



Народна банка Србије

2021
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2021
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. августа 2021. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ДФО – друге финансијске организације
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
М – месец
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
НРЛ – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
ПДВ – порез на додату вредност
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ГОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 5. августа.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 1: Утицај раста произвођачких цена на потрошачке цене</i>	15
IV. Детерминанте инфлације	19
1. Кретања на финансијском тржишту	19
2. Новац и кредити	24
3. Агрегатна тражња	28
4. Економска активност	31
<i>Осврт 2: Допринос грађевинарства расту бруто домаћег производа</i>	34
5. Кретања на тржишту рада	37
<i>Осврт 3: Утицај примене нове методологије Анкете о радној снази на показатеље тржишта рада</i>	40
6. Међународно окружење	42
V. Пројекција	51
<i>Осврт 4: Оцена утицаја базног ефекта на међугодишњу инфлацију</i>	72
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	75
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	76
Списак графикана и табела	77
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	80
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	81

I. Резиме

Опоравак светске привреде се убрзава током другог тромесечја, чему доприносе интензивнија вакцинација становништва и постепено укидање рестриктивних здравствених мера, уз наставак примене фискалних и монетарних подстицаја у великом броју земаља. Према оценама већине водећих међународних финансијских институција, изгледи за раст светске привреде за ову и наредну годину су у периоду од претходног извештаја додатно побољшани, упркос и даље присутним повременим застојима у ланцима снабдевања и вестима о ширењу нових сојева вируса корона. Ипак, у периоду од претходног извештаја, повећан је јаз у погледу очекиване брзине опоравка између развијених земаља и земаља у успону, што је пре свега последица неједнаке доступности вакцина и динамике вакцинације. Овај фактор је и Међународни монетарни фонд истакао приликом објављивања јулске пројекције глобалног привредног раста за ову годину, која је задржана на нивоу од 6%, што је непромењено у односу на април. Када је реч о **зони евра**, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, показатељи економске активности указују на то да се она током другог тромесечја убрзано опоравља. Изгледи њеног раста за ову и наредну годину кориговани су навише, тако да се сада очекује да би преткризни ниво бруто домаћег производа могао бити достигнут крајем ове или почетком наредне године, што је раније од претходних очекивања.

Инфлација на глобалном нивоу се убрзава од почетка године, вођена пре свега ефектом ниске базе код цена нафте из априла и маја претходне године, али и њиховим релативно снажним растом претходних месеци услед појачаног оптимизма у погледу глобалног економског опоравка. Трошковни притисци се повећавају и по основу цена других примарних производа – метала и пољопривредних производа, које су достигле вишегодишње максимуме, као и по основу виших цена транспорта због застоја у ланцима снабдевања, што се одражава на произвођачке цене. За сада, то се још увек није у већој мери пренело на потрошачке цене, што потврђује и релативно стабилно кретање базне инфлације у највећем броју земаља. С обзиром на то да се процењује да је инфлација вођена

Иако ће и надаље зависити од тока пандемије, изгледи за глобални привредни раст, као и за зону евра, додатно су побољшани у периоду од претходног извештаја.

Виша инфлација од почетка ове године није довела до смањења степена експанзивности монетарних политика водећих централних банака, јер су фактори више инфлације оцењени као привремени.

Народна банка Србије наставља да води подстицајну монетарну политику, захваљујући чему су услови финансирања и на домаћем тржишту остали повољни.

привременим факторима, водеће централне банке у свету, Систем федералних резерви и Европска централна банка, наставиле су да воде експанзивну монетарну политику. По том основу и глобални финансијски услови остали су повољни. На већу спремност за улагања у земље у успону одражавају се и повољнији изгледи за глобални привредни раст.

За разлику од појединих централних банака у региону, које су због инфлаторног деловања и фактора из домаћег окружења, током другог тромесечја почеле да смањују степен експанзивности својих монетарних политика, **Народна банка Србије наставља да води подстицајну монетарну политику** и да буде равноправни партнер Влади Републике Србије у пружању подршке привреди и грађанима, у условима очуване релативне стабилности **девизног курса и усидрених инфлационих очекивања**. У периоду од претходног извештаја, **референтна каматна стопа је задржана на нивоу од 1%**, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације и за 1,25 процентних поена нижи ниво од избијања пандемије. Захваљујући ефектима претходног ублажавања монетарне политике, услови задуживања на домаћем тржишту остали су повољни и током другог тромесечја, што је наставило да подстиче кредитну активност, уз даљи раст учешћа динарских кредита у укупним кредитима. Иако је од почетка 2021. раст кредита немонетарном сектору успорио посматрано на међугодишњем нивоу – на 6,3% у јуну, то је било очекивано и последица је високе базе из прошле године, пре свега услед омогућеног мораторијума на отплату кредита. На то указује и износ новоодобрених кредита привреди и становништву, који је у шест месеци ове године био сличан као у истом периоду 2019, а за више од четвртине већи него претходне године. У складу с таквим кретањима су и резултати јулске анкете о кредитној активности, према којима је тражња за кредитима и код привреде и код становништва наставила да расте, при чему су и банке ублажиле кредитне стандарде за динарске кредите. Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима од 3,6% у јуну, 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 aktive банака очуван и додатно ојачан.

Свеобухватни пакет фискалних мера позитивно је утицао на привредни раст, без нарушавања одрживости јавних финансија.

Фискална подршка економском опоравку од кризе настављена је и у овој години, при чему су и поред реализације трећег пакета помоћи, према нашој процени, **фискална кретања** у шест месеци ове

године повољнија од очекивања. То је, пре свега, резултат боље од очекиване реализације прихода, захваљујући бржем опоравку економске активности. Учешће дефицита опште државе у бруто домаћем производу у шест месеци ове године износило је 1,4%, док је за целу годину Фискалном стратегијом за 2022. са пројекцијама за 2023. и 2024. планирано да износи 6,9%. Трећи пакет економских мера конципиран је тако да се највећа помоћ обезбеди најугроженијим секторима, при чему је планиран и даљи раст учешћа капиталних расхода, на око 7% бруто домаћег производа ове године, чиме се подржава бржи раст инвестиција и производног потенцијала. Јавни дуг централног нивоа власти на крају јуна износио је 55% бруто домаћег производа, а на нивоу године не би требало да пређе мастрихтски критеријум од 60%. И поред тога што ће значајан износ средстава и надаље бити усмерен у инфраструктурне пројекте, у средњем року предвиђа се постепено смањење фискалног дефицита и прелазак у примарни суфицит, што ће обезбедити да се јавни дуг нађе на опадајућој путањи.

У шест месеци ове године екстерна позиција додатно се поправила у односу на претходну годину. Дефицит на текућем рачуну платног биланса износио је 432 милиона евра (1,8% бруто домаћег производа), што је за 855 милиона евра нижи дефицит него у истом периоду претходне године. Томе је допринео нижи дефицит робне размене, као резултат бржег међугодишњег раста извоза (31,3%) од увоза (22,3%), као и раст суфицита у размени услуга и опоравак дознака из иностранства. Према нашој пројекцији, дефицит текућег рачуна на нивоу године износиће око 4% бруто домаћег производа, што је боље од наших претходних очекивања, при чему постоји могућност и за још бољи исход. И поред приметног убрзања раста увоза током другог тромесечја, пре свега опреме и репроматеријала услед наставка инвестиционог циклуса, привремено успореног у условима пандемије, извоз робе и услуга посматрано од почетка године расте брже, као резултат веће извозне понуде, захваљујући инвестицијама у разменљиве секторе из претходног периода и опоравка екстерне тражње. У средњем року, по основу наставка инвестиционог циклуса и с тим повезане набавке опреме из иностранства, очекујемо да ће се дефицит текућег рачуна кретати у распону 4–5% бруто домаћег производа, уз и даље пуну покривеност нето приливима страних директних инвестиција, као што је то био случај и у протеклих шест година, а који ће бити додатно подстакнут великим инвестицијама у инфраструктуру. У смеру поправљања екстерне позиције и надаље ће деловати

Бржи опоравак извоза робе и услуга од увоза од почетка године доприноси додатном поправљању екстерне позиције и смањењу дефицита текућег рачуна на око 4% бруто домаћег производа у овој години, према нашој процени.

Прилив капитала у Србију остао је релативно висок, што је допринело расту девизних резерви земље и јачању отпорности на екстерне ризике.

Након што је премашио преткризни ниво у првом тромесечју ове године, бруто домаћи производ наставио је да расте и у другом тромесечју, чему доприноси побољшање епидемиолошке ситуације у свету и код нас, затим ефекти монетарних и фискалних подстицаја на домаћем тржишту и по том основу очувано инвестиционо и потрошачко поверење, као и наставак реализације инфраструктурних пројеката.

раст извозних капацитета, као и очекивани глобални економски опоравак.

Прилив капитала по основу страних директних инвестиција од 1,7 милијарди евра у првих шест месеци, који је за готово 20% виши него у истом периоду претходне године, вишеструко је већи од дефицита текућег рачуна. У истом периоду прилив по основу портфолио инвестиција износио је близу 800 милиона евра, тако да су девизне резерве земље наставиле да расту – на 14,1 милијарду евра крајем јуна. У условима високог прилива капитала током другог тромесечја, преовладавали су апрецијацијски притисци на динар, који су након укључивања динарских државних обвезница у реномирани индекс *J.P. Morgan*-а крајем јуна додатно јачали, као резултат веће тражње и ширења базе страних инвеститора који улажу у динарске државне обвезнице. То је допринело да приноси на динарске обвезнице Републике Србије рочности седам, десет и 12 година буду снижени за око 30 базних поена – на 2,2%, 2,4% и 3,3% на крају јула, респективно. По том основу у наредном периоду може се очекивати додатно смањење трошкова сервисирања јавног дуга, што говори у прилог значају дугогодишњег рада Народне банке Србије и Владе на укључивању динарских државних обвезница у овај реномирани индекс.

Показатељи економске активности и од почетка ове године изнад су очекивања – према подацима Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа у првом тромесечју износио је 1,7% међугодишње, што је више од прелиминарне процене од 1,2% коју смо изнели у претходном извештају. Србија је преткризни ниво економске активности постигла већ у првом тромесечју ове године, пре већине европских земаља. Знатно побољшање епидемиолошке ситуације током другог тромесечја и у свету и код нас, као и претходно предузете економске мере ради ублажавања ефеката кризе, резултирало је наставком раста економске активности у другом тромесечју, која је према нашој оцени, по искључењу деловања сезонских фактора, била за 1,2% виша него у претходном тромесечју. Међугодишње посматрано, према процени Републичког завода за статистику, бруто домаћи производ је у другом тромесечју убрзао раст на 13,4%, као резултат наставка позитивних тенденција наше економије, као и ниске базе из претходне године, када су рестриктивне здравствене мере биле на врхунцу. Посматрано с производне стране, највећи позитивни допринос у другом тромесечју потиче од услужног сектора, који је био и највише погођен ефектима пандемије у истом периоду претходне године, али

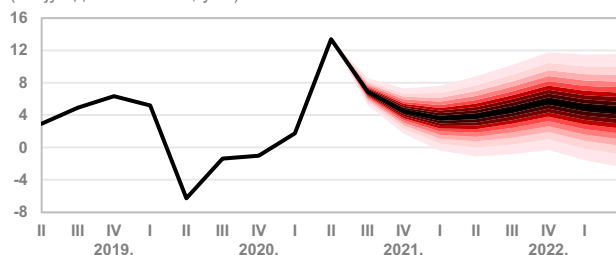
знатан допринос, као и у претходном тромесечју, дају прерађивачка индустрија и грађевинарство. Посматрано с расходне стране, раст је вођен потрошњом и инвестицијама у фиксне фондове, захваљујући напретку у вакцинацији, очуваном инвестиционом и потрошачком поверењу, као и реализацији инфраструктурних пројеката.

Раст економске активности бржи од очекиваног од почетка ове године, који је пре свега резултат бржег раста инвестиција и извоза, као и бржег опоравка услужних сектора, **утицао је на ревизију навише пројекције привредног раста за ову годину – на 6,5%**. Раст ће у највећој мери бити вођен домаћом тражњом, чему би требало кључно да допринесу успешан процес вакцинације, наставак реализације инфраструктурних пројеката и правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и по том основу обезбеђени повољни услови финансирања и очувани производни капацитети и радна места. Поред тога, раст извозне понуде, уз нормализацију глобалних економских токова услед масовне вакцинације и очекивани опоравак екстерне тражње, допринеће двоцифреном расту извоза и смањењу спољнотрговинског дефицита. Исти фактори, уз очекивано додатно убрзање реализације инфраструктурних пројеката, према нашој оцени, утичу на повољније средњорочне изгледе раста, тако да сада очекујемо да ће се привредни раст у просеку кретати у распону 4–5% годишње, уместо 4%, што је била претходно очекивана средњорочна путања раста. Ризици пројекције и даље у највећој мери потичу од тока пандемије на глобалном нивоу и ефикасности вакцина у сузбијању нових сојева вируса. Укупно посматрано, ризике оцењујемо као симетричне, при чему су благо асиметрични наниже по основу фактора из међународног окружења и благо навише по основу фактора из домаћег окружења.

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, **међугодишња инфлација се у другом тромесечју кретала око централне вредности циља**. Њен виши ниво у односу на претходно тромесечје доминантно је последица ниске базе из истог периода прошле године код цена нафтних деривата, као и виших трошковних притисака по основу раста светских цена нафте и примарних пољопривредних производа претходних месеци. Насупрот томе, нема знатнијих инфлаторних притисака са стране тражње, на шта указује и стабилна базна инфлација на нивоу од око 2% од почетка године. Да се осетнији инфлаторни притисци не очекују у средњем року, односно да су фактори који утичу на раст текуће инфлације привремени,

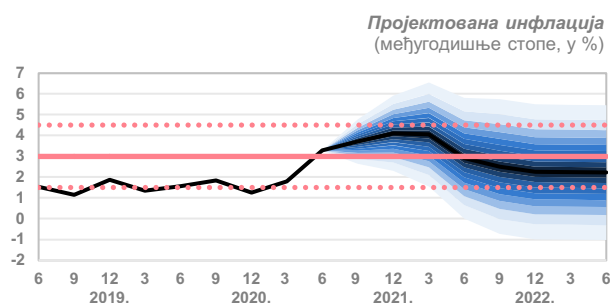
Пројекцију привредног раста за ову годину повећали смо на 6,5%, са 6% из маја. У средњем року очекујемо раст бруто домаћег производа у распону од 4,0% до 5,0%, док смо у претходним пројекцијама очекивали да ће раст износити 4,0%.

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



Као и у случају других земаља у окружењу, под утицајем ниске базе код цена деривата и раста светских цена нафте и других примарних производа, међугодишња инфлација се убрзала током другог тромесечја и кретала се око централне вредности циља.

Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација у другој половини ове године и у првом тромесечју наредне године кретати у горњој половини циљаног распона. Од другог тромесечја 2022. очекујемо прво успоравање инфлације, а затим и њено кретање у доњој половини циљаног распона до краја периода пројекције.



Приоритет монетарне политике и у наредном периоду биће очување постигнуте ценовне и финансијске стабилности, уз подршку одрживом привредном расту.

потврђују и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања, која се у случају финансијског сектора налазе око централне вредности циља, а у случају привреде су и нижа.

Према текућој централној пројекцији, више светске цене нафте и примарних пољопривредних производа, које су се преко трошковних притисака у одређеној мери пренеле и на више цене нафтних деривата и хране на домаћем тржишту, уз базни ефекат код цена поврћа, утицаће на то да се међугодишња инфлација привремено – у наредна три тромесечја највероватније нађе изнад централне вредности циља, али у оквиру његових граница ($3 \pm 1,5\%$). Након тога, са ишчезавањем утицаја поменутих привремених фактора, требало би да у другом тромесечју 2022. инфлација прво успори, а да се затим, до краја периода пројекције, креће у доњој половини циљаног распона. **Базна инфлација, на коју мере монетарне политике највише утичу, остаће релативно стабилна у хоризонту пројекције, а њен благ раст очекује се тек крајем периода пројекције,** с додатним убрзањем раста домаће тражње. Виши раст цена примарних производа претходних месеци од очекиваног јесте и кључан разлог због чега је нова пројекција инфлације у кратком року на вишем нивоу од пројекције коју смо објавили у мају. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на брзину глобалног привредног опоравка, првенствено зоне евра, кретање светских цена примарних производа, постојање уских грла у глобалним ланцима снабдевања, као и на токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције делом се односе и на домаће тржиште – нову пољопривредну сезону, брзину опоравка тражње и кретање регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Приоритет монетарне политике и у наредном периоду биће одржавање ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што бржем расту наше привреде, даљем расту запослености и животног стандарда грађана, јачању извозног сектора, као и очувању повољног инвестиционог амбијента у нашој земљи. Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати кретања и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину привредног раста и да у складу с тим прилагођава своје мере у интересу наше привреде и грађана.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, референтна каматна стопа задржана је на нивоу од 1,0%, колико износи од децембра 2020, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације и за 1,25 п.п. нижи ниво него пре пандемије.

Одлучујући да не мења висину референтне каматне стопе у посматраном периоду, Извршни одбор је пре свега имао у виду да се ефекти претходно донетих обимних монетарних и фискалних мера, укључујући и трећи пакет економских мера подршке привреди и грађанима, могу очекивати и у наредном периоду. По том основу ће услови финансирања остати повољни, а расположиви доходак даље расти. Преткризни ниво економске активности престигнут је већ у Т1, што је једно тромесечје раније од очекивања, а резултат је пре свега бржег опоравка инвестиција и извоза. Међугодишња инфлација је, као и у случају других земаља у окружењу, повећана током Т2 под утицајем ниске базе код цена деривата нафте и раста светских цена примарних производа и кретала се око централне вредности циља. Према оцени Извршног одбора, реч је о факторима с привременим ефектом, с чијим ишчезавањем ће од Т2 наредне године уследити успоравање међугодишње инфлације.

Према оцени Извршног одбора, добри изгледи за раст светске привреде и најаве водећих централних банака да ће њихове каматне стопе остати ниске и у наредном периоду у извесној мери су ублажили неизвесност на међународном финансијском тржишту, па су услови финансирања за земље у успону и даље повољни. Опрезност у вођењу монетарне политике налагала су кретања на међународном робном тржишту, пре свега раст светских цена нафте, примарних пољопривредних производа и хране.

На састанцима у јуну и јулу, Извршни одбор је референтну стопу задржао на нивоу од 1%, што је најнижи ниво у режиму циљања инфлације и за 1,25 п.п. нижи ниво него пре пандемије. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је пре свега имао у виду да се ефекти претходно донетих подстицајних мера монетарне и фискалне политике могу очекивати и у наредном периоду, као и да се ове године спроводи и трећи економски пакет мера подршке привреди и грађанима од око 4,5% БДП-а, како би се додатно убрзао раст наше привреде. Тиме ће мере монетарне и фискалне политике наставити повољно да делују на услове финансирања привреде и грађана и раст њиховог расположивог дохотка. Снажна монетарна и фискална подршка привреди и становништву током пандемије омогућена је одговорним вођењем економске политике у претходном периоду, које је обезбедило капацитет монетарној политици и јавним финансијама да се изборе са актуелном кризом без угрожавања постигнуте ниске и стабилне инфлације, као и других показатеља макроекономске стабилности.

Пажљиво разматрајући економске показатеље, Извршни одбор је истицао да су резултати домаће привреде и од почетка ове године изнад очекивања. Србија је преткризни ниво економске активности престигла пре већине светских економија – већ у Т1 ове године, док се првобитно очекивало да ће се то догодити у Т2 ове године. Према подацима РЗС-а, раст БДП-а износио је 1,7% м.г. у Т1, што је више од прелиминарне процене од 1,2%. Снажном расту највише су допринели грађевинарство и индустрија, посматрано с производне стране, односно фиксне инвестиције и нето извоз, посматрано с расходне стране.

Подаци о високим м.г. стопама раста индустријске производње и прерађивачке индустрије, извоза и увоза робе, као и показатеља услужних сектора у априлу и мају, делом су резултат ниске базе из истог периода 2020. године, када су економски ефекти пандемије у Србији и свету били највећи, али су такође повезани и с наставком позитивних тенденција

које карактеришу нашу економију од почетка године. Извршни одбор је истицао да очекује да ће се раст економске активности наставити и у наредном периоду и да ће у великој мери бити резултат координираних мера монетарне и фискалне политике, којима су очувани производни капацитети и радна места, пословно и потрошачко поверење, те обезбеђен раст инвестиција у фиксне фондове и потрошње. Опоравку доприноси и вакцинација становништва и њен утицај на поновно активирање многих делатности у оквиру услужног сектора. Извесно је да се опоравља и екстерна тражња, уз даљи раст извоза, који ће извесно наставити да буде географски и производно распрострањен, подржан даљим снажним и диверсификованим приливом СДИ. Све то ће, уз планирано повећање капиталних издатака државе усмерених ка реализацији инфраструктурних пројеката, обезбедити даљи снажан раст БДП-а.

Осму годину заредом Народна банка Србије испуњава свој основни циљ – обезбеђење ниске и стабилне инфлације, у границама циља за инфлацију ($3\% \pm 1,5$ п.п.), упркос бројним изазовима који су долазили и из међународног окружења и по основу измењених услова пословања и потрошње у Србији услед пандемије. Изостанак сезонски уобичајеног раста цена поврћа почетком године надокнађен је у априлу, што је, уз ефекат ниске базе код цена нафтних деривата, утицало на то да инфлација у априлу износи $2,8\%$ мг. У складу са очекивањима Извршног одбора, инфлација је порасла у мају на $3,6\%$ мг, што је био случај и у већини других земаља, пре свега по основу ниске базе из претходне године, првенствено код нафтних деривата због прошлогодишњег снажног пада светске цене нафте услед пандемије. Извршни одбор је наглашавао да у наредним месецима очекује кретање инфлације око централне вредности циља од 3% , а по престанку деловања привремених фактора код цена нафтних деривата и хране – успоравање инфлације од Т2 наредне године. На одсуство знатнијих инфлаторних притисака указивало је стабилно кретање базне инфлације на нивоу од око 2% . Такође, Народна банка Србије је обезбедила два важна фактора ниске и стабилне инфлације, а то су релативна стабилност девизног курса и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, што потврђује кредибилитет монетарне политике.

Одлучујући да не мења висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду да су изгледи за раст светске привреде и даље под утицајем пандемије, али да охрабрује то што се светска привреда налази на

путању раста. Иако је привредни опоравак неуједначен по земљама, уз ризик његовог успоравања због ширења нових сојева вируса, повољним средњорочним изгледима за раст светске привреде доприноси вакцинација становништва. Евентуални ризици за раст светске привреде јесу и застоји у ланцима снабдевања и неравнотеже на тржишту рада, јер повећавају трошкове производње и воде глобалној забринутости да би инфлаторни притисци могли да расту. Одлучујући о висини референтне стопе, Извршни одбор је имао у виду водеће показатеље економске активности зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, који су указивали на то да је опоравак зоне евра у Т2 снажан, вођен растом прерађивачке индустрије, али и услужног сектора. Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2021. и 2022. ревидиране су навише, иако је постојала забринутост да би брзо ширење нових сојева вируса могло довести до заштравања епидемиолошких мера. Ревизије навише раста зоне евра заснивале су се на очекивању да ће економски утицај даљег тока пандемије бити мањи, с обзиром, пре свега, на процес вакцинације, додатне фискалне мере и нови инструмент за опоравак од пандемије (*Next Generation EU*), који ће бити уграђен у дугорочни буџет ЕУ. Такође, на позитивне изгледе утичу и оптимистичније прогнозе раста екстерне тражње подржане фискалним пакетом САД. Повратак на преткризни ниво економске активности у зони евра, према оцени ЕЦБ-а, требало би да уследи у Т4 ове године или почетком наредне године.

Убрзање раста зоне евра и виша инфлација од почетка ове године нису утицали на одлуку ЕЦБ-а да смањи степен експанзивности монетарне политике, јер су фактори више инфлације оцењени као привремени. Такође, ФЕД је сматрао да кретања у америчкој привреди још увек нису захтевала да се почне с повлачењем мера подршке централне банке. Добри изгледи за раст светске привреде и најаве водећих централних банака да ће њихове каматне стопе остати ниске и у наредном периоду у извесној мери су ублажили неизвесност на међународном финансијском тржишту, па су услови финансирања за земље у успону и даље били повољни. Када је у питању Србија, динарске државне обвезнице укључене су у реномиране индексе *J.P. Morgan*-а крајем јуна, што се одразило на раст тражње за нашим обвезницама, а тиме и на раст њихове тржишне вредности. То је резултирало растом прилива девиза од међународних инвеститора, што је потврда њиховог поверења у одрживост повољних економских

показатеља Србије, као и поверења у одрживост спровођења одговорних економских политика.

У посматраном периоду неизвесност је и даље била присутна на светском робном тржишту, пре свега у погледу кретања светске цене нафте. Она је у П1 2021. године повећана за више од 45% због снажног раста тражње за нафтом, који је премашио раст понуде, ограничен одлукама земаља *OPEC+*. Узлазни тренд бележиле су и светске цене других примарних производа, као и светске цене хране. Индекс светских цена хране Уједињених нација (ФАО) указивао је на то да су цене хране претходних месеци достигле највиши ниво у последњој деценији.

На седници у августу Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе, имајући у виду привремен карактер фактора због којих ће се инфлација у наредним месецима кретати у горњој половини циљаног распона. По престанку деловања

привремених фактора код цена нафтних деривата и хране, Извршни одбор очекује успоравање инфлације од Т2 наредне године.

У условима изразите неизвесности на глобалном нивоу изазване пандемијом, Народна банка Србије очувала је ценовну и финансијску стабилност и у исто време је била равноправни партнер Влади РС у пружању подршке привреди и грађанима. Извршни одбор истиче да ће приоритет монетарне политике и даље бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што бржем расту наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и очувању повољног инвестиционог амбијента. Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретања и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка и да у складу с тим прилагођава своје мере у интересу наше привреде и грађана.

III. Кретање инфлације

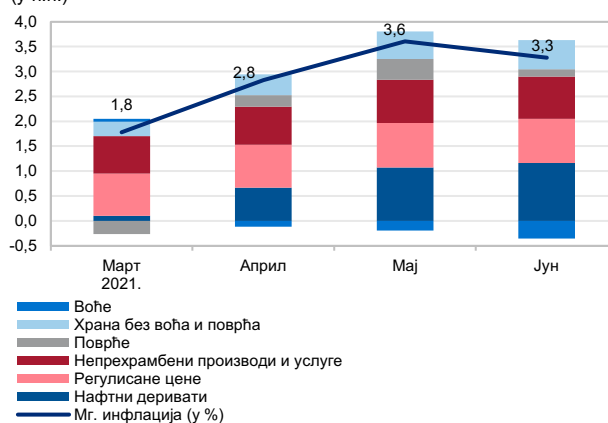
У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, мг. инфлација се током Т2 кретала око централне вредности циља. Њен виши ниво у односу на Т1 доминантно је последица ниске базе из истог периода прошле године, пре свега код цена нафтних деривата. Поред тога, раст светских цена нафте и других примарних производа претходних месеци за последицу је имао и више трошковне притиске на светском и домаћем тржишту, пре свега у производњи хране и енергената. С друге стране, знатнији инфлаторни притисци са стране тражње су изостали упркос даљем опоравку економске активности, на шта указује стабилна базна инфлација на нивоу од око 2% од почетка године.

Вишегодишња усидреност инфлационих очекивања потврда је кредибилитета монетарне политике – краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора крећу се око централне вредности циља, док су очекивања привреде и нижа.

Кретање инфлације у Т2

Мг. инфлација се током Т2 кретала на вишем нивоу него у Т1, првенствено услед ниске базе из истог периода претходне године код цена нафтних деривата, с обзиром на то да су се у априлу и мају прошле године светске цене нафте нашле на веома ниском нивоу, најчешће у распону од 20 до 30 долара по барелу. Поред тога, светске цене нафте, као и других примарних производа, од почетка ове године бележе релативно снажан раст, на шта су се одразиле позитивне вести о вакцинацији и повољнијим изгледима глобалног привредног раста. Допринос цена нафтних деривата мг. инфлацији у јуну повећан је на 1,2 п.п., с готово неутралног нивоа у марту. То је у највећој мери и определило убрзање мг. инфлације са 1,8% у марту на 3,3% у јуну. Допринос групе воће и поврће био је негативан и практично остао непромењен у односу на март, јер је раст доприноса поврћа анулиран смањењем доприноса воћа. Цене остале хране (без воћа и поврћа), у условима виших цена примарних пољопривредних производа и по том основу већих трошкова у производњи хране, доприносиле су расту мг. инфлације током Т2, док су цене непрехрамбених производа и услуга и регулисане цене задржале релативно стабилно кретање током Т2, уз сличан допринос мг. инфлацији у јуну као у марту. И у условима повећане потрошачке тражње услед отварања економије, **базна инфлација** (мерена променом ИПЦ-а без енергије, хране, алкохола и цигарета) наставила је стабилно кретање током Т2 и у јуну је износила 2,0% мг.

Графикон III.0.1. Доприноси компонента ИПЦ-а мг. инфлацији (у п.п.)



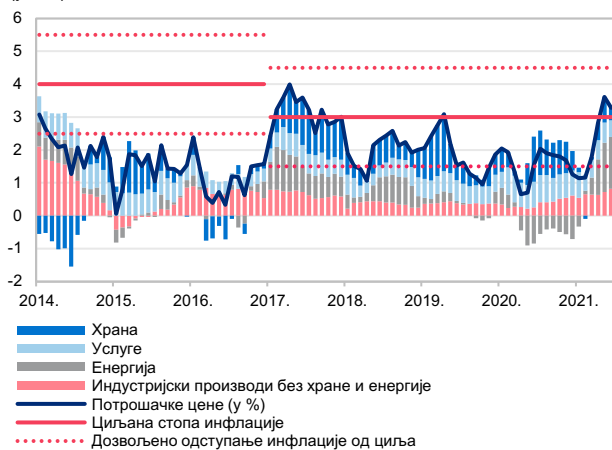
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. Раст и доприноси компонента расту потрошачких цена у Т2 2021. (тримесечне стопе)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Доприноси м. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Потрошачке цене су у Т2 на тромесечном нивоу порасле за 1,9%. Највећи позитиван допринос инфлацији у Т2, од 1,1 п.п., потекао је од виших цена **хране и безалкохолних пића** (3,6%), пре свега због поскупљења **непрерађене хране**, а у мањој мери и **прерађене хране**. Динамику цена хране током Т2 доминантно су определиле више **цене поврћа** (уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.), чиме је у потпуности надомештен изостанак сезонски уобичајеног раста ових цена у претходном тромесечју. У Т2 су порасле и цене воћа (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), као и цене свежег меса (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.).

Цене на нивоу **групе индустријских производа (без хране и енергије)** забележиле су раст од 1,0% у Т2, вођен сезонски вишим ценама одеће и обуће (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.). Поред тога, у Т2 су евидентирани и више цене рачунарске опреме и аудио-уређаја, алкохолних пића, намештаја и опреме за домаћинства, као и материјала за одржавање станова (уз збирни допринос инфлацији од 0,1 п.п.).

Цене енергије су порасле за 1,4% у Т2, што се у целини дугује поскупљењу **нафтних деривата** на домаћем тржишту за 3,8%, на које је утицао наставак раста цене сирове нафте на светском тржишту (за 13,1% у Т2). Цене осталих енергената у Т2 су мировале.

Раст **цена услуга** од 1,0% у Т2 у највећој мери је резултат виших цена туристичких пакет-аранжмана за 22,0% и цена услуга ресторана и хотела за 1,3% (уз збирни допринос инфлацији од 0,1 п.п.), за којима је тражња расла упоредо с напретком у процесу вакцинације и попуштањем рестриктивних мера. И цене осталих категорија услуга су порасле у Т2, али се то није битније одразило на инфлацију.

Регулисане цене су оствариле незнатан раст у Т2 по основу виших цена саобраћајних услуга у априлу и комуналних услуга у мају. Мг. посматрано, регулисане цене су убрзале раст на 4,8% у јуну (са 4,6% у марту).

Раст **цена у оквиру базне инфлације** од 1,1% у Т2 (уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.) одређен је пре свега сезонским поскупљењем одеће и обуће и туристичких пакет-аранжмана.

Произвођачке и увозне цене

У периоду од претходног извештаја, трошковни притисци у индустрији су појачани, на шта указују **цене произвођача индустријских производа за**

домаће тржиште, које су додатно порасле на 9,4% мг. у јуну (са 3,8% мг. у марту). Динамику произвођачких цена у Т2 определио је двоцифрен мг. раст **цена у производњи енергије** (сирове нафте и њених деривата), као и цена интермедијарних производа (основних метала, хемикалија и производа од гуме и пластике). У мањој мери, у Т2 су мг. порасле и цене осталих компонената произвођачких цена, пре свега **цене нетрајних производа за широку потрошњу** (хране и пића). Присутне трошковне притиске по основу деловања низа фактора на страни понуде потврђује и раст **цена елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** од 11,3% мг. у јуну (наспрам 0,9% мг. у марту).

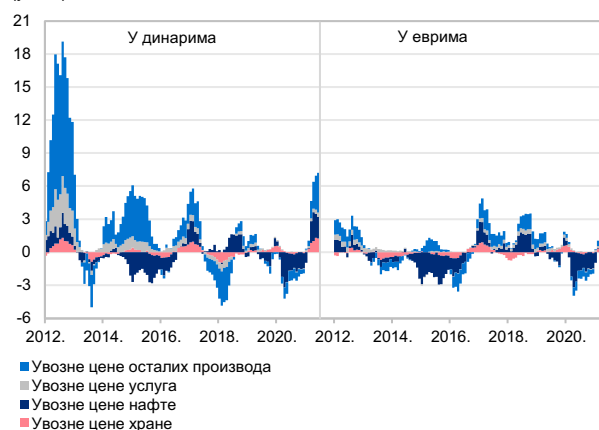
Као показатељ динамике цена робе и услуга које се увозе у Србију, **увозне цене изражене у динарима**¹ у протеклим месецима су бележиле мг. раст, који је у јуну достигао 7,2% (након 4,6% у марту), чему је највише, са 3,6 п.п., допринео раст извозних цена Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала), што се може довести у везу с растом светских цена примарних производа и недостатком сировина у глобалним ланцима снабдевања. У истом смеру је деловао и даљи раст светске цене нафте (уз допринос од 2,0 п.п. мг. расту увозних цена), као и више светске цене хране и потрошачке цене у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга), уз збирни допринос укупним увозним ценама од 1,6 п.п.

Инфлациона очекивања

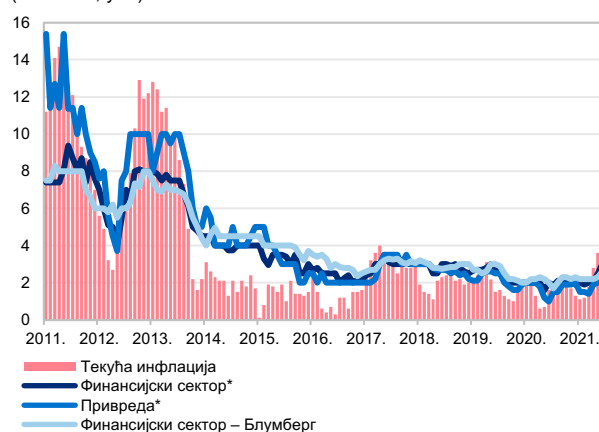
Према резултатима анкете агенције Ипсос, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** током Т2, највероватније под утицајем кретања текуће инфлације, постепено су повећавана ка централној вредности циља, са 2,1% у априлу на 3,0% у јуну, а према резултатима анкете агенције Блумберг – са 2,2% на 2,8%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред наставила су да се крећу у доњој половини дозвољеног одступања од циља и у априлу су износила 1,9%, док су у мају и јуну била стабилна на нивоу од 2,0%.

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



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



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

Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва*

(у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

Графикон III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред*

(мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Инфлациона очекивања сектора становништва уобичајено су виша од очекивања осталих сектора и од фебруара се налазе на нивоу од 10%. Виша очекивања становништва у погледу кретања инфлације могу се довести у везу с поскупљењем енергената (горива и електричне енергије) од почетка текуће године. Ипак, резултати квалитативне анкете² упућују на то да, као и до сада, највећи део анкетираниог становништва (око две трећине) сматра да ће се потрошачке цене у наредних 12 месеци умерено или благо повећати. Индекс очекиване инфлације наставио је да бележи ниже вредности од индекса перципиране инфлације, што показује да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години дана.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и у Т2 се и за две и за три године унапред крећу око централне вредности циља. **Средњорочна очекивања сектора привреде** су у просеку износила око 2% у Т2.

Вишегодишња усидреност краткорочних и средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде у оквиру граница циља за инфлацију потврђује адекватност мера монетарне политике и поверење у активности Народне банке Србије.

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

Осврт 1: Утицај раста произвођачких цена на потрошачке цене

Последњих месеци произвођачке цене у Србији бележе снажан раст, који, супротно кретањима у 2020, у знатној мери премашује раст потрошачких цена. Тако је у јуну м.г. раст цена индустријских произвођача за домаће тржиште износио 9,4%, док је раст потрошачких цена износио 3,3%.

Основни узрок раста цена индустријских произвођача за домаће тржиште јесте скок трошкова производње, вођен ценама примарних производа на светском тржишту, пре свега нафте, основних метала и пољопривредних производа. Раст цена ове три групе примарних производа у оквиру произвођачких цена најдиректније је утицао на цене нафтних деривата, основних метала и прехрамбених производа (заједнички допринос ове три индустријске области у јуну износио је 6,3 п.п.). Под утицајем раста цена примарних производа, снажно су расле и произвођачке цене хемикалија и хемијских производа, као и производа од гуме и пластике (Графикон О.1.2).

Утицај светских цена примарних производа на цене произвођача индустријских производа у Србији потврђује и економетријска анализа. Оцењен је модел везе месечних промена цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште са светским ценама примарних производа израженим у динарима. Добијени резултати анализе указују на то да светске цене нафте, примарних пољопривредних производа и метала статистички значајно утичу на домаће произвођачке цене (Табела О.1.1), као и да се у кратком року (у току истог или наредног месеца) више светске цене примарних производа, преко раста трошkových притисака, преносе на домаће произвођачке цене.

Трошковни притисци по основу виших светских цена примарних производа утичу и на потрошачке цене, али обично у мањој мери, с обзиром на то да се део већих трошкова произвођача и трговаца барем делимично компензује смањењем маржи, нарочито ако се процени да је раст цена примарних производа привремен и ако је агрегатна тражња ниска. Због тога се у актуелној ситуацији поставља питање да ли ће остварени раст произвођачких цена водити убрзању раста потрошачких цена, као основне мере инфлације.

Да би се одговорило на то питање, треба најпре имати у виду дефиниције и обухвате ове две мере инфлације. Индекс потрошачких цена (ИПЦ) мери кретање цена добара и услуга (произведених у земљи и иностранству) које на домаћем тржишту плаћају крајњи потрошачи, док индекс цена произвођача индустријских производа (ИЦПИП) мери промене цена индустријских производа

Графикон О.1.1. Кретање произвођачких и потрошачких цена

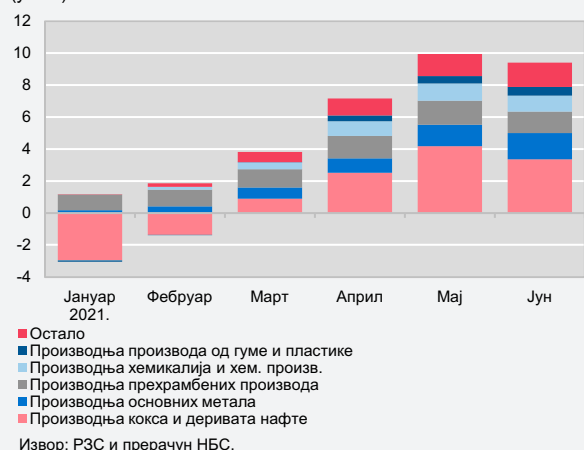
(м.г. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.1.2. Допринос појединих компонената ценама индустријских произвођача за домаће тржиште

(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела О.1.1. Оцењена веза произвођачких цена са светским ценама примарних производа

Варијабла	Оцењени коефицијент
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште ($t-1$)	0,346972***
Светска цена нафте у RSD (t)	0,031687***
Светска цена нафте у RSD ($t-1$)	0,017641***
Композитни индекс светских цена примарних пољопривредних производа у RSD ($t-1$)	0,040594***
Светске цене метала у RSD (t)	0,021166*
R^2	0,474
DW	2,297
Период анализе	2009M1:2021M5

Извор: РЗС, ММФ, CBOT, Euronext и прерачун НБС.

Напомена: *** означава статистичку значајност од 1% ** на 5%, а * на 10%.

по којима домаћи произвођачи продају своје производе другим произвођачима или трговини. Према томе, поред тога што ова два индекса обухватају цене у различитим фазама циклуса од произвођача до крајњег потрошача, постоје још неке разлике:

- ИПЦ мери кретање цена са укљученим трговинским маржама и транспортним и другим трошковима који настају од произвођача до потрошача, док их ИЦПИП не укључује;
- ИПЦ прати кретање цена домаћих и увозних производа у малопродаји, док ИЦПИП посматра само цене робе произведене за домаће тржиште;
- ИЦПИП прати цене индустријских производа, док ИПЦ прати и цене непрерађене хране и услуга.

Ако се наведено има у виду, не треба очекивати потпун преносни ефекат с произвођачких на потрошачке цене. Овде треба напоменути и то да веза између ове две мере инфлације није нужно једносмерна. На први поглед, очигледнији је утицај произвођачких на потрошачке цене, с обзиром на то да прве представљају излазне цене произвођача, које на путу робе од произвођача до крајњег потрошача претходе потрошачким ценама. С друге стране, могуће је да нпр. пораст тражње најпре утиче на потрошачке цене, а да затим то доведе до пораста тражње за инпутима производње и последичног раста произвођачких цена. Међутим, у нашем случају видели смо да су цене произвођача доминантно вођене светским ценама примарних производа, тј. факторима на страни понуде. То потврђује и Грејндеров тест узрочности који смо урадили за Србију, према коме постоји утицај произвођачких на потрошачке цене, али не и обрнуто. Стога смо урадили економетријску анализу у којој смо оценили преносни ефекат произвођачких цена на потрошачке цене, укупно посматрано и за различите групе производа.

На основу резултата приказаних у Табели О.1.2, уочава се да је већи преносни ефекат с произвођачких на потрошачке цене код цена хране и нафтних деривата, а мањи за остале индустријске производе. Тако у случају цена хране, месечни раст цена у производњи хране од 1% доводи до оцењеног раста потрошачких цена прерађене хране и свежег меса за око 0,4%, и то у току истог месеца. Код цена нафтних деривата оцењени пренос је нижи и износи око 0,3% и изврши се током истог и наредног месеца, док је оцењени преносни ефекат код осталих цена

Табела О.1.2. Оцењена веза потрошачких и произвођачких цена

Варијабла	Зависна променљива			
	Потрошачке цене (укупно)	Потрошачке цене индустријских производа без хране и енергије	Цене прерађене хране и свежег меса	Потрошачке цене нафтних деривата
	Оцењени коефицијент			
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште (<i>t</i>)	0,338447***			
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште (<i>t-1</i>)	0,180001***			
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште без хране и нафте (<i>t</i>)		0,158542***		
Потрошачке цене индустријских производа без хране и енергије (<i>t-1</i>)		0,25526***		
Цене произвођача прехранбених индустријских производа за домаће тржиште (<i>t</i>)			0,406596***	
Цене прерађене хране и свежег меса (<i>t-1</i>)			0,263653***	
Вештачка променљива 2012M10	0,021595***	0,02826***	0,013749*	
Цене у производњи нафте (<i>t</i>)				0,205084***
Цене у производњи нафте (<i>t-1</i>)				0,070764***
Потрошачке цене нафтних деривата (<i>t-1</i>)				0,253596***
<i>c</i>	0,001555***	0,001605***	0,001155*	0,002054***
<i>R</i> ²	0,41697	0,449285	0,445379	0,78283
<i>DW</i>	2,012849	2,122417	1,986791	1,878802
Период анализе	2011M1:2021:M5	2011M1:2021:M5	2007M3:2021:M5	2011M1:2021:M5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: *** означава статистичку значајност од 1%, ** на 5%, а * на 10%. У оцену је укључена вештачка променљива која узима вредност 1 у октобру 2012, када је повећана стопа ПДВ-а са 18% на 20%.

индустријских производа двоструко нижи. Оцењене су и потрошачке цене и цене произвођача индустријских производа, укупно посматрано, а резултати указују на то да се око половине месечног раста произвођачких цена преноси на потрошачке цене, што значи да пренос није потпун, чиме се објашњава зашто су претходних месеци више повећане произвођачке од потрошачких цена. Треба напоменути и то да смо испитивали постојање преноса након више од једног периода доцње, али да се тај пренос нигде није испоставио статистички значајним.

Мада смо (на узорку од 2007. до 2021) показали да постоји брз пренос од произвођачких на потрошачке цене, то не значи да ће он увек бити присутан. Дobar пример представља прерађена храна, чије произвођачке цене, вођене скоком светских цена пољопривредних производа, од августа претходне године бележе снажан м.г. раст, који није испратила њихова одговарајућа мера у ИПЦ-у, која се чак успорила и тек од априла ове године бележи растући тренд. Та дивергенција се, највероватније, може објаснити ниском тражњом за прехранбеним производима од стране угоститељских и туристичких објеката, услед примене антиепидемијских мера и ограничавања њиховог рада током појединих месеци претходне и почетком ове године. Дакле, брзина преноса зависи и од текућих кретања, односно од специфичних околности које карактеришу бројна тржишта од избијања пандемије.

Са очекиваном стабилизацијом светских цена примарних пољопривредних производа, а затим падом у наредне две године који се пројектује према оценама већине међународних релевантних институција, а на који указују и цене фјучерса за ове производе, у наредном периоду може се очекивати и смањење трошковних притисака и успоравање м.г. стопа цена индустријских произвођача за домаће тржиште. Даље, с обзиром на то да се, према добијеним оценама, пренос од произвођачких на потрошачке цене реализује у текућем и наредном месецу, то би значило да се раст произвођачких цена из претходног периода у највећој мери већ прелио на потрошачке цене, те да по том основу не очекујемо снажније инфлаторне притиске у наредном периоду, иако ће се ефекти претходног раста задржати у м.г. инфлацији још неко време.

Графикон О.1.3. **Цене примарних пољопривредних производа, цене у производњи хране и потрошачке цене хране**
(м.г. стопе)



IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Током Т2 настављено је стабилно кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, као и каматних стопа на кредите и депозите банака. Паду стопе приноса на динарске државне ХоВ допринело је њихово укључивање у индексе J.P. Morgan-a.

Каматне стопе

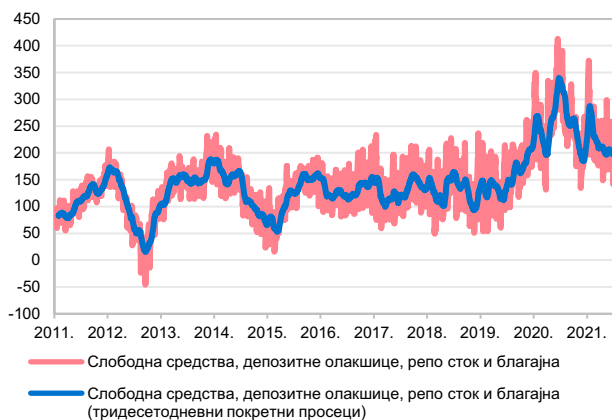
На редовним недељним операцијама на отвореном тржишту, просечна репо стопа била је непромењена током Т2 (0,11%) и готово изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице. Стање продатих ХоВ путем репо операција крајем јуна, као и крајем марта, износило је 30 млрд динара. С друге стране, на аукцијама за репо куповину ХоВ које се одржавају по фиксној каматној стопи (0,1%, тј. каматној стопи на депозитне олакшице), стање динарске ликвидности обезбеђене банкама на рок од три месеца повећано је за 4,0 млрд динара, на 19,1 млрд динара крајем јуна.

На преконоћном међубанкарском тржишту новца настављен је раст активности и четврто тромесечје заредом повећан је просечан дневни промет, и то са 5,7 млрд динара у Т1 на 7,4 млрд у Т2. Као и у претходном тромесечју, просечна вредност каматне стопе *BEONIA* износила је 0,12%.

Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности током Т2 бележиле су минималне осцилације, тако да су се у јуну, као и у марту, у просеку кретале у распону од 0,3% за најкраћу рочност до 1,07% за рочност од шест месеци. И просечна пондерисана каматна стопа на закључене једнедељне међубанкарске позајмице током Т2 (0,14%) била је готово непромењена у односу на Т1 (0,13%). И током јула, каматне стопе на међубанкарском тржишту новца бележиле су непромењене вредности.

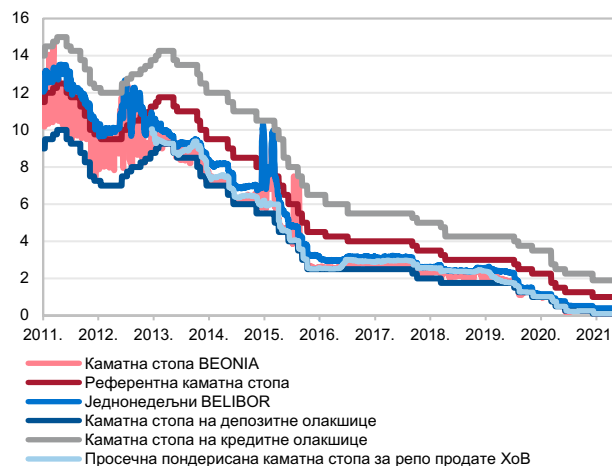
На примарном тржишту динарских државних ХоВ, извршне стопе забележиле су минималне промене током Т2. Тако је стопа за рочност од две

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



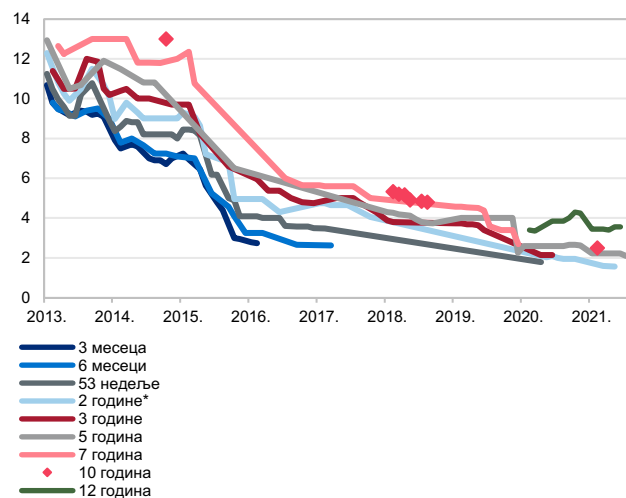
Извор: НБС.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

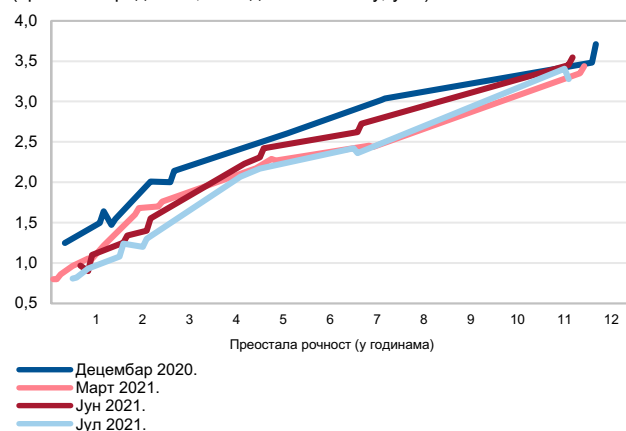
Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

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



Извор: НБС.

* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

године незнатно смањена (за 3 б.п., на 1,57%), стопа за рочност од пет година била је непромењена (2,23%), док је извршна стопа за рочност од 12 година благо коригована навише (за 11 б.п., на 3,55% у јуну).

Стање продатих ХоВ повећано је за 7,2 млрд динара, на 1.006,8 млрд динара, док су нерезиденти незнатно смањили улагања у динарске ХоВ (за 4,5 млрд динара, на 227,5 млрд динара крајем јуна), првенствено услед њиховог већег учешћа на страни продаје динарских ХоВ на секундарном тржишту, док су на примарном тржишту купили ХоВ у номиналном износу од 16,4 млрд динара.

У јулу, на јединој одржаној аукцији за продају динарских ХоВ извршна стопа за рочност од пет година смањена је за 13 б.п., на 2,1%.

На секундарном тржишту регистрован је раст промета динарским ХоВ са 129,5 млрд динара у Т1 на 146,0 млрд динара у Т2. Крајем јуна остварен је нешто већи промет услед очекиваног укључивања динарских државних ХоВ рочности од седам, десет и 12,5 година у индексе *J.P. Morgan*-а, што се одrazilо на пад стопа приноса до доспећа, које су за поменуте ХоВ, у односу на почетак месеца, смањене за око 0,1 п.п., на 2,3%, 2,6% и 3,4%, респективно. Кретања у јулу то потврђују, пошто је остварен рекордан месечни промет од 90,2 млрд динара, док су просечне стопе приноса током јула за ХоВ које су укључене у индексе *J.P. Morgan*-а (преостала рочност од 4,5, 6,5 и 11 година), у односу на крај јуна, додатно смањене за 0,1 п.п., до 0,2 п.п.

У складу с кретањем каматних стопа на тржишту новца, каматне стопе на **нове кредите привреди и становништву, као и на орочене депозите**, током Т2 такође су оствариле минималне осцилације и у јуну су у односу на март биле готово непромењене.

Код динарских кредита привреди, минималне корекције су оствариле каматне стопе на кредите за обртна средства (повећање за 0,1 п.п., на 3,3%) и остале некатегорисане кредите (смањење за 0,1 п.п., на 2,8%), тако да је просечна каматна стопа на укупне динарске кредите привреди незнатно коригована навише (за 0,1 п.п., на 3,2%).

Каматне стопе на кредите привреди у евро знаку, као и на динарске кредите привреди, кориговане су навише за 0,1 п.п., на 2,5%, такође услед благог раста каматних стопа на кредите за обртна средства (за 0,1 п.п., на 2,5%). С друге стране, каматне стопе на нове инвестиционе кредите у евро знаку смањене су током Т2 за 0,2 п.п., на 2,7% у јуну.

Просечна каматна стопа на нове динарске кредите становништву незнатно је коригована наниже (смањење за 0,1 п.п., на 8,4%), уз непромењену каматну стопу на готовинске кредите (9,1%), који су најзаступљенија категорија динарских кредита становништву.

Нови евроиндексирани кредити становништву током јуна у просеку су одобравани по стопи од 3,0%, што представља смањење од 0,2 п.п. у односу на март и већим делом се доводи у везу са смањењем просечне каматне стопе на евроиндексиране стамбене кредите на најнижи ниво до сада (за 0,1 п.п., на 2,5% у јуну).

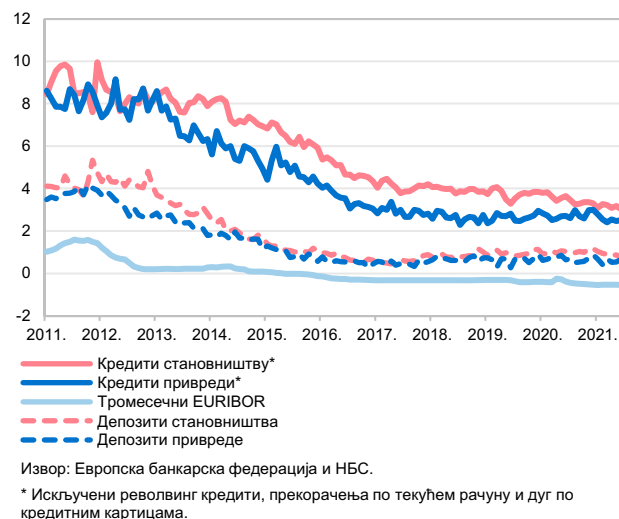
Током Т2, просечна каматна стопа на штедњу становништва смањена је за 0,1 п.п., на 0,8% за штедњу у еврима, односно за 0,2 п.п., на 2,0% за динарску штедњу. С друге стране, каматне стопе на орочене депозите привреди биле су непромењене у односу на март и у јуну су износиле 0,7% за депозите у еврима и 1,3% за депозите орочене у динарима.

Премија ризика

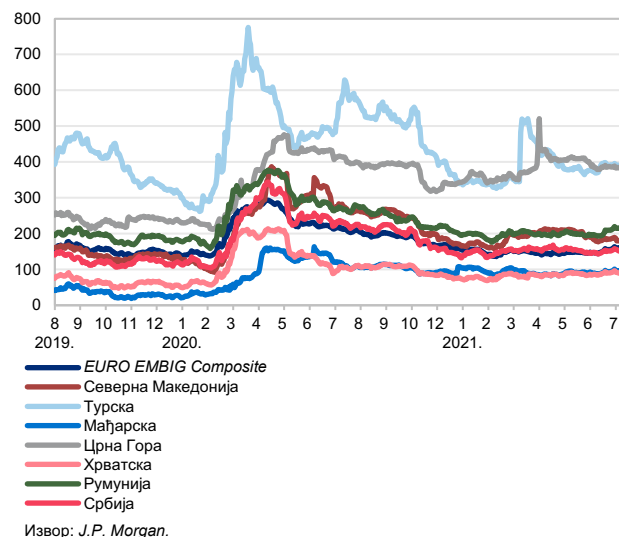
Премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, снижена је током Т2 за 18 б.п., на 144 б.п., чиме се поново нашла испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, која је у истом периоду била готово непромењена и крајем јуна износила је 147 б.п. Благи пад у Т2 забележила је и доларска премија ризика Србије (за 2 б.п., на 128 б.п.), при чему је и даље знатно испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Composite*, која је крајем Т2 износила 312 б.п. На премију ризика Србије наставили су позитивно да делују домаћи фактори – повољни макроекономски изгледи и наставак вакцинације.

Као резултат јачања домаћег макроекономског окружења и предузетих активности на пољу развоја домаћег финансијског тржишта у претходним годинама, динарске обвезнице Србије су 30. јуна укључене у индекс *J.P. Morgan 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 места за инвестирање. У наведени индекс укључене су три реперне емисије динарских обвезница, оригиналне рочности седам, десет и 12,5 година, а које доспевају

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



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



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

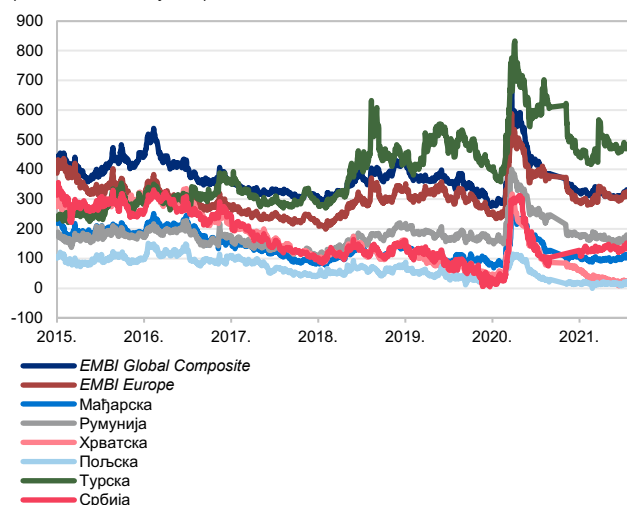
	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
S&P	BB/ста-билни ⁴⁾	BB/пози-тивни ⁴⁾	BB+/пози-тивни ⁴⁾	BB+/ста-билни ²⁾	
Fitch	BB/ста-билни ⁴⁾		BB+/ста-билни ³⁾		
Moody's	Ba3/ста-билни ¹⁾		Ba3/пози-тивни ³⁾		Ba2/ста-билни ¹⁾

Извор: НБС.

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

Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – EMBI

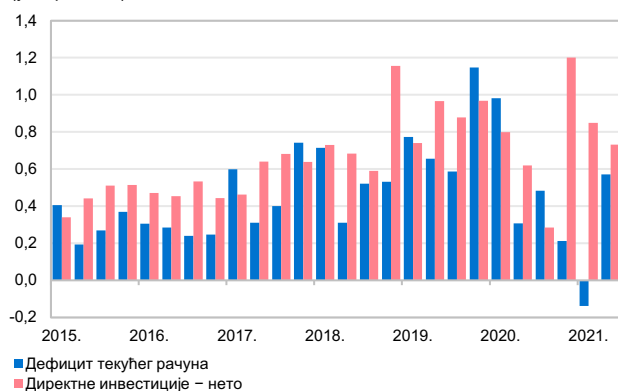
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

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

(у млрд EUR)

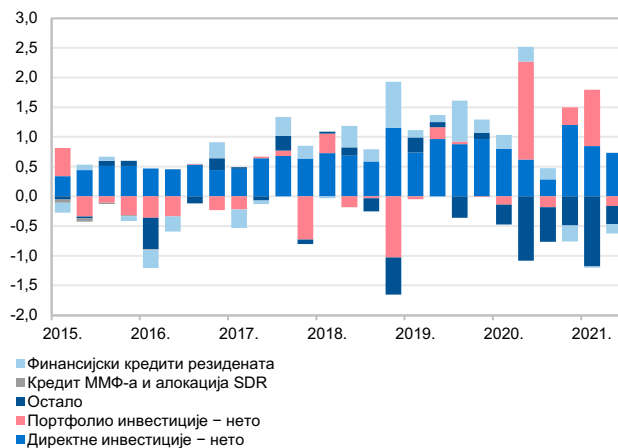


Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2021.

Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса

(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т2 2021.

2026, 2028. и 2032. 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 ESG* (*JESG*) *GBI-EM*.

Упркос глобалној кризи и продуженом трајању пандемије, агенција *Standard & Poor's* је у јуну задржала кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање и добијање инвестиционог рејтинга. У својој одлуци, агенција наводи да је кредитни рејтинг Србије подржан кредибилном монетарном политиком и умереним нивоом јавног дуга, што су били важни предуслови за доношење обимних пакета помоћи привреди и грађанима којима је подржана домаћа економија и спречен већи пад привредне активности у 2020. Агенција истиче и знатну отпорност српске економије постигнуту у претходним годинама, као и то што је Србија глобалну кризу изазвану пандемијом вируса корона дочекала са знатно мањим макроекономским неравнотежама него пре десет година, чиме је створен простор да се реагује брзо и адекватним мерама одмах на почетку кризе.

Токови капитала из иностранства

Прилив капитала на финансијском рачуну платног биланса по основу СДИ премашио је дефицит текућег рачуна у Т2, што је, уз суфицит текућег рачуна у Т1, обезбедило вишеструку покривеност дефицита текућег рачуна нето приливом СДИ, посматрано од почетка године.

Према прелиминарним подацима, по основу СДИ у Т2 је остварен **нето прилив** капитала у износу од 730,5 млн евра, чиме је он у П1 приближно износио 1,6 млрд евра. Ако се посматрају само улагања у Србију, тј. прилив СДИ, она су у П1 премашила 1,7 млрд евра, што је за око 20% више него у истом периоду претходне године, при чему је скоро две трећине улагања било у облику власничког капитала. Највише улагања потицало је из ЕУ и азијских земаља и било је усмерено у прерађивачку индустрију (23,7%), за којима следе рударство, улагања у саобраћај, грађевинарство, финансијске делатности и информисање и комуникације, чиме СДИ настављају да буду претежно оријентисане у разменљиве секторе.

По основу **портфолио инвестиција** забележен је нето одлив капитала у износу од 161,4 млн евра, који је био одређен кретањима на домаћем секундарном тржишту државних ХоВ, док су на примарном тржишту страни инвеститори повећали улагања. При

томе, износ нето продаје ХоВ на секундарном тржишту опадао је из месеца у месец, да би од краја јуна, након њиховог укључивања у индексе *J.P. Morgan*-а, на овом тржишту била повећана тражња за динарским државним ХоВ.

Резиденти су се током Т2 раздужили према иностранству по основу **финансијских кредита** у износу од 151,7 млн евра. На то је утицало смањење обавеза банака према иностраним кредиторима и раст потраживања од иностранства, док је по основу раста задужења Владе, а у малој мери и домаћих предузећа, остварен нето прилив. Одлив је регистрован и по основу **трговинских кредита** предузећа (94,4 млн евра) услед повећања потраживања резидената од иностраних купаца, као и по основу **готовог новца и депозита** (205,3 млн евра).

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је наставио стабилно кретање према еврџу током Т2, тако да је његова вредност крајем јуна (117,6 динара за евро) у односу на крај марта, као и од почетка године, била готово непромењена. Истовремено, због јачања евра према долару, динар је у Т2, посматрано крајем периода, према долару ојачао за 1,7%.

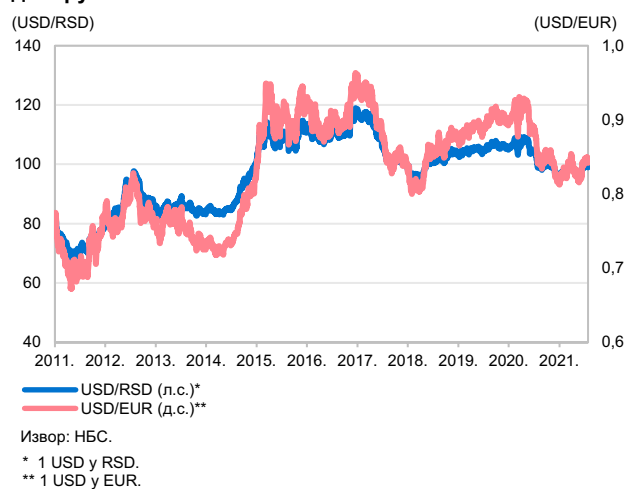
У већем делу Т2 преовладавали су апрецијацијски притисци, који су били најизраженији током јуна, чему је у највећој мери допринео раст валутно индексираних активе банака,³ али и појачана понуда девиза од стране појединих резидената и нерезидената, нарочито крајем месеца са укључењима динарских обвезница РС у индексе *J.P. Morgan*-а и повећањем тражње страних инвеститора за тим ХоВ. На апрецијацијске притиске у Т2 утицали су и повећан откуп ефективног страног новца од грађана (највише у мају – делом услед појачаног откупа новчаница осме серије швајцарског франка, које су одлуком Народне банке Швајцарске повучене из оптицаја) и продужење девизне позиције банака по основу коришћења платних картица, чији су се износи, посматрано на тромесечном нивоу, приближили нивоима пре избијања пандемије, односно премашили их.

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

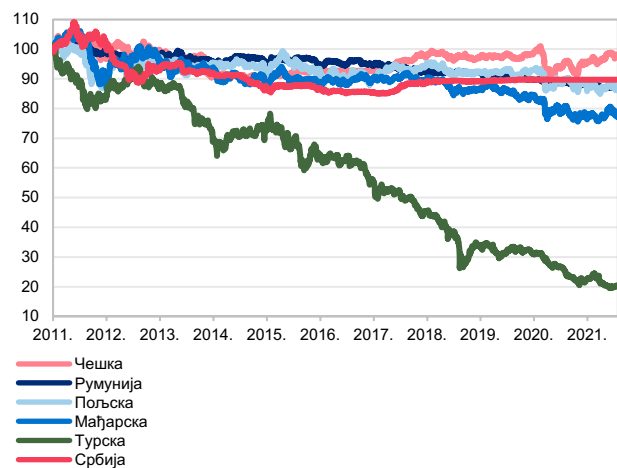
Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



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



Графикон IV.1.13. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{у*}
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Народна банка Србије је током Т2 била нето купац девиза на МДТ-у у укупном износу од 370,0 млн евра, највише у јуну, док је, посматрано од почетка године, нето купила 320,0 млн евра, чиме су додатно ојачане девизне резерве земље.

Просечна вредност промета на МДТ-у⁴ у Т2 (26,1 млн евра) била је нешто већа у односу на Т1 (25,4 млн евра), као и обим промета на редовним девизним своп аукцијама (на двонедељним купљено је и продато банкама по 26,0 млн евра, а на тромесечним по 21,0 млн евра).

Од валута земаља региона које су у режиму циљања инфлације, током Т2 према евр^у ојачале су мађарска форинта (3,4%), пољски злот (3,1%) и чешка круна (2,6%). Попут динара, румунски леј није променио вредност према евр^у, док је једино турска лира ослабила (за 5,7%).

2. Новац и кредити

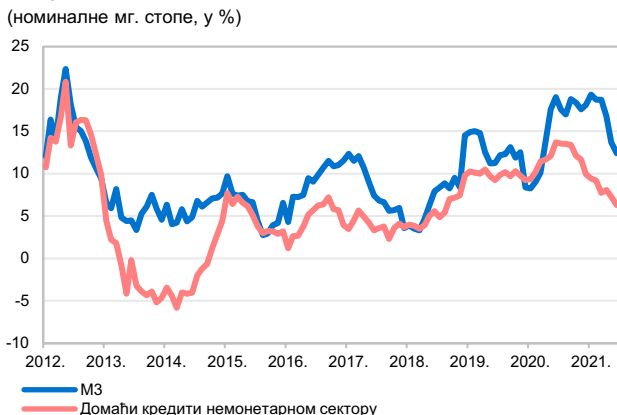
Успоравање раста монетарних агрегата и кредита на м.г. нивоу настављено је и током Т2. Овакво кретање у потпуности је у складу с нашим очекивањима и великим делом последица високе базе из прошле године, када су на снази били значајни фискални и монетарни подстицаји, укључујући и примену мораторијума на отплату кредита привреди и становништву.

Новац

Након сезонски уобичајеног смањења почетком године, динарски монетарни агрегат М2 повећан је у Т2 за 4,8%, највише захваљујући расту најликвиднијих компонената. Истовремено, најшири монетарни агрегат, М3, повећан је у Т2 за 3,1%, додатно подржан растом девизних депозита.

Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу остварили су највеће повећање током Т2 (за 59,6 млрд динара), вођени првенствено растом депозита привреде и становништва. Привреда је повећала стања на својим трансакционим рачунима за 27,7 млрд динара, највише захваљујући расту депозита предузећа из области прерађивачке индустрије и трговине. Трансакциони депозити становништва већи су за 21,5 млрд динара, док

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



Извор: НБС.

⁴ Без Народне банке Србије.

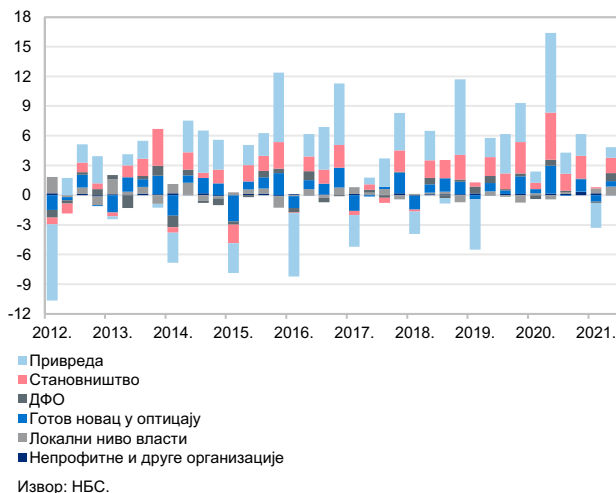
остали сектори бележе релативно мање промене у односу на крај Т1.

Орочени динарски депозити су у Т2 забележили раст од 5,5 млрд динара, највише захваљујући расту депозита ДФО (12,3 млрд динара), док су депозити привреде смањени за 11,9 млрд динара. Динарска штедња становништва (резидената) током Т2 повећана је за 2,3 млрд динара, чиме је настављен њен стабилан раст из претходне три године. Крајем јуна динарска штедња је достигла 98,3 млрд динара, што представља њен највиши ниво до сада. Континуирани раст динарске штедње слика је поверења грађана у националну валуту и олакшава очување финансијске и ценовне стабилности. Истовремено, већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе на динарску штедњу, као и њен повољнији порески третман.

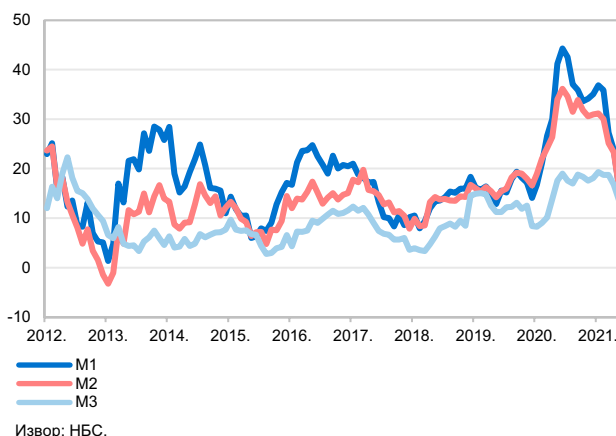
Девизни депозити су у Т2 повећани за 270,7 млн евра, највише захваљујући расту девизне штедње становништва (329,7 млн евра⁵), која је крајем јуна достигла нови максимум од 11,7 млрд евра.⁶ Стање на девизним депозитима привреде смањено је током Т2 за 44,6 млн евра, док су депозити осталих сектора забележили благи раст у односу на Т1.

Посматрано на м. нивоу, успоравање м. раста монетарних агрегата настављено је и током Т2 – М1, М2, М3 су у јуну забележили м. раст од 12,4%, 13,1% и 12,4%,⁷ респективно, чиме су се практично вратили на стопе које су бележили током 2019. године. На њихово успоравање одразила се висока база из претходне године, када је изражени раст новчане масе био повезан с мерама Владе и Народне банке Србије ради повећања ликвидности и расположивог дохотка привреде и становништва, као и с променом одређених потрошачких навика становништва у условима пандемије и растом штедње из предострожности. С друге стране, у правцу ограничења њиховог успоравања делује трећи пакет економских мера, одобравање кредита из гарантних шема (прве и друге), као и опоравак економске активности.

Графикон IV.2.2. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура (у п.п.)



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

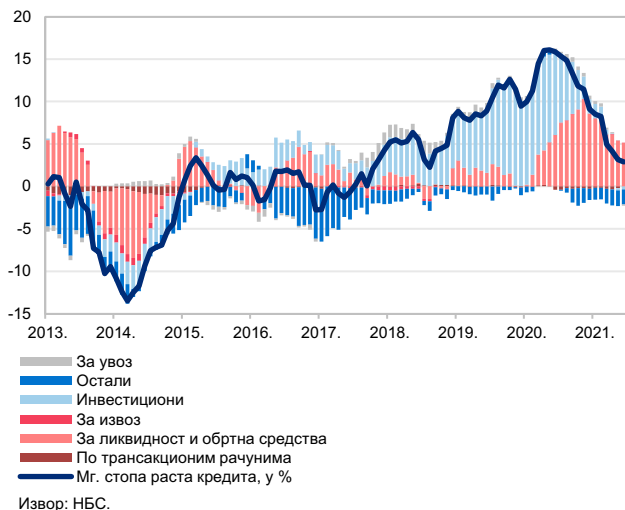


⁵ Овове је и допринела и замена новчаница осме серије швајцарског франка.

⁶ Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају јуна износила 98,7 млрд динара, а девизна 12,1 млрд евра.

⁷ Напротив 27,2%, 25,2% и 18,7% у марту 2021.

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



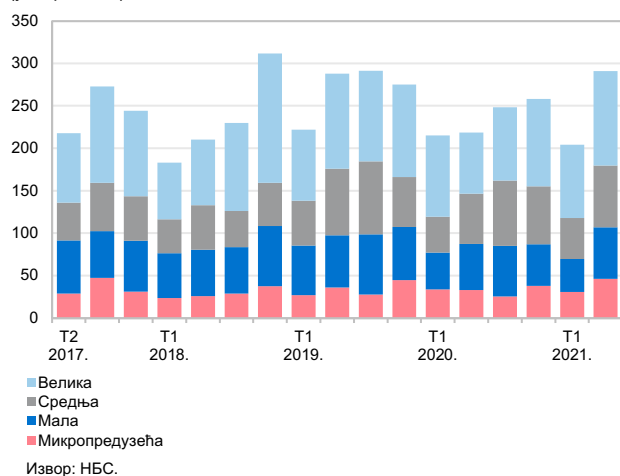
Кредити

Под утицајем високе базе из прошле године (посебно код сектора привреде) услед примене застоја у отплати кредита, **домаћа кредитна активност** је, у складу с нашим очекивањима, на м. нивоу успорила раст у 2021. **Укупни домаћи кредити** су у јуну, по искључењу ефекта промене девизног курса, остварили раст од 6,3% м. Истовремено, раст **укупних домаћих пласмана** (који, поред потраживања по основу кредита, обухватају и потраживања по основу улагања у ХоВ, камата и накнада, као и остала потраживања) у јуну је износио 7,0% м.

Посматрано на нивоу Т2, **кредити привреди** су, по искључењу ефекта промене девизног курса, забележили прираст од 20,0 млрд динара, вођени растом кредита за ликвидност и обртна средства, чије одобравање је подржано кредитима из гарантних шема (прве и друге⁸). Кредити за ликвидност и обртна средства најзаступљенија су категорија кредита привреди са учешћем од 44,6% у јуну, а следе их инвестициони кредити са уделом од 42,8%. Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и повољни услови кредитирања у оквиру гарантне шеме, захваљујући чему су се каматне стопе на нове динарске кредите привреди приближиле каматним стопама на евроиндексиране кредите, утицали су на то да се цео раст кредита привреди у Т2 односио на динарске кредите, што доприноси расту њиховог учешћа у укупним кредитима. Степен динаризације пласмана привреди повећан је у Т2 за 1,3 п.п., на 23,6% у јуну, што је највиши ниво у последњих шест година. Посматрано по делатностима, највеће повећање задужења у Т2 бележе предузећа из области саобраћаја, трговине и пословања с некретнинама. Истовремено, цео раст кредита привреди у Т2 односио се на део тржишта који чине микропредузећа, мала и средња предузећа, док је задужење великих предузећа готово непромењено у односу на крај Т1.

Новоодобрени кредити привреди у Т2 износили су 290,9 млрд динара, што је за 33,2% више него у истом периоду прошле године. Предузећа су током Т2 највише користила кредите за ликвидност и обртна средства (51,8%), при чему су готово 65% ових кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа. Инвестициони кредити чинили су 29,2%

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



⁸ Реализација друге гарантне шеме започета је током Т2.

нових кредита привреди у Т2 и виши су за 54,1% него у истом периоду 2020, а на микропредузећа, мала и средња предузећа односиле су се скоро три четвртине одобрених кредита.

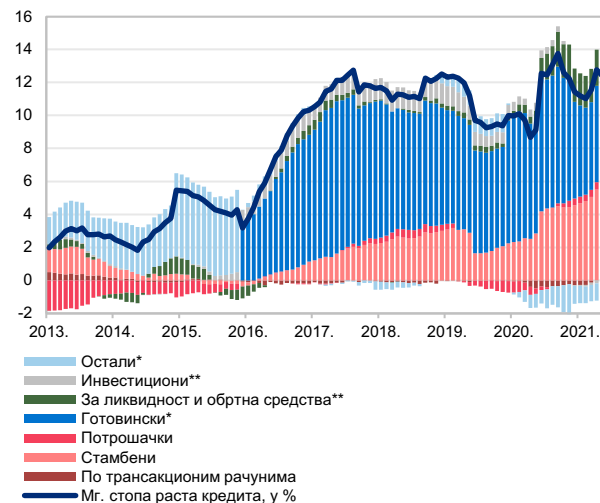
Кредити становништву у Т2, без ефекта промене девизног курса, повећани су за 44,8 млрд динара. Готово половина прираста односила се на стамбене кредите, који су у јуну забележили м.г. раст од 15,7%. Следе их готовински кредити, који су током Т2 повећани за 18,9 млрд динара, и кредити за ликвидност и обртна средства одобрени предузетницима (5,2 млрд динара). Услед бржег раста стамбених од готовинских кредита, учешће динарских пласмана становништву смањено је током Т2 за 0,3 п.п., на 55,2% у јуну. У структури кредита становништву у јуну најзаступљеније категорије били су готовински кредити (44,2%) и стамбени кредити (37,8%).

Обим новоодобрених кредита становништву у Т2 износио је 151,7 млрд динара, што је више него двоструко већи износ у односу на Т2 2020, када су мере здравствене заштите биле најјаче. Готовински кредити чинили су 56,6% нових кредита у Т2, а стамбени кредити 26,2%, при чему је износ новоодобрених стамбених кредита у Т2 (39,8 млрд динара) више него двоструко већи него у истом периоду прошле године. Позитивни трендови на тржишту некретнина, континуиран раст броја завршених станова од 2016. и повољни услови задуживања доприносе расту тражње становништва за стамбеним кредитима.

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁹ показују да су банке у Т2 наставиле да ублажавају кредитне стандарде за динарске кредите привреди, док су благо пооштриле кредитне стандарде за девизно индексиране кредите. Слична очекивања банке имају и за Т3, при чему ће, према оцени банака, повољни изгледи у погледу економске активности деловати у смеру ублажавања стандарда. Оцена банака је да су кредитни стандарди за становништво у Т2 ублажени, а у Т3 се очекује њихово даље ублажавање. Позитивни изгледи на тржишту некретнина, опоравак тржишта рада, уз већу спремност за преузимање ризика, јесу фактори који, према мишљењу банака, доприносе ублажавању стандарда. Према оцени банака, привреда и становништво су повећали тражњу за кредитима

Графикон IV.2.6. Доприноси м.г. расту кредита становништву

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



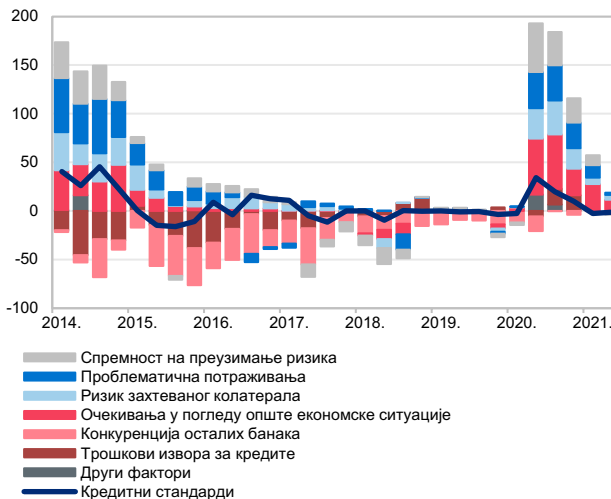
Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора

(у нето %)



Извор: НБС.

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

⁹ Поменути анкети Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

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



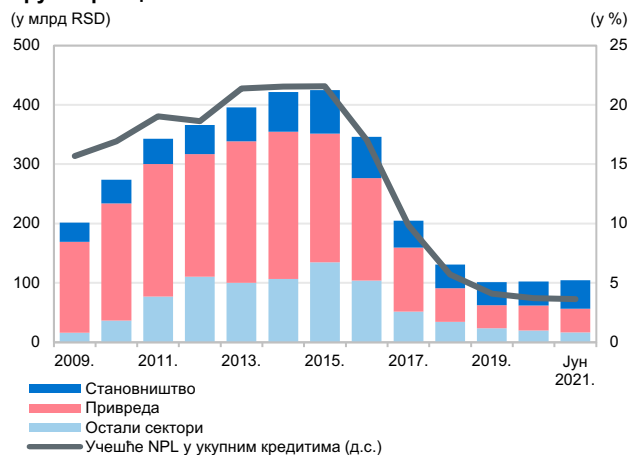
Извор: НБС.

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

током Т2, а даљи раст је очекиван и у Т3. Тражња привреде за кредитима била је вођена од стране малих и средњих предузећа и у већој мери усмерена ка дугорочним кредитима, а тражњи од почетка године доприносе и капиталне инвестиције. Истовремено, становништво је највише било заинтересовано за динарске готовинске кредите и девизно индексирани стамбене кредите.

Бруто *NPL* показатељ и даље је испод преткризног нивоа и у јуну је износио 3,6%, што указује на то да су мере Народне банке Србије и Владе биле правовремене и спречиле су већи негативан ефекат по привреду и становништво, а тиме и по финансијску стабилност. Такође, и у поређењу с крајем Т1, то учешће је смањено (за 0,2 п.п.), при чему је код сектора привреде¹⁰ дошло до смањења за 0,2 п.п., на 2,9% у јуну, а код становништва¹¹ за 0,1 п.п., на 4,0%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 92% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 58,2% *NPL*.

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



Извор: НБС.

Показатељ адекватности капитала¹² на крају Т2 2021. износио је 22,2%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Раст потрошње и инвестиција, који је убрзан захваљујући правовременом и адекватном одговору носилаца економске политике, довео је до наставка раста економске активности у Т2, који је на тромесечном нивоу износио 1,2% дсз. Међугодишње посматрано, исти фактори су, уз раст екстерне тражње, водили расту БДП-а од 13,4%, при чему се овако снажан раст дугује и базном ефекту, пошто је глобална неизвесност и економска криза изазвана вирусом корона била на врхунцу током Т2 претходне године.

¹⁰ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну је, такође, износило 2,9%.

¹¹ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* исто је на нивоу од 4,0%.

¹² Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Домаћа тражња

Приватна потрошња је током Т2, према нашој процени, повећана за 13% мг. На овај раст је свакако утицала ниска база из претходне године, али и опоравак у услужним секторима након поправљања епидемиолошке ситуације, захваљујући напретку у вакцинацији. Тиме се активност у секторима туризма и угоститељства, саобраћаја, рекреације и забаве приближила преткризном нивоу, иако га још увек није достигла. Број долазака туриста у Т2 удвостручен је у односу на исти период претходне године, а број ноћења домаћих туриста повећан за преко 88%, док је у поређењу са 2019. годином мањи за око свега 10%. И реалан промет у угоститељству је у периоду април–мај повећан за скоро 150% мг., док је у поређењу са 2019. годином био мањи за 3,4%. С друге стране, реални промет у трговини, који је преткризни ниво достигао још у мају прошле године, у Т2 забележио је раст од 17,9% мг.

На раст потрошње утицао је и раст расположивог дохотка. Захваљујући предузетим мерама за спречавање ширења кризе изазване вирусом корона, које су пре свега биле усмерене ка очувању запослености, зараде, као основни извор потрошње становништва, настављају да расту и доприносе повећању масе зарада (за 14,4% мг. у периоду април–мај). Поред тога, расту потрошње допринела је и исплата државне помоћи у износу од 30 евра свим пунолетним грађанима, у оквиру мера за опоравак економске активности. Такође, кредити намењени потрошњи у Т2 порасли су за око 11% мг., а повећане су и дознаке из иностранства за 34,4% мг.

Према нашој процени, позитиван допринос расту БДП-а у Т2 потекао је и од потрошње државе (0,4 п.п.), која је повећана за 2,0% мг.

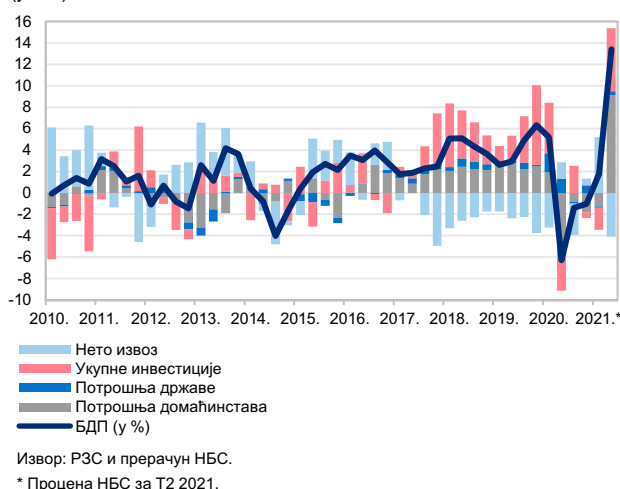
Током Т2 интензивирана је **инвестициона активност**, о чему сведочи раст инвестиција у фиксне фондове, који је, према нашој процени, износио 29% мг. (допринос расту БДП-а од 5,9 п.п.). Раст инвестиција приватног сектора (27% мг.) пре свега се може довести у везу с поправљањем епидемиолошке ситуације на глобалном нивоу и мањом аверзијом према ризику по том основу. Очувању инвестиционог поверења у великој мери су допринеле мере државе за превазилажење ефеката кризе изазване вирусом корона, о чему сведочи позитиван пословни резултат који је остварен код већине предузећа претходне,

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

	2020.		2021.	
	T3	T4	T1	T2
Потрошња домаћинства	-1,2	-2,6	-1,9	13,0 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	5,8	2,9	5,0	17,9
Промет у угоститељству	-28,2	-32,3	2,8	147,2 **
Број домаћих туриста	11,3	-36,0	-2,2	111,1
Број ноћења домаћих туриста	13,0	-28,9	-8,1	88,4
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	13,6	13,0	4,0	24,3
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	14,1	14,2	11,2	14,4 **
Нето прилив дознака, номинално	-10,3	2,4	13,1	34,4
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	15,4	14,2	11,8	11,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Април–мај.

Графикон IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна (у п.п.)



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



Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2020.		2021.	
	T3	T4	T1	T2
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	-4,5	-4,1	10,0	27,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-16,7	-9,1	19,5	35,0 *
Инвестиције државе	-4,5	6,1	12,0	35,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	-0,7	17,88	14,1	72,2 **
Производња грађевинског материјала	1,2	8,7	10,9	28,7
Вредност изведених радова	-16,0	-8,9	20,7	18,1
Увоз опреме, номинално	14,4	-14,3	-10,3	50,8
Производња домаћих машина и опреме	0,3	-8,5	6,3	26,4
Залихе готових производа у индустрији	2,2	1,9	10,4	2,3

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Април–мај.

кризне године. Процењујемо да је већина инвестиција приватног сектора финансирана из сопствених извора, док су инвестициони кредити, који су остварили раст од 3% мг. у Т2, били заступљени у нешто мањој мери. Поред тога, раст инвестиција је био заснован и на приливу капитала из иностранства, о чему сведочи раст СДИ од око 19,3% мг., на 762,7 млн евра у Т2. Поред тога, држава је током Т2 наставила са интензивним улагањем у инфраструктурне пројекте, тако да процењујемо да је раст инвестиција државе у Т2 износио око 35% мг.

Раст инвестиција позитивно се одразио на поједине сегменте прерађивачке индустрије и на грађевинарство. Наиме, током Т2 производња капиталних добара повећана је за 44,2% мг., од чега машина и опреме за 26,4% мг., док је производња грађевинског материјала повећана за 28,7% мг., што се донекле може приписати и базном ефекту. И остали показатељи инвестиција, као што је увоз опреме, који је повећан за 50,8% мг., као и број издатих грађевинских дозвола, указују на интензиван раст инвестиционе активности током Т2.

Позитиван допринос расту БДП-а потиче и од **раста залиха**, што се може довести у везу с потпуним опоравком прерађивачке индустрије.

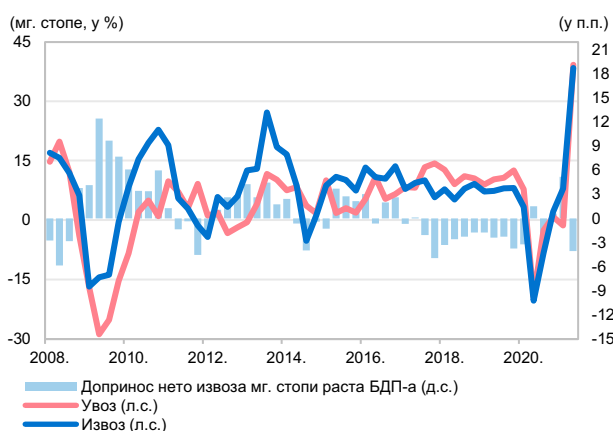
На тромесечном нивоу, раст БДП-а од 1,2% дсз. био је заснован првенствено на расту потрошње, који је убрзан на 3,0% дсз., и опоравку приватних инвестиција у фиксне фондове, које су повећане за 5,8% дсз., док је у супротном смеру деловао нето извоз.

Нето екстерна тражња

Спољнотрговинска размена са иностранством наставила је да се опоравља током Т2. Извоз и увоз робе и услуга били су, према нашој процени, реално виши за 38,4% и 39,2%, респективно, у односу на Т2 2020, када су услед затварања економија негативни ефекти на спољнотрговинску размену били најизраженији. То је резултирало негативним доприносом нето извоза расту БДП-а у Т2 од 4,1 п.п.

Робни извоз наставио је да расте у Т2, подржан даљим опоравком екстерне тражње и растом извозних капацитета. Према платнобилансним подацима, робни извоз изражен у еврима у Т2 био је виши за 48,2% него у истом периоду претходне године, што је делом последица и ефекта ниске базе од пре годину дана. Раст извоза претежно је вођен извозом

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



прерађивачке индустрије, који је повећан за 45,4% мг., а доприносио му је и извоз рударства и електричне енергије. Скоро све гране прерађивачке индустрије (19 од 23) забележиле су мг. повећање извоза, међу којима се издвајају извоз моторних возила, електричне опреме, производа од гуме и пластике, основних метала, хемијских производа, осталих машина, хране и металних производа. С друге стране, извоз пољопривредних производа био је нешто нижи (за 4,5%) него у истом периоду претходне године.

Сличну динамику у Т2 и повратак на преткризни ниво бележио је и робни увоз изражен у еврима (раст од 49,6% мг.), што је такође у великој мери последица ниске базе из 2020, када су ефекти пандемије били најјачи. Посматрано по класификацији увоза према општим економским категоријама (*BEC*), том расту је највише допринео повећан увоз репроматеријала (59,7% мг.), за којим следе увоз опреме (50,8% мг.) и потрошне робе (22,4% мг.). На слична кретања указује и класификација увоза по намени ЕУ, према којој су на раст увоза највише утицали увоз интермедијарних и капиталних производа, а затим увоз енергената и потрошних добара.

Размена услуга са иностранством наставила је да се опоравља током Т2. Захваљујући израженијем расту извоза (42,6% мг.) од увоза (38,8% мг.), суфицит у размени услуга са иностранством у Т2 био је виши за 62,6% него у истом периоду претходне године. Повећању извоза и увоза допринеле су скоро све категорије услуга, при чему је најснажнији позитиван утицај и код извоза и код увоза потицао од туристичких и транспортних услуга.

Покривеност робног увоза извозом¹³ била је на сличном нивоу као крајем Т1 и у јуну је износила 78,3%, а по укључењу услуга 87,3%.

4. Економска активност

Знатно побољшање епидемиолошке ситуације и у свету и код нас, као и претходно предузете економске мере ради ублажавања ефеката кризе, резултирало је наставком раста економске активности, која је, према нашој оцени, била за 1,2% дсз. виша у Т2 него у Т1. Мг. посматрано, према процени РЗС-а, БДП је у Т2 убрзао раст на 13,4%, као резултат наставка позитивних

Графикон IV.3.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије

(тримесечни покретни просек дсз.)

(2008 = 100)

(дугорочни просек = 100)

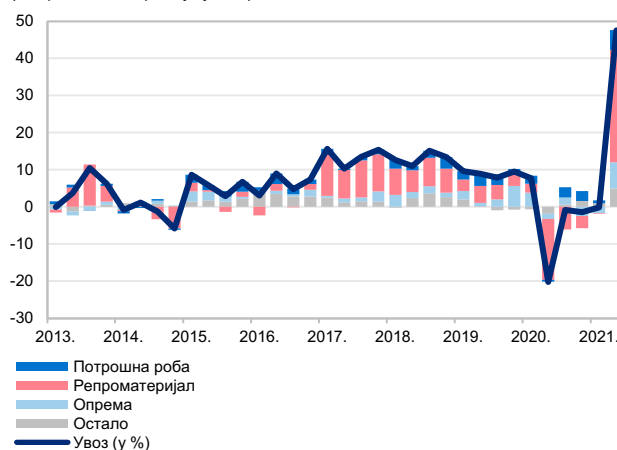


Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

Графикон IV.3.5. Кретање главних компонената увоза

(доприноси мг. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹³ Мерено 12-месечним покретним просеком.

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

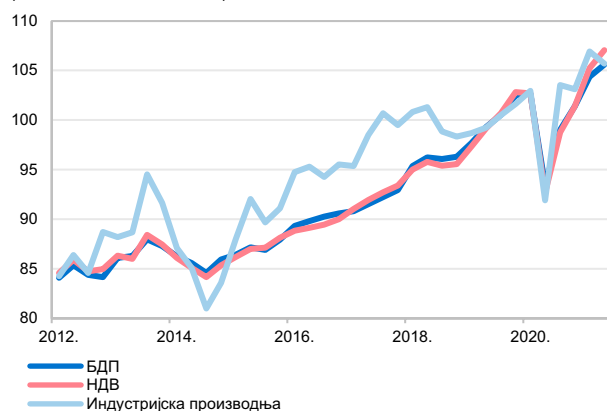
	2020.			2021.	
	T2	T3	T4	T1	T2*
БДП (у %, м.г.)	-6,3	-1,4	-1,0	1,7	13,4
Пољопривреда	0,2	0,3	0,3	0,0	-0,2
Индустрија	-1,6	0,6	0,3	0,8	2,9
Грађевинарство	-0,1	-1,0	-0,6	0,8	1,8
Услуге	-3,8	-1,0	-0,7	0,6	6,9
Нето порези	-1,2	-0,2	-0,3	-0,2	1,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

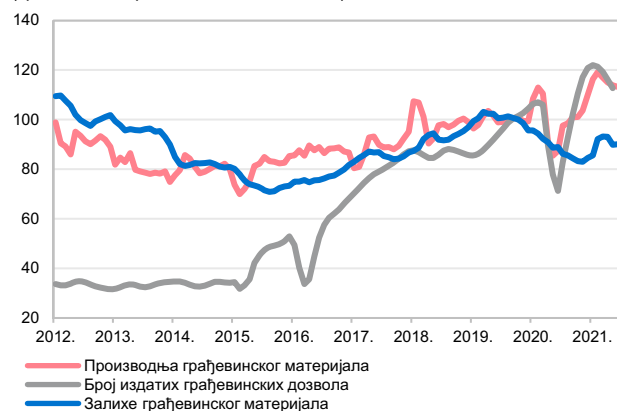
(дсз. подаци, 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.2. Показатељи грађевинске активности

(тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

тенденција наше економије, као и ниске базе из претходне године, када су рестриктивне здравствене мере биле на врхунцу. Највећи позитиван допринос потиче од услужног сектора, који је у истом периоду претходне године био и највише погођен ефектима пандемије, али знатан допринос, као и у Т1, дају прерађивачка индустрија и грађевинарство.

Након што је претрпео преткризни ниво у Т1 ове године, БДП је наставио да расте и, према нашој процени, у Т2 је остварио тримесечни раст од 1,2% дсз., чему доприноси побољшање епидемиолошке ситуације у свету и код нас, затим ефекти предузетих монетарних и фискалних подстицаја на домаћем тржишту и по том основу очувано инвестиционо и потрошачко поверење. У складу с тим, највећи допринос, посматрано с производне стране, потекао је од услужних сектора, а затим од грађевинарства, које је, према нашој процени, у Т2 остварило раст од 6,0% дсз.

Посматрано на м.г. нивоу, раст привредне активности је, очекивано, знатно убрзан у Т2, на 13,4%, према проценама РЗС-а, што је резултат наставка позитивних тенденција наше економије, као и деловања базног ефекта. Највећи раст бруто додате вредности, према нашој процени, остварио је сектор **грађевинарства**, и то за 35% м.г., и поред тога што је и током Т2 2020. године ниво грађевинске активности остао релативно висок. Овако висок раст у Т2 може се довести у везу с наставком интензивне реализације инфраструктурних пројеката финансираних од стране државе, као и са убрзањем приватних инвестиција захваљујући очуваном инвестиционом поверењу и обезбеђеним повољним условима финансирања. На раст активности указују готово сви показатељи из области грађевинарства, а посебно се истиче раст производње грађевинског материјала од 28,7% м.г., као и броја грађевинских дозвола, који је у периоду април–мај повећан за 72,2% м.г., уз раст корисне површине станова на основу издатих дозвола од 36,5% м.г. Чак и ако се упореди с просечним нивоом оствареним током претходне године, предвиђена вредност радова на основу издатих грађевинских дозвола у периоду април–мај виша је за 56,8%, што потврђује знатно интензивирање грађевинске активности, које је праћено и растом запослености у овом сектору у истом периоду од 6,0% м.г.

Раст активности је био изражен и у сектору **индустрије** (14,6% м.г.). Обим индустријске производње у Т2 такође је повећан за 14,6% м.г., а

водиле су га извозно оријентисане делатности (раст обима производње прерађивачке индустрије износио је 17,7% мг.). Половина оствареног раста у Т2 потиче од пет делатности – производње аутомобила, производа од гуме и пластике, електричне опреме, нафтних деривата и металних производа. Умерени раст бележе и остале делатности изузев фармацевтске индустрије и производње дувана, који су негативно допринели индустријској производњи са 0,6 п.п. Опоравак прерађивачке индустрије био би и бржи да није поново дошло до повремених застоја у глобалним ланцима снабдевања, услед немогућности да се понуда, у условима примене епидемиолошких мера, у кратком року прилагоди растућој тражњи на глобалном нивоу, што је посебно било изражено у мају, када је и домаћа индустрија забележила месечни пад. И сектор енергетике је остварио раст од 7,5% мг., док је обим производње у сектору рударства смањен за 1,5% мг.

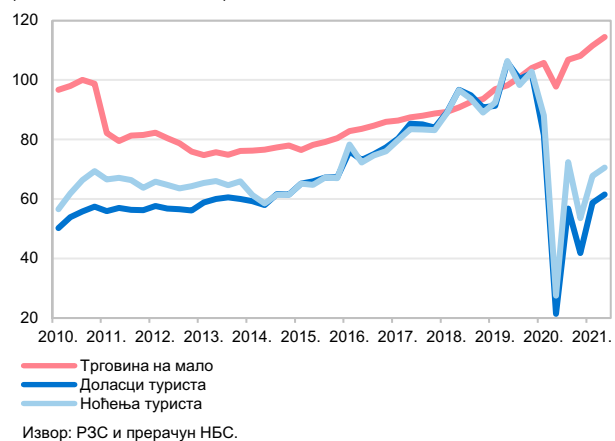
Процењујемо да је преко половине мг. раста БДП-а у Т2 резултат опоравка **услужних сектора**, који су, збирно посматрано, забележили раст од близу 13,5% мг. Раст промета у трговини на мало, који је преткризни ниво достигао још средином 2020. године, настављен је и у Т2, када је износио 17,9% мг. Промет у туризму (мерен бројем ноћења и долазака туриста), као и промет у угоститељству, такође знатно расте на мг. нивоу током Т2, али треба имати у виду да је то резултат и ниске базе, јер је активност у овим секторима била готово у потпуности обустављена у истом периоду 2020. Последице кризе изазване вирусом корона и даље су највидљивије управо у сектору туризма и угоститељства, као и у сектору рекреације и забаве, али је и ту, с напретком у процесу вакцинације и попуштањем здравствених мера, приметан опоравак у односу на претходна тромесечја.

Што се пољопривреде тиче, у недостатку прецизних процена о приносу јесењих култура, остали смо при раније изнетој процени о просечној пољопривредној сезони, што ће након претходне рекордне пољопривредне сезоне имати благ негативан допринос расту економске активности (-0,3 п.п.).

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



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



Осврт 2: Допринос грађевинарства расту бруто домаћег производа

Сектор грађевинарства брже расте од остатка економије од 2014. године, што илуструју подаци о бруто додатој вредности која је удвостручена у периоду 2014–2019, уз просечан годишњи раст од преко 10%, чиме је удео овог сектора у БДП-у повећан са 3,0% у 2013. години на 5,7% у 2019. години и на сличном нивоу задржан и у 2020. години.

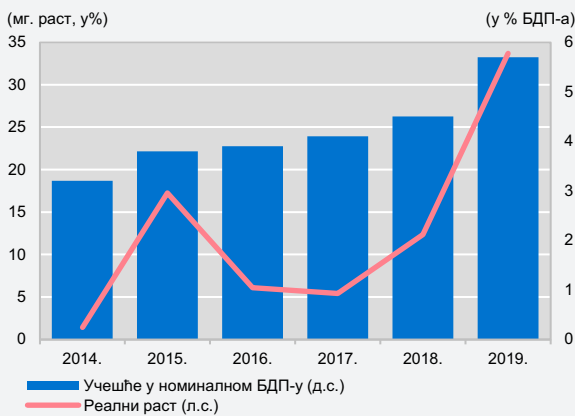
Расту грађевинарства директно је допринело повећање капиталних расхода државе, који су, захваљујући уравнотежењу јавних финансија након спроведене фискалне консолидације и по том основу отвореном простору за већа капитална издвајања, у 2020. години били 3,5 пута већи него 2013. године, при чему је овај раст био првенствено базиран на интензивној изградњи инфраструктурних објеката. Развоју грађевинарства допринело је и знатно побољшање пословног амбијента услед постигнуте и очуване макроекономске стабилности. Притом, важну улогу у привлачењу СДИ, које континуирано расту од 2014. године и које су и током кризне 2020. године задржале изузетно висок ниво, као и у остваривању позитивног укупног финансијског резултата привреде, имале су ценовна стабилност и релативна

стабилност девизног курса, што је допринело расту приватних инвестиција у посматраном периоду. Поред тога, захваљујући очуваној и ојачаној финансијској стабилности, инвестициони кредити су такође постали значајан извор финансирања приватних инвестиција. Свакако, знатан допринос потекао је и од реформе законодавства у области грађевинарства, која је, између осталог, поједноставила и убрзала процедуре за издавање грађевинских дозвола. То потврђује и побољшање ранга Србије на *Doing Business* листи у области издавања грађевинских дозвола са 179. места (од 185 земаља) у 2013. на 9. место (од 186 земаља) у 2019. години.

Према последњим расположивим подацима о техничкој структури фиксних инвестиција, удео грађевинских радова у укупним фиксним инвестицијама у 2019. години износио је 48,1%, док је 2013. године, када је ниво инвестиција био двоструко мањи, тај удео износио 38,8%. Овај раст удела инвестиција усмерених у грађевинарство у великој мери се дугује поједностављеној процедури за електронско издавање грађевинских дозвола. Тако је, на пример, просечан месечни број издатих дозвола повећан са 627 у 2013. години на 1.885 у 2020. години, при чему је и предвиђена вредност радова на основу издатих дозвола била три пута већа него 2013. године. Захваљујући томе, у посматраном периоду интензивно расту активности у станоградњи, при чему је број завршених станова повећан са 13,5 хиљада у 2013. на 25,3 хиљаде у 2020. години, а површина завршених станова у истом периоду виша је за 118%.

Подаци о међуфазној потрошњи добијени из тзв. инпут–аутпут табела РЗС-а, који су доступни закључно са 2015. годином, указују на то да се грађевинарство у великој мери ослања на друге секторе у економији, чиме се увећава утицај грађевинарства на економску активност. Конкретно, износ међуфазне потрошње у сектору грађевинарства три пута је већи од остварене бруто додате вредности грађевинарства, при чему се готово половина међуфазне потрошње у грађевинарству односи на апсорпцију вредности које су створене у осталим секторима. Ако се то има у виду, може се закључити да је утицај грађевинарства на друге секторе за 50% већи од бруто додате вредности створене у сектору грађевинарства, при чему је најизраженији утицај на поједине делатности у оквиру прерађивачке индустрије (производња грађевинског материјала, основних метала, металних производа и електричне опреме), као и на сектор трговине и поједине услужне делатности (архитектонске, инжењерске и остале стручне делатности), а у нешто мањој мери и на сектор рударства, транспорта и угоститељства.

Графикон О.2.1. Бруто додата вредност грађевинарства



Извор: РЗС.

Раст активности у сектору грађевинарства утицао је и на раст запослености у овом сектору, који је био бржи од остатка економије. Наиме, укупан просечан број запослених у грађевинарству у 2020. години од 115.291 био је већи за 24,2% него 2013. године, док је укупан број формално запослених у истом периоду повећан за 15,4%. Иако су зараде у сектору грађевинарства ниже од просечне зараде, оне су од 2013. године брже расле од остатка економије, тако да је одступање просечне зараде у грађевинарству од укупне просечне зараде смањено са 20,4% на 12,3% у 2020. години.

Имајући у виду све већи допринос грађевинарства расту економске активности, покушали смо да анализирамо његов утицај и у средњем року. У позадини ове анализе стоји неколико кључних фактора.

1. Пре свега, донета је Фискална стратегија за 2022. са пројекцијама за 2023. и 2024. годину, која предвиђа повећање учешћа капиталних инвестиција државе на око 7% БДП-а.

2. Поред тога, с радом је почела и Републичка комисија за капиталне инвестиције, чији је циљ да обезбеди преглед свих пројеката на једном месту, као и да с највишег нивоа координира њихово извршење и утиче на то да се пројекти што ефикасније извршавају.

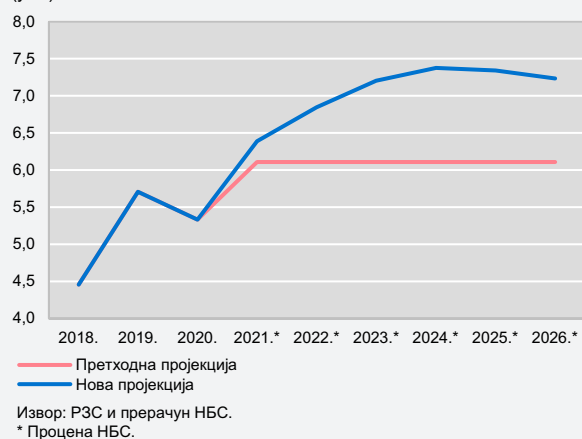
3. Започет је и за наредни период планиран велики број крупних инфраструктурних пројеката, за које сада постоје и конкретни показатељи у погледу будуће реализације. Конкретно, за пројекат изградње Београдског метроа донет је Закон о метроу и градској железници и сада постоји основа да се започне његова реализација. Такође, уговорен је и оквир финансирања за одређене пројекте у комуналној инфраструктури, а постоје и релативно чврсте индикације да ће се Европска комисија укључити у финансирање пројекта брзе пруге Београд–Ниш–Скопље.

Узимајући у обзир све наведено, направили смо списак највећих пројеката који су у овом тренутку познати и на којима ће се радити у наредних десетак година и проценили њихову вредност, бруто додату вредност и предвиђену дужину трајања. Укупно смо идентификовали четрдесетак пројеката, међу којима су најзначајнији: Београдски метро, комунална инфраструктура, пруге Нови Сад – Суботица и Београд–Ниш–Скопље, ауто-путеви и брзе саобраћајнице и сл. На основу доступних података, укупну вредност свих пројеката проценили смо на око 25 млрд евра, при чему свакако постоји могућност да тај износ буде и већи, пре свега услед најављених пројеката у сектору енергетике.

За сваки појединачни пројекат оцењена је његова бруто додата вредност која улази у обрачун БДП-а и динамика реализације. Оцена бруто додате вредности изведена је на основу историјских података (из инпут–аутпут табела РЗС-а). Оценили смо да око 70% вредности укупне инвестиције представља производ грађевинарства, а да у вредности производа грађевинарства бруто додата вредност учествује са око 26%. На овај начин оцењена је додата вредност сваког појединачног пројекта и упросечена по годинама у зависности од дужине трајања сваког пројекта. У складу с тиме, укупна додата вредност свих наведених пројеката, према нашој оцени, износи близу 5 млрд евра и распоређена је на период од десет година, колико износи хоризонт у којем смо посматрали предвиђене пројекте, тако да у свакој години у просеку очекујемо око 500 млн евра додате вредности у грађевинарству изнад онога што смо очекивали у ранијим пројекцијама.

Имајући претходно у виду, према овој пројекцији, процењујемо да би учешће грађевинарства у БДП-у у средњем року достигло

Графикон О.2.2. Учешће сектора грађевинарства у номиналном БДП-у (нова и претходна пројекција) (у %)



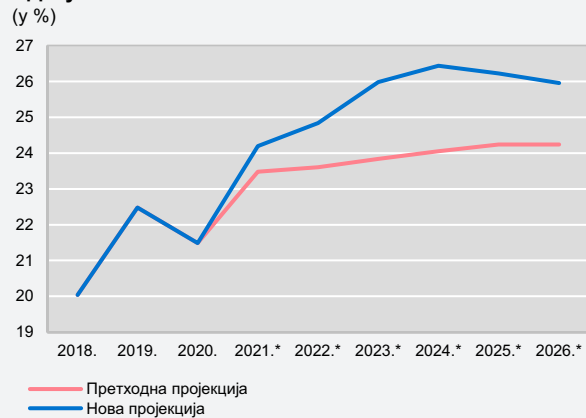
око 7%, док је према претходној пројекцији оно износило 6% БДП-а. Притом, треба нагласити да у позадини структуре овако оцењеног учешћа грађевинарства стоје три компоненте. Прва компонента је основно (*underlying*) грађевинарство и оно износи 4% БДП-а. Дакле, то је просечно учешће грађевинарства у годинама када немамо велике пројекте или инвестиционе циклусе, као ни значајније поремећаје у сектору грађевинарства. Другу компоненту чини ефекат поменутих идентификованих пројеката, чија вредност износи око 1% БДП-а. Последња компонента су индиректни ефекти на грађевинарство. Индиректни ефекти, који се процењују на око 2% БДП-а, представљају додатни раст грађевинарства подстакнут новим пројектима (станоградња, изградња индустријских и пратећих објеката, градња трговинских објеката, итд.). Примера ради, изградња ауто-пута повући ће за собом и изградњу бензинских пумпи, затим угоститељских објеката и преноћишта, а готово извесно би се изградила и индустријска постројења, за које је од велике важности близина ауто-пута и добра саобраћајна повезаност.

Ефекти које реализација ових пројеката има у средњем року огледају се у неколико сегмената. Наша претходна пројекција раста БДП-а у средњем року претпостављала је раст грађевинарства у складу с растом БДП-а, чиме би његово учешће, након што би ове године достигло 6% БДП-а, било задржано на истом нивоу и у средњем року. По укључењу најављених најзначајнијих инфраструктурних пројеката, ефекат на укупан раст БДП-а у средњем року виши је за око 0,5 п.п., тако да се наша пројекција раста БДП-а у средњем року, према новој пројекцији, креће у распону од 4% до 5%, уместо досадашња 4% раста. У складу с тим, повећава се и учешће фиксних инвестиција у БДП-у (за око 2 п.п.), чиме ће оне достићи ниво од 26% номиналног БДП-а већ у 2023, где ће се задржати и у средњем року. Треба очекивати позитиван ефекат и на остале секторе привреде, што би требало додатно да убрза раст БДП-а. Услед тога, након 2025. учешће грађевинарства би постепено кренуло да опада и да се враћа на свој дугорочни тренд.

Снажан инвестициони циклус резултирао би и већим увозом опреме и репроматеријала, што би у наредних неколико година највероватније довело и до нешто вишег дефицита текућег рачуна платног биланса него што смо пројектовали у претходним пројекцијама (највише до 1 п.п. БДП-а), али би готово сигурно довело и до већег прилива СДИ и обезбеђења пуне покривености текућег дефицита нето приливима СДИ, као што је био случај и у претходним годинама.

Када је реч о инфлацији, а узимајући у обзир и њене друге кључне факторе, процењујемо да бржи привредни раст који је резултат раста инвестиција неће довести до већих инфлаторних притисака у средњем року, с обзиром на то да појачана инвестициона активност утиче и на већи производни потенцијал, тако да се по том основу производни јаз не би брже затворио. Поред тога, могуће је и да се смање инфлаторни притисци, с обзиром на то да би унапређен квалитет инфраструктуре могао да смањи трошкове пословања привреде.

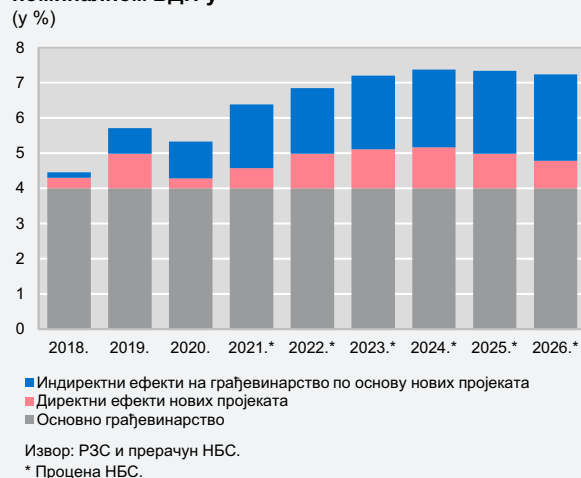
Графикон О.2.3. Учешће инвестиција у номиналном БДП-у



— Претходна пројекција
— Нова пројекција

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Графикон О.2.4. Структура учешћа грађевинарства у номиналном БДП-у



■ Индиректни ефекти на грађевинарство по основу нових пројеката
■ Директни ефекти нових пројеката
■ Основно грађевинарство

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

5. Кретања на тржишту рада

У Т2 на тржишту рада настављена су повољна кретања, која се огледају у убрзању раста просечних зарада и формалне запослености. Поред тога, у мају и јуну регистрован је пад броја незапослених, чиме је заустављен привремени раст почетком године.

Зараде и продуктивност рада

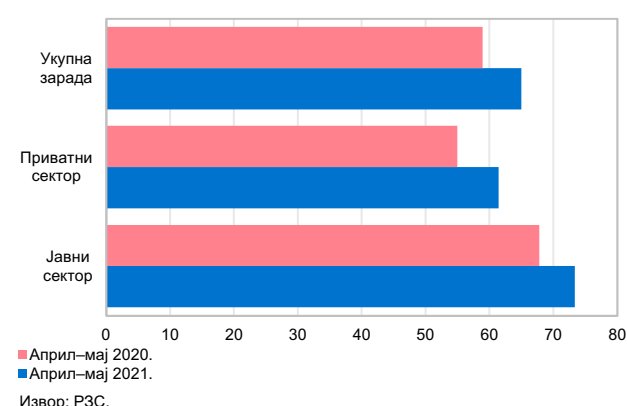
Просечна номинална нето зарада у априлу и мају износила је **64.987 динара** (тј. 553 евра), убрзавши мг. раст на 10,3% (са 7,3% у Т1), првенствено као резултат повећања зарада у приватном сектору (11,7% мг.). У истом периоду, просечна зарада је порасла и у јавном сектору (8,2% мг.), на шта је утицала одлука Владе о додатном повећању плата свим запосленима у јавном сектору од 1,5% у априлу (после повећања од 3,5% у јануару).

У априлу и мају настављен је мг. раст просечних зарада у готово свим **привредним делатностима**, пре свега у делатностима информисања и комуникација (15,8%) и у областима здравства и социјалне заштите (13,7%). Притом, двоцифрен мг. раст зарада забележен је у већини услужних делатности, које претежно припадају приватном сектору, чему доприноси повећана тражња за радном снагом услед повлачења рестриктивних мера и отварања економије. Такође, више зараде у априлу и мају у односу на исти период прошле године регистроване су у грађевинарству (9,4%) и производном сектору – прерађивачкој индустрији (12,0%), рударству (11,3%) и водоснабдевању (8,4%), док су нешто ниже зараде евидентиране само у енергетици (-1,0%).

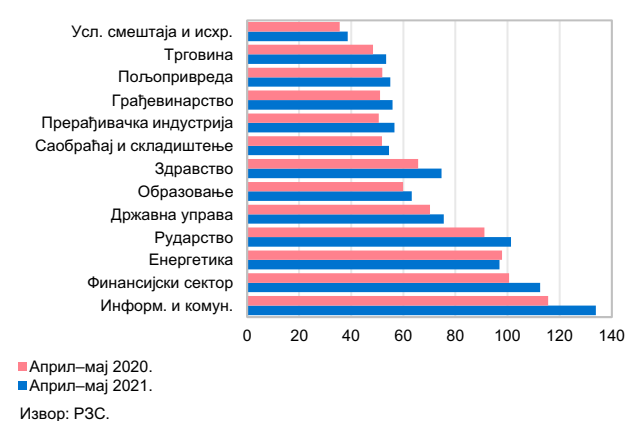
Повећање просечних зарада и формалне запослености определили су у априлу и мају мг. раст **укупне номиналне нето масе зарада** од 14,4%, која представља главни извор личне потрошње и домаће тражње.

У условима убрзаног раста економске активности, који се дугује ниској прошлогодишњој бази, али и позитивним тенденцијама од почетка године, **продуктивност укупне економије** забележила је мг. раст од 9,7% у Т2, према нашој процени.

Графикон IV.5.1. Просечна номинална нето зарада (у хиљ. RSD)



Графикон IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



Табела IV.5.1. Кретања формалне запослености и незапослености

(мг. стопе раста, просек периода)

	2020.		2021.	
	T3	T4	T1	T2
Укупан број формално запослених	2,0	2,3	2,8	3,3
Запослени код правних лица	2,3	2,5	3,1	3,5
Приватни предузетници и запослени код њих	2,7	3,2	3,6	4,6
Индивидуални пољопривредници	-7,6	-7,8	-8,6	-8,0
Незапослени	-0,4	-1,9	1,0	4,9
Први пут траже запослење	12,3	8,9	10,9	14,2
Били у радном односу	-11,4	-12,0	-8,7	-4,7

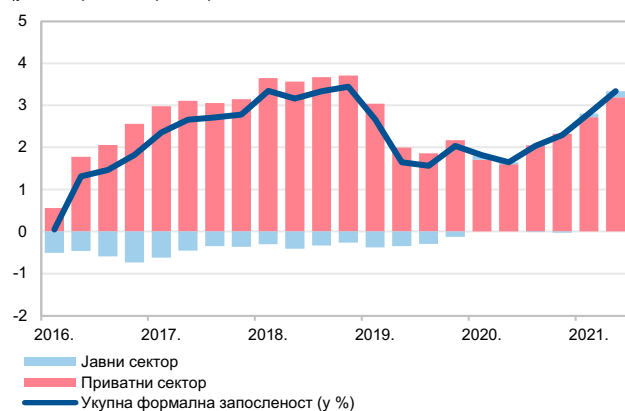
Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Запосленост

Укупан број формално запослених у Т2 био је већи за око 73 хиљаде запослених него пре годину дана, чиме је формална запосленост убрзала мг. раст на 3,3% у Т2 (са 2,8% у Т1). Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, оствареном мг. расту формалне запослености у Т2 у највећој мери су допринели наставак запошљавања код правних лица (за око 61 хиљаду лица у просеку) и повећање броја приватних предузетника и запослених код њих (за око 17 хиљада лица у просеку), док је број индивидуалних пољопривредника смањен за око 5 хиљада лица у просеку.

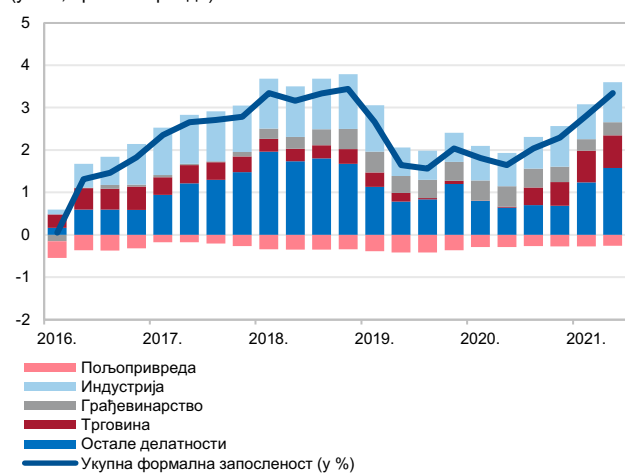
Графикон IV.5.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености

(у п.п., просек периода)



Графикон IV.5.4. Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима

(у п.п., просек периода)



Број формално запослених у приватном сектору у Т2 износио је око 1,67 млн лица у просеку, што је највиши тромесечни ниво за протеклих шест година. У поређењу са истим периодом прошле године, запосленост у приватном сектору у Т2 порасла је за око 70 хиљада лица у просеку, од чега је преко половине броја новозапослених регистровано у прерађивачкој индустрији и трговини на мало и велико. У исто време, број запослених је повећан и у осталим услужним делатностима – информисања и комуникација (око 9 хиљада лица), стручним, научним, иновационим и техничким делатностима (око 8 хиљада лица), административним и помоћним услугама (око 5 хиљада лица). Повећана потрошачка тражња услед ублажавања мера и отварања економије допринела је отварању нових радних места и у делатностима саобраћаја и складиштења и услугама смештаја и исхране (збирно за око 4 хиљаде лица). У условима флексибилније контроле запошљавања код корисника јавних средстава, формална запосленост у јавном сектору је у Т2 порасла за око 3 хиљаде лица на мг. нивоу, вођена даљим запошљавањем у областима здравства и образовања, док је број запослених у државној управи смањен.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, регистрована незапосленост је у јуну износила 540.739 лица, при чему је њен мг. раст (од 2,8% у јуну) знатно ублажен у односу на претходне месеце.

Према подацима из ревидиране Анкете о радној снази,¹⁴ која је у складу с регулативом ЕУ

¹⁴ Према новој методологији коју РЗС спроводи од јануара 2021, подаци о стопама запослености и незапослености из Анкете о радној снази ревидирани су за период Т1 2015 – Т4 2020. За детаљније информације видети Осврт 3, стр. 40.

Осврт 3: Утицај примене нове методологије Анкете о радној снази на показатеље тржишта рада

За потребе праћења структуре и кретања на домаћем тржишту рада користе се истраживања о регистрованој запослености које спроводи РЗС укрштањем података из Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра, док се подаци о регистрованој незапослености добијају из евиденције Националне службе за запошљавање. Поред података с формалног сегмента тржишта рада, посредством Анкете о радној снази¹ прикупљају се и објављују подаци који се односе и на неформални сегмент тржишта рада, чиме се употпуњује слика о главним показатељима запослености, незапослености и (не)активности.

Почев од јануара 2021, нова европска регулатива прописује да све чланице ЕУ примењују модернизоване концепте у Анкети о радној снази, с циљем прецизнијег праћења кретања на тржишту рада услед учесталих промена у његовој динамици и структури. Као члан Европског статистичког система, **РЗС од 2021. године спроводи Анкету о радној снази према новој методологији**. Методолошке измене се доминантно односе на одређивање статуса запосленог лица, а тиме и на обухват кључних контингената становништва – запослених, незапослених и неактивних лица, која се према новој методологији посматрају као лица ван радне снаге. Последишно, измена методологије одражава се на кључне показатеље тржишта рада – стопу запослености и стопу незапослености, које су за сада ревидиране почев од 2015. године. **Најзначајнија методолошка промена се односи на контингент запослених, из којег се искључују лица која производе пољопривредну робу и пружају услуге намењене личној потрошњи** (тј. без пласмана на тржиште), а која су раније била укључена у неформално запослена лица. Такође, из контингента запослених изостављају се лица која су одсутна с посла дуже од три месеца из више разлога (чување деце или неспособних одраслих, штрајка, личних разлога, обуке која није везана за посао и др.).

Анкета се од 2021. заснива на новом, стандардизованом упитнику, којим се настоји подићи квалитет прикупљених података и унапредити њихова међународна упоредивост. С тим у вези, редефинисана су сва питања којима се утврђује статус и карактеристике појединаца на тржишту рада, како би се прецизније обухватили тзв. **мали/повременни/успутни послови** (енг. *small jobs*). Ради се о пословима који у ранијим упитницима нису били обухваћени, јер их испитаници нису препознавали као конкретан посао, као што су: рад путем дигиталних платформи, уговарање услуге превоза путем веб-апликација, коришћење услуга превођења, чувања деце, старијих и немоћних особа, кућних љубимаца и сл., који доминантно припадају неформалном сектору. Ова методолошка измена омогућава укључивање у контингент запослених одређеног броја самозапослених лица, која активно учествују на страни понуде радне снаге, чиме се добија реалнији увид у број неформално запослених.

Ради процене ефеката нове методологије на кључне статистичке показатеље и формирања серије упоредивих података са онима који се објављују од 2021, у току 2020. реализовано је пробно и редовно истраживање. Добијени резултати пробног истраживања показују да је, у поређењу са старом методологијом, укупан број запослених у Т4 2020. нижи за око 119 хиљада лица, који су највећим делом распоређени у контингент лица ван радне снаге (око 105 хиљада лица), а мањим делом у контингент

Графикон О.3.1. Динамика стопе запослености према новој и старој методологији Анкете о радној снази (у %, просек периода)



Извор: РЗС.

¹ Почев од 2015, континуирано се спроводи анкетно истраживање на планираном годишњем узорку домаћинстава, који се формира према попису становништва из 2011. године, а за прикупљање података се користи телефонско и лично анкетање помоћу рачунара.

незапослених лица (око 14 хиљада лица). При томе, у пољопривреди и грађевинарству евидентирано је готово 9 хиљада мање запослених лица у Т4 2020, док је **највећи пад броја запослених забележен у делатностима домаћинстава као послодаваца** (за скоро 114 хиљада лица), и то доминантно у области која обухвата производњу робе и пружање услуга за сопствене потребе, а која је највише захваћена методолошким променама. Насупрот томе, у делатностима које претежно припадају секторима индустрије и услуга није било значајних промена у нивоу запослености након примене нове методологије.

Посматрано по старосним групама, запосленост је у Т4 2020. највише смањена међу лицима која имају 60 и више година, тако што је око 70 хиљада лица сврстано у контингент лица ван радне снаге (према новој методологији). Истовремено, најнижи пад броја запослених забележен је у групи младих лица старости између 15 и 29 година (за око 4 хиљаде лица).

По основу искључивања лица која производе пољопривредну робу и пружају услуге намењене личној потрошњи, стопа запослености је у периоду од Т1 2015. до Т4 2020. коригована наниже за око 2 п.п. у просеку. И поред тога, **тренд стопе запослености остао је растући у целом посматраном периоду**, која је у 2020. години износила 47,1% у просеку, што је за 6,4 п.п. изнад просечног нивоа у 2015. години (Графикон О.3.1). По истом основу, **стопа неформалне запослености је смањена и у Т4 2020. је износила 13%**.

Измењен концепт запослености одразио се и на ревизију **стопе незапослености**, која је према новој методологији за период од Т1 2015. до Т4 2020. ревидирана навише за око 1,0 п.п. у просеку. **Стопа незапослености је задржала опадајући тренд** – с просечног нивоа од 18,9% у 2015. спуштена је на ниво од 9,7% у 2020. години (Графикон О.3.2).

Измене у статистичком обухвату запослених и незапослених лица одразиле су се и на број активних становника радног узраста (15–64 године), којих је у Т4 2020. било за око 53 хиљаде мање у односу на стару методологију, тако да је према новој методологији **стопа партиципације у Т4 2020.** ревидирана наниже за 1,2 п.п., на 68,1%.

Поред праћења основних показатеља и све заступљенијих флексибилних форми запошљавања, дорађена **Анкета о радној снази може убудуће послужити за анализу низа специфичности на тржишту рада**, као што су: утврђивање препрека за учешће на тржишту рада и најефикаснијих метода проналажења посла, прецизније мерење одсуства и разлога одсуства с посла, детаљан приказ пословне структуре samozапослених, идентификовање имиграната друге генерације и њиховог положаја на тржишту рада и др. Тиме би се обезбедила квалитетнија и поузданија оцена стања и структуре тржишта рада, нарочито у условима непредвидивих случајних потреса, какав је пандемија вируса корона.

Графикон О.3.2. Динамика стопе незапослености према новој и старој методологији Анкете о радној снази (у %, просек периода)



Извор: РЗС.

6. Међународно окружење

Опоравак светске привреде се убрзава у условима интензивније вакцинације становништва током Т2 и постепеног отварања економија. Међутим, привредни опоравак још увек је неуједначен и концентрисан у великим економијама (пре свега у САД и Кини), док се поједине земље у успону и развоју суочавају с новим здравственим, као и економским изазовима услед наставак потребе за фискалним подстицајима, али и суженим простором за њихову примену.

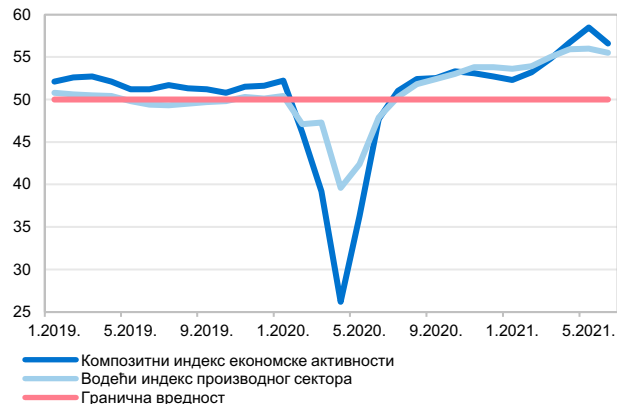
Инфлација у међународном окружењу је током Т2 расла, пре свега услед раста цена нафтних деривата и њихове изразито ниске прошлогодишње базе. Трошковни притисци су расли и по основу виших цена других примарних производа и поремећаја у производњи и ланцима снабдевања током пандемије, услед чега су порасле и произвођачке цене, али се то за сада само у мањој мери прелило на раст цена индустријских производа без енергије, што потврђује и релативно стабилна базна инфлација у већини земаља. Водеће централне банке процењују да су фактори који су водили расту инфлације од почетка године привременог карактера, па су у складу с тим наставиле да воде изузетно експанзивну монетарну политику.

Економска активност

Глобална економска активност је током Т2 добила снажнији замах, подстакнут обимним фискалним подстицајима у развијеним економијама и интензивнијом вакцинацијом становништва. О томе сведочи и кретање водећег индекса глобалне економске активности дубље у зони експанзије, као резултат вишемесечног раста индустријске активности и опоравка услужног сектора током Т2. Водеће међународне институције сагласне су у оцени да је доступност вакцина главна линија раздвајања глобалног економског опоравка на два блока. С једне стране, готово све развијене економије очекују наставак нормализације активности у остатку године, због чега су краткорочне пројекције за њих ревидиране навише. С друге стране, велики број економија у успону и земаља у развоју суочен је с недостатком вакцина, брзим ширењем нових сојева вируса, као и делимичним повлачењем економске подршке, што умањује ефекте досадашњег опоравка и погоршава изгледе раста у наредном периоду. Премда је Светска банка у јунском извештају *Global*

Графикон IV.6.1. Водећи PMI индекси глобалне економске активности и производног сектора

(у индексним поенима)



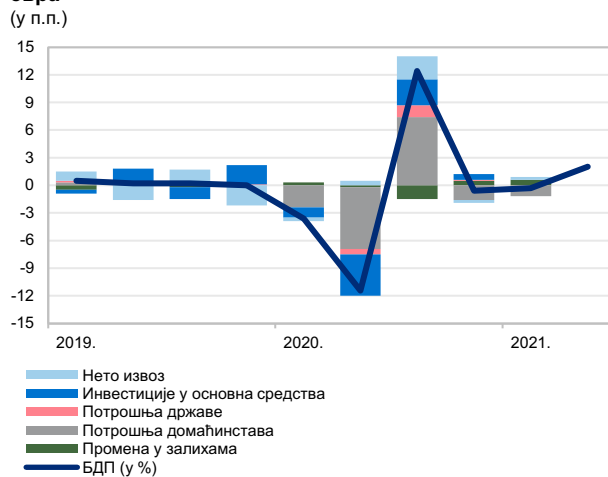
Извор: J.P. Morgan и Markit Group.

Economic Prospects прогнозирао раст светске економије од 5,6% у 2021, што је најбржи темпо посткризног опоравка за протеклих осам деценија, оцењено је да је **привредни опоравак још увек неуједначен** и концентрисан претежно у великим економијама, пре свега у САД и Кини. ММФ је у јулском издању *World Economic Outlook* задржао априлску пројекцију глобалног раста од 6,0% у 2021, при чему су ризици пројекције у кратком року и даље асиметрични наниже, услед могућег погоршања епидемиолошке ситуације и успоравања темпа вакцинације, потенцијалног поопштравања финансијских услова, као и изражених трошковних притисака на глобалну инфлацију.

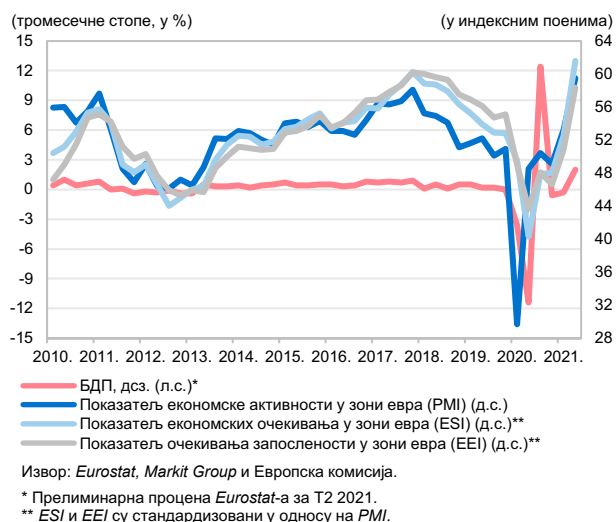
У Т1 је ублажен пад **БДП-а зоне евра** на 0,3% дсз. (са -0,6% дсз. у Т4 2020), првенствено захваљујући мањем негативном доприносу потрошње домаћинства (-1,2 п.п. у Т1) и расту залиха (уз допринос БДП-у од 0,6 п.п.) због повремених застоја у глобалним ланцима снабдевања. Поред тога, у Т1 је повећан нето извоз (уз допринос БДП-у од 0,3 п.п.), док су инвестиције у основна средства и државна потрошња стагнирале. Код наших главних трговинских партнера, Немачке и Италије, регистрована су дивергентна кретања у Т1 – БДП Немачке је смањен за 2,1% дсз., због контракције приватне потрошње, док је БДП Италије благо порастао (за 0,2% дсз.), вођен растом залиха.

ЕЦБ је у јуну оценила да се у **Т2 економска активност у зони евра знатно опоравила**, у условима повољније епидемиолошке ситуације и кампање за масовнију вакцинацију. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, у Т2 је остварен раст БДП-а зоне евра од 2,0% дсз., на шта је указивала и динамика водећег показатеља економских очекивања (*ESI*)¹⁵ за зону евра, који је у јуну забележио рекордан ниво за протекле две деценије (117,9 поена), а у исто време је композитни индекс економске активности за зону евра (*PMI*)¹⁶ достигао највиши ниво за претходних 15 година (59,5 поена). Упркос глобалној несташици сировина, индустријска производња и извоз остају окосница привредног опоравка зоне евра, уз покретање услужних делатности, пре свега угоститељства и туризма. С даљим ублажавањем рестриктивних здравствених

Графикон IV.6.2. Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра



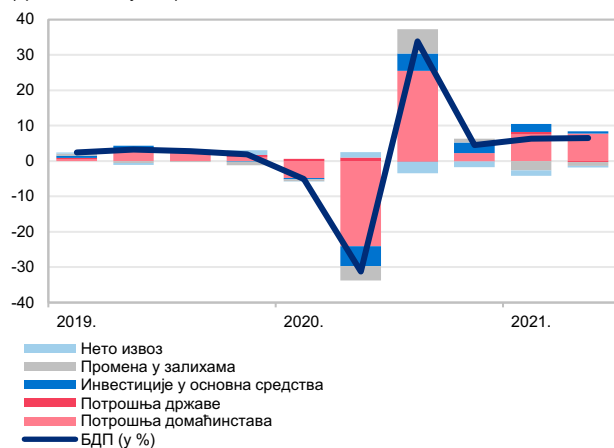
Графикон IV.6.3. Кретање БДП-а и показатеља економске активности и запослености зоне евра



¹⁵ Вредност индекса *Economic Sentiment Indicator* изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

¹⁶ Вредност индекса *Eurozone PMI Composite* изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод 50 на привредну контракцију.

Графикон IV.6.4. Доприноси стопи раста БДП-а на годишњем нивоу у САД (тримесечно, у п.п.)

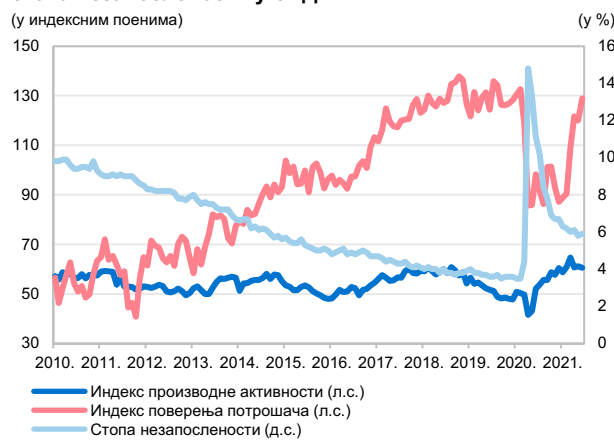


Извор: U.S. Bureau of Economic Analysis.

мера и отварањем економија, ЕЦБ очекује наставак привредног раста зоне евра током П2, који је на нивоу 2021. у јуну процењен на 4,6% (наспрам 4,0% у марту), при чему краткорочни економски изгледи и даље зависе од тока пандемије и адекватности одговора европских земаља.

Позитивни ефекти државне подршке допринели су наставку повољних кретања на тржишту рада у зони евра¹⁷ и током Т2, тако да је стопа укупне незапослености спуштена на 7,7% у јуну (са 8,1% у марту), чиме се приближила преткризном нивоу из фебруара 2020. (7,4%). На то је указивала и динамика водећег показатеља очекивања запослености за зону евра (*EEI*)¹⁸, који је у јуну достигао највиши ниво (111,7 поена) од краја 2018. године.

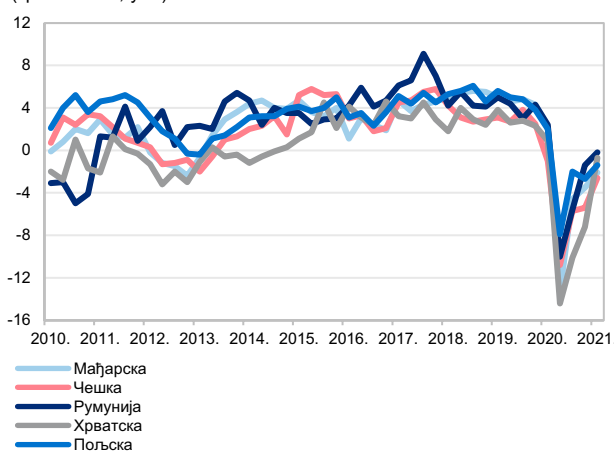
Графикон IV.6.5. Водећи економски показатељи и стопа незапослености у САД (у индексним поенима)



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

Привреда САД је у Т1 убрзала раст на 1,5% д.с., тј. на 6,3% на годишњем нивоу, вођен растом приватне и државне потрошње, као и инвестиција у основна средства (уз збирни допринос БДП-у од 10,5 п.п.), док су залихе и нето извоз смањени (уз збирни негативан допринос БДП-у од 4,2 п.п.). Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, БДП САД је у Т2 убрзао раст на 6,5% на годишњем нивоу, чему су допринели наставак попуштања мера физичког дистанцирања и повољни финансијски услови, као и испољавање ефеката фискалних пакета из марта ове године. У прилог томе је говорило и очување водећег индекса производне активности (*ISM PMI*) за САД дуже од годину дана у области експанзије (60,6 поена у јуну), у којој се од марта налази и водећи индекс поверења потрошача (*CCI*) за САД (128,9 поена у јуну). ФЕД је у јуну изашао с проценом привредног раста САД за 2021. годину од 7,0% (наспрам 6,5% у марту).

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



Извор: Eurostat.

Повољна ситуација на тржишту рада у САД евидентирана је и у Т2 – стопа незапослености од 5,9% у јуну и број незапослених од 9,5 млн лица, што је далеко испод њиховог највишег нивоа из априла прошле године (14,8% и 23,1 млн лица), али је и даље изнад преткризног нивоа (3,5% и 5,7 млн лица у фебруару 2020). Број новозапослених ван пољопривреде у јуну је порастао за око 850 хиљада лица у односу на мај, што је највећи месечни раст у

¹⁷ Од јануара ове године Eurostat примењује нову методологију Анкете о радној снази, са одређеним изменама у радном статусу појединаца, као и главним показатељима тржишта рада – стопама запослености, незапослености и партиципације.

¹⁸ Вредност индекса *Employment Expectations Indicator* изнад 100 поена указује на планове већег запошљавања, а испод 100 на планове мањег запошљавања.

протеклих десет месеци. Притом, око 95% нових радних места у јуну отворено је у услужним делатностима, пре свега у рекреацији и угоститељству, под утицајем повећане тражње за услугама.

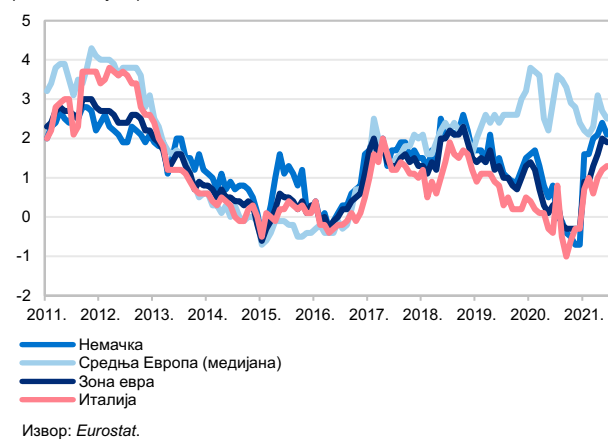
У региону средње и југоисточне Европе у великој мери ублажен је м.г. пад БДП-а, и то са $-3,3\%$ у Т4 2020. на $-1,25\%$ у Т1 2021, доминантно због смањења негативног доприноса укупне потрошње домаћинства и државе (на $-0,65$ п.п.), као и повећања укупних инвестиција (уз допринос БДП-у од $0,35$ п.п.). Насупрот томе, нето извоз је опао у Т1 (уз допринос БДП-у од $-0,95$ п.п.). Посматрано по земљама региона, највећи м.г. раст БДП-а забележен је у Србији ($1,7\%$), затим у Словенији и Словачкој ($1,6\%$ и $0,2\%$, респективно), док је у осталим земљама у Т1 регистрован м.г. пад БДП-а, али мањи него у претходном тромесечју. Иако је процес вакцинације напредовао у Т2 широм региона, аналитичари *Consensus Economics*-а оцењују да су изгледи привредног раста и даље неуједначени по земљама, с обзиром на нове сојеве вируса и ограничења у путовању. С тим у вези, неколико земаља региона одложило је повлачење фискалних подстицаја. Раст би требало додатно да подрже и средства из наредне генерације фондова ЕУ, чије је повлачење повезано с напретком у реформским процесима.

После енормног м.г. раста у Т1 ($18,3\%$), **кинеска привреда** је, према прелиминарној процени Националног статистичког бироа Кине, у Т2 остварила м.г. раст од $7,9\%$, по основу стабилног раста производње и споријег раста услужних активности. Према оцени Банке Русије, **руска привреда** се у Т2 вратила на преткризни ниво, захваљујући опоравку глобалне трговине и вишим ценама примарних производа, чији је нето извозник.

Кретање инфлације

Услед раста цена енергената и њихове изузетно ниске прошлогодишње базе, чији је ефекат био најизраженији у мају, м.г. инфлација у **зони евра** порасла је најпре на $1,6\%$ у априлу, а потом на $2,0\%$ у мају, што је највиши ниво од октобра 2018. године. Након тога, она је незнатно смањена у јуну, на $1,9\%$, под утицајем успоравања м.г. раста цена енергената, као и услуга. Иако су произвођачке цене порасле, услед растућих трошковних притисака због виших цена примарних производа и поремећаја у производњи и ланцима снабдевања током пандемије, то се за сада само у мањој мери прелило на раст цена

Графикон IV.6.7. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (м.г. стопе, у %)



Графикон IV.6.8. Инфлација у САД, мерено индексом издатака за личну потрошњу (мг. стопе, у %)



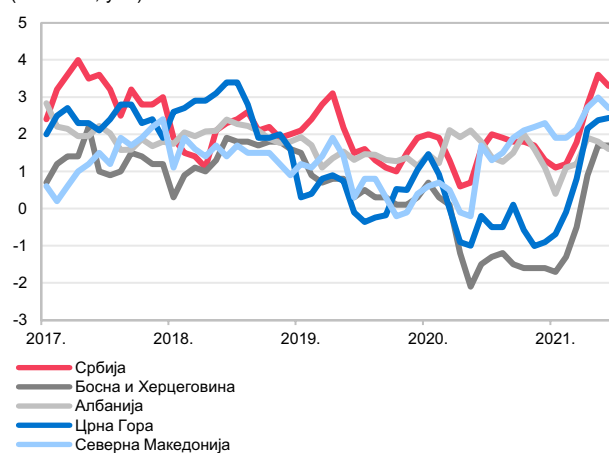
Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Графикон IV.6.9. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (мг. стопе, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

Графикон IV.6.10. Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан (мг. стопе, у %)



Извор: статистички заводи појединих земаља.

индустијских производа без енергије. Имајући у виду да је мг. **базна инфлација** наставила да се креће близу нивоа од 1,0%, ЕЦБ оцењује да је раст инфлације од почетка године привременог карактера. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, мг. инфлација у **Немачкој**, мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, након 2,4% у мају, у јуну је снижена на 2,1%, док је у **Италији** у јуну износила 1,3%. Према прелиминарним подацима, инфлација у зони евра убрзала је на 2,2% мг. у јулу, под утицајем привремених фактора, док је базна инфлација успорила на 0,7%, што додатно указује на то да су притисци на инфлацију пролазног карактера.

Раст тражње након отварања економије и обимних фискалних и монетарних мера, као и трошковни притисци по основу раста цена примарних производа и краткорочних ограничења на страни понуде услед уских грла у ланцима производње и снабдевања, довео је до убрзања инфлације у САД. Укупна мг. инфлација, мерено индексом издатака за личну потрошњу, порасла је са 2,4% у марту на 4,0% у јуну, што је највиши ниво од јула 2008. Инфлација по искључењу цена хране и енергије, којој ФЕД придаје нарочиту важност, у јуну је достигла 3,5% мг. и тиме премашила инфлациони циљ (просечно 2%).

Цене нафтних деривата и њихова изразито ниска прошлогодишња база водили су расту инфлације и у свим посматраним земљама **средње и југоисточне Европе**, па је у многима од њих она у Т2 премашила инфлациони циљ. Најизраженији раст инфлације забележен је у Мађарској, где је мг. инфлација достигла 5,3% у јуну, чему је, поред цена нафтних деривата, допринео и раст базне инфлације, као и раст цена хране. Након што је достигла 4,7% у мају, мг. инфлација у Пољској у јуну је снижена на 4,4%, пре свега под утицајем успоравања базне инфлације услед деловања базног ефекта. Инфлација у Чешкој је у априлу благо премашила циљ, да би потом успорила, под утицајем нижих цена хране, и до краја Т2 се кретала на нивоу који је био незнатно испод горње границе циљаног одступања (2,8% мг. у јуну). Расту инфлације у Румунији, поред цена нафтних деривата, допринеле су и неочекивано више цене поврћа у мају и јуну од сезонски уобичајених, па је она у јуну достигла 3,9% мг.

Вођена растом светских цена примарних производа током Т2 и њиховом ниском прошлогодишњом базом, мг. инфлација је расла и у земљама **Западног Балкана**, па је у Црној Гори и Босни и Херцеговини поново у позитивној зони. Инфлација у Турској

наставила је да расте и у Т2, на 17,5% у јуну, што је највиши ниво од маја 2019, услед депрецијације лире и раста цена прехранбених производа.

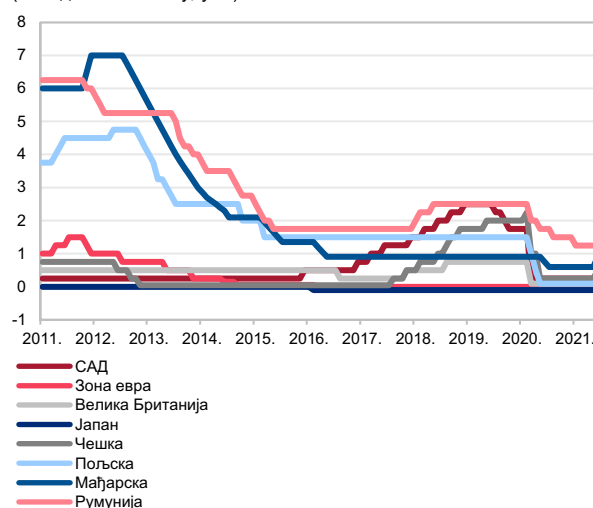
Монетарна политика

ЕЦБ није мењала основне каматне стопе, као ни програме куповине активе током Т2, при чему је, како је раније најављено, темпо куповине у оквиру привременог програма куповине активе (PEPP) био знатно бржи него почетком године. На састанку у јуну најављено је да ће увећана куповина ХоВ у оквиру овог програма бити настављена и током Т3. Поново је истакнута флексибилност овог програма, тако да наведени износ не мора бити искоришћен у целисти ако се повољни услови финансирања могу обезбедити и мањим обимом куповине, али у супротном може бити и повећан. 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. ЕЦБ наводи да ће се приликом одлучивања о монетарној политици узимати у обзир и климатске промене. Следећа процена адекватности стратегије монетарне политике најављена је за 2025. годину. У складу с новом стратегијом, ЕЦБ је на састанку у јулу изменила смернице по питању каматних стопа. Према новим смерницама, каматне стопе ће остати на тренутним или нижим нивоима 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. Услед тога, у прелазном периоду инфлација може бити умерено изнад циља. За сада, ЕЦБ најављује даљу подршку монетарне политике привредном расту и, у складу с тим, очекује вишу инфлацију у средњем року, али сматра да ће она остати испод 2%.

Ни ФЕД није мењао инструменте монетарне политике током Т2. Распон референтне стопе задржан је на постојећем нивоу (0–0,25%), на ком ће остати све док ФЕД не процени да је достигнута пуна запосленост, уз инфлацију која ће достићи 2% и неко време бити благо изнад тог нивоа. Такође, за сада је задржана и постојећа динамика куповине активе у оквиру програма квантитативних олакшица (месечна куповина државних ХоВ у износу од 80 млрд долара и хипотекарних обвезница у износу од 40 млрд долара), уз смерницу да се она неће успоравати све док се не забележи даљи значајан напредак у остварењу

Графикон IV.6.11. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

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

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	3,3	3,0 ± 1,5	1,00
Пољска	4,4	2,5 ± 1,0	0,10
Чешка	2,8	2,0 ± 1,0	0,50
Мађарска	5,3	3,0 ± 1,0	1,20
Румунија	3,9	2,5 ± 1,0	1,25
Турска	17,5	5,0 ± 2,0	19,00

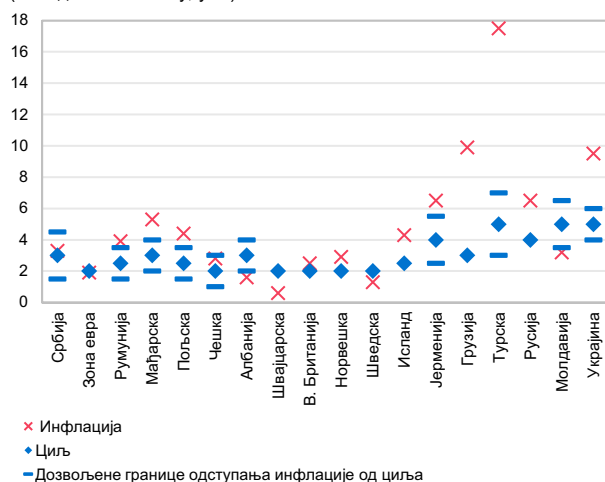
Извор: веб-сајтови централних банака.

* ИПЦ, мг. стопе у јуну.

** Крај јула 2021.

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

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Eurostat и веб-сајтови централних банака.

циљева, који ће ФЕД наставити да оцењује на наредним састанцима. Међутим, најновије пројекције ФЕД-а по питању референтне каматне стопе први пут до сада предвиђају повећање стопе у 2023, указујући на то да је већина представника ФЕД-а оптимистичнија – очекује да ће се циљеви постићи брже него што је иницијално очекивано.

Услед растућих инфлационих притисака, који су последица не само виших светских цена примарних производа већ и домаћих фактора, поједине централне банке у земљама средње и југоисточне Европе током Т2 реаговале су повећањем референтне стопе. Централна банка **Чешке** је на састанку у јуну, први пут од фебруара 2020, повећала референтну каматну стопу за 25 б.п., на 0,50%, при чему званичници истичу да ће повећавање каматне стопе бити настављено и у П2 2021. Централна банка **Мађарске** је на састанку у јуну такође повећала референтну стопу – за 30 б.п., на 0,90%, а потом на 1,2% у јулу, истичући да ће наставити да поштрава монетарну политику све док се не стабилизују инфлациони изгледи. Централна банка **Пољске** је задржала референтну стопу на 0,1%, а централна банка **Румуније** на 1,25%.

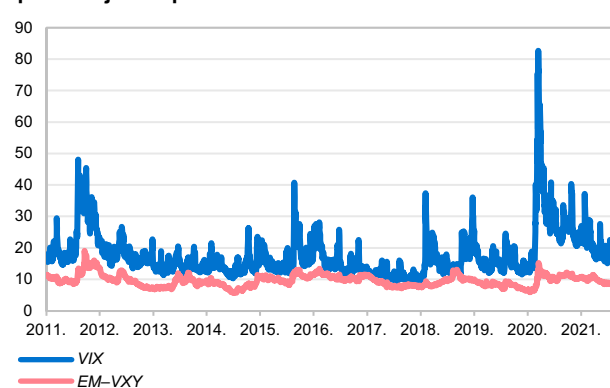
Централна банка **Турске** је почетком јула повећала стопу обавезне резерве на депозите у иностраној валути за 200 б.п., при чему је донета и одлука о примени више стопе ремунарације на део средстава обавезне резерве који се из стране валуте конвертује у средства у лирама.

Финансијска и робна тржишта

Оптимизам инвеститора да ће с напретком у процесу вакцинације у овој години уследити снажан опоравак глобалне економске активности допринео је смањењу имплицитне мере волатилности финансијских тржишта (*VIX*) у Т2 (за 3,6 п.п., на 15,8%), као и волатилности валута земаља у успону, мерено индексом *EM-VXY* (за 2,4 п.п., на 8,6%). Током јула, с растом забринутости да би ширење делта соја вируса могло да угрози глобални економски опоравак, волатилност на финансијским тржиштима је повећана (18,1), док се показатељ волатилности валута земаља у успону није знатније мењао (8,7%).

Отварање економија и попуштање рестриктивних мера одразили су се и на благи раст приноса на десетогодишње државне **ХоВ** већине развијених европских земаља у Т2 (за око 0,1 п.п. у просеку), при чему су приноси на десетогодишње обвезнице

Графикон IV.6.13. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта*



Извор: Блумберг.

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

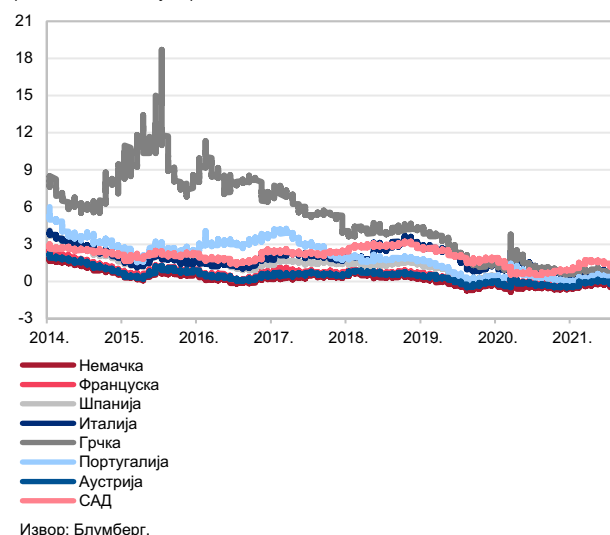
Немачке и даље остали негативни (крајем јуна су износили $-0,2\%$). С друге стране, након што су у марту достигли највиши ниво у претходних 14 месеци, приноси на десетогодишње државне обвезнице САД кориговани су наниже у Т2 за $0,2$ п.п., на $1,5\%$, а током јула на $1,2\%$. У јулу су смањени приноси на државне ХоВ развијених европских земаља (за око $0,2$ п.п.), па су у негативну зону ушли и приноси на хартије Француске и Аустрије.

Кретање вредности долара према евр у највећој мери било је одређено тиме што су инвеститори очекивали евентуалне реакције монетарне политике ФЕД-а на кретање инфлације. Тако се јачање очекивања инвеститора да ће ФЕД, упркос расту инфлаторних притисака, дуже време задржати каматне стопе на постојећем нивоу, уз пад приноса на државне обвезнице САД, одразило на слабљење долара према евр у током априла и маја, на ниво од $1,23$ долара за евро крајем маја. Након тога је, услед раста очекивања да би ФЕД већ током Т3 могао да најави смањење обима куповине активе у оквиру програма квантитативних олакшица, уследило јачање долара, на $1,19$ долара за евро крајем Т2, али је долар и даље био слабији него на крају Т1. Крајем јула вредност долара према евр у била је готово иста као и крајем Т2.

Од почетка Т2 до почетка јуна, **цена злата** је расла и достигла 1.902 долара по унци, услед пада стопа приноса на америчке државне ХоВ и слабљења долара, раста инфлационих очекивања, ширења нових сојева вируса корона, као и услед већих улагања инвестиционих фондова у злато. Након тога, цена злата је до краја јуна смањена на 1.763 долара по унци, као резултат већег оптимизма по питању економског опоравка у свету, али и сигнализирања могућег ранијег затезања монетарне политике ФЕД-а него што се првобитно очекивало. У јулу је цена злата поново расла, на 1.826 долара по унци, услед забринутости због ширења делта соја вируса.

Цена нафте је порасла за 20% у Т2 и крајем јуна достигла је $75,1$ долар по барелу. На то су утицали пад залиха сирове нафте у САД, опоравак тражње за нафтом након отварања економија зоне евра и САД и снажан раст тражње за нафтом у Кини. Поред тога, у правцу раста цене нафте деловала је и одлука *OPEC+*, донета на састанку почетком јуна, о наставку придржавања ограничења производње, као и пројекције Међународне агенције за енергетику (*IEA*) да ће тражња за нафтом расти брже од понуде. Почетком јула прекинути су преговори о повећању производње *OPEC+*, услед несугласица између

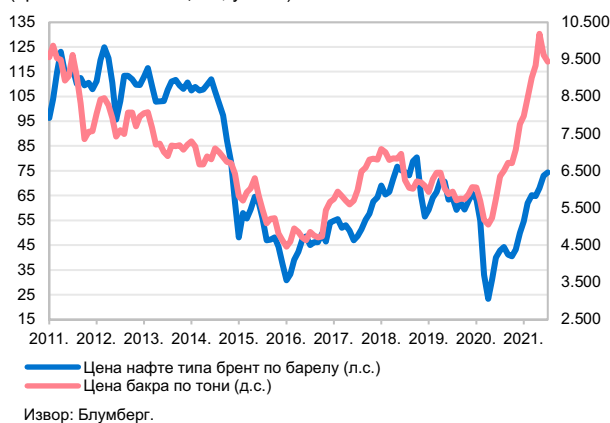
Графикон IV.6.14. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



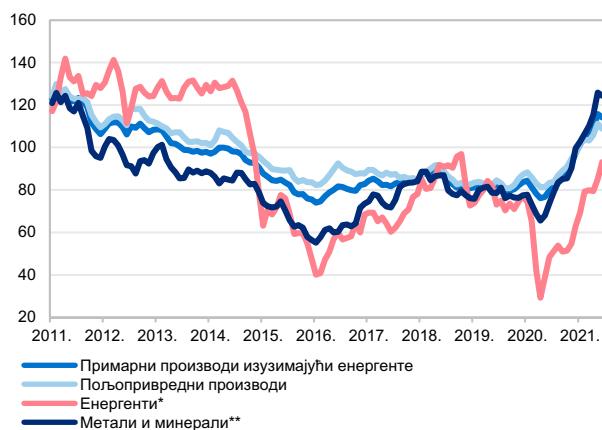
Графикон IV.6.15. Кретање курсова одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Графикон IV.6.16. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Графикон IV.6.17. Индекс цена примарних производа (2010 = 100)



Извор: Светска банка.

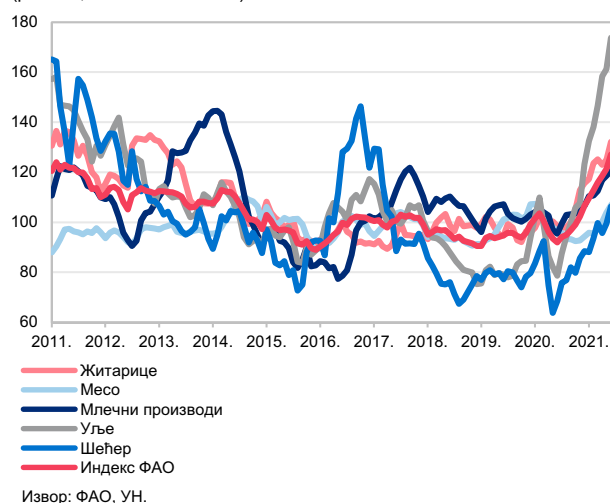
* Сирова нафта, природни гас и угаљ.

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

Уједињених Арапских Емирата и Саудијске Арабије, али је крајем јула ипак постигнут договор о постепеном повећању производње нафте сваког месеца, почевши од августа па док се не надокнади прошлогодишње договорено ограничење. Након пада на 68,6 долара по барелу 20. јула, цена нафте поново је повећана на 75,4 долара по барелу крајем јула.

Раст индустријске активности у Кини и развијеним економијама и најављени инфраструктурни пројекти у САД, умерена депрецијација долара, као и поремећаји у производњи и ланцима снабдевања у Јужној Америци услед погоршања епидемиолошке ситуације, допринели су даљем расту **цена метала и минерала**, који је, према индексу Светске банке, износио 12,7% у Т2. Раст у Т2 забележиле су све компоненте овог индекса, при чему је највише порасла цена руде гвожђа (27,5%), која је достигла и највиши ниво од када се прати. Цена бабра је, након рекордно високог нивоа у мају, у јуну благо коригована наниже, што је био случај и с ценом цинка, након мајског вишегодишњег максимума.

Графикон IV.6.18. Индекс светских цена хране (реално, 2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Светске цене хране, мерено **индексом ФАО**, такође су наставиле да расту, при чему су услед снажног раста цена уља, шећера и житарица, у мају достигле највиши ниво у претходних више од десет година. У јуну је ипак, након 12 месеци узастопног раста, уследио њихов благи пад, тако да су крајем Т2, реално посматрано, биле за 4,6% више него на крају Т1. Цене житарица на светском тржишту, које су од посебне важности за Србију, порасле су у Т2 за 4,7%, при чему се њихово смањење у јуну дугује приносима кукуруза у Аргентини, који су надмашили очекивања, док су цене пшенице само незнатно смањене. Након што су у мају достигле рекордни ниво од када су расположиви подаци, цене уља (пре свега палминог, сојиног и сунцокретовог) у јуну су снижене, па су крајем Т2 биле за 1,0% ниже него на крају Т1. Под утицајем неповољних временских услова у Бразилу, највећем светском извознику шећера, цене шећера су у Т2 порасле за 12%, што је нови вишегодишњи максимум. Цене меса су у Т2 порасле за 8,8%, услед раста тражње из источне Азије, што је такође био разлог раста цена млечних производа, које су у Т2 повећане за 2,1%.

V. Пројекција

Раст економске активности бржи од очекиваног од почетка ове године, који је пре свега резултат бржег раста инвестиција и извоза, као и бржег опоравка услужних сектора, утицао је на ревизију навише пројекције привредног раста за ову годину – са 6,0% на 6,5%. Раст ће бити вођен у највећој мери домаћом тражњом, чему би требало кључно да допринесу наставак реализације инфраструктурних пројеката и правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и по том основу обезбеђени повољни услови финансирања и очувани производни капацитети и радна места. Поред тога, раст извозне понуде, уз нормализацију глобалних економских токова услед наставка вакцинације и очекивани опоравак екстерне тражње, допринеће и двоцифреном расту извоза и поправљању спољнотрговинског дефицита. Исти фактори, као и очекивано додатно убрзање реализације инфраструктурних пројеката по основу нових планираних пројеката, према нашој оцени, утичу и на повољније средњорочне изгледе раста, тако да сада очекујемо да ће се привредни раст у наредним годинама кретати у распону од 4% до 5% годишње, уместо 4%, што су била наша претходна очекивања. Ризици пројекције и даље потичу од тока пандемије на глобалном нивоу и њеног утицаја на кретања на робном и финансијском тржишту, а, укупно посматрано, оцењујемо их као симетричне, при чему су благо асиметрични наниже по основу фактора из међународног окружења и благо навише по основу фактора из домаћег окружења.

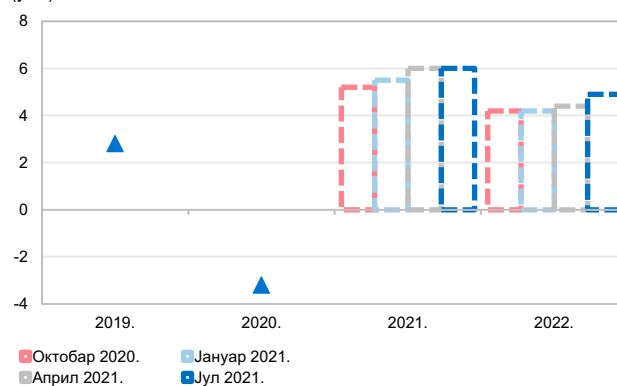
Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће се м.г. инфлација у другој половини ове године и у првом тромесечју наредне године кретати у горњој половини циљаног распона ($3 \pm 1,5\%$). На овакво кретање инфлације утицаће више светске цене нафте и примарних пољопривредних производа, које су се преко трошковних притисака у одређеној мери пренеле и на више цене нафтних деривата и хране на домаћем тржишту, уз базни ефекат код цена поврћа. Са ишчезавањем утицаја поменутих привремених фактора, инфлација би требало да у Т2 2022. прво успори, а да се затим, до краја периода пројекције, креће у доњој половини циљаног распона. Базна инфлација, на коју мере монетарне политике највише утичу, остаће релативно стабилна у хоризонту пројекције, а њен благи раст очекује се тек крајем периода пројекције, с додатним убрзањем раста домаће тражње. Виши раст цена примарних производа претходних месеци од очекиваног јесте и кључан разлог због чега је нова пројекција инфлације у кратком року на вишем нивоу од пројекције коју смо објавили у мају. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на брзину глобалног привредног опоравка, пре свега зоне евра, кретање светских цена примарних производа, постојање уских грла у глобалним ланцима снабдевања, као и на токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције делом се односе и на домаће тржиште – нову пољопривредну сезону, брзину опоравка тражње и кретање регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Пројекција БДП-а

Изгледи за глобални и домаћи привредни раст и надаље ће највише зависити од тока пандемије, али охрабрује то што се светска привреда налази на путањи раста и што се пројекције ревидирају навише. Током Т2 епидемиолошка и економска ситуација и у свету и код нас знатно се поправила, захваљујући напретку у вакцинацији, као и обимним фискалним и монетарним подстицајима у великом броју земаља. По том основу, рестриктивне здравствене мере су попуштене и многе економије су се отвориле.

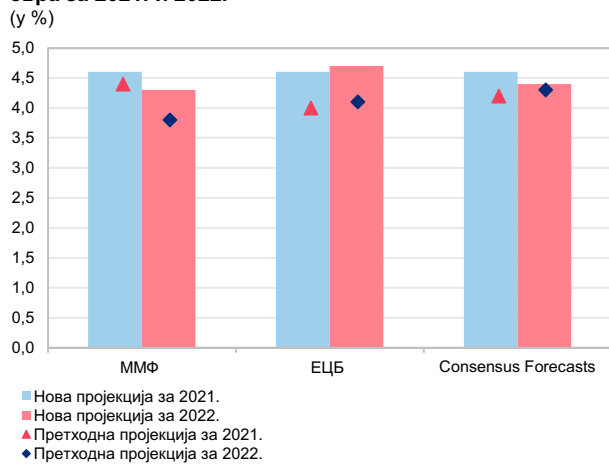
У периоду од претходног извештаја, ММФ није мењао прогнозу глобалног привредног раста за 2021.

Графикон V.0.1. Остварење и пројекције глобалног реалног привредног раста ММФ-а за 2021. и 2022. (у %)

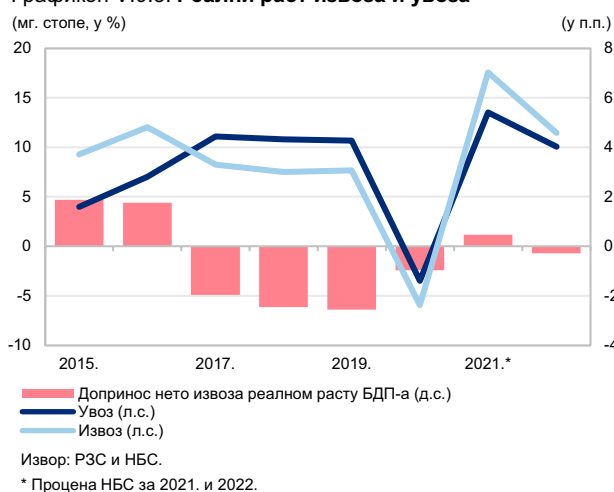


Извор: ММФ WEO и WEO Updates.

Графикон V.0.2. Ревизија пројекција раста БДП-а зоне евра за 2021. и 2022.



Графикон V.0.3. Реални раст извоза и увоза



Табела V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2021. и 2022. ММФ-а

	2021.		2022.	
	Претходна пројекција	Нова пројекција	Претходна пројекција	Нова пројекција
Свет	6,0	6,0	4,4	4,9
Зона евра	4,4	4,6	3,8	4,3
Немачка	3,6	3,6	3,4	4,1
Италија	4,2	4,9	3,6	4,2
САД	6,4	7,0	3,5	4,9
Русија	3,8	4,4	3,8	3,1
Кина	8,4	8,1	5,6	5,7

Извор: ММФ WEO (април 2021) и ММФ WEO (јул 2021).

(6,0%), али је повећан јаз у погледу очекиване брзине опоравка између развијених земаља и земаља у успону, што је пре свега последица неједнаке доступности вакцина и динамике вакцинације. Ревизије навише за ову годину извршене су, пре свега, за САД и Велику Британију (за 0,6 п.п. и 1,7 п.п., респективно, на по 7%), због веће доступности вакцина и њихове ефикасности, а затим и за зону евра. Истовремено, смањена је прогноза раста за земље у успону – Кину (за 0,3 п.п., на 8,1%), а посебно Индију (за 3,0 п.п., на 9,5%) због погоршања епидемиолошке ситуације током Т2. Прогноза глобалног раста за 2022. ревидирана је навише за 0,5 п.п. и сада износи 4,9%, као резултат очекиваног општег поправљања здравствене ситуације и очекиваног изгласавања додатне фискалне подршке у САД у П2 ове године.

Према оценама међународних финансијских институција, у периоду од претходног извештаја пројекције привредног раста зоне евра и појединих њених највећих економија за 2021. ревидиране су навише. Тако је у најновијој, јулској прогнози Consensus Forecasts-а, у поређењу са априлском, раст зоне евра за 2021. ревидиран навише за 0,4 п.п. (на 4,6%), а за 2022. за 0,1 п.п. (на 4,4%), што су претпоставке које смо користили у текућој пројекцији. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, тј. очекиваним опоравком инвестиција и потрошње, чему доприносе напредак у вакцинацији, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, пакети фискалне помоћи у већини чланица зоне евра и опоравак екстерне тражње, пре свега Кине и САД. С проценом раста за ову годину од 4,6% сагласни су и ЕЦБ и ММФ у својим најновијим пројекцијама. Што се тиче Немачке, нашег појединачно посматрано најважнијег спољнотрговинског партнера, према Consensus Forecasts-у, пројекција привредног раста за 2021. ревидирана је навише за 0,1 п.п. (на 3,4%), док ММФ, као и у априлу, пројектује да ће раст износити 3,6%. У односу на април, највише је повећана прогноза раста Италије (4,9%, наспрам 4,2%, према ММФ-у), јер је предвиђено да Италија добије највећи износ из фондова ЕУ намењених програму Next Generation EU Fund.

У односу на претходни извештај, и за већину земаља у региону средње и југоисточне Европе, важних трговинских партнера Србије, Consensus Forecasts кориговао је навише раст БДП-а за ову годину. Брзина опоравка овог региона у наредном периоду пре свега ће зависити од темпа вакцинације и њене ефикасности у сузбијању ширења нових сојева вируса, брзине опоравка зоне евра, која је овој групи земаља најзначајнији трговински партнер, као и од

могућности коришћења додатних фискалних и монетарних стимуланса.

Требало би да раст екстерне тражње, уз ефекте веће понуде по основу инвестиција у извозне секторе из претходног периода, подржи **двоцифрени раст извоза робе и услуга Србије у овој години**. Притом, и поред приметног убрзања раста увоза током Т2, пре свега опреме и репроматеријала услед наставка инвестиционог циклуса, извоз робе и услуга, посматрано од почетка године, расте брже. Због тога у текућој пројекцији очекујемо већи обим спољнотрговинске размене и **позитиван допринос нето извоза у овој години** (0,5 п.п.), за разлику од мајске пројекције, када смо процењивали да ће допринос нето извоза бити благо негативан. У наредним годинама, услед очекиваног убрзања инвестиционог циклуса по основу планираних значајних инфраструктурних пројеката, очекујемо благо негативан допринос нето извоза. У складу са оваквом проценом нето извоза, очекујемо да ће **учешће дефицита текућег рачуна у овој години бити ниже од претходно очекиваног и да ће износити око 4,0% БДП-а**, уз реалну могућност да буде и нижи, а да ће се у средњем року кретати у распону од 4% до 5% БДП-а. У смеру поправљања екстерне позиције и надаље ће деловати раст извозних капацитета и очекивани глобални економски опоравак, **као и пуна покривеност дефицита текућег рачуна нето приливима СДИ**, што је био случај и у протеклих шест година.

Знатан позитиван допринос расту БДП-а ове године и у средњем року очекује се од **домаће тражње**, која ће се убрзано опорављати, чему ће допринети:

- поправљање епидемиолошке ситуације претходних месеци захваљујући успешној вакцинацији;
- обезбеђени повољни услови финансирања и очувано инвестиционо и потрошачко поверење захваљујући предузетим монетарним и фискалним подстицајима, који су настављени и у овој години;
- наставак инвестиционог циклуса, привремено успореног током пандемије, за који се очекује да ће се додатно убрзати наредне године, пре свега по основу најављених пројеката изградње железничке, путне и комуналне инфраструктуре;
- раст запослености и зарада у највећем броју делатности и очувано тржиште рада у условима пандемије.

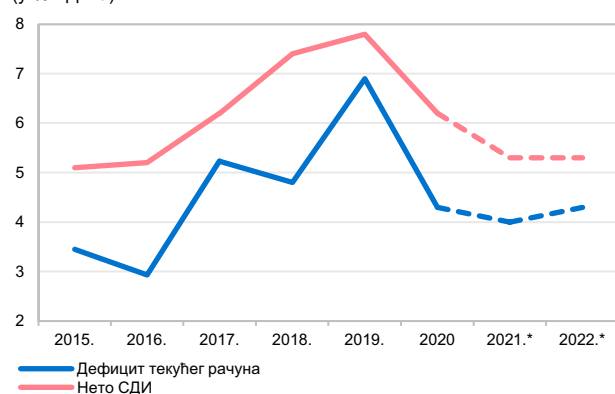
Знатно поправљање епидемиолошке ситуације и попуштање здравствених мера резултирали су опоравком домаћег услужног сектора током Т2. Иако

Табела V.0.2. Процена привредног раста по земљама (реални раст, у %)

	Април 2021.		Јул 2021.	
	2021.	2022.	2021.	2022.
Пољска	4,0	4,9	4,8	5,1
Чешка	3,3	4,6	3,7	4,7
Мађарска	4,5	5,1	6,3	5,0
Румунија	5,0	4,7	6,9	4,6
Словачка	4,2	4,5	4,3	4,8
Словенија	4,4	4,4	4,7	4,5
Хрватска	4,9	4,8	6,6	4,5
Бугарска	3,3	3,8	4,1	3,8
Албанија	5,1	4,8	5,1	4,1
БиХ	3,0	4,0	3,3	4,0
С. Македонија	4,0	3,9	3,8	3,8

Извор: Consensus Forecasts.

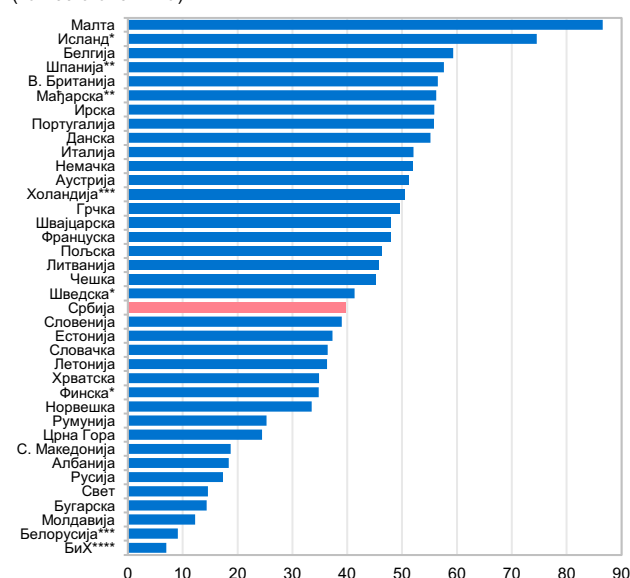
Графикон V.0.4. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ (у % БДП-а)



Извор: НБС.

* Пројекција НБС.

Графикон V.0.5. Број потпуно вакцинисаних – 31. јул 2021. (на 100 становника)



Извор: Our World In Data.

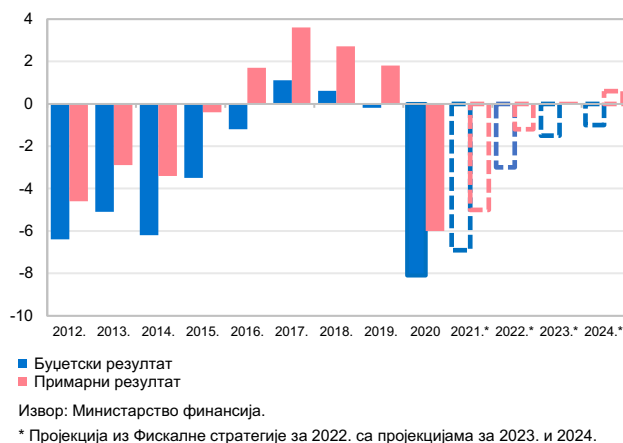
* 30. 7. 2021.

** 29. 7. 2021.

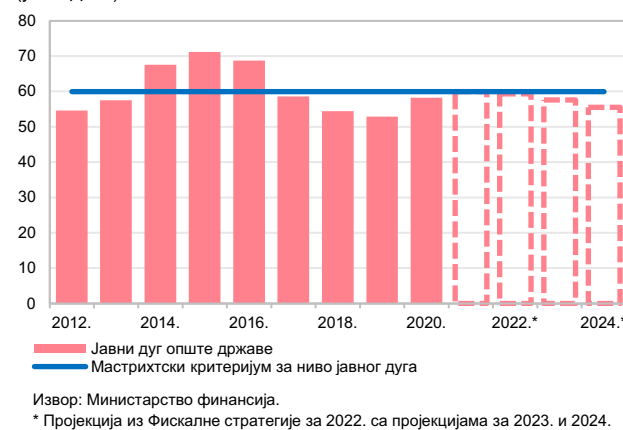
*** 25. 7. 2021.

**** 21. 7. 2021.

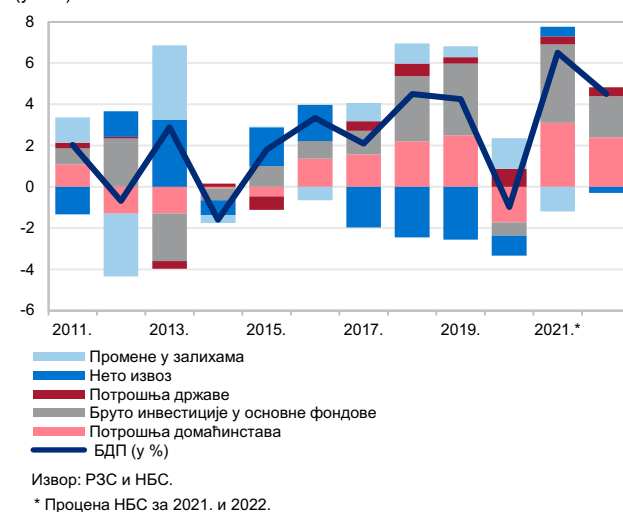
Графикон V.0.6. **Фискални и примарни резултат буџета опште државе**
(у % БДП-а)



Графикон V.0.7. **Јавни дуг опште државе**
(у % БДП-а)



Графикон V.0.8. **Доприноси реалном расту БДП-а**
(у п.п.)



смо у пројекцији претпоставили да ће током јесени доћи до још једног таласа повећања броја оболелих од вируса корона и у свету и код нас, ценимо да би тај талас могао бити знатно слабији, него претходни, захваљујући успешној вакцинацији, тако да не би требало да дође до већих поремећаја у пословању домаће економије.

Фискална подршка економском опоравку од кризе настављена је и у овој години. Током Т2 започета је реализација трећег пакета економских мера у вредности од око 4,5% БДП-а, који је конципиран тако да се највећа помоћ обезбеди најугроженијим секторима привреде, као и становништву, а до средине наредне године предвиђа се и наставак одобравања кредита из гарантне шеме. По том основу, очекује се раст расположивог дохотка привреде и грађана, а тиме и инвестиција и личне потрошње. Фискалном стратегијом за 2022. са пројекцијама за 2023. и 2024. планиран је и раст учешћа капиталних расхода, на око 7,2% БДП-а ове године и задржавање на сличном нивоу у наредним годинама, чиме се подржава раст инвестиција и производног потенцијала. **Фискална кретања у првих шест месеци ове године повољнија су од очекивања (дефицит опште државе у П1 износи 1,4% БДП-а),** што је, пре свега, резултат боље од очекиване реализације прихода захваљујући бржем опоравку економске активности. Тиме се отвара простор за додатну фискалну подршку, а да се не угрози одрживост јавних финансија. Јавни дуг централног нивоа власти на крају јуна износио је 55% БДП-а, а на нивоу године (уз планиран дефицит опште државе од 6,9% БДП-а) не би требало да пређе мастрихтски критеријум од 60%. У средњем року предвиђа се постепено смањење фискалног дефицита и прелазак у примарни суфицит, што ће обезбедити да се јавни дуг нађе на опадајућој путањи.

У пројекцији смо претпоставили да ће раст капиталних расхода државе ове и следеће године бити у складу с Фискалном стратегијом, при чему је могуће да њихово учешће у БДП-у остане на високом нивоу и у наредним годинама. Поред тога, с обзиром на знатне индиректне ефекте који се очекују по основу реализације инфраструктурних пројеката, процењујемо да ће се повећати и приватне инвестиције, посматрано с расходне стране, односно активност у индустрији и саобраћају, посматрано с производне стране. По том основу очекујемо и да ће се задржати релативно висок прилив СДИ од око 3 млрд евра у просеку годишње, што ће утицати на раст укупне факторске продуктивности и производног потенцијала.

Расту расположивог дохотка, а тиме и инвестиција и потрошње, доприносе и повољни услови финансирања на домаћем тржишту. Расту динарских кредита доприносе ефекти претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, као и ублажавање кредитних стандарда банака и одобравање кредита микропредузећима, малим и средњим предузећима по повољним условима, док се на и даље повољну цену задуживања у евро знаку одражава експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а. У прилог повољној цени задуживања иде и нижа премија ризика земље и приближавање кредитног рејтинга инвестиционом, који би могао да буде и достигнут у хоризонту пројекције.

Правовремено донете мере Владе и Народне банке Србије, које су биле посебно усмерене на очување **тржишта рада**, допринеле су његовој релативној отпорности на негативне ефекте пандемије, на шта указују најзначајнији показатељи незапослености и активности. Раст формалне запослености и зарада у већини делатности, који је привремено успорен у Г1, поново се убрзава.

Када се има у виду све претходно наведено, требало би да допринос **приватне потрошње** расту БДП-а ове године, према нашој процени, износи близу 3,0 п.п. Раст потрошње биће подржан, пре свега, наставком раста зарада и запослености, већим расположивим дохотком по основу задржаних повољних услова за узимање нових кредита и отплате постојећих кредита и директних фискалних подстицаја, као и растом потрошачког поверења с напретком у сузбијању епидемије. Сличну динамику раста потрошње очекујемо и у наредним годинама, чему ће допринети очекивани завршетак пандемије и мања склоност ка штедњи из предострожности по том основу. Мада споријим темпом у поређењу с претходном годином, позитиван допринос БДП-у и у овој години очекује се од **државне потрошње** (0,4 п.п.), пре свега услед већих издвајања за здравствену заштиту (вакцине, плате здравственим радницима и набавка медицинског материјала).

Највећи позитиван допринос расту БДП-а ове године очекујемо од **фиксних инвестиција** (3,8 п.п.), чија је реализација од почетка године бржа од очекиване, што је утицало и на ревизију навише привредног раста за ову годину на 6,5%. Више од половине доприноса потећи ће од **приватних инвестиција**, чијем опоравку доприносе очувана макроекономска стабилност, смањење аверзије инвеститора према ризику услед напретка у вакцинацији и сузбијању

Графикон V.0.9. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)



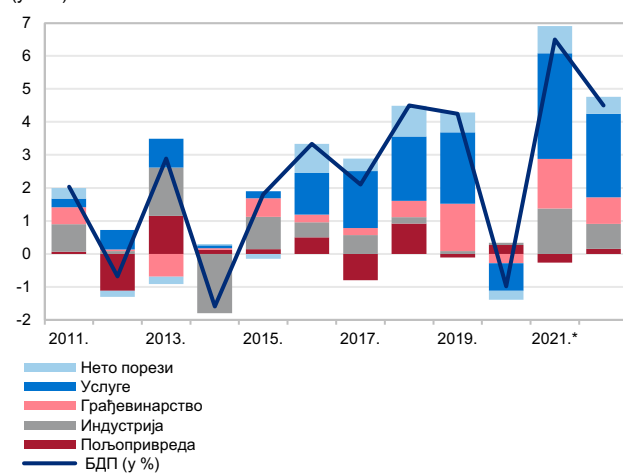
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за 2021. и 2022.

пандемије, задржани повољни услови финансирања, као и глобални економски опоравак, који би требало да допринесе наставку солидног прилива капитала у Србију по основу СДИ. Позитиван допринос очекује се и по основу **планираних инвестиционих пројеката** државе, пре свега у саобраћајну инфраструктуру, на шта указује планиран раст капиталних издатака државе. Фиксне инвестиције ће и у средњем року знатно допринесити привредном расту, с обзиром на најављене велике инвестиције у инфраструктуру, тако да се очекује да оне 2023. достигну 26% номиналног БДП-а.

Једина компонента домаће тражње која ће, према нашој оцени, ове године дати негативан допринос јесу **залихе**, које расту већ неколико година узастопно. Негативан допринос очекујемо пре свега по основу нижих залиха у пољопривреди, имајући у виду да оцењујемо да ће овогодишња сезона бити просечна, након одличне прошлогодишње, као и да су извозу пољопривреде у претходној меркантилној години погодиле више цене на светском нивоу. Смањење залиха очекујемо и код готових индустријских производа.

Графикон V.0.10. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС за 2021. и 2022.

Посматрано с **производне стране**, ове године очекујемо потпуни опоравак активности у услужним секторима и наставак раста у производним секторима, изузев пољопривреде. Убрзању раста активности у услужним секторима, пре свега у секторима који су највише били погођени пандемијом, допринеће очекивани раст потрошње услед поправљања епидемиолошке ситуације, раст расположивог дохотка и животног стандарда, као и мања склоност ка штедњи. Расту прерађивачке индустрије са стране понуде допринеће активирање нових и проширење постојећих капацитета, а са стране тражње очекивано убрзање привредног раста наших главних спољнотрговинских партнера. Расту БДП-а требало би позитивно да допринесе и грађевинарство, с обзиром на планирано даље повећање капиталних издатака државе, а пре свега актуелне и планиране пројекте у области саобраћајне инфраструктуре, као и повољне тенденције на тржишту некретнина. Под претпоставком просечне пољопривредне сезоне након одличне прошлогодишње, благо негативан допринос расту БДП-а ове године очекујемо од пољопривреде.

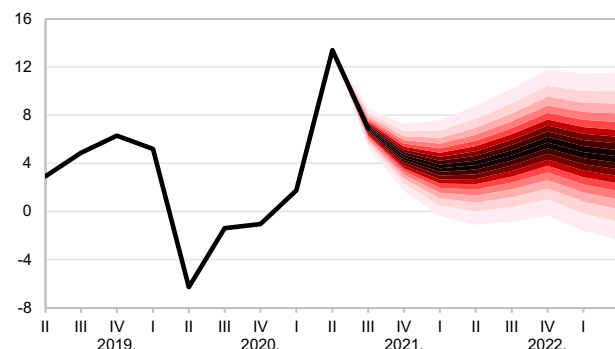
Ризике пројекције БДП-а, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Када је реч о ризицима пројекције који потичу из **међународног окружења**, оцењујемо да су они **благо асиметрични наниже**. Према оцени

међународних финансијских институција, Светске банке и ММФ-а, **глобални економски опоравак** и даље је неуједначен и концентрисан у развијеним економијама, а његови изгледи у великој мери зависе од темпа вакцинације, при чему су ризици оцењени као асиметрични наниже, пре свега у кратком року. Недостатак вакцина у земљама у успону и развоју и ширење нових сојева вируса могли би да воде погоршању епидемиолошке ситуације, што умањује изгледе глобалног привредног раста. Повремени застоји у глобалним ланцима производње и повећани трошкови производње и дистрибуције по том основу такође представљају ризик наниже по пројекцију глобалног привредног раста. Међутим, треба имати у виду да се темпо вакцинације убрзава у зони евра, као и у земљама средње и источне Европе, које су такође наши важни трговински партнери, и да се за њих углавном предвиђа бржи привредни раст од претходно очекиваног. То је делом резултат и обимних пакета економских мера и чињенице да су се многа предузећа прилагодила измењеним условима пословања. Поред тога, релативно повољну околност за Србију представља то што је у зони евра претходних месеци растао пре свега производни сектор, што је допринело и да наш извоз остане релативно отпоран на ефекте пандемије. Евентуално већи пад економске активности у зони евра и земљама с којима остварујемо значајне трговинске везе одразио би се и на нижи раст извоза Србије, а последично и на нижу производњу у прерађивачкој индустрији, док би бржи опоравак имао супротан ефекат.

Према пројекцијама међународних финансијских институција и у складу с кретањем фјучерса, очекује се стабилизација **светских цена примарних производа** у наредном периоду, а потом и њихов постепен пад. С обзиром на то да је Србија него увозник нафте, нижа светска цена нафте од пројектоване могла би да се прелије на виши расположиви доходак и ниже трошкове пословања, а тиме и да се позитивно одрази на БДП. Супротно, ниже светске цене метала и житарица негативно би се одразиле на БДП, с обзиром на то да је Србија нето извозник ових производа. Имајући претходно у виду, процењујемо да би у том случају збирни ефекат на БДП био неутралан или благо позитиван. С друге стране, бројни фактори на страни понуде могли би да утичу на наставак раста светских цена примарних производа, попут успореног темпа повећања производње нафте или смањене понуде примарних пољопривредних производа услед неповољних климатских фактора. То би имало супротан ефекат на кретање нашег БДП-а.

Графикон V.0.11. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Брзина глобалног привредног раста и јачина и трајање инфлаторних притисака одређиваће и кретања на међународном финансијском тржишту, глобалне финансијске услове, а тиме и токове капитала према земљама у успону. Водеће централне банке оцењују да су фактори који су водили расту инфлације од почетка године привремени, али ако се испостави да су притисци на раст инфлације ипак трајнијег карактера, то би могло утицати на поштравање њихових монетарних политика раније од очекивања, а по том основу и глобалних финансијских услова. С друге стране, спорији глобални привредни раст значио би да ФЕД и ЕЦБ треба да наставе да воде изузетно експанзивну монетарну политику и у наредном периоду. Ликвидност на међународном финансијском тржишту би у том случају остала висока дуже време, што би се позитивно одразило и на токове капитала према земљама у успону, а тиме и према Србији.

Ризици из домаћег окружења, према нашој оцени, благо су асиметрични навише, пре свега по основу могућег већег прилива СДИ од очекиваног. Наиме, у

Табела V.0.3. Кључни ризици пројекције БДП-а

Ризик	Могући канали утицаја на БДП у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
Међународно окружење		
Неизвесност у погледу тока пандемије и утицаја на глобални привредни раст	Недостатак вакцина у земљама у успону и развоју и ширење нових сојева вируса могли би да воде погоршању епидемиолошке ситуације, што умањује изгледе глобалног привредног раста. У супротном смеру деловало би убрзање вакцинације. Повремени застоји у глобалним ланцима производње и повећани трошкови производње и дистрибуције по том основу такође представљају ризик наниже по пројекцију глобалног привредног раста. Спорији глобални опоравак утицао би на успоравање екстерне тражње, мањи извоз Србије и спорији раст прерађивачке индустрије, и обрнуто.	↓
Темпо опоравка зоне евра од пандемије	Спорији раст зоне евра утицао би на мањи извоз Србије, што би, посматрано с производне стране, за последицу имало и спорији раст прерађивачке индустрије. С друге стране, бржи опоравак зоне евра би за резултат имао већи извоз Србије.	↕
Токови капитала, односи главних валута на међународном финансијском тржишту, монетарне политике водећих централних банака	Повећање/смањење неизвесности на међународном финансијском тржишту и раст/пад аверзије према ризику смањило/повећало би прилив инвестиција и повећало/смањило трошкове задужевања. Експанзивне мере монетарне политике водећих земаља доприносе смањењу аверзије према ризику и утичу на већу спремност инвеститора за улагања.	↕
Цене примарних производа: – сирова нафта (Србија нето увозник) – житарице (Србија нето извозник) – основни метали (Србија нето извозник)	Раст/пад цена нафте смањило/повећао би расположиви доходак и повећао/смањило би трошкове пословања. Раст/пад цена основних метала и житарица повећао/смањило би извоз.	↕
Домаће окружење		
Већи прилив СДИ од пројектованог	Раст СДИ изнад пројектованог допринео би бржем опоравку индустријске производње и извоза, с обзиром на то да је највећи део СДИ усмерен у прерађивачку индустрију, и обрнуто.	↑
Додатна фискална подршка	Додатна фискална подршка привреди и грађанима, уз очувано тржиште рада, утицала би на раст расположивог дохотка, а тиме и инвестиција и потрошње.	↑
Пољопривредна сезона	Већи/мањи раст пољопривредне производње од очекиваног доприноси расту/паду извоза и прерађивачке индустрије.	↓
Напомена: ↑ означава повољнији исход по БДП у односу на основни сценарио, ↓ неповољнији исход, а ↕ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.		

текућој пројекцији претпоставили смо да ће прилив **СДИ** бити на сличном нивоу као у 2020. години, што је прилично конзервативна процена ако се имају у виду повољна макроекономска перспектива Србије и очекивана реализација значајнијих инфраструктурних пројеката, као и да је претходних година прилив СДИ превазилазио наша очекивања.

Поред тога, **фискална кретања** од почетка године повољнија су од очекивања, као резултат боље реализације прихода, по основу чега се отвара додатни простор за подршку привреди и грађанима, а да то не угрози одрживост јавних финансија. Додатна фискална подршка привреди и грађанима, уз очувано тржиште рада, утицала би на раст расположивог дохотка, а тиме и инвестиција и потрошње. По овом основу ценимо да су ризици по раст БДП-а такође асиметрични навише.

Ризик наниже, али у мањој мери, представља **пољопривредна производња**, ако се имају у виду временске прилике током летњих месеци и то што смо за ову годину претпоставили просечну пољопривредну сезону, након прошлгодишње натпросечне. С једне стране, подаци РЗС-а указују на то да је принос пшенице ове године бољи од очекиваног, као и да је већа засејаност јесењих култура ове године него прошле, са изузетком сунцокрета. С друге стране, смањена влажност земљишта, као последица дуготрајне суше претходних месеци, могла би да утиче на то да приноси кукуруза и индустријског биља ове године буду нижи од претпостављених. То би се одразило и на нижи извоз, с тим што би ефекти на извоз по овом основу били већи у наредној него у текућој години.

Пројекција инфлације

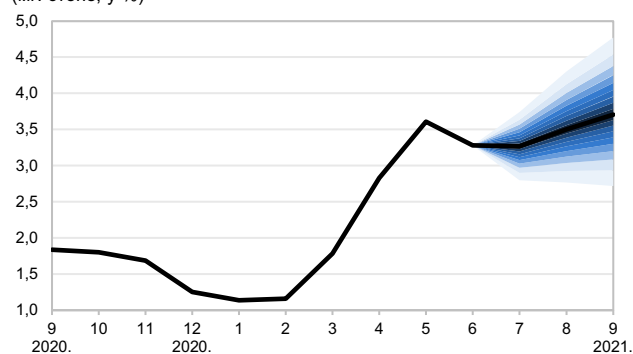
Краткорочна пројекција инфлације

Према централној пројекцији, мг. инфлација ће се током ТЗ кретати у просеку око нивоа од 3,5%.

Почетком ТЗ требало би да се инфлација креће око јунског нивоа, након чега се очекује њен благи раст. Таквом кретању би у највећој мери требало да допринесе раст мг. доприноса цена воћа и индустријско-прехранбених производа, као и цена у оквиру базне инфлације. Насупрот томе, очекује се пад доприноса цена нафтних деривата и поврћа.

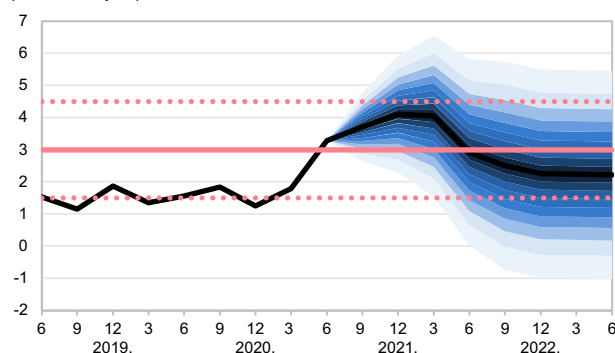
Процењујемо да ће базна инфлација у јулу и августу бити блиска актуелном нивоу (2,0%), док се у септембру очекује њено незнатно убрзање, вођено

Графикон V.0.12. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.13. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

растом доприноса цена туристичких пакет-аранжмана. Евентуално одступање базне инфлације од пројекције у великој мери зависиће од статистичког обухвата цена туристичких пакет-аранжмана.

Ризици пројекције инфлације у кратком року односе се и на цене непрерађене хране, кретање цене нафте и њеног преливања на цене нафтних деривата код нас и у одређеној мери на трошковне притиске у индустријској производњи.

Средњорочна пројекција инфлације

Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће **мг. укупна инфлација** остати у границама циља Народне банке Србије до краја периода пројекције, тј. у наредне две године. При томе, инфлација ће се привремено, у другој половини ове године и у Т1 2022. највероватније кретати у горњој половини циљаног распона, након чега ће у Т2 прво успорити, а затим се наћи у доњој половини циљаног распона, где би требало да настави да се креће до краја периода пројекције. Очекујемо да ће раст мг. инфлације бити привремен, због виших светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, које су се, преко трошковних притисака, у одређеној мери пренеле на више цене нафтних деривата и хране на домаћем тржишту.¹⁹ То ће, уз базни ефекат код цена поврћа,²⁰ утицати на то да се мг. инфлација у наредна три тромесечја највероватније нађе изнад централне вредности циља. По престанку деловања поменутих привремених фактора, мг. инфлација ће успорити и стабилизоваће се у доњој половини циљаног распона.

Раст цена примарних производа претходних месеци виши од очекиваног јесте и кључни разлог због чега је нова пројекција инфлације у кратком року на вишем нивоу од пројекције коју смо објавили у мају.

Базна инфлација, на коју мере монетарне политике највише утичу, остаће релативно стабилна у хоризонту пројекције, а њен благи раст очекује се тек крајем периода пројекције, с даљим растом економске активности и запослености, а тиме и додатним убрзањем раста домаће тражње. Стабилност базне инфлације у наредном периоду очекујемо због даљег раста понуде, чему ће допринети и утицај вакцинације на нормализацију

¹⁹ Опширније у Осврту 1, стр. 15.

²⁰ Опширније у Осврту 4, стр. 72.

пословања. С друге стране, очекујемо даљи раст тражње, који ће бити подстакнут и фискалним мерама, па ценимо да ће се понуда и тражња у наредном периоду више-мање уравнотежити. Предузећа ће настојати да задовоље раст тражње повећаним коришћењем постојећих ресурса, али и ангажовањем нових, што ће се позитивно одразити на запосленост и убрзање домаће тражње крајем периода пројекције.

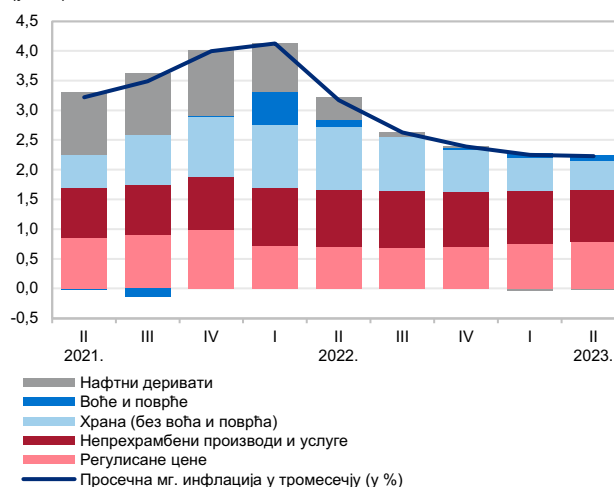
Посматрано по појединачним компонентама, на привремен раст инфлације у овој години у највећој мери ће утицати раст **цена нафтних деривата**. Наиме, због неочекивано брзог раста цене нафте на светском тржишту почетком ове године, очекујемо више цене нафтних деривата на домаћем тржишту и њихов нешто већи позитиван допринос инфлацији у наредна три тромесечја. Након тога, утицај цена нафтних деривата на инфлацију ће слабити и ишчезнути до краја хоризонта пројекције.

Након изузетно ниске прехрамбене инфлације почетком ове године, повећани трошковни притисци у производњи хране кључни су фактор што за наредна три тромесечја пројектујемо раст **цена хране (без воћа и поврћа)**, а затим њихово успоравање. Раст светских цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје), као и нафте, повећао је трошкове сировина у производњи хране на домаћем тржишту. Процењујемо да је одступање тих трошкова од неутралног нивоа највеће од 2013. године, што уобичајено указује на њихов пад у будућности и очекивано смањење трошковних притисака на цене хране. У средњем року очекујемо да ће раст цена хране бити умерен и првенствено одређен постепеним растом тражње.

Након негативног доприноса инфлацији до краја ове године, очекујемо да допринос цена воћа и поврћа буде позитиван од почетка наредне године па до краја хоризонта пројекције. Притом, очекујемо да позитиван допринос воћа и поврћа буде нешто већи само у Т1. Томе ће допринети и позитиван базни ефекат цена поврћа, које су у прва два месеца ове године забележиле мањи раст од сезонски уобичајеног за тај период.

Очекујемо да ће раст **регулисаних цена** ове године бити нешто виши него претходне године (5,4%), пре свега због већ реализованих корекција цена електричне енергије и укључивања накнаде за обновљиве изворе енергије у обрачун ИПЦ-а у

Графикон V.0.14. Доприноси мг. инфлацији по компонентама (у п.п.)



Извор: НБС.

Табела V.0.4. Најважније претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	2021.		2022.		2023.	
	Мај	Авг.	Мај	Авг.	Мај	Авг.
Раст БДП-а у зони евра	4,2%	4,6%	4,3%	4,4%	1,9%	2,0%
Инфлација у зони евра (просек)	1,5%	1,9%	1,2%	1,5%	1,3%	1,4%
EURIBOR 3М (децембар)	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,4%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	12,7%	21,7%	-9,0%	-10,9%	/	-6,5%
Цена нафте типа брент по барелу (дец., у USD)	63	71	60	66	58	63
Интерне претпоставке						
Регулисана цена (дец. на дец.)	5,4%	5,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

Графикон V.0.15. Очекивани тромесечни **EURIBOR**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Блумберг.

јануару и фебруару. Виши раст ових цена претпоставили смо и због очекиваног поскупљења комуналних услуга током ове године. У пројекцију је укључен и остварен раст цена цигарета (у фебруару) и очекивано повећање у јулу, у складу с планираним повећањем акциза. За наредне две године претпоставили смо да ће раст регулисаних цена износити око 4%.

Као и у претходној пројекцији, очекујемо умерен раст **цена непрехрамбених производа и услуга**, у складу с постепеним опоравком тражње. Евентуално, како будемо излазили из пандемије, цене појединих производа могу се привремено кретати неуобичајено због новонасталих разлика између понуде и тражње, као што је то био случај и на почетку пандемије. Цене ове категорије производа зависе од цена бројних индустријских компонената и сировина, као и функционисања глобалних ланаца снабдевања и навика потрошача, које се мењају услед пандемије, па је евентуално могућ нешто бржи раст цена појединачних производа. Ипак, очекујемо да би таква поскупљења могла бити привременог карактера и да се неће одразити на пројектовану путању инфлације у средњем року.

Посматрано по факторима инфлације, као и у случају наших пет претходних пројекција, и ову пројекцију инфлације определило је то што **глобална понуда и тражња** још увек највише зависе од тока пандемије. Ипак, захваљујући наставку вакцинације, изгледи за опоравак светске привреде су бољи, због очекиване боље контроле пандемије и њеног мањег утицаја на производњу и потрошњу. Поред тога, водеће централне банке настављају да воде експанзивну монетарну политику, што, уз фискалне пакете мера, улива оптимизам да светска привреда излази из кризе.

Графикон V.0.16. Пројектовано кретање производног **јаз***
(у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.

Изгледи за раст варирају по земљама и у великој мери се повезују са успешношћу вакцинације. Бољи резултати на том плану основни су разлог што су изгледи за раст зоне евра, нашег најважнијег економског партнера, побољшани. У нашој пројекцији претпоставили смо раст зоне евра од 4,6% ове године, што је за 0,4 п.п. више него у претходној пројекцији. Након тога, у 2022. и 2023. години очекујемо за по 0,1 п.п. виши раст зоне евра него пре три месеца – 4,4% и 2,0%, респективно. Не би требало да се производни јаз зоне евра, за који претпостављамо да ће бити негативан до краја хоризонта пројекције, у пуној мери одрази на **производни јаз Србије**, због концентрације негативних ефеката пандемије преважно у

неразмљивим секторима. Негативан производни јаз Србије постепено ће се смањивати, са око $-1,7\%$ крајем ове године на око $-0,8\%$ крајем наредне године, чиме ће дезинфлаторни утицај тражње на инфлацију током хоризонта пројекције постепено слабити. Опоравак домаће тражње подржан је мерама фискалне политике, као и експанзивном монетарном политиком и очекиваним задржавањем повољних услова финансирања привреде и грађана. Затварању производног јаза доприносиће и раст екстерне тражње и наставак повољних финансијских услова у међународном окружењу.

Поред позитивног ефекта ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, на домаћу тражњу позитиван ефекат требало би да имају и даље изузетно ниске каматне стопе у зони евра до краја периода пројекције. Фјучерси указују на то да ће тромесечни *EURIBOR* бити у негативној зони до краја хоризонта наше пројекције, а његов прелазак у позитивну зону очекује се тек средином 2025. године.

Бржи опоравак економске активности него што се очекивало још увек није довољан разлог за већину централних банака у свету да повуку своје стимулативне мере. При томе, водеће централне банке сигнализирају да ће настојати да што дуже одржавају изузетно експанзивну монетарну политику, како би осигурале што бржи опоравак од прошлогодишње рецесије. Такве најаве подгревају очекивања тржишта да ће централне банке најразвијенијих земаља бити спремне да прихвате и већи раст инфлације. С друге стране, носиоци монетарних политика у овим земљама оцењују да су фактори који стоје иза виших стопа инфлације ове године привременог карактера и да ће се спровођење експанзивне монетарне политике наставити. Притом, присутна је опрезност с обзиром на изазове с којима се суочава велики број предузећа – застоје у ланцима снабдевања, несташнице појединих сировина, знатно више цене нафте и других примарних производа, неусклађеност понуде и тражње за радном снагом на појединим сегментима тржишта и др., што би могло да утиче на раст инфлације.

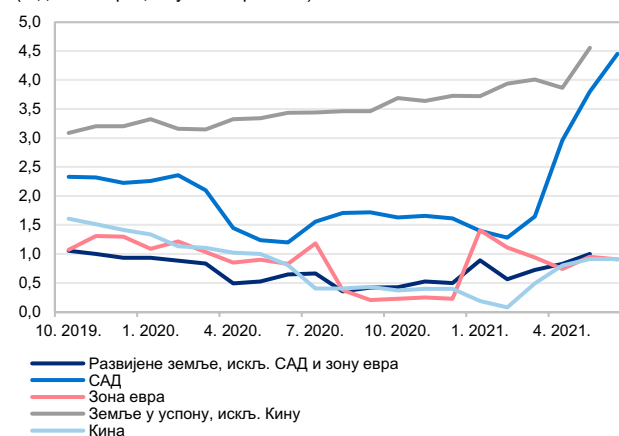
Требало би да инфлација у САД буде виша због снажне фискалне потрошње и изузетно експанзивне монетарне политике у условима убрзаног опоравка економске активности. И у зони евра се поново очекује нешто виша инфлација него пре три месеца ($1,9\%$ и $1,5\%$ у 2021. и 2022), у највећој мери због виших цена енергената и бржег привредног опоравка. Привремено вишим стопама инфлације у зони евра

Графикон V.0.17. Претпоставка о инфлацији у зони евра (мг. раст, у %)



Извор: прерачун НБС на основу пројекција релевантних институција.

Графикон V.0.18. Базна инфлација у свету (годишња процентуална промена)



Извор: WEO update, ММФ, јул 2021.

ове године допринеће и враћање стопе ПДВ-а у Немачкој, након прошлогодишњег смањења због пандемије, што у највећој мери утиче на раст мг. стопа инфлације у самој Немачкој – на 3,8% у јулу (што је највиши ниво од 2008. године). Ипак, не очекује се да просечна инфлација у зони евра пређе 2% ни ове године, што је према новој стратегији ЕЦБ-а симетрични циљ за инфлацију. И у **већини земаља нашег региона**, које су нам такође важни трговински партнери, раст инфлације ове године оцењује се као привремен. Имајући то у виду, ове године очекујемо нешто више **инфлаторне притиске по основу увозних цена изражених у динарима, али би требало да овај утицај буде привремен**, тако да се већ од следеће године очекује мањи притисак по овом основу и задржавање оваквог тренда до краја периода пројекције.

Таква претпоставка је у складу и са оценом ММФ-а²¹ да је раст инфлације ове године вероватно привремен у највећем броју земаља, јер је делом вођен базним ефектом услед изузетно ниских цена примарних производа прошле године, а делом пролазном неусклађеношћу понуде и тражње након прошлогодишњег потреса изазваног пандемијом. Наиме, на страни понуде, више цене примарних производа, заједно са застојима у глобалним ланцима снабдевања и знатно вишим ценама превоза, које расту од средине прошле године, врше притисак на раст произвођачких цена и изазивају забринутост да би се, са отварањем економија и растом тражње, произвођачке цене могле у већој мери прелити на потрошачке цене. С друге стране, на страни тражње такође се дешавају промене због пандемије, па она неубичајено расте по различитим групама производа (посебно је изражена за кућну електронику и опрему за рад од куће), што, заједно с проблемима на страни понуде, генерише несташице појединих компонената (нпр. микрочипова) и креира уска грла (нпр. у производњи аутомобила). Међутим, ММФ оцењује да се вероватно ради о привременој неусклађености понуде и тражње. ММФ истиче да је базна инфлација и даље релативно ниска у већини земаља и сматра да ће се и укупна инфлација у 2022. години у највећем броју земаља вратити на релативно ниске нивое, као пре пандемије, када престане дејство привремених фактора. На то указују још увек знатан простор за смањење незапослености, усидрена инфлациона очекивања и структурни

²¹ WEO update, ММФ, јул 2021.

фактори који смањују осетљивост цена на промене у искоришћености капацитета.

Раст цена **примарних производа на светском тржишту** знатно је бржи него што се очекивало пре три месеца. Већина ових цена је током Т1 премашила ниво пре пандемије и затим наставила да расте. Тако је **светска цена нафте** крајем јула премашила просек из 2019. године за скоро 20%. Због настављеног раста светске цене нафте од наше претходне пројекције, претпоставке у погледу нивоа ових цена за ову и наредну годину кориговане су навише у односу на пројекцију од пре три месеца. Према нафтним фјучерсима, у новој пројекцији претпоставили смо да ће светска цена нафте бити на нивоу од 71 долара по барелу у децембру 2021, а затим 66 долара по барелу у децембру 2022. године. То је у складу с пројекцијама водећих међународних институција, које не очекују да ће светска цена нафте знатније расти изнад текућег нивоа. Према јулској пројекцији ММФ-а, након пада од 32,7% прошле године, светска цена нафте ће ове године бити виша за 56,6%, а наредне године би требало да оствари благи пад од 2,6%.

Када су у питању **цене осталих примарних производа**, ММФ очекује да ће оне бити за 26,5% изнад просечног прошлогодишњег нивоа, због снажног раста **цена метала и хране**. Након тога очекује се пад ових цена за око 0,8% у 2022. години.

Када су у питању за нас важне светске **цене примарних пољопривредних производа**, очекује се да оне снажно порасту у 2021, након чега би требало да се смање. У пројекцији ових цена користили смо податке о фјучерсима на светским берзама. Према тим подацима, кориговали смо навише претпоставку о њиховом расту за ову годину (на 21,7% мг. у Т4 у поређењу са 12,7% у претходној пројекцији), а наниже за наредну годину (на -10,9% мг. у Т4 у поређењу са -9,0%). У складу с тим, **очекујемо да ће се и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту,²² које прате кретање светских цена, слично кретати.**

У условима ниске и стабилне инфлације осму годину заредом, очекиваних ниских инфлаторних притисака са стране тражње, као и стеченог кредибилитета Народне банке Србије, **очекујемо да ће инфлациона очекивања остати стабилна до краја периода пројекције.**

Графикон V.0.19. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Графикон V.0.20. Кретање светске цене нафте типа брент од почетка 2020. (USD/барел)



Графикон V.0.21. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



²² Мерино композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

Графикон V.0.22. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа* (Т4 2013 = 100)



Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на брзину глобалног привредног опоравка, кретање светских цена примарних производа, као и на токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције делом се односе и на домаће тржиште – нову пољопривредну сезону, брзину опоравка тражње и кретање регулисаних цена, при чему **ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.**

Када је реч о **брзини глобалног привредног опоравка**, треба имати у виду да би он могао да буде бржи или спорији од очекиваног и да би тиме, преко утицаја на светске цене примарних производа и глобалну инфлацију, у условима релативно стабилног девизног курса, могао да утиче на нешто другачију путању инфлације од оне коју смо пројектовали. Ако се побољша глобална доступност вакцина и оне покажу да су делотворне и против нових сојева вируса, то би убрзало укидање преосталих рестриктивних здравствених мера, забринутост би ишчезла брже него што се очекује, па би раст потрошње био снажнији, поготово ако становништво активира штедњу коју је акумулирало током прошле године, а предузећа додатно повећају инвестиције. Такође, планирана фискална подршка у САД у П2 2021. могла би да испољи знатније стимулативне ефекте на глобалну привреду него што се очекује. Тражња би у том случају могла привремено да премаша понуду, која је још увек оптерећена несташицама појединих сировина и логистичким уским грлима, што би могло да доведе до раста цена на глобалном нивоу и прелије се на домаће тржиште. Међутим, разлика у броју вакцинисаних међу земљама и даље постоји, што баца сенку на изгледе за раст светске економије. Број вакцинисаних је изузетно низак у земљама ниског дохотка, а није задовољавајући ни у већини земаља у успону. ММФ оцењује да је приоритет да вакцине буду што пре доступне широм света. Вакцинација спорија од очекивања на глобалном нивоу могла би да доведе до даљих мутација вируса, раста забринутости у погледу ефикасности вакцина и нових рестриктивних мера, што би могло да омета даљу нормализацију светске економске активности која се очекује у другој половини године. Спорији глобални раст одразио би се пре свега на успоравање раста тражње за примарним производима, а тиме и на њихове цене на светском тржишту, што би, у условима релативно стабилног девизног курса, могло да се прелије на успоравање домаће инфлације. Такође, раст тражње

Графикон V.0.23. Производња и капацитети за производњу нафте земаља ОПЕС-а (млн барела дневно)



за извозом Србије био би мањи у случају споријег глобалног раста, што би могло довести до раста понуде на домаћем тржишту и успоравања инфлације. Имајући у виду у кратком року израженије ризике за спорији раст светске економије од претпостављеног услед нових таласа ширења вируса до којих може доћи пре него што вакцине буду глобално доступне, процењујемо да су ризици за домаћу инфлацију по основу брзине глобалног опоравка благо асиметрични наниже.

Изгледи за опоравак глобалног привредног раста у највећој мери ће одредити кретање тражње за **нафтом и другим примарним производима**. Када су у питању фактори на страни понуде, они су специфични за сваки примарни производ. Иако тржишни учесници, према фјучерсима, не очекују знатнији раст **светске цене нафте** до краја године у односу на текући ниво, померања по основу фактора понуде могућа су у оба смера. Земље *OPEC+* су средином јула постигле договор о постепеној суспензији ограничења производње до септембра 2022. године, за када процењују да ће глобална тражња за нафтом достићи ниво пре пандемије. Координирано повећање понуде ова група земаља ће почети у августу, како би задовољила растућу тражњу, водећи истовремено рачуна да залихе остану релативно ниске. Међутим, *IEA*²³ процењује да то вероватно неће бити довољно током П2 ове године и да је могућа и даље недовољна понуда на тржишту нафте и притисак у правцу раста њене цене. С друге стране, евентуално кршење споразума земаља *OPEC+* о ограничавању производње и раст глобалне понуде могли би да резултирају нижом ценом нафте од очекиване. Поред тога, питање је колико ће се поштовати санкције САД према Ирану и Венецуели. *EIA*²⁴ очекује раст производње нафте у Ирану у наредним месецима, упркос санкцијама САД. Такође, не очекује да ће земље *OPEC+* смањити производњу како би се прилагодиле евентуалном расту понуде нафте из Ирана и Венецуеле. Неизвесна је и реакција произвођача у САД на вишу светску цену нафте, поготово током 2022. године. Имајући у виду бројне факторе на страни тражње и понуде, процењујемо да су померања светске цене нафте могућа у оба смера, па су ризици пројекције инфлације по том основу симетрични.

Графикон V.0.24. Светска производња и потрошња течних горива

(млн барела дневно)



Извор: *WEO Update*, ММФ, јул 2021.

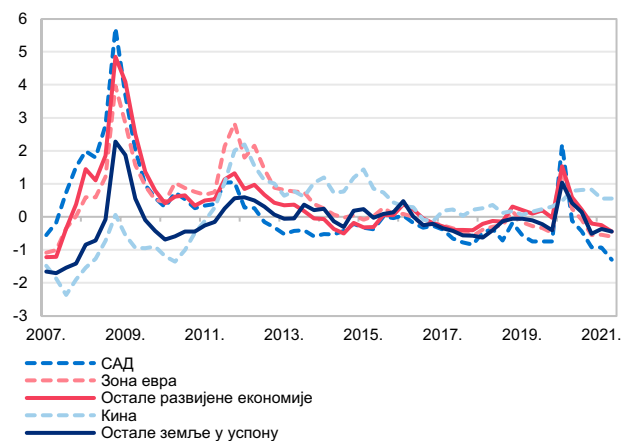
²³ *The International Energy Agency*.

²⁴ *Monthly Energy Review*, *U.S. Energy Information Administration*, јул 2021.

Светске **цене примарних пољопривредних производа** у великој мери зависе од кретања цена нафте, пре свега преко трошкова у производњи. Такође, цене енергената утичу и на тражњу за сировинама у производњи етанола и биогорива, а тиме и на цене пољопривредних производа попут кукуруза, шећера и уља, што додатно повећава неизвесност у погледу њиховог кретања у наредном периоду. Као један од фактора актуелног јаза између понуде и тражње примарних пољопривредних производа наводи се и политика обновљиве енергије, пре свега САД. С једне стране, постоји могућност поремећаја у понуди појединих производа и у наредном периоду, посебно ако се имају у виду временски услови – суша у Америци и прекомерне падавине у већем делу Европе, због чега се јавила забринутост за овогодишњу пољопривредну сезону. С друге стране, процењује се да су се глобални ланци снабдевања житарицама прилично опоравили од прошлогодишње несташнице радне снаге и да би нова пољопривредна сезона могла повећати понуду више него што се очекује и утицати на умеренији раст ових цена од претпостављених. Будући да је још увек тешко проценити овогодишњу пољопривредну сезону на глобалном нивоу, ризици пројекције инфлације по основу кретања светских цена примарних производа су симетрични.

Бољи изгледи за раст светске привреде и најаве водећих централних банака да ће наставити да воде изразито експанзивну монетарну политику ублажавају неизвесност на међународном финансијском тржишту. **Глобални финансијски услови** и даље су изразито повољни, упркос забринутости око нових сојева вируса и могућности да инфлација буде перзистентнија него што се очекује. Према процени ММФ-а, финансијски услови су додатно ублажени у САД на нивое који су се последњи пут могли видети пре глобалне финансијске кризе. Земље у успону, укључујући Србију, могле би и даље имати користи од високе ликвидности на глобалном нивоу, будући да се очекује да ће референтне каматне стопе водећих централних банака остати непромењене до краја периода пројекције. Ипак, с обзиром на бојазан од инфлације, расту очекивања тржишта да би повлачење стимулативних мера централних банака могло бити брже од предвиђеног. Ако водеће централне банке евентуално ревидирају своје виђење монетарне политике у наредном периоду због процене да раст инфлације ипак није привремен, глобални финансијски услови могли би се брже заострити. С друге стране, ако се инфлација у развијеним земљама наредне године врати на

Графикон V.0.25. **Индекс финансијских услова**
(стандардне девијације од средине)



Извор: WEO update, ММФ, јул 2021.

релативно ниске нивое као пре пандемије, стимулативне мере водећих централних банака могле би потрајати и дуже него што се очекује. Имајући то у виду, процењујемо да су ризици пројекције инфлације по том основу симетрични.

Када су у питању домаћи фактори, ризик пројекције инфлације у мањој мери представља **карактер овогодишње пољопривредне сезоне**. Претпоставили смо да ће она бити на нивоу дугорочног просека (након прошлгодишње натпросечне сезоне), јер је још увек тешко проценити коначан исход. Жетва пшенице је била успешна, с приносом који је бољи од прошлгодишњег. С друге стране, кукуруз и остале јаре културе трпе последице екстремно високих температура и суше, па се очекује да ће њихов принос бити испод просека. Последице временских прилика вероватно ће се у извесној мери испољити и код воћа и поврћа. По основу могућих нижих приноса од очекиваних, трошкови у производњи хране могли би бити нешто већи, али

Табела V.0.5. Кључни ризици пројекције инфлације

Ризик	Могући канали утицаја на инфлацију у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
Темпо опоравка светске привреде	<ul style="list-style-type: none"> – Спорији/бржи опоравак светске привреде утиче на смањење/повећање тражње за примарним производима на светском тржишту, а тиме и на пад/раст њихових цена, што у условима релативно стабилног девизног курса има дезинфлаторне/инфлаторне ефекте; – Спорији/бржи опоравак светске привреде утиче на успоравање/убрзавање раста инфлације у међународном окружењу и тиме, у условима релативно стабилног девизног курса, на дезинфлаторне/инфлаторне притиске код нас по основу увозних цена; – Спорији/бржи опоравак светске привреде утиче на успоравање/убрзање раста екстерне тражње, мањи/већи извоз Србије, већу/мању понуду на домаћем тржишту и тиме има дезинфлаторне/инфлаторне ефекте; – Спорији/бржи глобални опоравак утиче на већу/мању експанзивност монетарних политика водећих централних банака, што води нижим/вишим каматним стопама на глобалном нивоу, а затим, преко повећања/смањења кредита и расположивог дохотка, и расту/паду тражње и инфлаторним/дезинфлаторним притисцима. 	↓
Цена сирове нафте на светском тржишту (Србија нето увозник)	Пад/раст светске цене нафте прелива се на пад/раст цена нафтних деривата и тиме има дезинфлаторно/инфлаторно дејство. Тај пад/раст има и секундарне ефекте, јер се прелива на пад/раст осталих цена, у највећој мери путем трошкова транспорта. Такође, преко раста/пада расположивог дохотка доприноси расту/паду тражње и може имати инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↑↓
Светске цене примарних пољопривредних производа (Србија нето извозник)	Цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту у великој мери прате динамику тих цена на светском тржишту. Њихов раст/пад има инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↑↓
Неизвесност на међународном финансијском тржишту и токови капитала према земљама у успону	Већа/мања неизвесност на међународном финансијском тржишту води већој/мањој аверзији инвеститора према ризику и мањим/већим токовима капитала према земљама у успону, што утиче на депрецијацију/апорецијацију домаће валуте и тиме на раст/пад цена.	↑↓
Нова пољопривредна сезона	Изнадпросечна/исподпросечна пољопривредна сезона води већој/мањој понуди пољопривредних производа и, отуда, може имати дезинфлаторне/инфлаторне притиске.	↑
Темпо опоравка домаће тражње	Погоршање епидемиолошке ситуације могло би да успори започет опоравак економске активности, тражње и тржишта рада, што би имало дезинфлаторне ефекте. Међутим, сачувани производни капацитети, као и раст расположивог дохотка и повољни услови финансирања, умањују негативне ефекте пандемије на тражњу.	↑
Регулисане цене	Нижњи/виши раст регулисаних цена доприноси нижој/вишој инфлацији.	↑↓

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

треба имати у виду да би то могло бити надомештено већим увозом. Узимајући у обзир све наведено, ценимо да су по овом основу ризици пројекције инфлације благо асиметрични навише.

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину опоравка домаће тражње**. Евентуално погоршање епидемиолошке ситуације могло би да успори опоравак економске активности. С друге стране, сачувани производни капацитети, радна места и зараде у највећем делу привреде, као и раст расположивог дохотка и повољни услови финансирања захваљујући предузетим мерама монетарне и фискалне политике, могли би да резултирају и бржим економским опоравком од очекиваног, нарочито ако се има у виду успешна стратегија вакцинације. Такође, фискална подршка ове године могла би додатно да подстакне домаћу тражњу. Имајући све наведено у виду, ценимо да су ризици пројекције инфлације по основу домаће тражње асиметрични навише. Притом, напомињемо да би и даљи раст СДИ могао бити већи од очекиваног, као што је то био случај и у претходном периоду, што би такође допринело бржем опоравку економске активности, али и бржем расту производног потенцијала, па по том основу не би дошло до бржег затварања производног јаза, тј. генерисања инфлаторних притисака по основу тражње.

У случају **регулисаних цена** на домаћем тржишту, процењујемо да постоје ризици да ове цене у наредном периоду забележе нешто нижи или виши раст од очекиваног, тако да су и по том основу ризици пројекције симетрични.

Приоритет монетарне политике и у наредном периоду биће одржавање ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што бржем расту наше привреде, даљем расту запослености и животног стандарда грађана, јачању извозног сектора, као и очувању повољног инвестиционог амбијента. Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати кретања и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину привредног раста и да у складу с тим прилагођава своје мере у интересу наше привреде и грађана.

Остварење пројекције инфлације од пре годину дана

Приликом израде наше пројекције у августу 2020, имали смо у виду да ће пројектована путања инфлације у највећој мери зависити од успешности у

контроли пандемије на глобалном нивоу, а тиме и њеног утицаја на понуду и тражњу. Такође, очекивали смо извесне промене у односима цена, јер су се и промене у понуди и тражњи због пандемије знатно разликовале по секторима. Узели смо у обзир и то да ће правовремене и обимне мере монетарне и фискалне политике знатно ублажити негативан утицај пандемије на понуду и тражњу.

Према пројекцији од пре годину дана, очекивали смо да ће се мг. инфлација кретати у доњој половини циљаног распона до краја хоризонта пројекције. **Инфлација се и кретала у складу с нашим очекивањима од пре годину дана све до Т2 ове године**, када је одступила од пројектоване путање због неочекивано снажног раста светских цена нафте и примарних пољопривредних производа од почетка ове године.

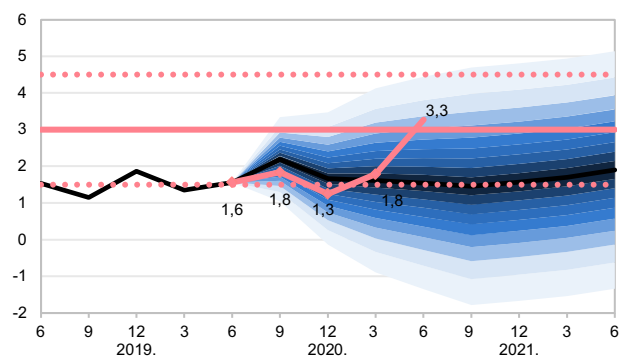
Цена нафте на светском тржишту повећана је од почетка ове године закључно с Т2 за готово 50%, на око 75 долара по барелу. Снажан раст светске цене нафте подстакли су пре свега бољи изгледи за раст светске привреде због започетог процеса вакцинације, као и ограничена понуда на тржишту нафте. Иако је раст светске цене нафте био очекиван, на толики скок нису указивали ни фјучерси, ни пројекције релевантних међународних институција. Према фјучерсима, на којима углавном базирамо претпоставку пројекције о кретању светске цене нафте у наредном периоду, у августу прошле године очекивао се њен умерен раст током 2021. године, од око 7% (са 44 долара по барелу у децембру 2020. на 47 долара по барелу у децембру 2021). Снажан скок светске цене нафте прелио се на **домаће цене нафтних деривата**, што је у највећој мери определило убрзање мг. инфлације са 1,8% у марту на 3,3% у јуну ове године, при чему је допринос нафтних деривата инфлацији повећан с готово нултог нивоа у марту на 1,2 п.п. у јуну.

Светске цене примарних пољопривредних производа такође су оствариле неочекивано висок раст од почетка ове године, што је утицало на раст трошкова у производњи хране. У складу с тим, допринос **цена хране (без воћа и поврћа)** стопама мг. инфлације у Т2 био је нешто већи него што смо очекивали пре годину дана.

Остале компоненте инфлације кретале су се у складу с нашим очекивањима од пре годину дана.

Графикон V.0.26. Остварење пројекције инфлације из августа 2020.

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Осврт 4: Оцена утицаја базног ефекта на међугодишњу инфлацију

Као и у многим другим земљама, мг. стопе инфлације су и у Србији привремено веће ове године, што је делом последица деловања базног ефекта, тј. ниске базе из претходне године. Компонента базног ефекта увек је присутна, пре свега код волатилних категорија инфлације, као што су цене непрерађене хране (воћа и поврћа), али је ове године додатно увећана и базним ефектом цена енергената, због утицаја који је прошле године имала пандемија на пад светске цене нафте, а тиме и на смањење цена нафтних деривата на домаћем тржишту. Увек када су промене цена у претходној години биле неубичајене, приликом оцене инфлаторних притисака важно је раздвојити утицај текућег од утицаја претходног кретања цена на промене мг. стопа инфлације.

Базни ефекат представља ефекат који има излазак нетипичне месечне промене цена од пре годину дана из обрачуна мг. инфлације на промену мг. инфлације у односу на претходни месец. Да би се боље разумео базни ефекат у **техничком смислу**, корисно је подсетити се начина рачунања мг. инфлације. Мг. инфлација (π_t) добија се као процентуална промена ИПЦ-а у посматраном месецу у односу на исти месец претходне године:

$$\pi_t = \left(\frac{P_t - P_{t-12}}{P_{t-12}} \right) \times 100,$$

где је P_t ниво ИПЦ-а у посматраном месецу, а P_{t-12} ниво ИПЦ-а у истом месецу претходне године. Одавде произлази да промена мг. инфлације у текућем месецу у односу на претходни представља разлику између месечне стопе инфлације у текућем месецу (p_t) и месечне стопе инфлације у истом месецу претходне године (p_{t-12}):

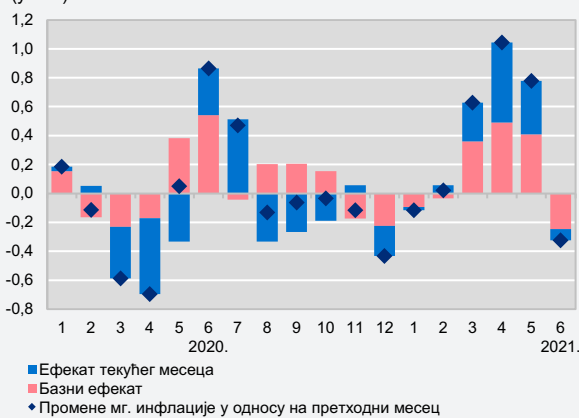
$$\pi_t - \pi_{t-1} \approx p_t - p_{t-12}.$$

Другим речима, ако је месечни пад цена у истом месецу претходне године био већи него ове године, сам његов излазак из обрачуна мг. инфлације повећава мг. инфлацију у односу на претходни месец, чак и ако цене у том месецу текуће године забележе месечни пад.

За разлику од техничког приступа, **према економском приступу** само се ефекат неубичајене промене месечне стопе инфлације од пре годину дана на текућу мг. стопу инфлације сматра базним ефектом.¹ Економски приступ захтева раздвајање промена цена у базном периоду које су биле очекиване и промена цена које су резултат једнократних фактора, јер базни ефекат потиче од одступања месечне стопе инфлације у претходној години од типичне месечне стопе, карактеристичне за тај месец.

У нашој процени базног ефекта следили смо методологију ЕЦБ-а, према којој је допринос базног ефекта месечним променама мг. инфлације израчунат као одступање месечне (недесезониране) стопе инфлације која је остварена пре 12 месеци од процењене типичне месечне промене за тај месец. Типична месечна промена је промена која је сезонски уобичајена за тај месец, уз уважавање тренда у кретању инфлације. Добија се као просечна месечна промена цена израчуната на бази података за дужи период увећана за специфичан сезонски фактор за дати месец. Другим речима, за дате категорије ИПЦ-а приликом процене типичне месечне промене

Графикон О.4.1. Ефекат базе и ефекат текућег месеца у 2020. и 2021. (у п.п.)



¹ ECB Monthly Bulletin, јануар 2005. и јануар 2007.

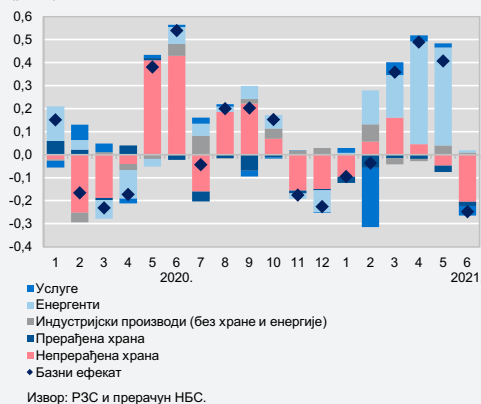
уважили смо да ли их карактерише сезона, тј. да ли је сезонски уобичајено да у том месецу расту или падају. У складу с тим, базни ефекат у посматраном месецу биће позитиван ако је пре годину дана раст цена био мањи (или пад већи) од сезонски уобичајеног за тај месец, и обрнуто – биће негативан ако је пре годину дана раст цена био већи (или пад мањи) од уобичајеног. Позитиван базни ефекат деловаће у смеру повећања, а негативан у смеру снижења м.г. инфлације.

Применом економског приступа раздвојили смо изворе промена м.г. стопа инфлације на ефекат базе и ефекат текућег месеца за 2020. и П1 2021. (Графикон О.4.1) и извршили декомпозицију базног ефекта на његове главне компоненте (Графикон О.4.2). Као и код других земаља, и у Србији се базни ефекат у овом периоду у највећој мери односио на промене цена непрерађене хране (пре свега воћа и поврћа, али и свежег меса) и енергената, тј. промене цена оних компонената инфлације које су забележиле највећа одступања од типичних месечних промена прошле године.

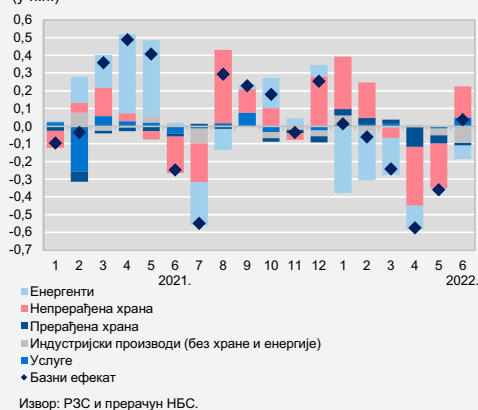
Када је у питању 2020. година, промене м.г. инфлације су такође, очекивано, биле под утицајем и позитивног и негативног ефекта базе из претходне године, док је ефекат текућег месеца у седам месеци био негативан. Као што смо истакли у Извештају о инфлацији у фебруару прошле године², најзначајнији је био базни ефекат цена непрерађене хране, пре свега цена поврћа (које чине око 33% ове компоненте инфлације) због њиховог нетипичног кретања током 2019, као што је то био случај и у другим земљама. Од почетка 2021. године, поред базног ефекта цена непрерађене хране, изражен је и позитиван базни ефекат цена енергената, посебно у априлу и мају, који је подигао м.г. стопе инфлације. Разлог је нетипичан пад ових цена у наведеним месецима прошле године, под утицајем снажног пада светске цене нафте због пандемије. Базни ефекат осталих компонената инфлације био је мање изражен, јер оне у истом периоду прошле године нису знатније одступале од уобичајених промена. Изузетак су цене услуга, чији је базни ефекат у фебруару био негативан, због нетипичног поскупљења услуга фиксне телефоније у фебруару 2020.

Према нашој процени, базни ефекат ће знатно утицати на профил м.г. инфлације и у наредном периоду, доприносећи најпре њеном привременом расту на ниво изнад централне вредности циља у другој половини године, а затим њеном спуштању, посебно у априлу и мају 2022, да би након тога његов утицај постепено слабио. Разлог подизања м.г. стопа

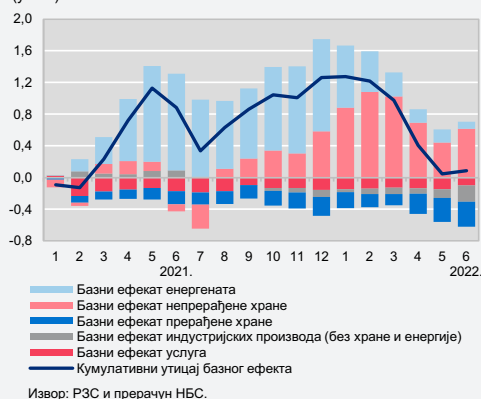
Графикон О.4.2. Декомпозиција базног ефекта на главне компоненте у 2020. и 2021. (у п.п.)



Графикон О.4.3. Декомпозиција базног ефекта на главне компоненте у 2021. и 2022. (у п.п.)



Графикон О.4.4. Кумулативни утицај базног ефекта од јануара 2021. на м.г. инфлацију (у п.п.)



² Извештај о инфлацији – фебруар 2020, Осврт 5, стр. 67.

инфлације јесте ефекат ниске базе, пре свега код цена непрерађене хране, јер је њихов пад најпре био већи од уобичајеног у периоду август–октобар 2020, а затим је пад настављен и у децембру 2020, иако је сезонски уобичајено да цене поврћа тада расту, да би и у прва два месеца ове године њихов раст био мањи од очекиваног. Почетком ове године и раст цена нафтних деривата одступао је од уобичајеног, али у супротном смеру – њихов раст је био виши од уобичајеног, па ће почетком наредне године виша база код цена енергената ублажити ефекат ниже базе код цена непрерађене хране. Од фебруара до јуна 2022. базни ефекат ће бити негативан по основу енергената, а од марта и од непрерађене хране, што ће утицати на успоравање м.г. стопа инфлације.

Кумулативно посматрано (Графикон О.4.4), укупан базни ефекат ће утицати на раст м.г. инфлације у периоду август–децембар за 0,9 п.п. Након тога, од фебруара до јуна, укупан базни ефекат ће утицати на смањење м.г. инфлације за 1,2 п.п.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	I 2021	II 2021
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																		
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	6,5	5,9
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	279,8	247,1	267,6	
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	29,0	30,4	28,9
Отплата дуга / БДП	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	7,6	6,6	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	16,9	12,3	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																		
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,5	66,3	68,8	
Краткорочни дуг / БДП	12,5	13,1	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,4	11,7	11,4	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	162,4	132,2	126,0	121,0	138,8	141,5	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																		
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	190,0	141,5	132,1
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	167,1	177,0	172,5
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,6	104,5	111,2	118,0
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																		
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	45.967	46.467	11.603	12.643
Спољни дуг	12.520	11.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.813	32.341	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.164	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	3.527	767	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	14.276	14.092
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.616	1.460	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.981	188	-570
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																		
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021	
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ/Дец.	Мај	Март	
S&P	BB- /стабилан	BB- /позитиван	BB- /стабилан	BB- /негативан	BB- /стабилан		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан		
Fitch	BB- /стабилан			BB- /негативан		BB- /стабилан	BB- /негативан		V+ /стабилан	V+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан			BB+ /стабилан			
Moody's									B1 /стабилан			B1 /позитиван	Ba3 /стабилан		Ba3 /позитиван		Ba2 /стабилан	

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци
Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода
Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП
Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода
Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода
Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а
Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а
Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга
Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода
(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾ Према методологији ESA 2010. Податак за 2020. добијен као збир тромесеца према подацима РЗС-а. Податак за 12 2021 је процена НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

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

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

4. Од 2007. извоз и увоз робе је регистрован према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.

5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	I 2021.	II 2021.
Реални раст БДП-а (у %)¹	5,5	5,1	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,2	-1,0	1,7	13,4
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	1,8	3,3
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	14.276	14.092
Извоз робе и услуга (у млн евра)³	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.196	6.215	6.843
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,9	12,0	46,6
Увоз робе и услуга (у млн евра)³	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.346	6.691	8.070
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,8	-2,5	47,4
Текући рачун платног биланса³ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.981	138	-570
у % БДП-а	-8,0	-9,1	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,3	1,2	-4,5
Незапосленост по Анкети (у %)⁶											18,9	16,4	14,5	13,7	11,2	9,7	12,8	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁷	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,7	465,9	510,8	540,6	552,7
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁸				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,4	-1,7	-3,5
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁸	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,1	-0,9	-1,8
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁸	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	52,0	57,4	54,8	55,0
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	97,60	97,59
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	100,43	98,74
Курс динара према еврџу (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,58	117,57
Курс динара према еврџу (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,57
МЕМОРАНДУМ:																		
БДП (у млн евра)⁹	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	45.967	46.467	11.603	12.643

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за 2020. израчунат на основу збира тромесечја, на основу података РЗС-а. Податак за Т2 2021 је прелиминарна оцена РЗС-а.

²) Цена на мало до 2006. године.

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

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010. Податак за 2020. израчунат као збир тромесечја, на основу података РЗС-а. Податак за Т2 2021 је процена НБС.

⁶) Подаци су ревидирани према новој методологији Анкете о радној снази из 2021 године.

⁷) До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т2 2021 је просек два месеца.

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

Напомене:

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

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Доприноси компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	11
III.0.2.	Доприноси мг. стопи раста потрошачких цена	12
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	12
III.0.4.	Доприноси мг. стопи раста произвођачких цена	12
III.0.5.	Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	13
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	13
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	14
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	14
IV.1.1.	Динарска ликвидност	19
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	19
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	20
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	20
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	21
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	21
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	22
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	22
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	22
IV.1.11.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	23
IV.1.12.	Кретање курса динара и евра према долару	23
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	24
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	24
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	25
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	25
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	26
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	26
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	27
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	27
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	28
IV.2.9.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	28
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	29
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	29
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	30
IV.3.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	31
IV.3.5.	Кретање главних компонената увоза	31
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	32
IV.4.2.	Показатељи грађевинске активности	32
IV.4.3.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	33
IV.4.4.	Показатељи активности сектора услуга	33
IV.5.1.	Просечна номинална нето зарада	37
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	37
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	38
IV.5.4.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	38
IV.5.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	39
IV.6.1.	Водећи <i>PMI</i> индекси глобалне економске активности и производног сектора	42
IV.6.2.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	43
IV.6.3.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности и запослености зоне евра	43
IV.6.4.	Доприноси стопи раста БДП-а на годишњем нивоу у САД	44

IV.6.5.	Водећи економски показатељи и стопа незапослености у САД	44
IV.6.6.	Мг. стопе раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе	44
IV.6.7.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	45
IV.6.8.	Инфлација у САД, мерено индексом издатака за личну потрошњу	46
IV.6.9.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	46
IV.6.10.	Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан	46
IV.6.11.	Кретање референтних стопа по земљама	47
IV.6.12.	Инфлација и циљ по земљама у јуну 2021.	48
IV.6.13.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	48
IV.6.14.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	49
IV.6.15.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	49
IV.6.16.	Кретање цена нафте и бакра	49
IV.6.17.	Индекс цена примарних производа	50
IV.6.18.	Индекс светских цена хране	50
V.0.1.	Остварење и пројекције глобалног реалног привредног раста ММФ-а за 2021. и 2022.	51
V.0.2.	Ревизија пројекција раста БДП-а зоне евра за 2021. и 2022.	52
V.0.3.	Реални раст извоза и увоза	52
V.0.4.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	53
V.0.5.	Број потпуно вакцинисаних – 31. јул 2021.	53
V.0.6.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	54
V.0.7.	Јавни дуг опште државе	54
V.0.8.	Доприноси реалном расту БДП-а	54
V.0.9.	Кретање инвестиција у основне фондове	55
V.0.10.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	56
V.0.11.	Пројекција раста БДП-а	57
V.0.12.	Краткорочна пројекција инфлације	59
V.0.13.	Пројекција инфлације	60
V.0.14.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	61
V.0.15.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	62
V.0.16.	Пројектовано кретање производног јаза	62
V.0.17.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	63
V.0.18.	Базна инфлација у свету	63
V.0.19.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	65
V.0.20.	Кретање светске цене нафте типа брент од почетка 2020.	65
V.0.21.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	65
V.0.22.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	66
V.0.23.	Производња и капацитети за производњу нафте земаља <i>OPEC</i> -а	66
V.0.24.	Светска производња и потрошња течних горива	67
V.0.25.	Индекс финансијских услова	68
V.0.26.	Остварење пројекције инфлације из августа 2020.	71

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т2 2021.	11
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	21
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	29
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	30
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	32
IV.5.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	38
IV.6.1.	Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	47
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2021. и 2022. ММФ-а	52
V.0.2.	Процена привредног раста по земљама	53
V.0.3.	Кључни ризици пројекције БДП-а	58

V.0.4.	Најважније претпоставке пројекције	61
V.0.5.	Кључни ризици пројекције инфлације	69

Табела А.	Показатељи екстерне позиције Србије	75
Табела Б.	Основни макроекономски показатељи	76

Графикони у освртима

O.1.1.	Кретање произвођачких и потрошачких цена	15
O.1.2.	Допринос појединих компонената ценама индустријских произвођача за домаће тржиште	15
O.1.3.	Цене примарних пољопривредних производа, цене у производњи хране и потрошачке цене хране	17
O.2.1.	Бруто додата вредност грађевинарства	34
O.2.2.	Учешће сектора грађевинарства у номиналном БДП-у (нова и претходна пројекција)	35
O.2.3.	Учешће инвестиција у номиналном БДП-у	36
O.2.4.	Структура учешћа грађевинарства у номиналном БДП-у	36
O.3.1.	Динамика стопе запослености према новој и старој методологији Анкете о радној снази	40
O.3.2.	Динамика стопе незапослености према новој и старој методологији Анкете о радној снази	41
O.4.1.	Ефекат базе и ефекат текућег месеца у 2020. и 2021.	72
O.4.2.	Декомпозиција базног ефекта на главне компоненте у 2020. и 2021.	73
O.4.3.	Декомпозиција базног ефекта на главне компоненте у 2021. и 2022.	73
O.4.4.	Кумулативни утицај базног ефекта од јануара 2021. на мг. инфлацију	73

Табеле у осврту

O.1.1.	Оцењена веза произвођачких цена са светским ценама примарних производа	15
O.1.2.	Оцењена веза потрошачких и произвођачких цена	16

**Седнице Извршног одбора Народне банке Србије
и промене референтне каматне стопе**

2020. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
9. јануар	2,25	0
13. фебруар	2,25	0
11. март	1,75	-50
9. април	1,50	-25
7. мај	1,50	0
11. јун	1,25	-25
9. јул	1,25	0
13. август	1,25	0
10. септембар	1,25	0
8. октобар	1,25	0
12. новембар	1,25	0
10. децембар	1,00	-25

2021. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 6. 2021.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,0%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је пре свега имао у виду да се ефекти претходно донетих монетарних и фискалних мера могу очекивати и у наредном периоду и да ће по том основу услови финансирања привреде и грађана остати повољни, као и да ће расти њихов расположив доходак. Томе ће допринети и примена трећег пакета мера помоћи привреди и грађанима од око 4,3% бруто домаћег производа ове године.

Извршни одбор је истакао снажан раст бруто домаћег производа од почетка године и то што је он изнад очекивања, али и прелиминарних процена – према подацима Републичког завода за статистику, у првом тромесечју износио је 1,7% међугодишње, што је више од прелиминарне процене од 1,2%. Снажном расту највише су допринели грађевинарство и индустрија, посматрано с производне стране, односно фиксне инвестиције и нето извоз, посматрано с расходне стране. Изузетно високе међугодишње стопе раста индустријске производње (33,9%), извоза (73,2%) и увоза (63,6%) робе и показатеља услужних сектора у априлу делом одражавају ниску базу из априла 2020. године, када су економски ефекти пандемије у Србији и свету били највећи, али су и резултат наставка позитивних тенденција од почетка године, с обзиром на то да ови показатељи расту и у односу на претходни месец. Извршни одбор очекује да ће се раст економске активности наставити и у наредном периоду и да ће у великој мери бити резултат координираних мера монетарне и фискалне политике којима је очувано инвестиционо и потрошачко поверење и обезбеђен раст инвестиција у фиксне фондове и потрошње. Убрзаном опоравку доприноси и напредак у процесу имунизације становништва и његов утицај на поновно активирање многих делатности у оквиру услужног сектора. Извесно је да ће се екстерна тражња опоравити, уз даљи раст извоза, који ће наставити да буде географски и производно распрострањен. Све то ће, уз планирано повећање капиталних издатака државе усмерено ка реализацији инфраструктурних пројеката, обезбедити да раст бруто домаћег производа на нивоу године достигне 6%, уз могућност да стопа раста буде и већа.

Изостанак сезонски уобичајеног раста цена поврћа почетком године надокнађен је у априлу, што је, уз ефекат ниске базе код цена нафтних деривата, утицало на то да међугодишња инфлација у априлу износи 2,8%. Извршни одбор очекује нешто вишу стопу инфлације и у мају, при чему ће њен раст бити привремен и пре свега последица ниске базе из претходне године, првенствено код нафтних деривата, што је случај и у већини других земаља због прошлогодишњег снажног пада светске цене нафте услед пандемије. У исто време, ниска базна инфлација од 1,8% указује на одсуство знатнијих инфлаторних притисака са стране тражње, а њено стабилно кретање око тренутног нивоа Извршни одбор очекује и у наредном периоду. Важан фактор ниске и стабилне инфлације била је и остаће обезбеђена релативна стабилност девизног курса, као и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, што потврђује кредибилитет монетарне политике.

Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Извршни одбор је имао у виду да кретања у међународном окружењу још увек у највећој мери зависе од тока пандемије. Иако су изгледи за раст светске привреде бољи него што се очекивало, опоравак ће и даље бити неуједначен по земљама и у великој мери ће зависити од процеса вакцинације и подршке економских политика. Очекивано убрзање раста зоне евра и виша инфлација од почетка ове године за сада не утичу на одлуку Европске централне банке да смањи обим мера којима стимулише повољне услове финансирања, јер се фактори више инфлације оцењују привременим. Такође, Систем федералних резерви још увек не повећава своје каматне стопе, иако је брзина привредног опоравка, подстакнута изразито експанзивном фискалном политиком, довела до раста дугорочних инфлационих очекивања и каматних стопа. Бољи изгледи за раст светске привреде и најаве водећих централних банака да ће њихове каматне стопе остати ниске и у наредном периоду у извесној мери су ублажили неизвесност на међународном финансијском тржишту, па су услови финансирања за земље у успону и даље повољни. Неизвесност је и даље присутна на светском робном тржишту, пре свега на тржишту нафте, примарних пољопривредних производа и хране, али се ипак не очекује даљи знатнији раст цена ових производа.

Извршни одбор истиче да ће приоритет монетарне политике и даље бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што бржем расту наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и повољном инвестиционом амбијенту. Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати кретања и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка и да у складу с тим прилагођава своје мере у интересу наше привреде и грађана.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. јула 2021.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 7. 2021.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,0%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је пре свега имао у виду да се ефекти претходно донетих монетарних и фискалних мера, укључујући и трећи пакет економских мера помоћи привреди и грађанима од око 4,3% бруто домаћег производа, могу очекивати и у наредном периоду и да ће по том основу услови финансирања привреде и грађана остати повољни, што доприноси расту расположивог дохотка.

Извршни одбор је истакао да је Србија једна од ретких земаља која је већ у првом тромесечју ове године превазишла преткризни ниво економске активности. Посебно је значајно то што су током пандемије, као резултат координираних мера монетарне и фискалне политике, очувани производни капацитети и радна места, као и пословно и потрошачко поверење. У складу с тим, као и захваљујући успешном спровођењу процеса вакцинације становништва, Извршни одбор очекује да ће привредном расту ове године највише допринети раст инвестиција у фиксне фондове и потрошње. Извесно је да се опоравља и екстерна тражња, уз даљи раст извоза Србије, који ће наставити да буде географски и производно распрострањен, подржан даљим снажним приливом страних директних инвестиција. Све то, уз планирано повећање капиталних издатака државе усмерених ка реализацији инфраструктурних пројеката, обезбедиће да раст бруто домаћег производа на нивоу године достигне 6%, уз могућност да стопа раста буде и већа.

У складу са очекивањима Извршног одбора, у мају је порасла међугодишња инфлација (на 3,6%), што је био случај и у већини других земаља, пре свега због ниске базе из претходне године. Ниска база се у највећој мери односи на цене нафтних деривата, које су у првим месецима након избијања пандемије забележиле снажан пад под утицајем ниже светске цене нафте. У наредним месецима Извршни одбор очекује кретање инфлације око централне вредности циља од 3%, а по престанку деловања привремених фактора код цена нафтних деривата и хране, успоравање инфлације од другог тромесечја наредне године. На одсуство знатнијих инфлаторних притисака указује стабилно кретање базне инфлације, која је у мају износила 2,0% међугодишње. Такође, важан фактор ниске и стабилне инфлације чини обезбеђена релативна стабилност девизног курса, као и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, што потврђује кредибилитет монетарне политике.

Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Извршни одбор је имао у виду да кретања у међународном окружењу још увек у највећој мери зависе од тока пандемије. Иако је привредни опоравак неуједначен по земљама, уз ризик његовог успоравања због ширења нових сојева вируса, средњорочни изгледи за раст светске привреде повољни су захваљујући процесу вакцинације становништва. Евентуални ризици за раст светске привреде јесу и застоји у ланцима снабдевања и неравнотеже на тржишту рада, јер повећавају трошкове производње и воде глобалној забринутости да би инфлаторни притисци могли да расту. Водећи показатељи економске активности зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, указују на то да је опоравак у другом тромесечју ове године снажан, вођен растом прерађивачке индустрије, али и услужног сектора. Убрзање раста зоне евра и виша инфлација од почетка ове године за сада не утичу на одлуку Европске централне банке да смањи степен експанзивности монетарне политике, јер се фактори више инфлације оцењују привременим. Такође, Систем федералних резерви сматра да кретања у америчкој привреди још увек не захтевају да се почне с повлачењем мера подршке централне банке. Добри изгледи за раст светске привреде и најаве водећих централних банака да ће њихове каматне стопе остати ниске и у наредном периоду у извесној мери су ублажили неизвесност на међународном финансијском тржишту, па су услови финансирања за земље у успону и даље повољни. Неизвесност је и даље присутна на светском робном тржишту, пре свега у погледу кретања светске цене нафте, која је у првој половини ове године повећана за више од 45%. На раст светске цене нафте утицао је снажан раст тражње, који је премашио понуду, ограничену одлукама земаља *OPEC+*. Узлазни тренд бележе и светске цене других примарних производа, као и светске цене хране.

У условима изразите неизвесности на глобалном нивоу изазване пандемијом, Народна банка Србије је осму годину заредом очувала ценовну и финансијску стабилност и у исто време је равноправни партнер Влади Републике Србије у пружању подршке привреди и грађанима. Извршни одбор истиче да ће приоритет монетарне политике и даље бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што бржем расту наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и повољном инвестиционом амбијенту. Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати кретања и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка и да у складу с тим прилагођава своје мере у интересу наше привреде и грађана.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. августа 2021.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 8. 2021.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,0%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је пре свега имао у виду да се ефекти донетих монетарних и фискалних мера могу очекивати и у наредном периоду и да ће по том основу услови финансирања привреде и грађана остати повољни, што доприноси расту расположивог дохотка.

Извршни одбор је истакао да су показатељи економске активности од почетка ове године изнад очекивања – према процени Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа у другом тромесечју у односу на исти период претходне године износио је 13,4% и резултат је наставка позитивних тенденција наше економије, али и ниске прошлогодишње базе, када су епидемиолошке мере биле најстроже. На тромесечном нивоу раст бруто домаћег производа је, према нашој процени, износио 1,2%, по искључењу деловања сезонских фактора. Таквом резултату допринели су побољшање епидемиолошке ситуације у свету и код нас, ефекти монетарних и фискалних подстицаја на домаћем тржишту, као и наставак реализације инфраструктурних пројеката. Посматрано с производне стране, највећи позитиван допринос расту у другом тромесечју дао је услужни сектор, који је прошле године и највише био погођен пандемијом, али су знатан допринос, као и у претходном тромесечју, дали и прерађивачка индустрија и грађевинарство.

Разматрајући кретање инфлације, Извршни одбор је нагласио да се она од априла креће око централне вредности циља ($3 \pm 1,5\%$). Као и у случају других земаља у окружењу, виши ниво међугодишње инфлације у односу на претходно тромесечје доминантно је последица ниске базе из истог периода прошле године код цена нафтних деривата, као и виших трошkových притисака по основу раста светских цена нафте и других примарних производа претходних месеци. Истовремено, указујемо на то да нема знатнијих инфлаторних притисака са стране тражње. На одсуство знатнијих инфлаторних притисака указују и даље ниска и стабилна базна инфлација (око 2%), као и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања, која се у случају финансијског сектора налазе око централне вредности циља, а у случају привреде су и нижа. Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду наставити да се креће у границама циља.

Иако кретања у међународном окружењу још увек у највећој мери зависе од тока пандемије, опоравак светске привреде се убрзава, захваљујући вакцинацији становништва и постепеном укидању епидемиолошких мера, уз даљу примену фискалних и монетарних подстицаја у великом броју земаља. Ризици за раст глобалне привреде и даље су нови сојеви вируса, као и повремени застоји у ланцима снабдевања и неравнотеже на тржишту рада, јер повећавају трошкове производње. Раст нашег најзначајнијег економског партнера, зоне евра, убрзава од априла, због чега су његове пројекције и за ову и за наредну годину ревидиране навише. Убрзање раста зоне евра и виша инфлација од почетка ове године за сада не утичу на одлуку Европске централне банке да смањи степен експанзивности монетарне политике, јер се фактори више инфлације оцењују привременим. Такође, ни Систем федералних резерви за сада није мењао монетарну политику, али је констатовао напредак у остваривању својих циљева, који ће наставити да оцењује на наредним састанцима. Глобална финансијска ликвидност и даље је изразито висока, што се повољно одражава на токове капитала према земљама у спону, укључујући Србију. С друге стране, неизвесност је и даље присутна на светском робном тржишту, пре свега у погледу кретања светске цене нафте, која је током јула била за више од 15% изнад нивоа пре пандемије, тј. просека за 2019. годину. На знатно вишем нивоу су и светске цене других примарних производа, као и светске цене хране.

Извршни одбор истиче да ће приоритет монетарне политике и даље бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што бржем расту наше привреде и запослености, даљем расту извозног сектора, као и повољном инвестиционом амбијенту. Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати кретања и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка и да у складу с тим прилагођава своје мере у интересу наше привреде и грађана.

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

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. септембра 2021.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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