

mat

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDovi

MACROECONOMIC ANALYSES AND TRENDS



PRIVREDNA
KOMORA
SRBIJE



ЕКОНОМСКИ ИНСТИТУТ
ECONOMICS INSTITUTE
1947

Januar 2024.

MAT
Broj 348

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDOVI
MACROECONOMIC ANALYSIS AND TRENDS

Aktuelnosti:

Da li je zastoj u stanogradnji privremen?

Uloga i značaj inflatornih očekivanja u borbi protiv inflacije

Izdavači
EKONOMSKI INSTITUT, BEOGRAD
PRIVREDNA KOMORA SRBIJE



Urednik
IVAN NIKOLIĆ

Autori
GORDANA VUKOTIĆ–COTIĆ • VESNA SIMONVIĆ
• MILADIN KOVAČEVIĆ • MILAN KOVAČ • IVAN NIKOLIĆ
• KATARINA STANČIĆ • PETAR KOROVIĆ • DUŠKO BUMBIĆ

SADRŽAJ:

PRIVREDA U FOKUSU

Ocena privredne aktivnosti.....

Prognoze.....

KONJUNKTURNI BAROMETAR.....

AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI

ANALIZE

Miladin Kovačević i Katarina Stančić

ULOGA I ZNAČAJ INFLATORNIH OČEKIVANJA U BORBI PROTIV INFLACIJE.....

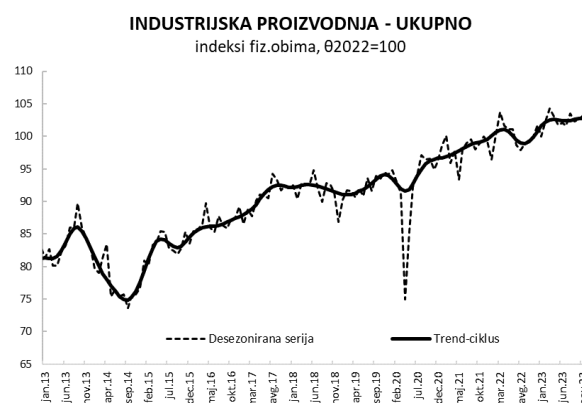
OCENA PRIVREDNE AKTIVNOSTI

Industrijska proizvodnja je u novembru statistički popravila rezultat iz prethodnog meseca - međugodišnji rast je iznosio 3,6%, dok je kumulativni međugodišnji porast u periodu januar-novembar iznosio 2,6%. Kada se, pak, sektorska dinamika proizvodnje meri tekućim trendom, poput ukupne proizvodnje, stuče se utisak da su sva tri sektora u stagnaciji ili blizu nje. Kratkoročno oživljavanje Prerađivačkog sektora u okolnostima izrazite dekonjunktore evozone malo je verovatno. Vrednost spoljnotrgovinske razmene je, međugodišnje posmatrano, smanjena u novembru 2023. godine, osmi mesec zaredom. Ukoliko robnu razmenu analiziramo kretanjem trend-ciklusa možemo primetiti da vrednost robnog izvoza u poslednja četiri meseca stagnira na nivou koji je za oko 2% viši od prošlogodišnjeg proseka, dok je trend robnog uvoza i deficita umereno rastući. Posle niza od četrnaest uzastopnih meseci, u oktobru i novembru 2023. vrednost indeksa realnog prometa konačno nadmašuje prosečnu vrednost realnog prometa iz prethodne godine. Usporavanje inflacije daje pozitivne efekte na međugodišnji obračun realne zarade koje su u oktobru uvećane za 6,1%. Međugodišnja inflacija je u novembru smanjena na 8%, dok je mesečna inflacija povećana isključivo pod dejstvom privremenih faktora.

1. Dinamika industrijske proizvodnje

Industrijska proizvodnja je u novembru statistički popravila rezultat iz prethodnog meseca - međugodišnji rast je iznosio 3,6%, dok je kumulativni međugodišnji porast u periodu januar-novembar iznosio 2,6%. Međutim, u prethodnih deset meseci trend fizičkog obima ukupne industrijske proizvodnje je čvrsto usidren na nivou koji je za oko 2,5% viši od prošlogodišnjeg proseka. Bez ubrzanja prerađivačkog sektora od januara 2024. možemo očekivati znatno skromnije međugodišnje stope rasta ukupne industrije.

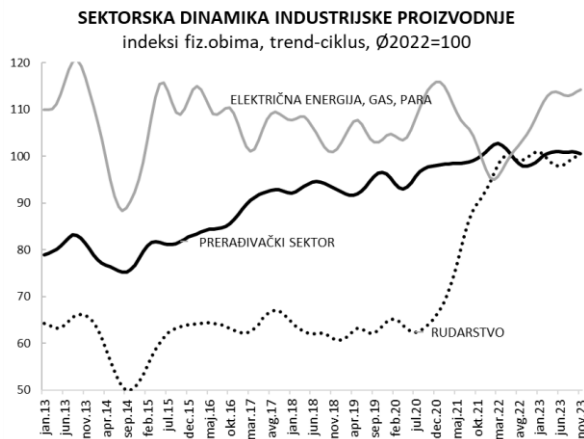
U novembru je, nakon tri meseca kontinuiranog međugodišnjeg rasta sva tri sektora proizvodnje, izostao pozitivan doprinos sektora Rudarstva (proizvodnja je ovde bila neznatno niža u odnosu na isti mesec 2022. godine, pad od -0,02%). Istovremeno, sektor Prerađivačke industrije je uvećan za 2,5%, a sektor Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija za 10,3%, te se njima u novembru dugovao i gotovo podjednak doprinos rastu ukupne industrijske proizvodnje (1,85 p.p. i 1,76 p.p., respektivno posmatrano).



U prvih jedanaest meseci 2023. godine, međugodišnjem rastu ukupne industrijske proizvodnje od 2,7%, kumulativno posmatrano, doprinosila je najvećim delom proizvodnja električne energije (2,13pp). Sledi sektor Prerađivačke industrije sa 0,4pp dok je učinak sektora Rudarstva skromniji (0,14pp).

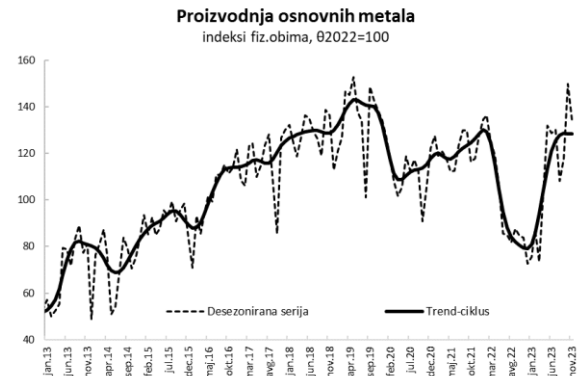
Kada se, pak, sektorska dinamika proizvodnje meri tekućim trendom, poput ukupne proizvodnje, stuče se utisak da su sva tri sektora u stagnaciji ili blizu nje. U sektoru Rudarstva, uz neznatne oscilacije, sličan nivo proizvodnje se održava još od prvog tromesečja 2022. godine. Iz tog razloga je i rast ovog sektora u 2023. bio najniži. Stagnantan trend u proizvodnji Prerađivačkog sektora prisutan je prethodnih devet meseci. Iako još uvek ne tako ubedljivo, ovom trendu, kao što se vidi na priloženoj ilustraciji, teži i proizvodnja u sektoru

Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija.



Kratkoročno oživljavanje Prerađivačkog sektora u okolnostima izrazite dekonjunktura evozone malo je verovatno. Pozitivan preokret trenda u drugoj polovini 2024. je moguć ukoliko bi se pokrenula masovnija proizvodnja potpuno novog modela Fiat Panda u Kragujevcu. Ali o tom ne treba govoriti sada, već kada bude vreme. Dotle treba voditi tešku borbu da se održi dosadašnji nivo proizvodnje. Napominjemo da je međugodišnji pad fizičkog obima proizvodnje u oktobru u evrozoni dostigao -6,6% te da je od marta 2023. kada je prvi put zabeležen

međugodišnji pad dekonjunktura sve snažnija. Problemi su kompleksniji u prerađivačkom sektoru, gde je međugodišnji pad veći od 7% (pritom se uvećava broj evropskih zemalja sa dvocifrenim padom proizvodnje).



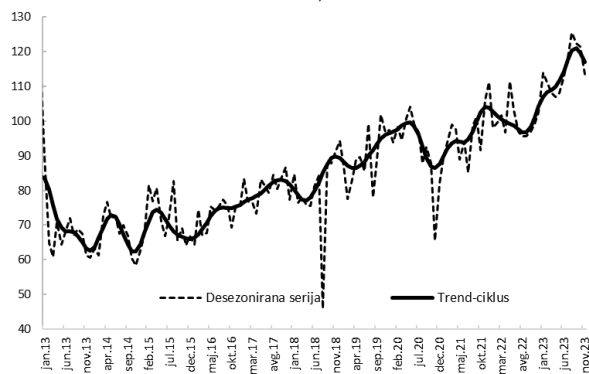
Kretanja unutar Prerađivačke industrije pokazuju da nema stabilnog trenda i da su mesečni skokovi uglavnom incidentnog karaktera i nepredvidivi. Za razliku od avgusta kada je gotovo celokupan rast prerađivačkog sektora potekao od Proizvodnje osnovnih farmaceutskih proizvoda i preparata i Proizvodnje hemikalija i hemijskih proizvoda, ili septembra kada se probudila Proizvodnja prehrambenih proizvoda, koja je

Indeksi industrijske proizvodnje, novembar 2023.

| | Ø2022=100 | | | XI 2023 | I-XI 2023 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | X | XI | I-XI | XI 2022 | I-XI 2022 |
| Prerađivačka industrija, ukupno | 108,4 | 106,1 | 100,4 | 102,4 | 100,5 |
| Proizvodnja prehrambenih proizvoda | 119,0 | 114,5 | 100,6 | 100,4 | 101,1 |
| Proizvodnja pića | 89,6 | 95,9 | 99,8 | 106,0 | 99,9 |
| Proizvodnja duvanskih proizvoda | 128,6 | 117,6 | 100,6 | 118,0 | 103,0 |
| Proizvodnja tekstila | 123,9 | 124,2 | 110,7 | 112,9 | 110,6 |
| Proizvodnja odevnih predmeta | 108,6 | 110,6 | 102,4 | 96,2 | 102,2 |
| Proizvodnja kože i predmeta od kože | 88,4 | 88,3 | 85,2 | 80,4 | 85,1 |
| Prerada drveta i proizvodi od drveta,... osim nameštaja | 103,9 | 101,2 | 90,2 | 87,9 | 90,7 |
| Proizvodnja papira i proizvoda od papira | 99,9 | 99,1 | 93,8 | 112,5 | 92,9 |
| Štampanje i umnožavanje audio i video zapisa | 96,5 | 83,0 | 87,0 | 95,6 | 87,5 |
| Proizvodnja koka i derivata nafte | 94,8 | 94,1 | 93,9 | 93,1 | 93,9 |
| Proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda | 79,4 | 77,2 | 94,5 | 84,4 | 93,2 |
| Proizvodnja osnovnih farmaceutskih proizvoda i preparata | 123,7 | 117,4 | 113,1 | 113,5 | 114,8 |
| Proizvodnja proizvoda od gume i plastike | 104,4 | 94,1 | 97,8 | 97,0 | 97,1 |
| Proizvodnja proizvoda od ostalih nemetalnih minerala | 113,8 | 98,3 | 96,6 | 93,7 | 95,6 |
| Proizvodnja osnovnih metala | 146,9 | 134,1 | 112,8 | 159,1 | 110,0 |
| Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina i uređaja | 85,7 | 92,6 | 89,7 | 91,2 | 90,2 |
| Proizvodnja računara, elektronskih i optičkih proizvoda | 159,0 | 185,9 | 143,8 | 149,9 | 150,7 |
| Proizvodnja električne opreme | 116,3 | 116,8 | 103,9 | 107,6 | 103,1 |
| Proizvodnja mašina i opreme na drugom mestu nepomenute | 100,2 | 103,9 | 105,8 | 89,5 | 108,0 |
| Proizvodnja motornih vozila, prikolica i poluprikolica | 123,7 | 125,4 | 114,1 | 105,6 | 113,1 |
| Proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava | 122,5 | 143,1 | 114,0 | 225,7 | 108,7 |
| Proizvodnja nameštaja | 102,3 | 100,6 | 93,9 | 94,0 | 94,4 |
| Ostale prerađivačke delatnosti | 104,6 | 97,5 | 96,0 | 90,6 | 97,5 |

međugodišnje povećana za 13,7%, u oktobru je ubedljivo najveći pozitivan doprinos rastu prerađivačkog sektora potekao od Proizvodnje osnovnih metala (tačno 3,0pp premda je u odnosu na oktobar 2022. ona povećana za 76,8%). Sličan pozitivan doprinos Proizvodnje osnovnih metala ponovio se i u novembru (doprinos od 2,3pp uz međugodišnji rast proizvodnje od gotovo 60%). Međutim, trend proizvodnje je i ovde nakon izrazite ekspanzije od početka godine krajem leta 2023. uveden u stagnaciju. Istovremeno je i trend Proizvodnje osnovnih farmaceutskih proizvoda, najpropulzivnije oblasti proizvodnje u 2023., preveden u opadajući smer.

Proizvodnja osnovnih farmaceutskih proizvoda
indeksi fiz.obima, 2022=100

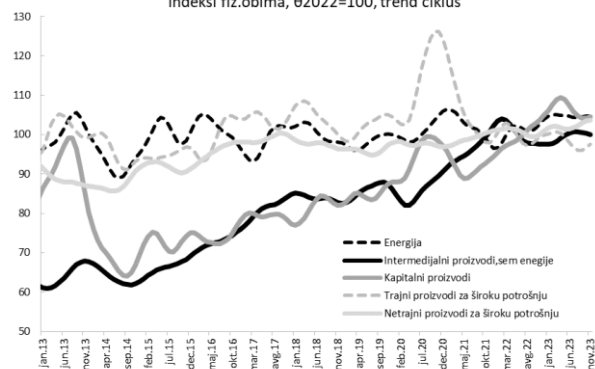


Kumulativno posmatrano za jedanaest meseci 2023. godine, najveći problemi registrovani su u sledećim oblastima Prerađivačkog sektora: Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina i Proizvodnja koks i derivata nafte. Prate ih: Proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda, Proizvodnja papira i proizvoda od papira, Proizvodnja proizvoda od gume i plastike, kao i u Proizvodnji proizvoda od ostalih nemetalnih minerala. Detaljnije o dinamici proizvodnje potonje oblasti videti više u rubrici Aktuelnosti.

Kretanje ukupne industrije, po namenskim grupama, u novembru međugodišnje posmatrano pokazuje da je došlo do rasta u proizvodnji svih namenskih kategorija, sem Trajnih proizvoda za široku potrošnju. Najviše je porasla proizvodnja grupe Kapitalnih proizvoda, i grupe Intermedijarni proizvodi, osim energije, za 4,4% i 4,2%, respektivno posmatrano. Opet, kada

se pogleda kretanje dugoročnog trend ciklusa, osim Netrajnih proizvoda za široku potrošnju (i delimično, proizvodnje Trajnih proizvoda za široku potrošnju – jer je trenutni nivo proizvodnje ove grupe za oko 3,5% niži od proseka 2022.) ostale namenske uglavnom stagniraju oko proizvodnje iz prethodne godine.

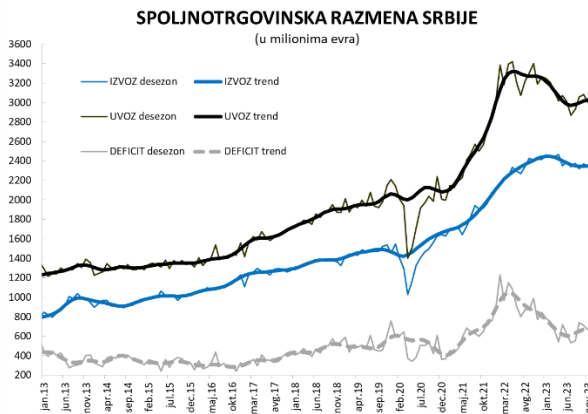
INDUSTRIJA PO NAMENI
Indeksi fiz.obima, 2022=100, trend ciklus



Cela priča u vezi sa prerađivačkom industrijom se i dalje svodi na eksterna ograničenja: negativne efekte usporavanja svetske i evropske privrede, pre svega, na rat u Ukrajini i sankcije Rusiji, te povećanu neizvesnost usled izraženih geopolitičkih tenzija, kao i zaoštrene globalni finansijske uslove zbog visoke inflacije. Odnosi cena sada su ipak povoljniji nego krajem 2022. i na samom početku 2023. godine.

2. Vrednost spoljnotrgovinske razmene je, međugodišnje posmatrano, smanjena u novembru 2023. godine, osmi mesec zaredom. U odnosu na novembar 2022. vrednost razmene je smanjena za 2,1%. Redukcija od 2,0% je zabeležena i u tekućoj seriji, prema sezonski i kalendarski prilagođenim podacima. Kumulativno posmatrano od januara do novembra 2023. vrednost spoljnotrgovinske razmene bila je niža za 1,6% u odnosu na isti period prethodne godine. U tom okviru, vrednost robnog uvoza redukovana je za 5,8%, vrednost izvoza uvećana za 4,5%, što je impliciralo i niži robni deficit (deficit je u odnosu na isti period 2022. godine umanjen za 3,2 milijarde evra tj. za 31,0%). Robni izvoz, izražen u evrima u prvih jedanaest meseci 2023. vredeo je 26.425 miliona evra, tako da je moguće da će na nivou cele godine prihodi od robnog izvoza dostići 29 milijardi evra (42% BDP-a). Primera

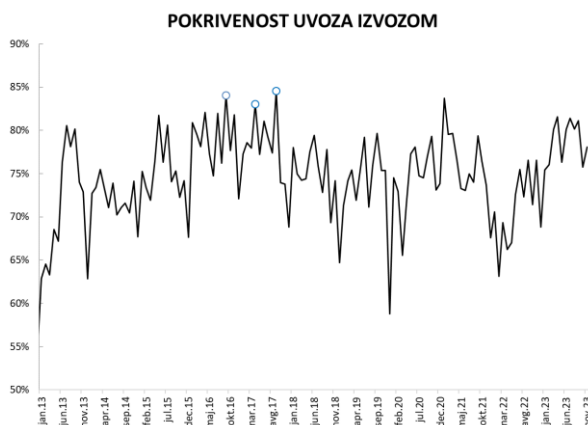
radi, pre deset godina ukupan robni izvoz Srbije vredno je 11 milijardi evra (30% BDP-a), a 2008. godine samo 7,4 milijarde evra (21% BDP-a).



U novembru je, treći mesec zaredom, zabeležen međugodišnji pad vrednosti robnog izvoza (u septembru je izvoz smanjen za 4,8%, u oktobru za 0,8%, u novembru za 2,1%). Uvoz međugodišnje neprekidno opada od januara 2023. ove godine (u novembru je uvoz opao za 2,9%).

Ukoliko robnu razmenu analiziramo kretanjem trend-ciklusa možemo primetiti da vrednost robnog izvoza u poslednja četiri meseca stagnira na nivou koji je za oko 2% viši od prošlogodišnjeg proseka, dok je trend robnog uvoza i deficita umereno rastući.

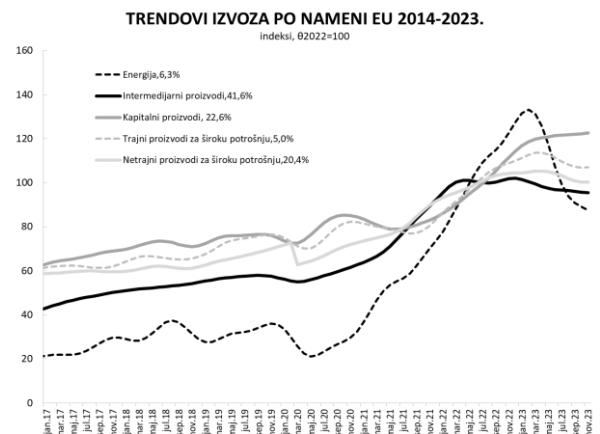
Za prvih jedanaest meseci 202. godine približno četiri petine robnog uvoza pokriveno je izvozom (78,7%). U novembru je pokrivenost uvoza izvozom iznosila 78,0%, što je i dalje za 1,5pp bolji rezultat u odnosu na novembar 2022. godine.



Sektor Prerađivačke industrije, koji od svih sektora klasifikacije delatnosti ima najveće učešće

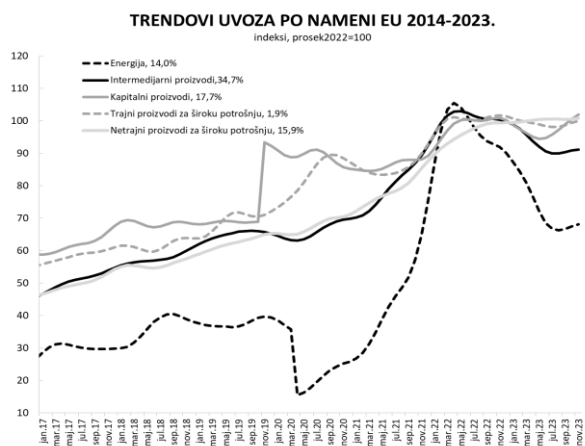
u ukupnom robnom izvozu (88,7%), ostvario je kumulativni rast izvoza od 6,3% u periodu januar–novembar 2023. u odnosu na isti period 2022. godine i međugodišnji rast od 3,3% u novembru tekuće godine. Sektor Rudarstva, sa učešćem od 5,1% u ukupnom izvozu, beleži kumulativan pad izvoza od 18,5%, dok je sektor Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija ostvario kumulativni rast izvoza od 58,5%.

Oblasti koje imaju najveću vrednost izvoza u sektoru Prerađivačke industrije, odnosno najveće učešće su: Proizvodnja električne opreme (vrednost izvoza od preko 2,9 milijardi evra, pri čemu se više od trećine izvoza ove oblasti plasira je na tržište Nemačke), Proizvodnja motornih vozila i prikolica (vrednost izvoza od 2,7 milijarde evra; i ovde je Nemačka najvažnija izvozna destinacija), Proizvodnja prehrambenih proizvoda, Proizvodnja proizvoda od gume i plastike, Proizvodnja nepomenutih mašina i opreme i Proizvodnja osnovnih metala. U oktobru je međugodišnji rast izvoza registrovan u Proizvodnji osnovnih metala, Proizvodnji motornih vozila i Proizvodnja nepomenutih mašina i opreme. Ostale tri oblasti su zabeležile međugodišnji pad vrednosti izvoza.



Ako se izvoz prati po ekonomskoj nameni, dominiraju proizvodi za reprodukciju (sa 64,4%), slede roba za široku potrošnju i oprema. Opet, prema namenskim grupama, najveći uticaj na dinamiku izvoza u periodu januar–novembar imao je izvoz intermedijarnih proizvoda (učešće od 41,4%, pad od 2,0%), izvoz kapitalnih proizvoda (učešće od 22,9%, rast od 23,4%) i izvoz energije (učešće od 6,1%, rast od 18,3%).

Kod uvoza su od jula i avgusta 2023. godine trendovi svih namenskih grupa rastući na nivou ili nešto nižem od prošlogodišnjeg proseka. Izuzetak je uvoz kapitalnih proizvoda koji jedini nešto brže raste. Trend uvoza energije je od avgusta preveden u rastući, ali je i dalje na nivou koji je za trećinu niži od proseka iz prethodne godine.



Posmatrano prema namenskim grupama, najveći uticaj na pad robnog uvoza imao je upravo pad uvoza energije (učešće od 13,7%, pad od 26,6%), zajedno sa uvozom intermedijarnih proizvoda (učešće od 34,6%, pad od 7,1%).

3. Platni bilans Republike Srbije

Deficit tekućeg računa u periodu januar– oktobar 2023. godine iznosio je 1.010,6 miliona evra (za 2.488,3 miliona evra ili za 71,1% manje u odnosu na isti period prethodne godine, kada je zabeležen deficit u iznosu od 3.498,9 miliona evra). Manji deficit tekućeg računa je, pre svega, rezultat manjeg deficita ukupne spoljnotrgovinske razmene (za 3.555,8 miliona evra ili za 56,7% manje).

Račun robe i usluga

Posmatrano u odnosu na period januar–oktobar 2022. godine, **deficit spoljnotrgovinske robne razmene** smanjen je za 2.863,4 mil. evra ili za 35,8%, na 5.134,8 mil. evra, pri čemu je izvoz robe porastao za 1.115,5 mil. evra (za 5,0% više) uz istovremeno smanjenje uvoza robe za 1.747,9 mil. evra (za 5,8% manje). Smanjenje negativnog salda spoljnotrgovinske robne razmene je, pre svega, rezultat većeg izvoza mašina i električne energije, kao i znatno manjeg uvoza energenata.

Suficit po osnovu međunarodne trgovine uslugama iznosio je 2.417,4 mil. evra (za 692,4 mil. evra ili za 40,1% više). Na pozitivan saldo po osnovu trgovine uslugama najviše je uticao porast izvoza usluga telekomunikacija, kompjuterskih i informacijskih usluga (za 653,8 mil. evra ili za 30,7% više).

Platni bilans Republike Srbije januar-oktobar 2022-2023. (u miliona EUR)

| | 2022 | 2023 | Indeks |
|---|-----------------|-----------------|---------------|
| Tekući račun | -3.498,9 | -1.010,6 | 28,9 |
| Prihodi | 37.669,4 | 40.645,5 | 107,9 |
| Rashodi | 41.168,4 | 41.656,2 | 101,2 |
| Roba i usluge | -6.273,3 | -2.717,4 | 43,3 |
| Izvoz | 31.062,0 | 33.939,1 | 109,3 |
| Uvoz | 37.335,2 | 36.656,5 | 98,2 |
| Primarni dohodak | -2.104,0 | -3.064,0 | 145,6 |
| Sekundarni dohodak | 4.878,3 | 4.770,8 | 97,8 |
| Prihodi | 6.015,0 | 5.855,7 | 97,4 |
| <i>Od čega: Doznake radnika</i> | 3.355,2 | 3.393,4 | 101,1 |
| Rashodi | 1.136,6 | 1.084,9 | 95,4 |
| Kapitalni račun | -15,0 | 8,0 | - |
| Neto pozajmljivanje(+)/neto zaduživanje (-) (Saldo tekućeg računa i) | -3.513,9 | -1.002,6 | 28,5 |
| Finansijski račun, neto | 3.934,2 | 581,0 | 14,8 |
| Direktne investicije | 3.229,3 | 3.477,2 | 107,7 |
| Direktne investicije u Srbiju | 3.462,4 | 3.732,1 | 107,8 |
| Portfolio investicije | 287,7 | 1.100,8 | 382,6 |
| Neto povećanje finansijske aktive | 75,4 | -31,5 | - |
| Neto povećanje finansijskih obaveza | 212,3 | 1.132,3 | 533,3 |
| Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih | -2,4 | 13,7 | - |
| Dužničke hartije od vrednosti | 118,0 | 1.035,3 | 877,4 |
| u tome: Država | 118,0 | 1.035,3 | 877,4 |
| Ostale investicije | 621,6 | 585,6 | 94,2 |
| Gotov novac i depoziti | -86,7 | 102,2 | - |
| Krediti | 1.137,6 | 827,9 | 72,8 |
| Neto povećanje finansijske aktive (naši plasmani) | 13,3 | -8,7 | - |
| Neto povećanje finansijskih obaveza (korišćenje) | 1.124,2 | 836,7 | 74,4 |
| Trgovinski krediti i avansi | -429,3 | -344,5 | 80,3 |
| Devizne rezerve | -204,4 | -4.582,5 | 2.241, |
| Neto greške i propusti | -438,0 | 408,7 | - |

Napomena: Da bi se pratile tekuće promene u eksternoj likvidnosti (za buduće promene ima dovoljno pokazatelja i bez uvođenja aktive i pasive u tekući bilans), ovde je dat prikaz finansijskog računa sa pozicijama iz modela BPM6, ali sa prikazom priliva i odliva (a ne aktive i pasive) po tim pozicijama, kao u sistemu BPM5.

Račun primarnog dohotka

Deficit primarnog dohotka (primarni dohodak obuhvata naknade zaposlenima i dohodak od investicija (direktnih, portfolio i ostalih investicija), kao i dohodak od deviznih rezervi) u periodu januar–oktobar 2023. godine iznosio je 3.064,0 mil. evra (za 960,0 mil. evra ili za 45,6% više). Veći deficit primarnog dohotka je, pre svega, rezultat većeg **neto odliva** (neto odliv predstavlja razliku između rashoda (odliva) i prihoda (priliva)) **dohotka od direktnih investicija** koji je iznosio 2.507,8 mil. evra (za 605,2 mil. evra

ili za 31,8% više), od čega se 1.478,7 mil. evra (za 532,1 mil. evra ili za 56,2% više) odnosi na **neto odliv dohotka po osnovu dividendi**, 883,5 mil. evra (za 93,1 mil. evra ili za 11,8% više) na **neto odliv dohotka po osnovu reinvestirane dobiti**, a 145,6 mil. evra (za 20,1 mil. evra ili za 12,1% manje) na **neto odliv po osnovu kamata**. **Čisti rashodi (odlivi) po osnovu dohotka od direktnih investicija** iznosili su 2.722,0 mil. evra (za 646,3 mil. evra ili za 31,1% više), od čega se 1.593,1 mil. evra (za 528,4 mil. evra ili za 49,6% više) odnosi na **odlive po osnovu dividendi**, 978,6 mil. evra (za 135,6 mil. evra ili za 16,1% više) na **odlive po osnovu reinvestirane dobiti** (rashodi po osnovu reinvestirane dobiti se tretiraju kao odlivi zato što ona uvek stoji na raspolaganju vlasniku i može u svakom trenutku da se iznese iz zemlje), dok se 150,2 mil. evra (za 17,7 mil. evra ili za 10,5% manje) odnosi na **odlive po osnovu kamata**. **Neto odliv kamata po osnovu portfolio investicija** iznosio je 254,8 mil. evra (za 56,9 mil. evra ili za 28,8% više), dok je **neto odliv kamata po osnovu ostalih investicija** iznosio 514,1 mil. evra (za 256,5 mil. evra ili za 99,6% više).

Račun sekundarnog dohotka

Suficit na računu sekundarnog dohotka iznosio je 4.770,8 mil. evra (za 107,5 mil. evra ili za 2,2% manje). Na pozitivan saldo računa sekundarnog dohotka najviše su uticali prilivi privatnog sektora: **neto priliv doznaka radnika iz inostranstva** u iznosu od 3.202,5 mil. evra (za 38,9 mil. evra ili za 1,2% više), **neto priliv po osnovu ostalih ličnih transfera** (od kojih su najvažnije penzije iz inostranstva) u iznosu od 736,4 mil. evra (za 34,3 mil. evra ili za 4,9% više), kao i **neto priliv po osnovu ostalih tekućih transfera** (od kojih su najvažnije naplate po osnovu trgovinske razmene sa Kosovom i Metohijom) u iznosu od 573,3 mil. evra (za 19,7 mil. evra ili za 3,6% više).

Finansijski račun

Neto priliv po osnovu finansijskih transakcija iznosio je 594,0 mil. evra (za 3.358,0 mil. evra ili za 85,0% manje u odnosu na period januar–oktobar 2022. godine). Ovaj priliv uglavnom potiče od stranih direktnih investicija, zaduženja države po osnovu emisije evroobveznica, neto zaduženja države i preduzeća po osnovu finansijskih kredita, kao i od neto priliva po osnovu gotovog novca i depozita.

Strane direktne investicije

Neto priliv stranih direktnih investicija (SDI), koji predstavlja razliku između priliva po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju i odliva po osnovu SDI rezidenata u inostranstvo, u periodu januar–oktobar 2023. godine iznosio je 3.477,2 mil. evra (za 247,8 mil. evra ili za 7,7% više).

Priliv po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju u periodu januar–oktobar 2023. godine iznosio je 3.732,1 mil. evra (za 269,7 mil. evra ili za 7,8% više).

U cilju potpunijeg sagledavanja efekata SDI treba imati u vidu da je ukupan **odliv primarnog dohotka po osnovu SDI** iznosio 2.722,0 mil. evra, od čega se 1.593,1 mil. evra odnosi na odlive po osnovu dividendi, 150,2 mil. evra na odlive po osnovu kamata, dok je 978,6 mil. evra odliv po osnovu reinvestirane dobiti koji predstavlja zadržanu dobit preduzeća u stranom vlasništvu, odnosno dobit koja nije isplaćena vlasnicima. Ukoliko se priliv od 3.732,1 mil. evra koji je ostvaren po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju umanji za ukupan odliv primarnog dohotka po osnovu rashoda od SDI u iznosu od 2.722,0 mil. evra (odnosno sredstava koja su „vraćena“ stranim investitorima), **čisti neto priliv po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju** iznosio je 1.010,1 mil. evra (za 376,6 mil. evra ili za 27,2% manje u odnosu na period januar–oktobar 2022. godine).

U strukturi ukupnog priliva po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju koji je iznosio 3.732,1 mil. evra, udeo vlasničkih ulaganja, uključujući i reinvestiranu dobit, povećan je sa 61,5% na 79,0%, dok je udeo međukompanijskog zaduživanja smanjen sa 38,5% na 21,0%. Veće učešće vlasničkih ulaganja u odnosu na međukompanijsko zaduživanje smatra se povoljnim jer kamate koje se plaćaju na međukompanijske kredite predstavljaju trošak i ne podležu oporezivanju, za razliku od dividendi ostvarenih po osnovu vlasničkih ulaganja koje predstavljaju dobit i podležu oporezivanju. Takođe, treba imati u vidu da, za razliku od međukompanijskih kredita, vlasnička ulaganja u pasivi ne ulaze u bruto dug zemlje.

Portfolio investicije

Neto priliv portfolio investicija (Portfolio investicije (PI) obuhvataju ulaganja u vlasničke i

dužničke HoV. U našem slučaju PI se najvećim delom odnose na ulaganja u dužničke HoV sektora države) iznosio je 1.017,5 mil. evra (za 826,8 mil. evra ili za 433,6% više u odnosu na period januar–oktobar 2022. godine). Ovaj priliv je prvenstveno rezultat zaduženja države po osnovu emisije evroobveznica. Naime, u januaru 2023. godine Republika Srbija je na međunarodnom finansijskom tržištu realizovala dve emisije evroobveznica ročnosti pet i deset godina u ukupnom iznosu od 1.594,0 miliona evra.

Ostale investicije

Neto priliv po osnovu ostalih investicija (ostale investicije obuhvataju gotov novac i depozite, finansijske kredite i trgovinske kredite) iznosio je 598,5 mil. evra (za 40,8 mil. evra ili za 6,4% manje u odnosu na period januar–oktobar 2022. godine). U okviru ostalih investicija, zabeležen je **neto priliv po osnovu gotovog novca i depozita** u iznosu od 102,2 mil. evra (u istom periodu prethodne godine zabeležen je neto odliv u iznosu od 86,7 mil. evra). Takođe, u periodu januar–oktobar 2023. godine zabeleženo je **povećanje neto kreditnih obaveza (neto povećanje finansijskih obaveza) države** (u iznosu od 1.132,3 mil. evra, od čega se 200,8 mil. evra odnosi na povlačenje druge tranše po odobrenom stendbaj aranžmanu Republike Srbije sa Međunarodnim monetarnim fondom u junu 2023. godine) i **preduzeća** (u iznosu od 456,4 mil. evra), dok je **kod poslovnih banaka** po istom osnovu zabeleženo **razduženje** u iznosu od 752,0 mil. evra. U istom periodu, **neto potraživanja preduzeća po osnovu trgovinskih kredita i avansa** (potraživanja po osnovu nenaplaćenog izvoza i plaćenih avansa umanjena za obaveze po osnovu neplaćenog uvoza i primljenih avansa) su povećana za 344,5 mil. evra (u periodu januar–oktobar prethodne godine po istom osnovu je zabeleženo povećanje u iznosu od 429,3 mil. evra).

Devizne rezerve

Zabeleženo je **povećanje deviznih rezervi** (platnobilansne promene deviznih rezervi ne uključuju međuvalutne promene i promene

vrednosti cene zlata i HoV) u iznosu od 4.582,5 mil. evra (u periodu januar–oktobar 2022. godine zabeleženo je smanjenje u iznosu od 204,4 mil. evra). Na povećanje deviznih rezervi u periodu januar–oktobar najviše su uticale intervencije NBS na domaćem deviznom tržištu kupovinom deviza (od početka godine NBS je neto kupila 3.410,0 miliona evra) radi održavanja relativne stabilnosti kursa dinara prema evru, kao i prilivi po osnovu prodaje državnih hartija od vrednosti emitovanih na domaćem i međunarodnom finansijskom tržištu¹. Takođe, na povećanje deviznih rezervi značajno su uticali i prilivi po osnovu donacija, od čega se 148,5 miliona evra odnosi na donaciju Evropske komisije za budžetsku podršku sektoru energetike za 2023. godinu, kao i prilivi po osnovu povlačenja druge tranše po odobrenom stendbaj aranžmanu Republike Srbije sa Međunarodnim monetarnim fondom u junu 2023. godine.

- Najvažnije promene u oktobru 2023. godine u odnosu na isti mesec prethodne godine

U oktobru 2023. godine zabeležen je **deficit tekućeg računa** u iznosu od 236,1 mil. evra (za 34,9 mil. evra ili za 17,3% više u odnosu na isti mesec prethodne godine). Veći deficit tekućeg računa rezultat je, pre svega, **manjeg neto priliva doznaka radnika iz inostranstva** (za 83,4 mil. evra ili za 26,4% manje), **većeg neto odliva dohotka od direktnih investicija** (za 58,9 mil. evra ili za 28,3% više), kao i **većeg neto odliva kamata po osnovu ostalih investicija** (za 46,0 mil. evra ili za 202,0% više). **Deficit spoljnotrgovinske razmene** u oktobru iznosio je 345,8 mil. evra (za 119,5 mil. evra ili za 25,7% manje).

Priliv po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju iznosio je 520,5 mil. evra (za 46,0 mil. evra ili za 9,7% više u odnosu na oktobar 2022. godine). **Neto odliv portfolio investicija** iznosio je 76,0 mil. evra, što je, pre svega, rezultat razduženja po osnovu dugoročnih HoV države koje je u oktobru iznosilo 60,4 mil. evra. U okviru ostalih investicija, u oktobru 2023. godine zabeležen je **neto odliv po osnovu gotovog novca i depozita** u iznosu od 272,0 mil. evra. Takođe, zabeleženo je **povećanje neto kreditnih obaveza (neto povećanje finansijskih obaveza) države** u iznosu od 81,6 mil.

emisije evroobveznica ročnosti pet i deset godina u ukupnom iznosu od 1.594,0 miliona evra.

¹ U januaru 2023. godine, Republika Srbija je na međunarodnom finansijskom tržištu realizovala dve

evra, dok je **kod poslovnih banaka** po istom osnovu zabeleženo **razduženje** u iznosu od 101,9 mil. evra. U istom mesecu, **neto potraživanja preduzeća po osnovu trgovinskih kredita i avansa** (potraživanja po osnovu nenaplaćenog izvoza i plaćenih avansa umanjena za obaveze po osnovu neplaćenog uvoza i primljenih avansa) smanjena su za 47,3 mil. evra.

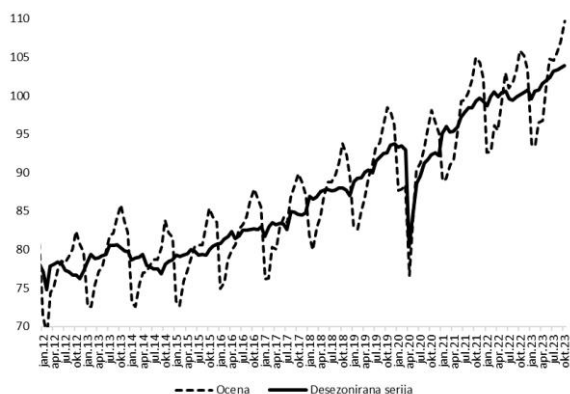
Takođe, u oktobru je zabeleženo **povećanje deviznih rezervi** u iznosu od 38,5 mil. evra (u istom mesecu prethodne godine zabeleženo je povećanje u iznosu od 484,9 mil. evra).

4(a) BDP u trećem tromesečju 2023.

Realni rast bruto domaćeg proizvoda u trećem tromesečju 2023. godine, u odnosu na isti period prethodne godine, iznosio je 3,6%. Desezonirana serija podataka pokazuje rast bruto domaćeg proizvoda u trećem tromesečju 2023. godine od 1,3% u odnosu na prethodni kvartal.

Posmatrano po delatnostima, u trećem tromesečju 2023. godine, u odnosu na isti period prethodne godine, značajan realni rast bruto dodate vrednosti zabeležen je u sektoru građevinarstva (12,8%; doprinos od 0,7 p.p.), poljoprivrede (9,5%; doprinos od 0,7 p.p.), industrije (3,4%; doprinos od 0,6 p.p.) i informisanja i komunikacija (6,3%). Ova četiri sektora su vodila rast i kumulativno posmatrano u prva tri tromesečja ove godine.

Realni rast BDP-a (indeksi, prosek 2022=100)



Posmatrano po agregatima upotrebe bruto domaćeg proizvoda, u trećem tromesečju 2023. godine, u odnosu na isti period prethodne godine, realni rast zabeležen je kod izdataka za finalnu

potrošnju domaćinstava, 1,3%, izdataka za finalnu potrošnju neprofitnih institucija koje pružaju usluge domaćinstvima (NPID), 2,7%, izdataka za finalnu potrošnju države, 1,7% i bruto investicija u osnovna sredstva, 4,1%. Realni pad zabeležen je kod izvoza robe i usluga, 1,5% i uvoza robe i usluga, 1,2%.

4.(b) Budžet Republike Srbije

U novembru 2023. godine, u budžetu Republike Srbije ostvaren je deficit od 41467,0 mil. RSD, što je za 64879,8 mil. RSD bolji fiskalni rezultat u odnosu na novembar 2022. godine. Posmatrano u odnosu na isti mesec prethodne godine, primanja budžeta realno su veća za 10,3%, dok su izdaci budžeta realno manji za 22,0%. Prema vrstama primanja, ostvarenom realnom rastu doprinele su skoro sve kategorije budžetskih primanja, pošto su jedino primanja po osnovu carina ostvarile negativnu stopu realnog rasta od -10,3%. Najznačajniji realni rast zabeležen je kod primanja po osnovu poreza na dodatu vrednost, neporeskih prihoda i donacija, sa ostvarenim stopama rasta od 15,0%, 11,9% i 184,9%, respektivno. U okviru izdataka budžeta, realnom padu od 22,0% najviše je doprinelo kretanje izdataka po osnovu budžetskih kredita, rashoda za kupovinu roba i usluga i ostalih tekućih rashoda, koji su realno manji za 99,3%, 27,5% i 42,2%, respektivno. Kretanje izdataka po osnovu kapitalnih rashoda, transfera organizacijama obaveznog socijalnog osiguranja i rashoda po osnovu otplate kamata, koji su ostvarili pozitivne stope rasta od 111,8%, 73,0% i 148,8%, respektivno, doprinelo je ublažavanju realnog pada budžetskih izdataka.

Ukupna primanja budžeta u novembru 2023. godine iznosila su 163856,6 mil. RSD, što je za 9043,8 mil. RSD manje u odnosu na prethodni mesec. Prianja budžeta su, u odnosu na oktobar, realno manja za 5,7%, čemu je doprinelo smanjenje primanja po osnovu akciza, carina, poreza na dodatu vrednost i ostalih poreskih prihoda, sa stopama od -18,5%, -6,6%, -6,4% i -5,2%, respektivno. Povećanje u odnosu na

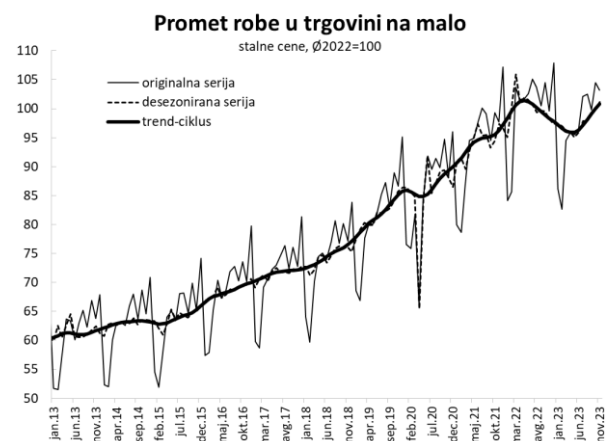
prethodni mesec ostvareno je u okviru primanja po osnovu donacija, neporeskih prihoda, poreza na dohodak građana i poreza na dobit pravnih lica, sa stopama realnog rasta od 310,7%, 3,3%, 2,8% i 1,4%, respektivno. Ukupni izdaci budžeta u novembru 2023. godine iznosili su 205323,6 mil. RSD, što je za 40 146,0 mil. RSD više u odnosu na prethodni mesec. Realnom povećanju izdataka budžeta od 23,7% najviše su doprineli rast izdataka po osnovu kapitalnih rashoda, transfera organizacijama obaveznog socijalnog osiguranja i subvencija, sa stopama realnog rasta od 59,8%, 74,6% i 29,5%, respektivno. Sa druge strane, izdaci po osnovu budžetskih kredita, ostalih tekućih rashoda i rashoda za kupovinu roba i usluga zabeležile su realni pad (-91,1%, -54,3% i -2,8%, respektivno), umanjujući time realni rast budžetskih izdataka.

U periodu od januara do novembra 2023. godine ostvaren je deficit od 47 107,0 mil. RSD, što je za 33 848,6 mil. RSD bolji rezultat u odnosu na isti period prethodne godine. U posmatranom periodu, ukupna primanja realno su manja za 0,2% čemu je doprinelo kretanje primanja po osnovu carina, poreza na dodatu vrednost i akciza, sa stopama realnog rasta od -8,9%, -4,7% i -2,0%, respektivno. Sa druge strane, ublažavanju realnog pada primanja budžeta doprinelo je kretanje primanja po osnovu donacija, poreza na dobit pravnih lica i neporeskih prihoda koje su ostvarile pozitivne stope rasta od 175,6%, 12,1% i 2,1%, respektivno. Sa aspekta izdataka budžeta, realnom padu od 2,7% najviše je doprinelo smanjenje izdataka za budžetske kredite, ostalih tekućih rashoda i rashoda za kupovinu roba i usluga, sa stopama realnog pada od 62,2%, 35,4% i 1,5%, respektivno. Ublažavanju realnog pada izdataka budžeta u pomenutom periodu najznačajnije su doprineli izdaci po osnovu subvencija, rashodi po osnovu otplate kamata i kapitalni rashodi, koji su zabeležili pozitivne stope realnog rasta od 19,4%, 16,5% i 4,2%, respektivno.

4.(b) Promet robe u trgovini na malo

Vrednost prometa robe u trgovini na malo u novembru 2023. godine bila je veća nego u istom mesecu prethodne godine za 9,7%. Inflacija je dobrim delom poništila to povećanje, ali je realni promet u ovom periodu ipak uvećan za 3,6%. Podsećamo šta smo napisali u prethodnom broju MAT-a: „S obzirom na činjenicu da inflacija usporava očekujemo da će se međugodišnji realni promet u Srbiji vratiti u pozitivnu zonu već u novembru mesecu“. Ukoliko se uporede prvih jedanaest meseci 2023. godine sa istim periodom 2022. realni promet robe u trgovini na malo je i dalje niži za 2,7%. S druge strane, zapada za oko i bitna činjenica da posle niza od četrnaest uzastopnih meseci, u oktobru i novembru 2023. vrednost indeksa realnog prometa konačno nadmašuje prosečnu vrednost realnog prometa iz prethodne godine (isti zaključak važi i za desezoniranu seriju podataka i ocenjeni trend-ciklus).

Uprkos nižoj inflaciji pojedine evropske zemlje trenutno beleže znatno oštrije obrušavanje standarda građana. Međugodišnji pad realnog prometa u trgovini na malo u oktobru je u evrozoni iznosio 1,1%. Pri tome, u Sloveniji je realni promet u novembru bio niži za 11,1%, u Estoniji za 8,8%, za 3,1 u Belgiji, za 2,4% i 2,3% u Nemačkoj i Austriji, itd.



Ako se promet posmatra po osnovnim agregatima Klasifikacije delatnosti, u periodu januar-novembar 2023. u odnosu na isti period prethodne godine, najviše je nominalno pala vrednost prometa motornih goriva (-4,5%), dok je u stalnim cenama podjednako dubok pad

zabeležen u prometu hrane, pića i duvana, kao i neprehrambenih proizvoda, osim motornih goriva, između 2% i 4%. S druge strane, izolovano posmatrano, u novembru 2023. godine jedino još realni promet motornih goriva nije dostigao prometovanu vrednost iz novembra 2022. godine, dok je realni promet hrane, pića i duvana bio veći za 3,1%, a promet neprehrambenih proizvoda za čitavih 6,3%.

4.(c) Podaci o dinamici zarada

Prosečna zarada (bruto) obračunata za oktobar 2023. godine iznosila je 119.791 dinar, dok je prosečna zarada bez poreza i doprinosa (neto) iznosila 86.738 dinara.

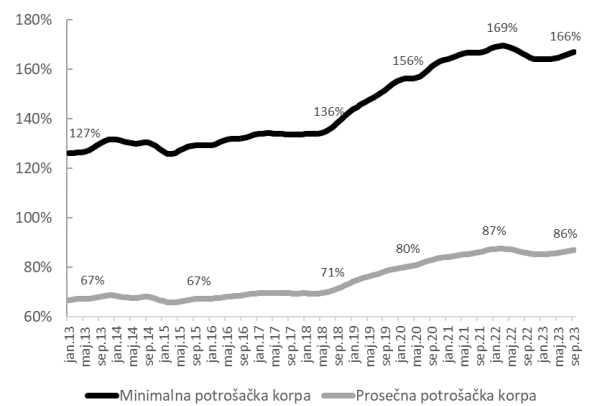


Bruto i neto zarade u periodu januar–oktobar 2023. godine, u odnosu na isti period prošle godine, nominalno su veće za 15,0%, a realno za 1,4%.

U poređenju sa istim mesecom prethodne godine, prosečne bruto i neto zarade za oktobar 2023. godine nominalno su veće za 15,1%, a realno za 6,1%. Usporevanje inflacije očito daje pozitivne efekte na međugodišnji obračun realne zarade, dok visok nominalni rast zarada potiče od primanja zaposlenih van javnog sektora.

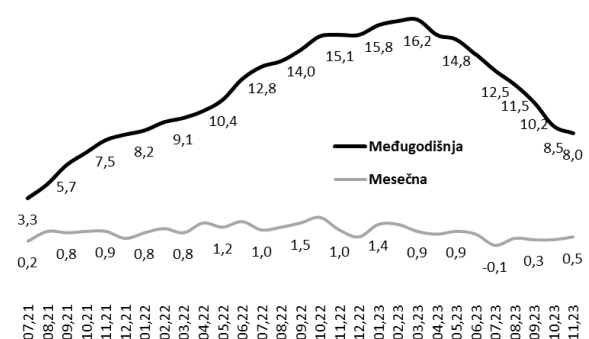
Medijalna neto zarada za oktobar 2023. godine iznosila je 67.124 dinar, što znači da je 50% zaposlenih ostvarilo zaradu do navedenog iznosa.

Prosečna neto zarada u odnosu na potrošačku korpu (trend-ciklus)



U skladu sa ovakvom dinamikom kretanja prosečne zarade i nižom međugodišnjom inflacijom, popravljaju se i pokazatelji pokrivenosti prosečne i minimalne potrošačke korpe prosečnom zaradom, o čemu svedoči priložena ilustracija. Uprkos brojnim izazovima kroz koje smo prošli ove godine, sasvim je moguće da će u decembru 2023. oba indikatora dostići do sada najviši zabeleženi nivo.

Inflacija: 2021–2023. (%)

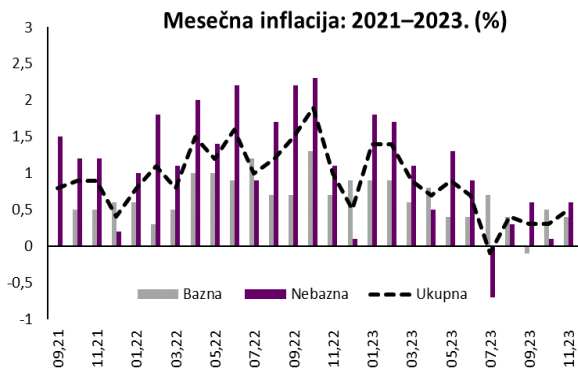


5. Inflacija²

Inflacija je u novembru 2023. povećana na mesečnom, a smanjena je na međugodišnjem nivou. U oktobru i novembru 2023. registrovana je mesečna inflacija od 0,3% i 0,5%, te međugodišnja inflacija od 8,5% i 8,0%. Tako je u novembru 2023. nastavljeno smanjivanje međugodišnje inflacije koje je započelo u aprilu te godine.

² Autor priloga o inflaciji je Gordana Vukotić-Cotič.

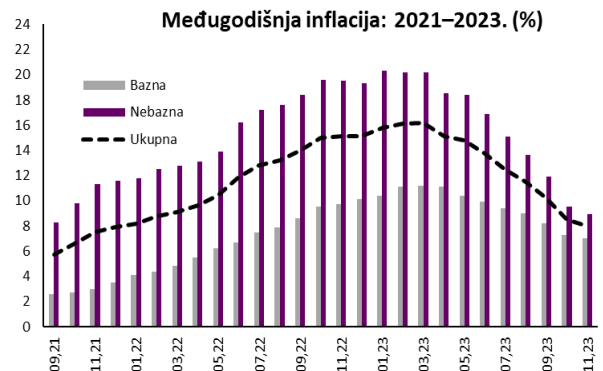
Mesečna inflacija je povećana u novembru 2023. isključivo pod dejstvom privremenih faktora jer je, pri smanjenoj njenoj baznoj³ komponenti, povećana njena nebazna⁴ komponenta. Mesečna bazna inflacija je smanjena od 0,5% u oktobru na 0,4% u novembru 2023, a mesečna nebazna inflacija je povećana od 0,1% u oktobru na 0,6% u novembru 2023. Istovremeno se, po doprinosu mesečnoj inflaciji u novembru 2023, istaklo poskupljenje energije za domaćinstva. Energija za domaćinstva je poskupela za 0,3% u oktobru, a za 4,1% u novembru 2023. jer su cene električne energije, koje su mirovale tokom prethodnih pet meseci, povećane za 7,3% u novembru 2023.



Međugodišnja inflacija je, s druge strane, smanjena u novembru 2023. pretežno pod dejstvom privremenih faktora jer je njena nebazna komponenta smanjena u većoj mери nego njena bazna komponenta. Na međugodišnjem nivou u oktobru i novembru 2023. zabeležena je nebazna inflacija od 9,5% i 8,9%, te bazna inflacija od 7,3% i 7,0%. Pritom su, od tri osnovna sastojaka nebazne inflacije, samo prehrambeni proizvodi imali manji međugodišnji

³ Reč je o baznoj inflaciji u najužem smislu, koja odražava dugoročnu tendenciju opšteg rasta cena jer ne sadrži rast nijedne kategorije cena koja je podložna velikim kratkoročnim oscilacijama usled šokova ponude i koja, otuda, ukazuje na intenzitet stalnih promena cena. Bazna inflacija u najužem smislu ne obuhvata rast cena: energije, prehrambenih proizvoda (hrane i bezalkoholnih pića), alkoholnih pića niti cigareta. Ona, stoga, obuhvata: 1. rast cena neprehrambenih proizvoda bez energije, alkoholnih pića i cigareta; i 2. rast cena usluga. Stavke koje ulaze u obračun bazne inflacije u najužem smislu čine 45,98% potrošačke korpe u 2023. godini.

rast cena u novembru nego u oktobru 2023. Na međugodišnjem nivou u oktobru i novembru 2023. prehrambeni proizvodi su poskupeli za 10,5% i 9,3%.



Smanjenju međugodišnje inflacije u novembru u odnosu na oktobar 2023. prethodile su sledeće promene u strukturi potrošačke korpe:

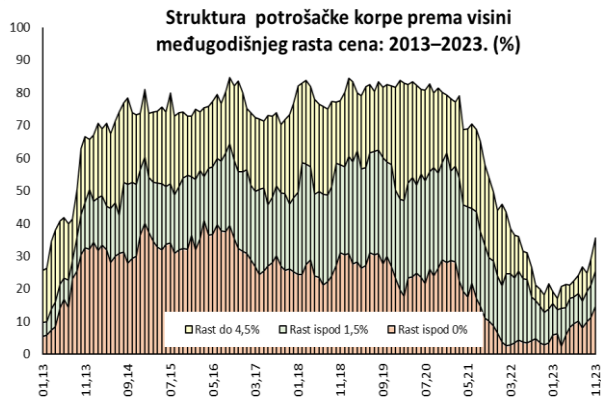
Prvo, u novembru 2023. povećan je udeo stavki čiji je međugodišnji rast cena (kao negativan) bio ispod donje granice cilja, a međugodišnji pad njihovih cena je povećan. Udeo ovih stavki je povećan od 21,07% u oktobru na 25,51% u novembru 2023, a međugodišnji pad njihovih cena je povećan od -2,4% u oktobru na -2,9% u novembru 2023.

Drugo, u novembru 2023. povećan je i udeo stavki čiji je međugodišnji rast cena bio u granicama cilja i međugodišnji rast tih cena. Udeo ovih stavki je povećan od 8,02% u oktobru na 10,05% u novembru 2023, a međugodišnji rast njihovih cena je povećan od 3,0% u oktobru na 3,1% u novembru 2023.

⁴ Reč je o nebaznoj inflaciji u najširem smislu, koja odražava kratkoročnu tendenciju opšteg rasta cena jer sadrži rast svih kategorija cena koje su podložne velikim kratkoročnim oscilacijama usled šokova ponude i koja, otuda, ukazuje na intenzitet privremenih promena cena. Nebazna inflacija u najširem smislu obuhvata rast cena: 1. energije, 2. prehrambenih proizvoda (hrane i bezalkoholnih pića), i 3. alkoholnih pića i cigareta. Stavke koje ulaze u obračun nebazne inflacije u najširem smislu čine 54,02% potrošačke korpe u 2023. godini.

Treće, u novembru 2023. smanjen je udeo stavki čiji je međugodišnji rast cena bio iznad gornje granice cilja, a međugodišnji rast njihovih cena je povećan. Udeo ovih stavki je smanjen od 70,91% u oktobru na 64,47% u novembru 2023, a međugodišnji rast njihovih cena je povećan od 12,3% u oktobru na 13,1% u novembru 2023.

9,6% u Mađarskoj u oktobru, a 8,0% u Češkoj u novembru 2023.



Napomena: Procentualne vrednosti potrošačke korpe u jedinicama ciljane inflacije koja je važila od januara do decembra 2016. ($4,0\% \pm 1,5$ p.p.) preračunate su u jedinice ciljane inflacije koja važi od januara 2017. ($3,0\% \pm 1,5$ p.p.).

U zaključku: promene u trećoj grupi potrošačke korpe bile su ključne za smanjenje međugodišnje inflacije u novembru u odnosu na oktobar 2023⁵.

Srbija je imala veću međugodišnju inflaciju od proseka Evropske unije i u oktobru i u novembru 2023, a manju međugodišnju inflaciju od dve članice Unije u oktobru te samo od jedne članice Unije u novembru 2023. U oktobru i novembru 2023. međugodišnja inflacija je, prema konceptu harmonizovanog indeksa potrošačkih cena⁶, iznela 8,4% i 7,9% u Srbiji – a 3,6% i 3,1% u Evropskoj uniji. Srbija je imala manju međugodišnju inflaciju od Češke i Mađarske u oktobru, a samo od Češke u novembru 2023. Međugodišnja inflacija je dostigla 9,5% u Češkoj i

⁵ Opšti međugodišnji indeksi cena za oktobar i novembar 2023. od 108,5 i 108,0 mogu da se rastave na sledeće činioce:

$$108,5 = 0,2107 \times 97,6 + 0,0802 \times 103,0 + 0,7091 \times 112,3$$

$$= 20,6 + 8,3 + 79,6$$

$$108,0 = 0,2551 \times 97,1 + 0,1002 \times 103,1 + 0,6447 \times 113,1$$

$$= 24,8 + 10,3 + 72,9$$

⁶ Poređenje inflacije u Evropskoj uniji zasniva se na jedinstvenom konceptu: harmonizovanom indeksu potrošačkih cena. Zato se za Srbiju – umesto nacionalnog koncepta: indeksa potrošačkih cena – u obzir mora uzeti harmonizovani indeks potrošačkih cena, koji Republički zavod za statistiku eksperimentalno obračunava od januara 2013.

PROGNOZE

Rezime:

Period na koji se odnosi prognoza: I-XII 2023/I-XII 2022, (%)

- **Industrijska proizvodnja-ukupno: 2,5**
- **Prerađivačka industrija: 0,5**
- **Potrošačke cene (XII 2023/ XII 2022): 7,6**
- **Promet robe u Trgovini na malo u tekućim cenama: 9,5, u stalnim cenama: -2,5**
- **Izvoz robe, obračunat u evrima : 4,5**
- **Uvoz robe, obračunat u evrima: -5,5**

KONJUNKTURNI BAROMETAR⁷

Rezime istraživanja

Kako se kretao nivo proizvodne aktivnosti u decembru na uzorku firmi iz domaće prerađivačke industrije?

Prosečno korišćenje proizvodnih kapaciteta u decembru je iznosilo 77,3% i bilo je veće u odnosu na novembar za 1,4pp. U odnosu na uporedivi decembar 2022. godine zabeležen je za 1,1pp niži nivo korišćenja proizvodnih kapaciteta, odnosno pad od 1,4%.

Kako se kretao broj zaposlenih radnika u decembru na uzorku firmi iz domaće prerađivačke industrije?

U odnosu na novembar 5,4% firmi je povećalo broj zaposlenih, 86,3% je zadržalo isti broj a 8,3% firmi je smanjilo broj radnika.

Kakav je nivo očekivane prodaje na domaćem tržištu u naredna tri meseca?

Indikator tromesečne očekivane prodaje na domaćem tržištu u decembru je zabeležio blagi pad od 0,6pp u odnosu na novembar. U odnosu na uporedivi decembar prošle godine, zabeležen je za 8,1pp niži nivo ovog Indikatora.

Kakav je nivo očekivane prodaje na stranom tržištu u naredna tri meseca?

Indikator očekivane prodaje na stranom tržištu u anketi u decembru zabeležio je za 6,2pp veću vrednost u odnosu na novembar. U odnosu na uporedivi decembar prošle godine, ovaj Indikator zabeležio je za 5,9pp manju vrednost.

Kakva su očekivanja kompanija za naredna tri meseca po pitanju broja zaposlenih radnika?

U anketi u decembru, 14,1% kompanija se izjasnilo da planira da poveća broj zaposlenih u naredna tri meseca, uz 2% firmi koje planiraju smanjenje u istom periodu, što je lošiji rezultat u odnosu na novembar.

Kakva su očekivanja po pitanju kretanja cena sopstvenih proizvoda za naredna tri meseca?

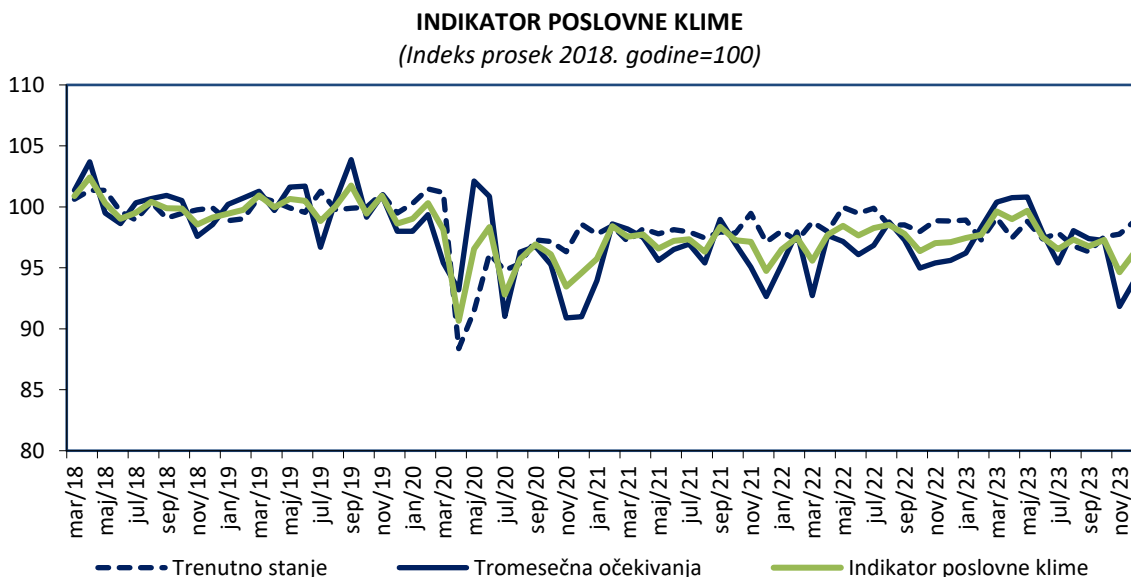
Indikator očekivanog kretanja cena zabeležio je visok pad od 19,5pp u odnosu na novembar, čime je ostvario najnižu vrednost posmatrano još od avgusta 2021. godine.

Koja su najveća ograničenja u poslovanju?

Pored hroničnog problema nedostatka radnika, na drugom mestu najvećih ograničenja u poslovanju nalazi se neizvesnost u naplati potraživanja.

⁷ Autor: Milan Kovač; Metodološka napomena: Na osnovu odgovora iz mesečne Ankete o konjunkturi u domaćoj prerađivačkoj industriji, koja se sprovodi od sredine 1994. godine, urađen je set indikatora postojećeg stanja i tromesečnih očekivanja. Svi indikatori dobijeni su tako što je procenat odgovora koji označavaju rast ili pozitivnu promenu oduzet od procenta odgovora koji označavaju pad ili negativnu promenu. Na primer, ako se 30% firmi izjasnilo da im proizvodnja raste, a 10% da im proizvodnja pada, indikator će imati vrednost od 20. Procenat firmi koji se izjasnilo da je stanje nepromenjeno (u ovom primeru 60%) se ne uzima u obzir. Anketa se sprovodi na reprezentativnom uzorku privatnih i državnih kompanija.

Indikator poslovne klime u decembru ostvario je rast od 1,7pp u odnosu na novembar, kao rezultat većeg Indikatora tromesečnih očekivanja od 2,2pp, kao i rasta Indikatora trenutnog stanja od 1,1pp. U odnosu na uporedivi decembar prošle godine, Indikator poslovne klime ostvario je za 0,8pp manju vrednost, usled nižih tromesečnih očekivanja za 1,6pp, kao i nepromenjenog Indikatora trenutnog stanja.



*Indikator poslovne klime dobijen je kao transformisana prosečna vrednost indikatora trenutnog stanja i tromesečnih očekivanja anketiranih kompanija. Za potrebe računanja indeksa, dobijene vrednosti su normalizovane prosečnim vrednostima u 2018. godini.

Prosečno korišćenje proizvodnih kapaciteta u decembru je iznosilo 77,3% i bilo je veće u odnosu na novembar za 1,4pp. U odnosu na uporedivi decembar 2022. godine zabeležen je za 1,1pp niži nivo korišćenja proizvodnih kapaciteta, odnosno pad od 1,4%.

U decembru je zabeležena vrednost Indikatora **proizvodne aktivnosti** od 9,8. U odnosu na novembar, zabeležen je veći rast za 5,8pp. U skladu sa tim, 17,1% anketiranih firmi se izjasnilo da im proizvodna aktivnost raste (u novembru 14,5%), uz 7,3% kompanija kojima je proizvodna aktivnost u padu (u novembru 10,8%). U odnosu na uporedivi decembar prošle godine zabeležen je duplo manji rast Indikatora proizvodne aktivnosti.

U decembru je Indikator koji meri **nivo zaliha gotovih proizvoda** zabeležio negativnu vrednost od 13,6pp, čime je zabeležen niži nivo zaliha u odnosu na novembar, odnosno niži nivo zaliha i u odnosu na uporedivi decembar prošle godine.

Indikator tekuće zaposlenosti u decembru je zabeležio vrednost od -2,9pp, čime je zabeležen pad broja zaposlenih radnika. U odnosu na novembar 5,4% firmi je povećalo broj zaposlenih, 86,3% je zadržalo isti broj a 8,3% firmi je smanjilo broj radnika.

Indikator tromesečne očekivane prodaje na domaćem tržištu u decembru je zabeležio blagi pad od 0,6pp u odnosu na novembar. U odnosu na uporedivi decembar prošle godine, zabeležen je za 8,1pp niži nivo Indikatora očekivane prodaje.

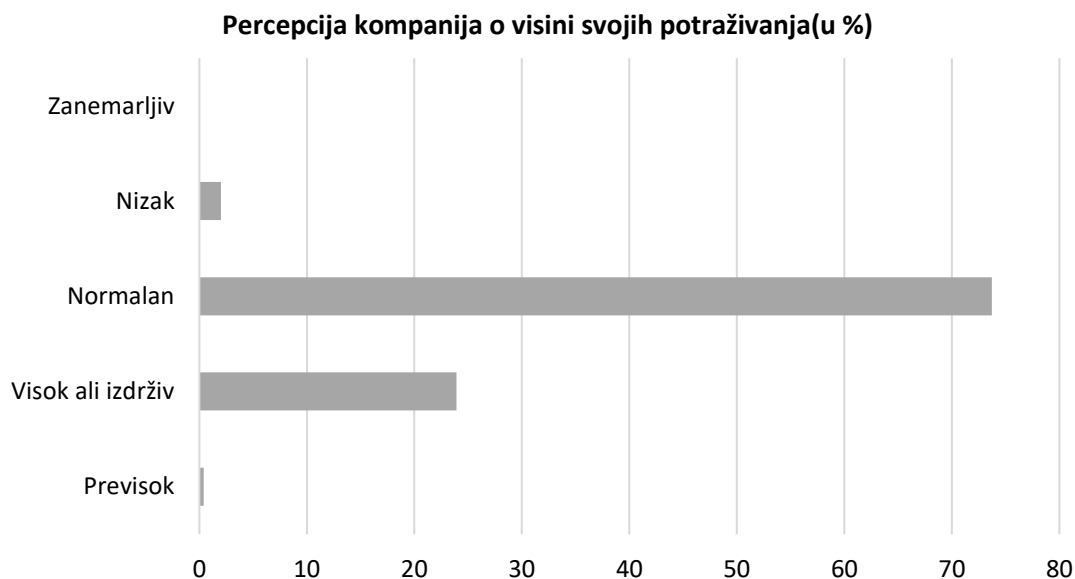
Indikator očekivane prodaje na stranom tržištu u anketi u decembru zabeležio je za 6,2pp veću vrednost u odnosu na novembar. U odnosu na uporedivi decembar prošle godine, Indikator očekivane prodaje na stranom tržištu zabeležio je za 5,9pp manju vrednost.

Indikator koji meri proizvodne kapacitete u odnosu na ugovorenu prodaju, u decembru je zabeležio pozitivnu vrednost od 10,3pp (višak kapaciteta), što je lošiji rezultat u odnosu na novembar, kao i u odnosu na uporedivi decembar prošle godine.

Indikator očekivanog kretanja cena je zabeležio visok pad i ostvario za 19,5pp niži nivo u odnosu na novembar. U odnosu na uporedivi decembar prošle godine, Indikator je zabeležio pad za 19,3pp.

U decembru je Indikator koji meri **očekivanja po pitanju novog zapošljavanja** zabeležio vrednost od 12,1pp. U skladu sa tim, 14,1% firmi se izjasnilo da planira da poveća broj zaposlenih u naredna tri meseca (u novembru 22,6%), uz 2% firmi koje planiraju smanjenje u istom periodu (u novembru 2%). Očekivanja po pitanju novog zapošljavanja niža su u odnosu na novembar, kao i u odnosu na uporedivi decembar prošle godine.

Što se tiče **problema naplate potraživanja u domaćoj industriji**, u se 0,5% kompanija izjasnilo da im je nivo potraživanja previsok (u novembru 1,5%), dok se 24,4% izjasnilo da im je nivo potraživanja visok ali izdrživ (u novembru 27%). U skladu sa tim, ukupan broj firmi koje su se izjasnile da imaju previsok, odnosno visok ali izdrživ nivo potraživanja, u decembru je iznosio 24,9%, što je manje nego u novembru kada je zbirno ovaj pokazatelj iznosio 28,5%.



Indikator očekivanog rizika u poslovanju zabeležio je pad od 6,6pp u odnosu na novembar. U odnosu na uporedivi decembar prošle godine Indikator je manji za 26,4pp.

Kada su u pitanju **najveća ograničenja u poslovanju**: 6,3% firmi istaklo je nedostatak kredita, 15,7% firmi je kao najveći izazov u poslovanju navelo monopolsko ponašanje, 18,3% firmi navelo je lošu regulativu, 21,5% firmi navelo neizvesnost u naplati potraživanja kao najveći limit, dok je 33% kompanija istaklo nedostatak radnika kao najveće ograničenje u poslovanju.

| Najveća ograničenja u poslovanju u odnosu na veličinu preduzeća (u %) | | | |
|--|---------------|----------------|-------------------------------|
| | Velika | Srednja | Mala i mikro preduzeća |
| Monopolsko ponašanje | 16,0 | 13,8 | 19,2 |
| Loša regulativa | 15,0 | 18,5 | 30,8 |
| Nedostatak kredita | 4,0 | 12,3 | 0,0 |
| Neefikasno sudstvo | 0,0 | 1,5 | 0,0 |
| Nedostatak radnika | 42,0 | 27,7 | 11,5 |
| Korupcija u poslovanju | 4,0 | 1,5 | 7,7 |
| Rad inspekcijskih organa | 1,0 | 0,0 | 3,8 |
| Neizvesnost u naplati potraživanja | 18,0 | 24,6 | 26,9 |

Gledajući **najveća ograničenja u poslovanju prema veličini preduzeća**, može se videti da postoji razlika u percepciji najvećih ograničenja u zavisnosti od veličine anketiranih kompanija, pre svega u segmentu malih i mikro kompanija u odnosu na segment velikih i srednjih firmi. Nedostatak radnika kao najveće ograničenje u poslovanju više je prisutno kod velikih i srednjih firmi a neizvesnost u naplati potraživanja kod malih kompanija.

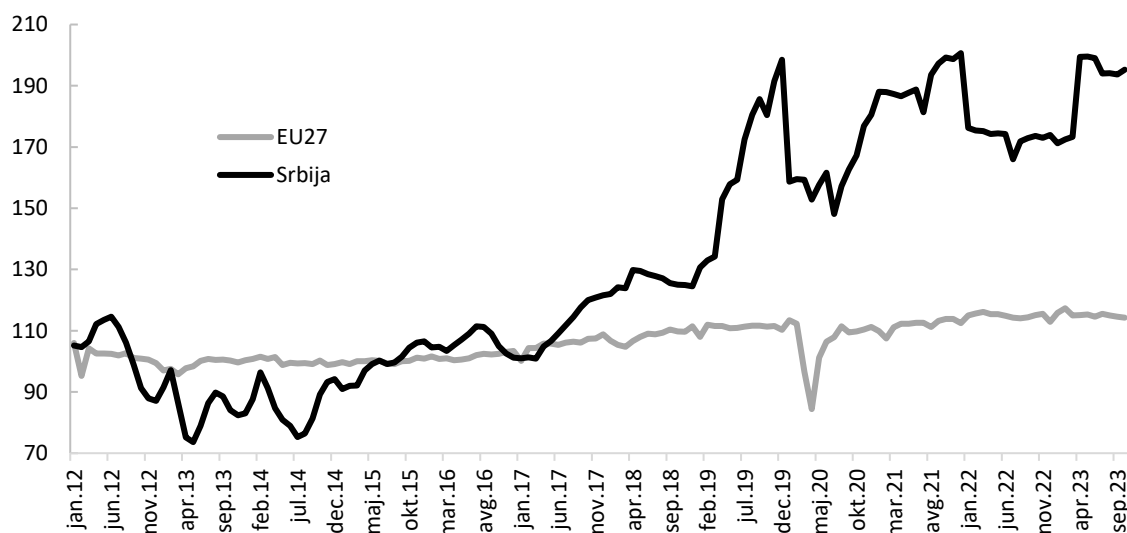
AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI⁸

DA LI JE ZASTOJ U STANOGRADNJI PRIVREMEN?

Građevinarstvo, poput drugih privrednih sektora, doprinosi BDP-u generisanjem dodate vrednosti. Bruto dodata vrednost je i ovde jednaka razlici bruto vrednosti proizvodnje i troškovima međufazne potrošnje. Istorijski posmatrano, udeo građevinarstva u BDP-u se u posleratnom periodu kretao između 3-5% u zemljama u razvoju, dok je u razvijenim dostizao i 7% BDP-a. U brojnim radovima je kvantifikovano da bi u održivom stabilnom privrednom rastu građevinski sektor trebao zahvatati najmanje 5% BDP-a. U Srbiji je u prošloj godini građevinarstvo generisalo oko 5,5% BDP-a. Dakle, zadovoljavajuće. Koliko je ono bitno ukazuje i podatak da je udeo građevinarstva u ovom trenutku veći od sektora saobraćaja i telekomunikacija, čak i od energetskog sektora.

Međutim, doprinos građevinarstva privrednom rastu nije neograničen. On se menja tokom vremena, sa zrelošću same ekonomije. Empirijski je dokazano da postoji razvojna tačka u kojoj su efekti ulaganja u građevinarstvo na vrhuncu nakon čega njegov granični doprinos opada. Pri tome je bitna razlika u vrsti građevinskih radova - u zemljama u razvoju težište je na novogradnji, dok se u razvijenim privredama građevinska aktivnost usmerava ka rekonstrukciji, adaptaciji, doradnim poslovima. Ključna preporuka kreatorima politika je da će građevinski sektor izgradnjom adekvatnih domaćih kapaciteta vući privredni rast. U tom smislu je bitno: (a) institucionalno okruženje koje olakšava poslovanje i unapređuje efikasnost građevinske aktivnosti; (b) fiskalna politika koja je usmerena na veće kapitalne izdatke za infrastrukturne projekte i javne radove čime se podstiče zapošljavanje i stabilizuje rast.; (c) monetarna politika koja će amortizovati cenovne distorzije, obezbediti optimalnu likvidnost za poslovanje, te monetarne uslove koje ne smeju previše preopteretiti tražnju. Ovo nisu laki zadaci. Često su međusobno konfliktni, a uslovljeni su i fazom privrednog ciklusa u kojoj se zemlja i/ili svetska privreda nalaze.

Građevinska aktivnost u Evropi i Srbiji, 2012-2023 (indeksi, prosek 2015=100)



Izvor: podaci Evrostata; kalkulacija autora

⁸ Autor: Ivan Nikolić

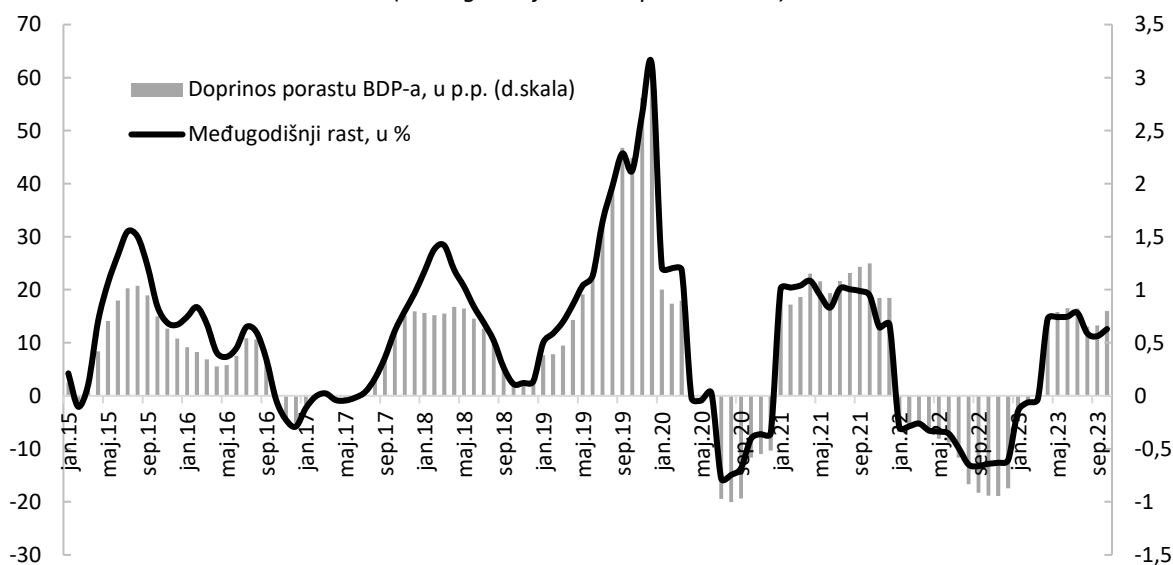
S obzirom na činjenicu da se ogromne količine građevinskog materijala i ostalih građevinskih komponenti naručuju od različitih dobavljača, građevinska ekspanzija stimuliše i širenje poslovanja pratećih delatnosti, kao što je npr. proizvodnja proizvoda od nemetalnih minerala, proizvoda od gume i plastike, proizvodnja osnovnih metala, rudarstvo i slično. Uticaj je bitan jer pomenute inpute mogu obezbediti i niskokvalitetni, radno intenzivni domaći resursi. Zato je i efekte *građevinarstva na rast bruto dodate vrednosti metodološki ispravnije posmatrati sa pozicije ovog šireg, multiplikovanog uticaja*⁹.

Vrednost izvedenih građevinskih radova je najvažniji indikator kretanja građevinske aktivnosti u Srbiji. Ovaj pokazatelj predstavlja vrednost izvedenih radova na građevini koju je izveštajna jedinica izvela, s radnicima koje je neposredno angažovala za izvođenje radova.

Vrednost izvedenih radova uključuje: vrednost rada, vrednost ugrađenog materijala i gotovih proizvoda za ugradnju, utrošene energente i ostale troškove koji su vezani za izvođenje radova na građevini. Vrednost izvedenih radova ne uključuje: vrednost radova podizvođača, troškove nabavke zemljišta, projektovanja, nadzora i PDV.

Pored vrednosti izvedenih radova, za praćenje građevinske aktivnosti koristi se i indeks časova rada na gradilištima. Časovi rada na gradilištima predstavljaju stvarno odrađene sate radnika na gradilištima u izveštajnom tromesečju.

Građevinski sektor u Srbiji 2015-2023.
(međugodišnji rast i doprinos BDP-u)



Izvor: podaci RZS; kalkulacija autora

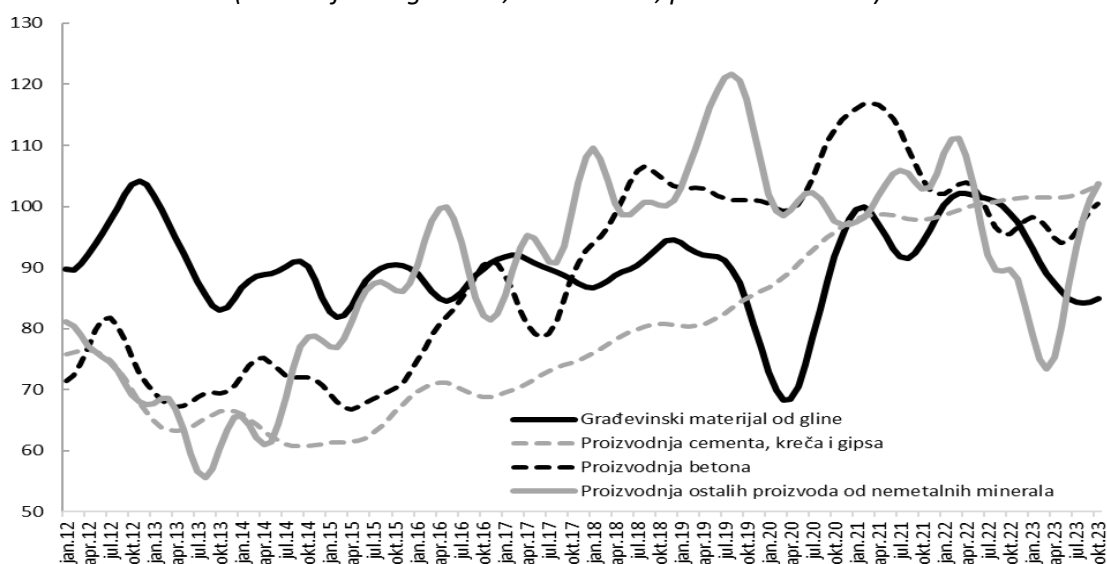
Nakon smanjenja u 2022. godini od 9,8% međugodišnje i dodatne kontrakcije u prvom tromesečju 2023. od -1,6% međugodišnje, tokom drugog i trećeg tromesečja 2023. započet je oporavak u sektoru građevinarstva, kada je registrovan rast aktivnosti od oko 15% i 13% međugodišnje, respektivno

⁹ Ivan Nikolić (2019), Stanogradnja u Srbiji - razvojni potencijali i ograničenja, naučna monografija, Ekonomski institut, Beograd, ISBN: 978-86-7329-110-9, str. 138

posmatrano. Pri tome, treba imati u vidu da rast nije podjednako raspoređen unutar ovog sektora, već potiče, pre svega, od realizacije velikih infrastrukturnih projekata – saobraćajnih i energetskih (primera radi, rađene su obilaznica oko Beograda, delovi Moravskog koridora, autoput Preljina-Požega, autoput Ruma- Šabac, železnička pruga Novi Sad – Subotica, gasni interkonektor Niš–Dimitrovgrad i slično). Uz rast vrednosti izvedenih građevinskih radova istovremeno je zabeležen i porast časova rada na gradilištima.

Međutim, postoje indikatori koji sugerišu da je stanogradnja u ovom periodu zaostajala. Jedan od njih su segmenti domaće Proizvodnje proizvoda od ostalih nemetalnih minerala koji alimentiraju stanogradnju, kao i uvoz ovih proizvoda. Tržište građevinskih materijala i elemenata za gradnju pokazalo je nestabilnost nakon pandemije CV 19 i početka rata u Ukrajini, što se odrazilo na dinamiku izvođenja građevinskih projekata.

Proizvodnja proizvoda od ostalih nemetalnih minerala, na nivou grane
(indeksi fizičkog obima, trend-ciklus, prosek 2022=100)



Izvor: *ibidem*

Realni pad tražnje za jednim delom građevinskih proizvoda koji se tiču stanogradnje uočen je već iz podataka o uvezenim količinama tokom 2022. godine. Pad je dodatno intenziviran u prvih devet meseci 2023. Na osnovu raspoložive statistike spoljnotrgovinske razmene, količinski uvoz proizvoda koji pripadaju grupi *Zidarska opeka, blokovi i slično*, odnosno *Crep (krovni)*, u ovom periodu međugodišnje je smanjen čak za 70,8% i za 35,8%, respektivno posmatrano. Ukoliko se ovaj trend nastavi i u poslednjem tromesečju 2023. za celu godinu bi se nivo uvoza sveo na obim koji je realizovan u periodu pre 2017.

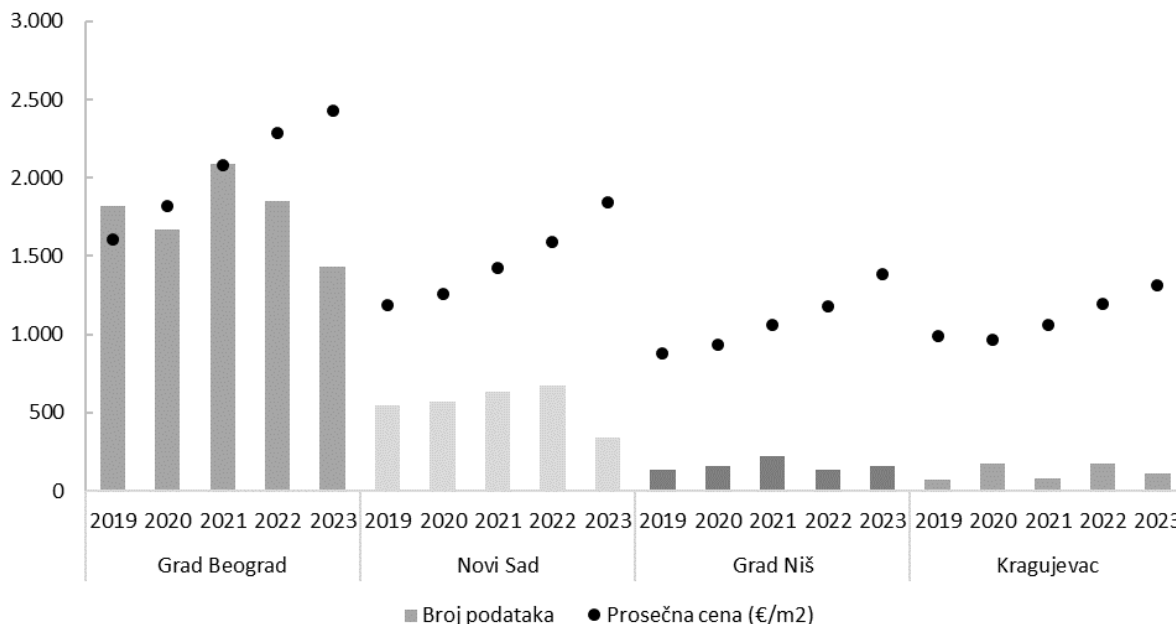
Tek je nešto bolji rezultat zabeležen kod vrednosti uvoza. Uvoz u evrima je u prvih deset meseci 2023. međugodišnje posmatrano kod proizvoda *Keramika za završne radove* redukovana za 14,3%, uvoz *Zidarske opeke i blokova* redukovana je za 61,3%, dok je uvoz *Crepa (krovnog)* smanjen tačno za četvrtinu.

Povrh toga, zabrinjavajući su podaci Republičkog geodetskog¹⁰ zavoda da je za prvih šest meseci 2023. ukupan broj kupoprodaja nepokretnosti smanjen je za 14,1%, međugodišnje posmatrano, na približno 60

¹⁰ *Izveštaj o stanju na tržištu nepokretnosti u trećem tromesečju 2023.*, Republički geodetski zavod, novembar 2023.

hiljada realizovanih transakcija, dok je broj kupljenih stanova niži za 18,6%. Vrednost tržišta nepokretnosti u trećem tromesečju 2023. godine iznosila je 1,5 milijardi evra (međugodišnji pad od 10%). U tom okviru, vrednost prometovanih stanova iznosila je 777,9 miliona evra. Učešće stanova u ukupnoj vrednosti tržišta bilo je 52%, što je za 4pp manje nego lane. Svakako da je u okviru ove evidencije i deo stanova koji nisu „novogradnja“, ali to ne umanjuje problem, jer je evidentirana prometovana vrednost manja uprkos činjenici da je u međuvremenu cena stanova dodatno uvećana.

„Novogradnja“ u Srbiji, prema evidenciji RGZ (tokom trećeg tromesečja posmatranih godina)



Izvor: RGZ; kalkulacija autora

Postoje neke indikacije da je tokom trećeg i četvrtog tromesečja u stanogradnji došlo do popravljavanja aktivnosti ali u ovom trenutku je još rano za zaključak da li će na nivou cele godine stanogradnja zabeležiti rast. Na rast vrednosti stanogradnje u drugom polugođu 2023. uticala je izgradnja većih stambenih kompleksa: Beograd na vodi, zatim „Depo“, „Voždove kapije“, „Vellport“, Viva Residences, Zelena avenija, gradi se veliki stambeno-poslovni kompleks u Nišu sa preko 400 stanova itd.

Akutni problem stanogradnje treba tražiti, pre svega, na strani tražnje. U prethodne tri godine zabeležen je procvat cene stanova, posebno u „novogradnji“. Cene su rasle i tokom 2023. godine, iako nešto umerenijim tempom nego ranije. Više činilaca je tome doprinelo, ali nema dileme da će upravo kontrakcija tražnje veoma brzo prekinuti ovaj trend. I ukupni inflacioni pritisci u Srbiji slabe, što se reflektuje i na tržište nepokretnosti, što je dobro. Zaoštreni monetarni uslovi i rast kamatnih stopa jesu nepovoljno delovali na tražnju ali je njihov efekat veoma ograničen. Naime, u Srbiji se još uvek samo mali deo nekretnina kupuje iz kreditnih sredstava. Prema podacima Republičkog geodetskog zavoda 16,6% svih prometovanih stanova u trećem tromesečju 2023. Republici Srbiji plaćeno je iz kredita, što je za 9pp manje nego lane.

ANALIZA 1

ULOGA I ZNAČAJ INFLATORNIH OČEKIVANJA U BORBI PROTIV INFLACIJE

Autori: Miladin Kovačević i Katarina Stančić

Inflacija se polako vraća u granice ciljanih vrednosti: u novembru 2023. rast cena u SAD, u odnosu na oktobar 2022. bio je 3,1%, a u Evrozoni 2,4%. Na poslednjem održanom sastanku u ovoj godini, 13.12. Fed je doneo odluku da se kamatne stope u narednom periodu neće podizati (ostaće u intervalu od 5,25% do 5,5%), štaviše – planira se postepeno spuštanje u 2024. godini, ukupno za 75 baznih poena. Naime, cilj Fed-a je „meko prizemljenje“, tj. gašenje inflacije uz izbegavanje recesije, za koju već postoje naznake da bi se mogla dogoditi¹¹. Dan nakon odluke Fed-a, i u ECB je odlučeno da se kamatne stope neće menjati i da ostaju u intervalu 4,5%-4,75% i 4,0% na depozite.

U MMF-ovom oktobarskom pregledu globalnih ekonomskih kretanja¹², posebno poglavlje¹³ je posvećeno inflatornim očekivanjima i njihovoj vezi sa monetarnom politikom. Ukratko, restriktivne mere centralnih banaka dale su rezultate i prognostičari očekuju dalje smanjenje inflacije u 2024. godini. Međutim, bazna inflacija (dobija se kad se u obračunu ukupne inflacije izuzmu hrana i energenti) i dalje tvrdoglavo istrajava, i prema mnogim očekivanjima, na nivo cilja će doći tek tokom 2026. godine. Budući da se strah od inflacije u poslednjih par godina uvukao duboko u ljude i provejava kroz sve ekonomske strukture, inflatorna očekivanja ekonomskih subjekata su se ukorenila i imaju snažan uticaj na njihove odluke. Ekonomska dinamika, naročito kretanje investicione i lične potrošnje, pod jakim su uticajem ovih očekivanja, budući da se ona ugrađuju u sadašnje i buduće cene, ekonomske i poslovne akcije, finansijske mere, kamatne stope itd. Prema tome, celokupna ekonomska politika ostaje uslovljena, direktno ili indirektno, inflatornim očekivanjima.

MMF ističe da je, posmatrano u vremenu, relevantnost inflatornih očekivanja u nekom okruženju uslovljena istorijskim kontekstom i iskustvom koje je karakteristično za određenu ekonomiju. Takođe, informacioni sistem u smislu transparentnosti, jasne komunikacije monetarnih vlasti i stepena obaveštenosti ekonomskih subjekata, ima važnu ulogu u obuzdavanju nekontrolisanog rasta inflatornih očekivanja. Ovi fenomeni su manje očigledni u vremenima kada je inflacija stabilna i niska, ali kada postane volatilna, uloga očekivanja postaje presudan inflatorni faktor.

Definisanje inflatornih očekivanja. U srži inflatorne spirale utemeljena je tzv. inflatorna psihologija, fenomen koji dovodi u vezu očekivanja i verovanja ekonomskih subjekata u vezi sa rastom cena u zemlji. Vođeni logikom da ako cene trenutno rastu i rasle su u bliskoj prošlosti, verovatno će da rastu i u budućnosti pa stoga ekonomske odluke treba donositi imajući to u vidu. Firme će, ako očekuju inflaciju, unapred povećati svoje cene da, po osnovu odnosa cena inputa i autputa, ne bi bile na gubitku u budućnosti. Istovremeno, zaposleni će zahtevati veće zarade, takođe sa ciljem da izbegnu realno smanjenje svojih prihoda. Potrošači će ubrzano trošiti novac (povećava se brzina novčanog optičaja) jer očekuju da će na taj način platiti nižu cenu proizvoda koji će već u bliskoj budućnosti da poskupe. Dakle,

¹¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproptabl20231213.pdf>

¹² World Economic Outlook (WEO), Navigating Global Divergences, INTERNATIONAL MONETARY FUND, October 2023

¹³ WEO, Chapter 2: Managing expectations: Inflation and monetary policy; IMF, October 2023

rastu cene, plate i agregatna tražnja, što sve zajedno otvara i pojačava inflatornu spiralu: poremećaj ravnoteže agregatne ponude i tražnje dodatno podstiču očekivanja, koja rastu sa rastom inflacije. Na taj način se stvaraju određeni psihološki pritisci u društvu i verovanja i očekivanja u vezi sa inflacijom postaju „samoispunjavajuća“. Inflatorna spirala se ubrzava i postaje jako teško „preseći“ postojeće modele ponašanja i zaustaviti dalju eskalaciju.

Cilj centralne banke u ovakvim uslovima je da stabilizuje očekivanja, tj. da ih „usidri“ tako što će postaviti određenu ciljanu vrednost inflacije i delovati svojim raspoloživim instrumentima tako da uveri ekonomske subjekte da će cilj biti dostignut u realističnom periodu. Dakle, kada firme i domaćinstva imaju poverenja u centralnu banku i veruju i očekuju da će inflacija biti svedena na ciljnu vrednost, tj. da je trenutna eskalacija cena incidentnog i prolaznog karaktera, tada su inflatorna očekivanja usidrena. U takvoj situaciji ni firme, ni domaćinstva neće u svoje buduće akcije ugrađivati cenovni rast, niti će menjati drastično svoje ponašanje, što centralnoj banci olakšava vraćanje inflacije na željeni nivo primenom određenih mera i akcija sa manjim efektom na usporavanje rasta. Međutim, problem je što često *inflatorna psihologija* deluje tako što firme i domaćinstva projektuju svoja očekivanja mimo ciljeva centralne banke, tj. njihove projekcije se sve više udaljavaju od zvaničnih, odnosno – inflatorna očekivanja postaju neusidrena. U tom slučaju posao monetarnih vlasti je mnogo teži, a period inflacije prolongiran i neizvestan.

Iskustvo u ranijim epizodama. U idealnim uslovima svi ekonomski subjekti bi bili perfektno informisani i na bazi tih informacija donosili svoje odluke. U stvarnosti nije tako, naprotiv, različiti pojedinci imaju različite informacije, koje zatim filtriraju kroz prizmu svojih definicija, uverenja, ciljeva i potreba. Dakle, jasno je da se kratkoročna očekivanja u pogledu kretanja inflacije često menjaju, ali slede određenu pravilnost na osnovu koje je moguće vršiti procene. U analizi MMF-a, u koju su bili uključeni profesionalni prognostičari, finansijska tržišta, domaćinstva i firme, u periodu od 2017. praćena su inflatorna očekivanja i ponašanje ekonomskih subjekata sa ciljem da se dobiju pouzdani zaključci o budućem kretanju inflacije. Rezultati pokazuju da postoji konzistentnost u očekivanjima i da je ispravno predviđen inflatorni rast u 2021., a vrhunac u 2022. godini. Svakako, postoji heterogenost uslovljena različitim percepcijama – domaćinstva najdramatičnije doživljavaju inflaciju i značajno utiču i na druge subjekte, finansijska tržišta su orijentisana na premiju rizika dok profesionalni prognostičari koriste (i emituju) signale ostalih tržišnih učesnika. U suštini, kratkoročna inflatorna očekivanja pokazuju značajno odstupanje naviše od ciljane vrednosti centralnih banaka, dok su dugoročna očekivanja stabilnija. Ako se posmatra kretanje inflatornih očekivanja i inflacije, jasno se uviđa jaka statistička veza između ove dve pojave, odnosno izražen kauzalitet, koji je najjači u kratkoročnom periodu. MMF navodi i kvantifikaciju ovog odnosa: u razvijenim ekonomijama, za 1 procentni poen rasta inflatornih očekivanja inflacija će porasti za oko 0,8 procentnih poena; u slučaju rastućih ekonomija, rast inflacije bi bio 0,4 procentna poena. Prosečan uticaj inflatornih očekivanja viši je kad je inflacija na višem nivou (iznosi 0,9) za razliku od perioda niske inflacije (iznosi 0,6). Takođe, istorijske epizode pokazuju nam da ako postoji konstantan rast inflatornih očekivanja u određenom periodu (kao što je slučaj od 2021. godine), biće potrebne tri godine da se ona vrate na početni nivo.

Prema novom makroekonomskom modelu, u svakoj ekonomiji postoje „učesnici koji gledaju unazad“ tj. subjekti koji ne uzimaju u obzir buduće uticaje monetarne politike (i samim tim ih ne ugrađuju u svoja očekivanja) i „učesnici koji gledaju unapred“, tj. subjekti koji su poverljiviji prema merama monetarne politike. Prema tome, veće učešće prve grupe u populaciji znači i manje šanse monetarnih vlasti da u kratkom roku suzbiju inflaciju, i obrnuto. Najveći procenat „učesnika koji gledaju unazad“ prisutan je u rastućim ekonomijama, budući da su one istorijski prolazile kroz turbulentnije periode visoke inflacije. U

razvijenim ekonomijama je njihovo učešće znatno manje, štaviše, inflacija od 2021. godine je u razvijenim ekonomijama bila uslovljena brojnim drugim, globalnim faktorima - rastom cena berzanskih proizvoda, problemima u lancima snabdevanja, rastom cena energenata.

Kako uticati na inflatorna očekivanja? Možda i važnije od same inflacije jeste pitanje uticaja na poglede i stavove tržišnih učesnika u vezi sa inflacijom. Nejasne, nepotpune, retke i neredovne informacije od strane centralne banke vode u gubitak poverenja i pojačane strahove da će inflacija biti prolongirana. U tom slučaju, ljudi svoje očekivanja formiraju na bazi svog iskustva sa inflacijom u prošlosti, tj. postaju „učesnici koji gledaju unazad“. I obrnuto, kada su informacije stručne, pouzdane i blagovremene, tržišnim učesnicima raste poverenje u centralnu banku i njene mere u vezi suzbijanja inflacije, odnosno polako postaju „učesnici koji gledaju unapred“ i tada monetarnim vlastima olakšavaju implementaciju mera, budući da nema kontradikcije u pogledu njihovih stavova – obe strane se nadaju i očekuju suzbijanje inflacije kao rezultat delovanja mera monetarne politike. Konkretno, prilikom sprovođenja restriktivnih monetarnih mera i podizanja kamatnih stopa, efekti su bili znatno slabiji u ekonomijama gde je visoko učešće „učesnika koji gledaju unazad“ budući da oni u svoje buduće odluke ne ugrađuju rast kamata. Njihova orijentacija je na prošlosti i ne percipiraju jasno činjenicu da će današnji rast kamatnih stopa sutra dovesti do pada tražnje i usporavanja ekonomije. Prema tome, u ovakvoj situaciji monetarno stezanje mora biti rigoroznije da bi dalo željene efekte.

Centralna banka ima instrumente da podstakne ljude da budu više „učesnici koji gledaju unapred“ i na taj način poveća verovatnoću efektivnosti svojih akcija. Smisao komunikacije sa javnošću svodi se na pojašnjavanje fenomena, poteza centralnih monetarnih vlasti i efekata tih poteza i jasnu strategiju koja će biti predočena javnosti. Samo na ovaj način može se povećati učešće subjekata koji će imati poverenje u mere banke i donosiocima monetarnih odluka i time olakšati sprovođenje mera i povećati njihova efektivnost. Međutim, stvaranje poverenja i komunikaciona strategija traže vreme i strpljivost, te su samo dopuna konkretnim merama, kao što su monetarno stezanje i monetarna restrikcija, koje su ključni i neizbežni potezi u suzbijanju inflacije.

Ima li inflacija podsticaje u finansijskom sektoru?

Ovo je tema kojom se nije bavio niko u saznanju kojim raspolazemo. Razlozi nisu poznati i već na prvi pogled jasno je da finansijski sektor igra veliku ulogu u inflacionim epizodama, pogotovo u zemljama u razvoju i novorastućim ekonomijama sa bogatom istorijom tih epizoda, kao kod nas (Srbija).

Naravno, sve je jasno ili se bar može razumeti na tragu i teorije i prakse vezane za primenjenu monetarnu strategiju (ciljana inflacija i odgovarajuća politika deviznog kursa kao pomoćna u arsenalu instrumenata za očuvanje ili dostizanje cenovne stabilnosti) i s njom vezanim diskrecionim instrumentima monetarne politike, kao što je referentna kamata Narodne banke, kojom se steže ili labavi monetarna politika (monetarna masa M1 i M2). Uočeno je da je kretanje inflacije u najvećoj korelaciji sa kretanjem monetarne mase M1 (gotov novac i depoziti po viđenju, tj. tekući računi). Takođe je uočeno da postoji 'time lag', tj. pomak u vremenu, između donošenja odluke o promeni osnovne kamate i njenog uticaja na promene monetarne mase M1 i inflacije. Taj pomak je, grubo govoreći, između pola godine i godinu dana. Naravno, u Srbiji reč je o dinarskom izrazu ukupne monetarne mase M1 na koju utiču i devizne transakcije (devizno tržište) i odluke države, a na koje centralna banka nema direktnog uticaja ali se u komercijalno finansijskom sektoru na strani ponude i tražnje devizno denominovanog novca javljaju distorzije i kretanja koja u epizodama inflacije indirektno utiču na inflaciona očekivanja, odnosno predstavljaju kanal pritiska na novčanu masu M1 i tražnju za dobrima i uslugama na tržištu. Drugim rečima, banke kreditnu ponudu

denominovanu u deviznom izrazu opterećuju komercijalnom kamatom (EURIBOR koji je korelisan sa evropskom inflacijom i osnovnom kamatom ECB-a) uvećanom za premiju rizika i maržu, što u 2023. godini kod najvećih banaka u Srbiji dostiže između 7% i 8%. Ovde treba imati u vidu i izuzetnu meru Narodne banke da se ograniče i fiksiraju kamatne stope na stambene kredite za određeno vreme, a koja je doneta da bi se sprečilo dinamično povećanja kamatnog opterećenja ovih kredita nefiksiranom kamatnom stopom. U isto vreme, banke su vodile izrazito konzervativnu politiku kada je reč o tzv. pasivnim kamatama, tj. kamatama na štednju privatnih i pravnih lica, tako da su u 2023. godini ove kamate dolazile do 2% na devizne depozite, čime je ona realno duboko negativna (inflacija u Evrozoni je u proseku iznad 5% u 2023.). Time je podstaknuta transpozicija štednje (štednih depozita kod banaka) u investicije i ličnu potrošnju. U neposrednoj prošlosti naročito je bila podstaknuta tražnja za nekretninama i shodno tome rast cena nekretnina. Na drugoj strani, procenjuje se da je polovina deviznih sredstava građana još uvek tezaurisana u 'slamarcama'. Transpozicija ove tezauracije u banke je takođe demotivisana (demotivisana je, doduše, i drugim merama i ograničenjima). Zna se već da će u 2023. profit banka biti udvostručen u odnosu na 2022. i dostići sumarno jednu milijardu evra. Razumljivo je da su banke dobro kapitalizovane (o čemu izveštava Narodna banka Srbije), ali ne sme se na inflaciji graditi oportunitet ekspanzije profita ni u finansijskom sektoru, kao što je pod budnim okom monetarne i fiskalne vlasti bio i sektor trgovine i kontrola fundamentalnih cena dobara i usluga. Novčana masa M1 i tražnja na tržištu su osnovni faktori inflacionog pritiska kao i očekivanja kada taj pritisak generiše sistemsku pozadina. Bankarski sektor predstavlja i sistemsku pozadinu.