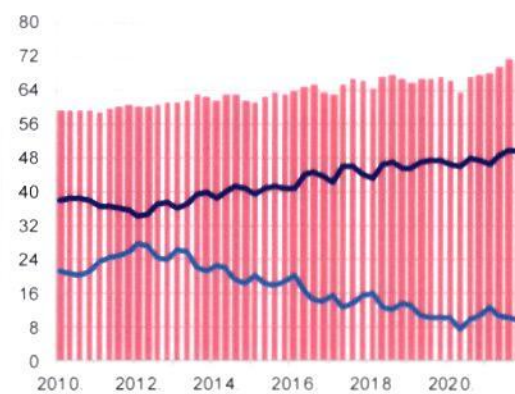
Укупна формална запосленост на нивоу 2021. повећана је за око 58 хиљада лица у просеку (2,6%), од чега се око 94% односи на новозапослене у приватном сектору, у којем је у децембру регистровано 1,67 млн запослених. Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, у децембру је број формално запослених код правних лица порастао за близу 27 хиљада лица у односу на исти период прошле године, док је број приватних предузетника и индивидуалних пољопривредника смањен за око 7 хиљада лица. Број запослених је повећан и у јавном сектору (за мање од хиљаду лица), чему је допринео флексибилнији приступ у погледу запошљавања код корисника јавних средстава у поређењу с периодом фискалне консолидације.

Мг. раст формалне запослености у децембру је регистрован у већини привредних делатности, пре свих у ИКТ сектору (око 8 хиљада лица), административним и помоћним услугама (око 6 хиљада лица), као и у стручним, научним, иновационим и техничким делатностима (око 4 хиљаде лица), које припадају услужном сектору. Поред тога, формална запосленост је у децембру мг. повећана и у грађевинарству и прерађивачкој индустрији, на супрот чега је деловао мг. пад броја запослених у осталим индустријским делатностима, области пољопривреде и појединим услугама приватног и јавног сектора.

Након што је почетком године расла, укупна евидентирана незапосленост је осам месеци узастопно смањивана и у децембру 2021. спуштена је на 477.564 лица, што је за скоро 14

Графикон III.11.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази

(у %)



— Стопа партиципације
 — Стопа незапослености
 — Стопа запослености

Извор: РЗС.

хиљада незапослених мање него пре годину дана и уједно најнижи ниво откад Национална служба за запошљавање води евиденцију. При томе, мг. пад броја незапослених остварен је у готово свим групама занимања унутар услужног и индустријског сектора (изузев код занимања из области текстилне индустрије).

Подаци из ревидиране Анкете о радној снази, која се од почетка 2021. спроводи у складу с новом методологијом ЕУ,²⁵ показују да се стопа укупне незапослености (и формалне и неформалне) од 9,8% у Т4 2021. спустила испод преткризног нивоа (Т4 2019) и била је за скоро цео 1 п.п. нижа него у истом периоду 2020. Стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т4 износила је 71,0%, а стопа запослености рекордних 50,0%, чиме су оба показатеља тржишта рада забележила мг. раст од 2,9 п.п. и 2,4 п.п., што додатно потврђује да је тржиште рада очувано у условима пандемије.

²⁵ Подаци о основним показатељима из Анкете о радној снази ревидирани су почев од Т1 2010.

Додатак 1.

ПРОГРАМ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2022. ГОДИНИ

1. У складу са Законом о Народној банци Србије, основни циљ Народне банке Србије јесте постизање и одржавање стабилности цена, чиме се доприноси очувању стабилности финансијског система и одрживом економском расту.

2. Циљ монетарне политике Народне банке Србије дефинисан је нумерички као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена, и од почетка 2017. године снижен је на 3,0%, уз дозвољено одступање од $\pm 1,5$ п.п. На овом нивоу циљ је утврђен до краја 2024. године¹, што указује на одлучност Народне банке Србије да, заједно с Владом Републике Србије, очува ценовну стабилност у средњем року. На овај начин, Народна банка Србије доприноси даљем унапређењу пословног и инвестиционог окружења, паду дугорочних динарских каматних стопа, као и већој употреби динара у финансијским трансакцијама, а тиме и смањењу изложености валутном ризику. Утврђени циљ за инфлацију на нивоу 3% омогућава и наставак процеса номиналне и реалне конвергенције Републике Србије ка Европској унији.

3. Народна банка Србије настојаће да утврђени циљ за инфлацију оствари коришћењем инструмената који су јој на располагању у оквиру режима инфлационог таргетирања, као монетарне стратегије коју примењује од почетка 2009. године. Основни инструмент монетарне политике остаје референтна каматна стопа, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту – реверзних репо операција којима се повлаче вишкови динарске ликвидности банкарског сектора. Притом, захваљујући обављању репо аукција по методу варијабилне вишеструке каматне стопе, Народна банка Србије утврђивањем износа ликвидности коју жели да повуче и изменом просечне пондерисане репо стопе може да прилагоди монетарне услове и између седница Извршног одбора Народне банке Србије, без промене основних каматних стопа – чиме је омогућена флексибилност у спровођењу монетарне политике.

4. Одлуке о монетарној политици Народна банка Србије ће и у 2022. доносити доследно и правремено, узимајући у обзир пројекцију инфлације и очекивано кретање њених кључних фактора из домаћег и међународног окружења, уважавајући и утицај ових фактора на финансијску стабилност. Народна банка Србије задржаће потребну флексибилност монетарне политике у погледу степена реакције и коришћења инструмената, како би обезбедила ценовну стабилност у средњем року, али и наставила да пружа подршку одрживом привредном расту.

5. Народна банка Србије спроводиће политику обавезне резерве на начин који доприноси стабилној ликвидности у банкарском сектору. Такође, обавезна резерва ће се користити и као пруденцијални инструмент којим се стимулише веће коришћење динарских и дугорочнијих извора финансирања у финансијском систему.

6. Народна банка Србије наставиће да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на домаћем девизном тржишту спроводиће се ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према еврo, као и ради очувања стабилности цена и финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

7. Захваљујући реализацији обимних и праввремених програма монетарних и фискалних подстицаја од проглашења пандемије болести *COVID-19*, очувано је потрошачко и инвестиционо поверење, а производни капацитети и запосленост су повећани, и то без угрожавања ценовне и финансијске стабилности и одрживости фискалне позиције државе.

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

Монетарна и фискална политика и даље ће бити координисане – и међусобно и са структурним политикама – како би се обезбедио дугорочно одржив привредни раст и даље јачала отпорност на потенцијалне негативне ефекте фактора из међународног окружења.

8. Важан елемент отпорности домаће економије на неизвесности из спољног окружења представљају и девизне резерве земље које су у 2021. години повећаване на рекордни ниво. Народна банка Србије ће и током 2022. године остати доследна у одржавању девизних резерви на адекватном нивоу, руководећи се начелима сигурности и ликвидности у управљању девизним резервама.

9. Народна банка Србије спроводиће активности из области микропруденцијалне и макропруденцијалне политике ради очувања стабилности финансијског система и смањења системског ризика, водећи рачуна о томе да се те активности спроводе транспарентно и да не умањују ефикасност основног инструмента монетарне политике. С тим у вези, редовно ће се спроводити регулаторне мере и активности на идентификацији потенцијалних ризика – спољних и унутрашњих, уз тестирање отпорности финансијског система на макроекономске ризике. Очувана финансијска стабилност омогућава да се и у наредном периоду остварује снажна позитивна веза између финансијског и реалног сектора.

10. Народна банка Србије задржаће систематски приступ и наставити са спровођењем активности усмерених на смањење постојећих и спречавање настанка нових проблематичних кредита. Њихов низак и одржив ниво доприноси ефикасности монетарне политике и стварању здравих извора за даљи раст кредитне активности.

11. У условима обезбеђене и одржане макроекономске стабилности, ојачане финансијске стабилности и релативно стабилног девизног курса – активности Народне банке Србије у наредном периоду биће усмерене и ка даљем развоју домаћег финансијског тржишта и већој употреби инструмената заштите од девизног ризика у складу с Меморандумом о стратегији динаризации². Развоју финансијског тржишта треба да допринесе Стратегија за развој тржишта капитала за период од 2021. до 2026. године, у чијој изради је учествовала и Народна банка Србије. Поред коришћења политике обавезне резерве, Народна банка Србије подстиче динаризацију и другим пруденцијалним мерама, као и промовисањем штедње у домаћој валути.

12. Пуштањем у рад система за инстант плаћања – *IPS* НБС платног система Народне банке Србије – створени су услови за даљи развој дигиталних услуга базираних на инстант плаћањима, за повећање укупних безготовинских плаћања, као и за убрзање токова новчаних средстава на тржишту, што доприноси ефикасности монетарне политике. Народна банка Србије је, поред плаћања рачуна скенирањем *NBS IPS QR* кода на рачунима/фактурама, наставила са даљим развојем инстант плаћања на продајним местима трговаца (физичким и интернет продајним местима) и омогућила је инстант пренос новчаних средстава коришћењем броја мобилног телефона примаоца плаћања кроз нову услугу „Пренеси”.

13. Важан део монетарне стратегије Народне банке Србије јесте и комуникација с јавношћу, која доприноси већој ефикасности монетарне политике и усидрености инфлационих очекивања у границама циља, а тиме и већој отпорности на неизвесности из спољног окружења. Делујући транспарентно и одговорно према јавности, Народна банка Србије комуницираће с јавношћу на следеће начине: а) саопштењима за јавност, б) конференцијама за штампу, в) извештајима о инфлацији, г) извештајима о стабилности финансијског система и д) другим публикацијама.

² Стратегија динаризации донета је у марту 2012. године, а унапређена је Меморандумом о стратегији динаризации, који су потписале Народна банка Србије и Влада Републике Србије у децембру 2018. године.

Додатак 2.

Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2024. године

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок, као и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије овим меморандумом утврђује циљ за инфлацију за период од 2022. до 2024. године.

У складу са *Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације*, закљученим између Народне банке Србије и Владе Републике Србије, и *Меморандумом Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији*, којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом Републике Србије, утврђује циљане стопе инфлације – Извршни одбор Народне банке Србије одредио је **циљану стопу укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена**, за период од јануара 2022. до децембра 2024. године у висини 3%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п. п.

Циљана инфлација у периоду од 2022. до 2024. године биће и даље благо изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да до 2024. године неће бити завршен процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према Европској унији.

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане, услед егзогених шокова. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случајевима у којима би враћање инфлације на циљ у кратком периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи на нагле промене цена примарних производа. Народна банка Србије, у сарадњи с Владом Републике Србије, може мењати утврђене циљеве за инфлацију. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.2.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	11
II.2.3.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	11
II.3.1.	Инфлација у 2020. и 2021.	12
II.3.2.	Укупна и базна инфлација	13
III.1.1.	Одступање БДП-а од преткризног нивоа	14
III.1.2.	ММФ-ове прогнозе реалног раста БДП-а за 2022. годину	14
III.1.3.	Тромесечна динамика привредног раста у зони евра и САД	15
III.1.4.	Инфлација у зони евра мерена хармонизованим ИПЦ-ом и инфлација у САД мерена ИПЦ-ом	15
III.1.5.	Тромесечна динамика БДП-а у појединим земљама средње и југоисточне Европе	16
III.1.6.	Кретање ИПЦ-а за поједине земље средње и југоисточне Европе	16
III.1.7.	Кретање референтних стопа за изабране земље средње и југоисточне Европе	17
III.1.8.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	19
III.1.9.	Кретање светских цена злата и нафте	19
III.1.10.	Кретање цена природног гаса и термалног угља и индекса цена метала и минерала	19
III.1.11.	Индекс светских цена хране	20
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	21
III.2.2.	Структура финансијског биланса	21
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	22
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	22
III.3.1.	Кретање каматних стопа	23
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	24
III.3.3.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	24
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	24
III.3.5.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	25
III.3.6.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	25
III.3.7.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	26
III.3.8.	Кретање курса динара и евра према долару	26
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	27
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	27
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	28
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	29
III.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	29
III.4.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	29
III.4.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	30
III.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним пласманима, бруто принцип	30
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	31
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	31
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	32

III.5.4.	Секторска структура депозита банака	32
III.6.1.	Цене станова новоградње у Републици Србији	33
III.6.2.	Кретање броја издатих грађевинских дозвола и завршених станова	33
III.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	34
III.7.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	34
III.7.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	34
III.8.1.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	36
III.8.2.	Јавни дуг	36
III.9.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	37
III.9.2.	Извоз и увоз робе и услуга	37
III.9.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	37
III.9.4.	Кретање главних компонената увоза	37
III.10.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	38
III.10.2.	Кретање показатеља економске активности	38
III.10.3.	Показатељи грађевинске активности	39
III.10.4.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	39
III.11.1.	Просечна номинална нето зарада	40
III.11.2.	Просечне номиналне нето зараде по делатностима	40
III.11.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	41
III.11.4.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	41

Табеле

II.3.1.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у 2021.	13
III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	20
III.4.1.	Монетарни преглед	28
III.8.1.	Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије	35
III.8.2.	Преглед емитованих еврообвезница у 2021.	35
III.11.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	40