



Народна банка Србије

2021  
мај

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2021  
мај

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**Београд, Краља Петра 12**

**Тел. 011/3027-100**

**Београд, Немањина 17**

**Тел. 011/333-8000**

**[www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)**

**Тираж: 80 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 инфлационо таргетирање 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 инфлационог таргетирања 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.

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. маја 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  
**ДФО** – друге финансијске организације  
**д.с.** – десна скала  
**дсз.** – десезонирано  
**ЕЦБ** – Европска централна банка  
**ЕИБ** – Европска инвестициона банка  
**ЕМВИ** – индекс обвезница тржишта у успону  
**ЕУ** – Европска унија  
**ИПЦ** – индекс потрошачких цена  
**л.с.** – лева скала  
**МДТ** – међубанкарско девизно тржиште  
**млн** – милион  
**млрд** – милијарда  
**мг.** – међугодишње  
**ММФ** – Међународни монетарни фонд  
**НДВ** – непољопривредна додата вредност  
**NPL** – проблематични кредити  
**ОПЕС** – Организација земаља извозница нафте  
**ОЕСД** – Организација за економску сарадњу и развој  
**П** – полугодиште  
**п.п.** – процентни поен  
**РЗС** – Републички завод за статистику  
**РМТП** – реални маргинални трошкови у производњи хране  
**СДИ** – стране директне инвестиције  
**SDR** – специјална права вучења  
**Т** – тромесечје  
**ФАО** – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду  
**ФЕД** – Систем федералних резерви САД  
**ФОМС** – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту  
**ХоВ** – хартије од вредности  
**СЕФТА** – Уговор о слободној трговини земаља средње Европе

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

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

# Садржај

<b>I. Резиме</b>	1
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији</b>	7
<b>III. Кретање инфлације</b>	11
<i>Осврт 1: Кретање цена воћа и поврћа у Србији и фактори који их опредељују</i>	13
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	19
1. Кретања на финансијском тржишту	19
<i>Осврт 2: Кредитни рејтинг током пандемије – Србија и остале земље</i>	24
2. Новац и кредити	29
<i>Осврт 3: Оцена финансијских услова за привреду</i>	35
3. Агрегатна тражња	38
<i>Осврт 4: Отпорност извоза Србије у условима пандемије</i>	41
4. Економска активност	46
5. Кретања на тржишту рада	48
6. Међународно окружење	51
<i>Осврт 5: Очекивани макроекономски ефекти раста цена примарних производа</i>	63
<b>V. Пројекција</b>	67
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	90
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	91
Списак графикана и табела	93
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	96
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	97





## I. Резиме

Изгледи за **раст глобалне привреде** и даље су под утицајем пандемије, али охрабрује чињеница да се пројекције водећих финансијских институција ревидирају навише. Међународни монетарни фонд је, по други пут од почетка године, повећао пројекцију раста глобалне привреде (овога пута на 6,0%), очекујући ефекте вакцинације на глобални привредни раст у другој половини године, као и ефекте додатних фискалних мера које предузимају највеће економије света, пре свега Сједињене Америчке Државе. Када је реч о **зони евра**, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, у првом тромесечју је поново регистрован пад економске активности (−0,6% десезонирано, посматрано у односу на претходно тромесечје), на шта се одразило продужење рестриктивних здравствених мера услед погоршања епидемиолошке ситуације, као и повремени застоји у ланцима снабдевања, пре свега у аутомобилској индустрији. Ипак, водећи показатељи економске активности зоне евра, који се враћају у зону експанзије, указују на то да у наредном периоду треба очекивати опоравак економске активности, којем ће допринети и напредак у процесу вакцинације.

Кретања на **међународном финансијском тржишту** у периоду од претходног извештаја обележио је раст дугорочних приноса на државне хартије од вредности, који је био подстакнут додатним фискалним пакетом у Сједињеним Америчким Државама. Оваква кретања су повећала неизвесност у погледу даљих токова капитала и заоштравања финансијских услова у земљама у успону. **Светске цене примарних производа наставиле су да расту**, вођене пре свега оптимизмом у погледу убрзања глобалног привредног раста, што се одразило и на **раст глобалне инфлације**. Ипак, за сада преовлађују оцене да је тај раст инфлације привремен, а водеће централне банке настављају својим монетарним политикама да стимулишу повољне услове финансирања.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије **задржао је референтну каматну стопу** на нивоу од 1,0%, колико износи од децембра, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације и за 1,25 процентних

*Повољнија привредна кретања од пројектованих у већини земаља крајем прошле и почетком ове године допринела су оптимистичнијим проценама глобалног раста у 2021. години.*

*Кретања на међународном финансијском тржишту карактерише раст дугорочних приноса на државне хартије од вредности, а кретања на међународном робном тржишту наставак раста светских цена примарних производа.*

*У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, референтна каматна стопа задржана је на 1,0%, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације.*

поена ниже у односу на период пре пандемије. Одлука Извршног одбора да не мења висину референтне стопе била је опредељена пре свега ефектима претходно донетих обимних мера монетарне и фискалне подршке привреди и грађанима, који се могу очекивати и у наредном периоду, као и најављеним трећим фискалним пакетом мера, који ће се реализовати у овој години. Такође, с наставком успешног спровођења процеса вакцинације, очекивао се убрзани привредни опоравак у овој години. Опрезност у вођењу монетарне политике налагала су кретања на међународном робном тржишту, пре свега раст светских цена нафте, као и примарних пољопривредних производа и хране претходних месеци. Такође, опрезност је била потребна и због дешавања на међународном финансијском тржишту, а пре свега због раста дугорочних стопа приноса.

*Претходно ублажавање монетарне политике резултирало је повољним условима финансирања привреде и грађана, а тиме и расту њиховог расположивог дохотка.*

Као резултат претходног ублажавања монетарне политике, **услови задуживања на домаћем тржишту остали су повољни**. При томе, каматне стопе на нове динарске кредите привреди у јануару спустиле су се на нов најнижи ниво (2,2%), да би у наредна два месеца бележиле раст, али су се и поред тога задржале на нижем нивоу у поређењу с крајем 2020. (3,1% у марту). Под утицајем високе базе из прошле године, почетком 2021. дошло је до успоравања раста кредита немонетарном сектору на међугодишњем нивоу – раст укупних кредита у марту успорио је на 7,7%. **Структура раста кредита остала је повољна**, јер су у оквиру кредита привреди највећи раст од почетка године забележили инвестициони кредити, а у оквиру кредита становништву стамбени кредити. При томе, **резултати априлске анкете о кредитној активности указују на то да су банке током првог тромесечја ублажиле кредитне стандарде**, као и да је тражња за кредитима наставила да расте. Такође, наставак ублажавања кредитних стандарда банке очекују и у наредном тромесечју. Према нашој оцени, предузете мере Народне банке Србије у претходном периоду, продужење рока и износа кредита одобренних из гарантне шеме и задржавање релативно ниских каматних стопа на домаћем и међународном новчаном тржишту доприносиће наставку раста кредитне активности. Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима и даље је испод преткризног нивоа и у марту је износило 3,9%, што указује на то да су мере Народне банке Србије и Владе биле правовремене и спречиле већи негативан ефекат по привреду и становништво, а тиме и по финансијску стабилност.

У првом тромесечју забележен је **дефицит на консолидованом нивоу од 0,9% бруто домаћег производа, којем су допринели пре свега већи капитални расходи** (реално посматрано за око 12% међугодишње), док су све кључне категорије прихода бележиле раст у поређењу са истим периодом претходе године. Министарство финансија припремило је ребаланс буџета за ову годину, према коме ће дефицит опште државе у 2021. износити 7,0% бруто домаћег производа, што је више од иницијалног плана с краја прошле године (3,0% бруто домаћег производа). **Кључни елементи ребаланса буџета јесу нови економски пакет мера и знатно већи предвиђени капитални расходи.** Трећи пакет мера за ублажавање ефеката пандемије износи око 4,3% бруто домаћег производа, при чему се нешто већи део тог износа односи на директне фискалне подстицаје, док се за реализацију гарантне шеме планира око 120 милијарди динара (од чега половина представља наставак реализације претходне гарантне шеме, која је продужена до јула). У оквиру директних мера предвиђена је помоћ најугроженијим секторима привреде (предузећима из области туризма, угоститељства и саобраћаја), као и помоћ становништву. Јавни дуг централног нивоа власти на крају марта износио је 55,7% бруто домаћег производа. До краја године, новом пројекцијом у оквиру ребаланса буџета предвиђен је раст јавног дуга, али не преко мастрихтског критеријума од 60%, док би од наредне године требало да буде на опадајућој путањи.

У првом тромесечју, први пут од 2007. године, остварен је **суфицит на текућем рачуну платног биланса** (од близу 160 милиона евра), који је резултат поправљања свих његових компонената, а највише дефицита робне размене, уз међугодишњи раст извоза од 16,6% и смањење увоза од 0,2%. Очекиван раст екстерне тражње, уз ефекте веће понуде по основу инвестиција у извозне секторе из претходног периода, требало би да подржи двоцифрени раст извоза робе и услуга Србије у овој години. Ипак, очекивани раст увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије с наставком инвестиционог циклуса, уз опоравак потрошње, за последицу ће имати и већи раст увоза од претходно пројектованог, тако да ће допринос нето извоза бруто домаћем производу највероватније бити тек незнатно негативан. У складу са оваквом проценом нето извоза, као и опоравка домаће тражње, и уз нешто неповољније односе размене, пре свега због раста цена нафте, очекујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у овој години износити 4,6% бруто домаћег производа, при чему

*Захваљујући макроекономској и фискалној стабилности постигнутој у претходном периоду, фискална политика има капацитет да снажно реагује на ефекте пандемије, а да то не угрози одрживост јавних финансија, нити остале показатеље макроекономске стабилности.*

*Бржи опоравак извоза од увоза допринео је томе да у првом тромесечју, први пут на тромесечном нивоу, буде забележен суфицит текућег рачуна платног биланса.*

кретања од почетка године указују на то да је врло могућ и повољнији исход. У средњем року, по основу повећаних извозних капацитета и очекиваног глобалног економског опоравка, треба очекивати благо смањење учешћа дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу (на око 4%), уз и даље пуну покривеност нето приливима страних директних инвестиција, као што је то био случај и у протеклих шест година.

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

**Успешна емисија еврообвезница на међународном тржишту** у вредности од 1,0 милијарди евра на до сада најдужи рок од 12 година, по купонској стопи од 1,65% и стопи приноса од 1,92%, као и тражња, која је вишеструко премашивала планирани износ продаје, утицала је на то да по основу портфолио инвестиција у првом тромесечју буде остварен нето прилив од 945,2 милиона евра. Прилив капитала од близу 946 милиона евра, односно 839 милиона евра у нето изразу, остварен је по основу страних директних инвестиција у Србију, што је више него у истом периоду претходне године. Уз суфицит на текућем рачуну платног биланса, прилив капитала по основу портфолио и страних директних инвестиција допринео је **расту девизних резерви од почетка године за 784 милиона евра, на 14,3 милијарде евра на крају марта, као и наставку стабилног кретања динара према евр**у. Агенција *Moody's* је у марту повећала кредитни рејтинг Србије с *Ba3* на *Ba2*, а као кључне факторе повећане отпорности и повољних економских изгледа агенција је истакла ниску и стабилну инфлацију, релативну стабилност девизног курса, смањену спољну неравнотежу и пуну покривеност дефицита текућег рачуна приливима страних директних инвестиција. Као факторе бољег рејтинга земље агенција је навела и адекватан ниво девизних резерви, повећану економску диверсификацију и смањене фискалне ризике.

*Према нашој процени, бруто домаћи производ достигао је преткризни ниво у првом тромесечју ове године и у односу на претходно тромесечје виши је за 2,5% десезонирано.*

Упркос чињеници да је погоршана епидемиолошка ситуација и да је било неопходно да се неке од рестриктивних здравствених мера поново уведу, **економска активност у Србији у првом тромесечју знатно је убрзана**. Према процени Републичког завода за статистику, реални раст економске активности у првом тромесечју у односу на исти период претходне године износио је 1,2%, што је изнад наших очекивања из претходног извештаја. Томе је с производне стране допринело пре свега грађевинарство, највише захваљујући убрзању реализације инфраструктурних пројеката, на који указује и раст капиталних издатака државе. Позитиван допринос потиче и од раста индустријске производње, упркос ремонту нафтне индустрије у

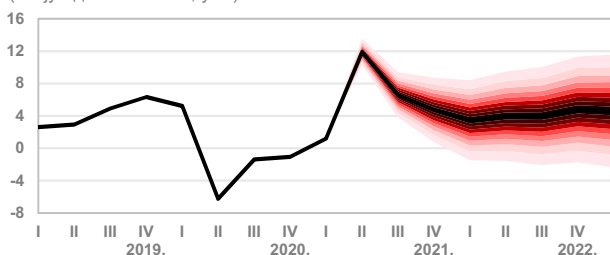
марту, при чему 17 од 24 области прерађивачке индустрије бележи раст, као и од трговине и теретног саобраћаја. Посматрано с расходне стране, највећи позитиван допринос дао је нето извоз, а захваљујући очуваном инвестиционом и потрошачком поверењу и реализацији инфраструктурних пројеката, опоравак бележе и инвестиције у фиксне фондове и потрошња.

Ове године очекујемо **раст бруто домаћег производа од 6%**, који ће бити вођен домаћом тражњом и извозом, чему би требало кључно да допринесу нормализација глобалних економских токова услед масовне вакцинације, затим правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и по том основу обезбеђени повољни услови финансирања и очувани производни капацитети и радна места, као и очекивани опоравак екстерне тражње. Исти фактори ће, према нашој оцени, обезбедити повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње у наредним годинама. У односу на пројекцију из фебруара, када смо очекивали реални раст бруто домаћег производа ове године у распону од 5% до 6%, пројекцију смо повећали и сада процењујемо да ће раст износити 6% услед бржег од очекиваног опоравка у првом тромесечју, као и већих планираних капиталних инвестиција и доношења новог економског пакета мера. Ризици пројекције су, укупно посматрано, симетрични и по основу фактора из међународног и домаћег окружења, јер су се у међувремену материјализовали ризици из претходне пројекције, и то из међународног окружења наниже по основу споријег раста зоне евра од очекиваног због продужених рестриктивних здравствених мера, а из домаћег окружења навише по основу новог пакета економских мера и бржег привредног раста у првом тромесечју од очекиваног.

**Међугодишња инфлација** је остала испод доње границе циља ( $3 \pm 1,5\%$ ) у прва два месеца 2021, пре свега услед нижег раста цена воћа и поврћа почетком године од сезонски уобичајеног, да би се у марту вратила у те границе и износила 1,8%, што се, као и у другим земљама у окружењу, првенствено дугује расту доприноса цена нафтних деривата због раста светске цене нафте. Даље убрзање инфлације, на 2,8% у априлу, које се очекује да ће се наставити и у мају, према нашој оцени, привремено је и последица ниске базе из претходне године, раста цена примарних производа, али и хладног времена у априлу, које је убрзало раст цена поврћа. Услед изласка из обрачуна прошлогодишњег поскупљења услуга фиксне телефоније, базна инфлација је успорила са 2,1% у јануару на 1,8% у фебруару и на том нивоу задржала се и до априла. Ниске инфлаторне притиске потврђују

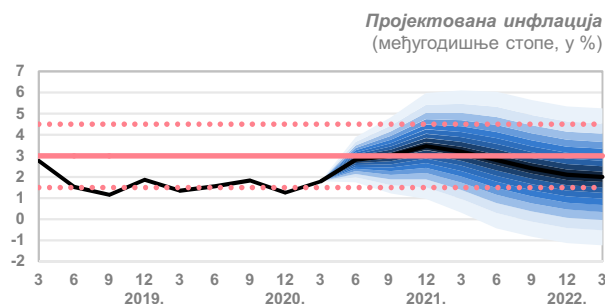
*У односу на пројекцију из фебруара, када смо очекивали реални раст бруто домаћег производа ове године у распону од 5% до 6%, пројекцију смо повећали и сада процењујемо да ће раст износити 6%.*

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



*Након привременог пада у прва два месеца, међугодишња инфлација, као и у другим земљама у окружењу, бележи раст под утицајем привремених фактора, а пре свега виших светских цена примарних производа, док су инфлаторни притисци са стране тражње и даље ниски.*

*Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација у наредној години дана кретати око централне вредности циља под утицајем привремених фактора, након чега ће, са ишчезавањем њиховог утицаја, уследити успоравање инфлације.*



*Пуна координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена како би се очувала постигнута ценовна и финансијска стабилност и обезбедио одржив економски опоравак од кризе изазване пандемијом.*

краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и даље крећу испод централне вредности циља за инфлацију.

Према мајској централној пројекцији, под утицајем виших цена примарних производа, пре свега нафте и пољопривредних производа, које ће се преко трошковних притисака прелити у одређеној мери и на више цене остале хране, међугодишња инфлација ће се до првог тромесечја наредне године кретати око централне вредности циља. Након тога, требало би да уследи њено успоравање, са ишчезавањем утицаја привремених фактора. **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 домаће тражње.** Виши раст цена примарних производа од очекиваног јесте и кључан разлог због чега је нова пројекција инфлације у кратком року, тј. у наредној години дана, на вишем нивоу од пројекције коју смо објавили у фебруару. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације у кратком року у највећој мери се односи на кретање светске цене нафте и цене воћа и поврћа. У средњем року, кључни ризици пројекције и даље потичу из међународног окружења, а односе се пре свега на брзину опоравка зоне евра, светске цене примарних производа, као и токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције делом се односе и на нову пољопривредну сезону, брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих 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 јачању 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.

## II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

*У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на нивоу од 1,0%, колико износи од децембра 2020, што је најнижи ниво у режиму циљања инфлације и за 1,25 п.п. ниже него пре пандемије.*

*Одлука Извршног одбора да не мења висину референтне стопе у периоду од претходног извештаја била је пре свега опредељена ефектима претходно донетих обимних мера монетарне и фискалне подршке привреди и грађанима, као и чињеницом да се ови ефекти могу очекивати и у наредном периоду. Такође, на одлуку је утицао и најављен трећи пакет економских мера, који ће се реализовати у овој години. С наставком успешног спровођења процеса вакцинације код нас, као и услед снажног раста екстерне тражње, преткризни ниво БДП-а достигнут је већ у Т1 2021, док се у наредном периоду очекује његов даљи раст.*

*Опрезност у вођењу монетарне политике налагала су кретања на међународном робном тржишту, пре свега раст светских цена нафте, примарних пољопривредних производа и хране. Такође, опрезност је била потребна и због дешавања на међународном финансијском тржишту, а пре свега раста дугорочних стопа приноса, који је био подстакнут додатним фискалним пакетом у САД, што би могло негативно да се одрази на токове капитала према земљама у успону.*

На састанцима Извршног одбора који су одржани у периоду од претходног Извештаја о инфлацији, **висина референтне каматне стопе од 1,0% није мењана**. Извршни одбор је одлучио да референтну стопу задржи на досадашњем најнижем нивоу у режиму циљања инфлације, на који је смањена у децембру прошле године. 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 је најављен трећи фискални пакет мера подршке привреди и грађанима за ову годину како би се додатно убрзао раст наше привреде. То значи да ће мере монетарне и фискалне политике наставити повољно да делују на услове финансирања привреде и грађана и раст њиховог расположивог дохотка.<sup>1</sup> 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.

Одлучујући да не мења висину референтне стопе, Извршни одбор је истакао да су резултати домаће привреде од почетка ове године повољни и у условима глобално погоршане епидемиолошке ситуације и поштрених здравствених мера, чему је допринело прилагођавање потрошачких навика и процеса рада новим условима и код нас и у свету. На повољна кретања наше привреде указивали су расположиви месечни показатељи, пре свега индустријска производња и промет у трговини на мало, који су већ премашили преткризни ниво и у јануару и фебруару 2021. бележили просечан м.г. раст од 2,6% и 3,0%, респективно. Са успешним наставком спровођења процеса вакцинације, опоравак се очекује и у оним услужним секторима који су још увек у великој мери погођени актуелном пандемијом (туризам, угоститељство, саобраћај, рекреација и култура). То би требало да резултира наставком динамичног раста БДП-а у наредном

<sup>1</sup> Преглед мера Народне банке Србије дат је у Табели 1, стр. 10.

периоду, чему ће подстицај дати и најављен нови пакет фискалних мера.

Извршни одбор је истицао да су обимност и правременост мера били кључни у спречавању пада пословног и потрошачког поверења, чиме је спречено преливање негативних ефеката пандемије на тржиште рада и производне капацитете. Подаци с тржишта рада указују на то да запосленост расте, а да је стопа незапослености задржана на једноцифреном нивоу. Очувани људски и производни капацитети омогућили су брз опоравак робног извоза, који је још крајем лета прошле године достигао преткризни ниво. Поред пољопривреде, прерађивачка индустрија је водила раст нашег извоза, који је географски и производно распрострањен. Уз наставак релативно снажног прилива СДИ претежно у разменљиве секторе, као и постепен опоравак екстерне тражње, Извршни одбор очекује да ће робни извоз ове године забележити двоцифрени раст.

Народна банка Србије води подстицајну монетарну политику у условима очуване ценовне и финансијске стабилности. Осму годину заредом, и у околностима пандемије Народна банка Србије испуњава свој основни циљ – обезбеђење ниске и стабилне инфлације. У складу са очекивањима Извршног одбора, након 1,2% м.г. у фебруару, инфлација се у марту вратила у границе циља и износила је 1,8% м.г. Исто толико је износила и базна инфлација (тј. инфлација по искључењу цена хране, енергената, алкохола и цигарета), која се није мењала у односу на фебруар. Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду бити ниска и стабилна и процењује да је њен виши ниво у овој у односу на прошлу годину последица привремених фактора – раста светских цена примарних производа. Важан фактор ниске и стабилне инфлације била је и остала обезбеђена релативна стабилност девизног курса, као и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, која потврђују кредибилитет монетарне политике.

Доносећи одлуку да не мења висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду и да су изгледи за раст светске привреде и даље под утицајем пандемије, али да охрабрује чињеница да се пројекције ревидирају навише. ММФ је почетком априла, по други пут од почетка године, повећао пројекцију раста светске привреде, очекујући ефекте додатних фискалних мера које предузимају највеће економије света (пре свега САД), као и подстицај који ће вакцинација дати глобалном расту у П2. ММФ је

ревидирао навише и пројекцију раста зоне евра за 2021. (са 4,2% у јануару на 4,4%), при чему је раст БДП-а Италије, једног од наших главних спољнотрговинских партнера, за 2021. ревидиран на 4,2% (наспрам 3,0% у јануару), јер се очекује да Италија добије највећи износ из фондова ЕУ намењеног програму *Next Generation EU Fund*. Навише је ревидиран и привредни раст Немачке за ову и наредну годину, што би требало позитивно да се одрази на извоз наше привреде.

Брзина опоравка светске привреде опредељиваће кретања на међународном финансијском тржишту и токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији, што повећава важност опрезног приступа у вођењу монетарне политике. Усвајање додатног фискалног пакета у САД подстакло је очекивања да ће привредни раст САД бити снажнији од претходно очекиваног, што је утицало на раст дугорочних каматних стопа. Каматне стопе су у извесној мери порасле и у зони евра почетком године, пре него што је ЕЦБ додатно ублажила монетарну политику.

Поред тога, опрезност су налагале и неизвесности на светском робном тржишту, због узлазног тренда цена нафте, примарних пољопривредних производа и хране, који траје већ извесно време. Светска цена нафте типа брент прешла је 60 долара по барелу у фебруару, у великој мери под утицајем очекиваног раста светске привреде, а пре свега додатног подстицаја који ће нови фискални пакет дати расту привреде у САД, највећем светском потрошачу нафте. Такође, одлука земаља *OPEC+* почетком марта да продуже договор о смањењу производње нафте до априла изненадила је учеснике на тржишту и допринела расту светске цене нафте. Извршни одбор је такође имао у виду да је потребан опрез због могуће повећане волатилности светских цена примарних пољопривредних производа и цена хране у условима, иако смањене, и даље присутне неизвесности око тока пандемије. Показатељ кретања светских цена хране – индекс *FAO* повећан је у марту 2021, десети узастопни месец, на највиши ниво од јуна 2014. године.

Извршни одбор је истакао знатну отпорност наше економије на потресе из међународног окружења, као резултат одговорног вођења економске политике у претходним годинама и адекватног одговора на актуелну светску кризу. Током 2020. године бруто девизне резерве повећане су за 113,2 мљн евра, а њихов раст настављен је и у овој години, за 783,9 мљн евра, тако да су на крају марта достигле 14,3 мљрд



евра, чиме је додатно ојачана отпорност домаћег финансијског система на потресе из међународног окружења. Девизним резервама на овом нивоу обезбеђује се покривеност више од шест месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама.

На успех Владе и Народне банке Србије у очувању макроекономске и финансијске стабилности током пандемије и повољних изгледа за привредни раст указује и чињеница да је Србија успела не само да очува већ и да повећа кредитни рејтинг у условима пандемије, када је смањивање кредитних рејтинга земаља било најизраженије од оснивања светских рејтинг агенција. Наиме, агенција *Moody's* је у марту 2021. повећала кредитни рејтинг Србије с *Ba3* на *Ba2*, а као кључне факторе отпорности и повољних економских изгледа агенција је истакла ниску и стабилну инфлацију, релативну стабилност девизног курса, смањену спољну неравнотежу и пуну покривеност дефицита текућег рачуна приливима СДИ. Као фактори бољег рејтинга земље наведени су и адекватан ниво девизних резерви, повећана економска диверсификација и смањени фискални ризици.

Доносећи одлуку у мају да не мења висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је истакао да су резултати домаће привреде и почетком ове

године изнад очекивања. Србија је преткризни ниво економске активности достигла већ у Т1 ове године, док су иницијалне процене биле да ће се то догодити у Т2 ове године. Према процени РЗС-а, у Т1 остварен је раст БДП-а од 1,2% мг. Највећи позитиван допринос том расту, према оцени Народне банке Србије, дао је нето извоз, а захваљујући очуваном инвестиционом и потрошачком поверењу и реализацији инфраструктурних пројеката, опоравак бележе и инвестиције у фиксне фондове и потрошња. Додатни импулс расту Извршни одбор очекује од усвојеног трећег фискалног пакета помоћи привреди и грађанима и виших планираних капиталних расхода државе. То би, уз успешан наставак спровођења процеса вакцинације и опоравак и у услужним делатностима, које су још увек погођене пандемијом, требало да обезбеди да раст БДП-а ове године износи 6%.

Извршни одбор истиче да ће приоритет монетарне политике и у наредном периоду бити одржавање 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.

Табела II.1. Одговор Народне банке Србије на COVID-19

2020.												2021.	
Март	Април	Мај	Јун	Јул	Август	Септембар	Октобар	Новембар	Децембар	Јануар	Фебруар	Март	Април
<b>Мере монетарне политике</b>													
<b>Референтна каматна стопа</b>													
Смањена за 0,5 п.п., на 1,75%		Смањена за 0,25 п.п., на 1,5%		Смањена за 0,25 п.п., на 1,25%						Смањена за 0,25 п.п., на 1,0%			
Смањење коридора к.с. са ±1,25 п.п. на ±1,0 п.п.										Смањење коридора к.с. са ±1,0 п.п. на ±0,9 п.п.			
<b>Пружање подршке динарској ликвидности</b>													
Додатне своп аукције, рочност три месеца										Додатне своп аукције на редовној недељној основи (понедељком), рочност три месеца			
		Смањење к.с. на дев. своп аукцијама											
Аукција репо куповине државних ХоВ, рочност седам дана													
Аукција репо куповине државних ХоВ, рочност три месеца										Додатне репо куповине ХоВ на редовној недељној основи (четвртом), рочност три месеца			
		Трајна куповина државних ХоВ на секундарном тржишту											
Корпоративне облигације укључене у ХоВ које се могу користити у монетарним операцијама НБС													
<b>Повољнији услови за кредите у оквиру гарантне шеме</b>													
Омогућено одобравање динарских кредита из гарантне шеме по нижим каматним стопама – умањење од најмање 50 б.п. НБС компензује кроз вишу стопу ремунације на износ издвојене обавезне резерве													
<b>Додатне мере Народне банке Србије</b>													
<b>Мораторијум</b>													
		Застој у отплати обавеза дужника				Застој у отплати обавеза дужника						Застој у отплати обавеза дужника који због пандемије не могу да измирују своје обавезе, уз продужење рока отплате тако да месечне обавезе дужника не буду веће од оних пре одобравања олакшица	
<b>Стамбено кредитирање</b>													
Смањено обавезно учешће грађана у кредитима за куповину прве стамбене непокретности са 20% на 10%													
Смањен минимални степен изграђености објекта чију је куповину могуће финансирати стамбеним кредитима банака													
Продужавање рока отплате стамбених кредита за најдуже пет година													
<b>Остали кредити</b>													
Продужење рока отплате за одобрене кредите становништву (осим стамбених) до осам година													
Омогућено је банкама да до краја 2021. одобравају динарске кредите (до 90.000 динара) становништву, рочности до две године, само с потписаном изјавом о запослењу/пензији													
<b>Превентивна репо линија са ЕЦБ-ом</b>													
Успостављена превентивна репо линија са ЕЦБ-ом да би се, у случају потребе, домаћим банкама обезбедила додатна ликвидност у еврима													

Извор: НБС.

### III. Кретање инфлације

Мг. инфлација је остала испод доње границе циља ( $3 \pm 1,5\%$ ) у прва два месеца 2021, пре свега услед нижег раста цена воћа и поврћа почетком године од сезонски уобичајеног, да би се у марту вратила у те границе и износила 1,8%. Убрзање мг. инфлације у марту, као и у другим земљама у окружењу, првенствено се дугује расту доприноса цена нафтних деривата због раста светске цене нафте. Услед изласка из обрачуна прошлогодишњег поскупљења услуга фиксне телефоније, базна инфлација је успорила са 2,1% у јануару на 1,8% у фебруару и марту, чиме се изједначила са укупном инфлацијом.

Ниске инфлаторне притиске потврђују краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и даље крећу испод централне вредности циља за инфлацију.

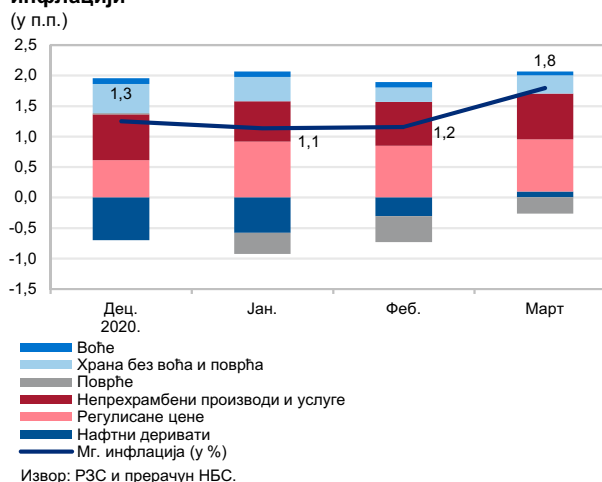
#### Кретање инфлације у Т1

Након што се у јануару и фебруару задржала близу остварења с краја 2020, по основу изостанка очекиваног и сезонски уобичајеног раста цена непрерађене хране (пре свега поврћа), мг. инфлација се на крају Т1 вратила у границе циљаног распона и у марту је износила 1,8%. Убрзање мг. инфлације на 1,8% у марту првенствено је резултат раста доприноса цена нафтних деривата (са  $-0,6$  п.п. у јануару и  $-0,3$  п.п. у фебруару на  $0,1$  п.п. у марту), као и ниске базе код ових цена и цена поврћа из истог периода прошле године. Остале компоненте ИПЦ-а задржале су стабилно кретање током Т1, уз сличан допринос мг. инфлацији. Услед изласка из обрачуна прошлогодишњег поскупљења услуга фиксне телефоније, базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а без енергије, хране, алкохола и цигарета) успорила је са 2,1% у јануару на 1,8% у фебруару и марту, чиме се изједначила са укупном инфлацијом.

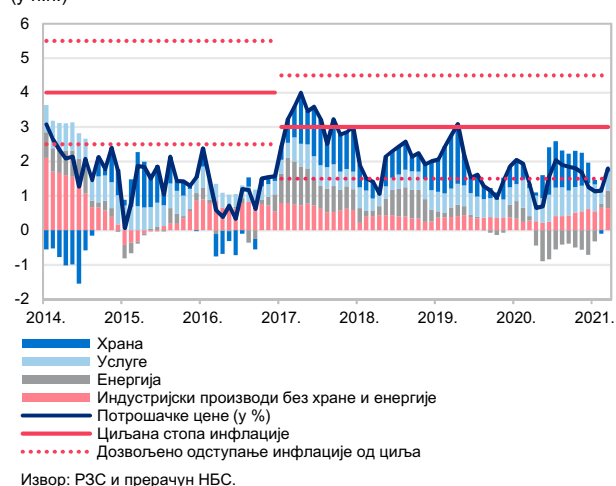
Потрошачке цене у Т1 порасле су за 1,6%, доминантно вођене вишим ценама енергије (6,7%, уз допринос тромесечној инфлацији од 1,0 п.п.). У оквиру цена енергије, нафтни деривати су у Т1 поскупели 10,6% (уз допринос инфлацији од 0,6 п.п.) због наставка раста светске цене нафте од почетка године. Расту цена енергије додатно је допринео раст цена електричне енергије у јануару и фебруару (8,2%, уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.).

Цене хране и безалкохолних пића у Т1 повећане су за 1,2%, као резултат виших цена непрерађене хране (2,9%, уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), а у мањој

Графикон III.0.1. Доприноси компонента ИПЦ-а мг. инфлацији



Графикон III.0.2. Доприноси мг. стопи раста потрошачких цена



Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т1 2021. (тримесечне стопе)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.2. Пондери ИПЦ-а по групама

	Пондери у 2020.	Пондери у 2021.	Разлика
<b>Потрошачке цене (ИПЦ)</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>0,00</b>
Непрерађена храна	10,37	10,43	0,06
Прерађена храна	20,80	21,00	0,20
Индустријски производи без хране и енергије	28,49	29,23	0,74
Енергија	15,40	15,36	-0,04
Услуге	24,94	23,98	-0,96
<b>ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета</b>	<b>46,62</b>	<b>46,03</b>	<b>-0,59</b>

Извор: РЗС.

мери и раста цена **прерађене хране** (0,5%, уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.). Иако су цене хране порасле, њихов допринос инфлацији у Т1 био је нижи од пројектованог, првенствено због споријег раста цена поврћа и воћа у јануару и фебруару од сезонски уобичајеног. Тај раст је на нивоу тримесечја износио 4,5% збирно (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.).

**Цене услуга** у Т1 порасле су за 0,4% (уз допринос тримесечњој инфлацији од 0,1 п.п.), највише по основу поскупљења комуналних услуга (2,5%), уз више цене занатских и личних услуга и станарина. У супротном смеру деловале су ниже цене туристичких пакет-аранжмана за 11,3%, услед појефтињења у фебруару и већег пада ових цена у марту од очекиваног.

У смеру раста потрошачких цена у Т1 деловала је корекција цена цигарета из фебруара (3,3%, уз допринос инфлацији од 0,15 п.п.), као и раст цена алкохолних пића и фармацеутских производа. Насупрот тога, забележен је сезонски пад цена одеће и обуће за 2,8% (уз допринос инфлацији од -0,1 п.п.). Укупно посматрано, **цене индустријских производа (без хране и енергије)** благо су порасле, за 0,2% (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.).

Реализација пројектованих поскупљења електричне енергије, комуналних услуга и цигарета у јануару и фебруару утицала је на раст **регулисаних цена** од 3,5% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.). При томе, мг. раст ових цена убрзан је са 3,3% у децембру на 4,6% у марту.

**Цене у оквиру базне инфлације** стагнирале су током Т1, уз незнатан допринос укупној инфлацији.

У складу с редовном годишњом ревизијом пондера у оквиру ИПЦ-а и уважавајући пандемијска кретања из претходне године, РЗС је извршио одређена прилагођавања пондера за обрачун инфлације. На основу доступних података из Националних рачуна о потрошњи из 2020. године и одређених процена, у пондерима за обрачун ИПЦ-а у 2021. години смањено је учешће услуга (за 1,0 п.п.) по основу нижих пондера услуга транспорта, ресторана и хотела и туристичких пакет-аранжмана, које су највише биле изложене последицама пандемије. То је утицало на смањење пондера за базну инфлацију, док је учешће пондера за прехранбену инфлацију благо повећано. Наведена прилагођавања су у складу и са инструкцијом Eurostat-а да се уваже промене у навикама потрошача које су последица пандемије.

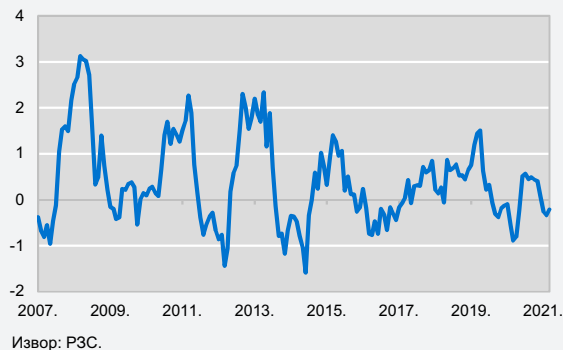
## Осврт 1: Кретање цена воћа и поврћа у Србији и фактори који их опредељују

Цене воћа и поврћа представљају најволатилнију компоненту ИПЦ-а у Србији. Иако има скромно учешће у потрошачкој корпи (6,6%), ова група цена често доминантно утиче на краткорочне осцилације инфлације, а одступање остварене од пројектоване инфлације најчешће је управо последица одступања кретања ове групе цена од сезонски уобичајеног. Тако су, на пример, од маја до октобра 2019. године цене воћа и поврћа допринеле паду м.г. инфлације са 1,8 п.п., а од марта до јула 2020. године њеном расту са 1,5 п.п. У ранијим годинама осцилације цена ове групе производа биле су и више, па се дешавало да се допринос ове групе цена укупној инфлацији промени и за преко 3 п.п. за мање од годину дана. Овако велике осцилације, тј. одступање од сезонски очекиваног кретања, представљају отежавајућу околност при пројекцији ових цена, али и у објашњавању кретања укупне м.г. инфлације у наредном периоду, јер је код ове групе цена изражен базни ефекат.

Када је реч о динамици кретања цена унутар године, за цене воћа и поврћа уобичајено је да од јануара до маја, када је њихова понуда на тржишту мања, расту, да би се у П2, с новом пољопривредном сезоном, углавном смањивале. При томе, сезонска динамика кретања цена воћа и поврћа није у потпуности иста. Цене поврћа обично почињу да се смањују у јуну, док у периоду септембар–новембар расту. Цене воћа се смањују од јула до децембра, најпре због доласка новог рода, а затим због увоза релативно јефтинијег јужног воћа (изузетак је септембар, када цене воћа обично благо расту).

Као доминантан фактор осцилација цена воћа и поврћа у Србији и одступања од сезонски уобичајених кретања, издваја се принос воћарских и повртарских култура у пољопривредној сезони, који у великој мери зависи од временских прилика. На графиконима О.1.2. и О.1.3. јасно је уочљива (негативна) корелација између приноса воћа и поврћа у Србији и кретања њихових цена у тој години. Може се приметити и да је веза између приноса и цена нешто јача у случају воћа него поврћа, али је свакако снажна у оба случаја. Једноставно речено, што је принос воћарских и повртарских култура у одређеној години виши, то је њихова цена нижа, и обратно. Примера ради, сушне 2007. и 2018. нарочито су погодиле принос повртарских култура, а 2012. и воћарских и повртарских, што је довело до снажног раста њихових цена у тим годинама. У наредним годинама, принос је по правилу растао с ниске основе из претходне године, што је водило паду цена. Трговинска размена

Графикон О.1.1. Допринос воћа и поврћа м.г. инфлацији (у п.п.)



Извор: РЗС.

Графикон О.1.2. Утицај понуде воћа на цене (у %)

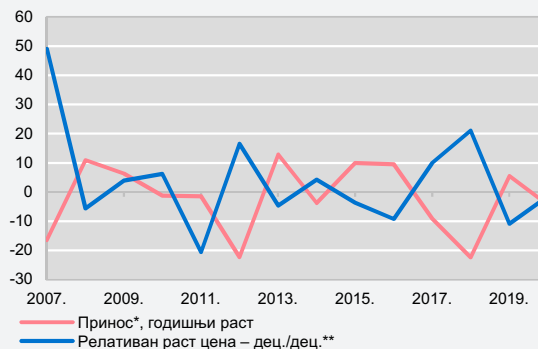


Извор: РЗС.

\* Кретање приноса за групу воће, израчунато је на бази података РЗС-а о приносу појединачних култура по годинама, пондерисаних њиховим учешћем у пољопривредној производњи.

\*\* Рачунато као промена цена воћа у односу на укупан индекс потрошачких цена.

Графикон О.1.3. Утицај понуде поврћа на цене (у %)



Извор: РЗС.

\* Кретање приноса за групу поврће, израчунато је на бази података РЗС-а о приносу појединачних култура по годинама, пондерисаних њиховим учешћем у пољопривредној производњи.

\*\* Рачунато као промена цена поврћа у односу на укупан индекс потрошачких цена.

воћа и поврћа Србије са остатком света, пре свега у сегменту извоза, у порасту је последњих година. Томе је допринела либерализација спољнотрговинских токова, првенствено са ЕУ, као и раст производње из пластеника. То за резултат има смањење осцилација у ценама воћа и поврћа у поређењу с периодом пре 2010.

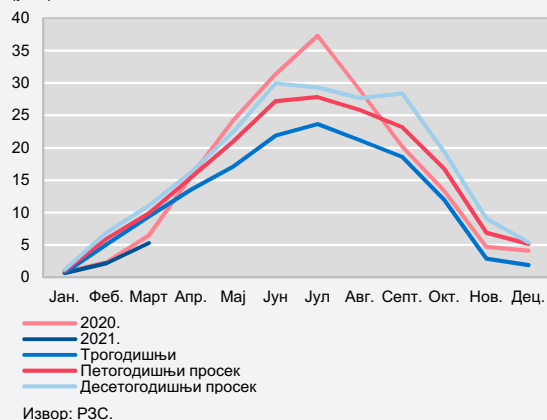
Ипак, због високих трошкова складиштења и преноса, нецаринских баријера и нестандардизованих производа, светско тржиште воћа и поврћа, по свему судећи, мање је интегрисано у поређењу с, на пример, тржиштем примарних пољопривредних производа (кукуруз, пшеница, соја), чије су цене углавном диктиране условима на светском тржишту, с обзиром на то да берзанска трговина овим културама практично чини свет јединственим тржиштем. Због тога је и мања могућност да кретања светских цена воћа и поврћа имају стабилизујући ефекат на цене на домаћем тржишту.

Осетљивост производње на временске прилике, као и јака веза производње воћа и поврћа с њиховим ценама, уз чињеницу да су подаци о производњи доступни само на годишњем нивоу и то након података о ценама, чини ову компоненту инфлације најзахтевнијом за прогнозирање. У Народној банци Србије при пројекцијама инфлације углавном се користи претпоставка да ће наредна пољопривредна сезона бити просечна. То значи да ако је, на пример, у претходној пољопривредној сезони род воћа и поврћа подбацио, а цене се због тога нашле на високом нивоу, у наредном периоду можемо очекивати раст приноса (с ниске основе) и последични пад цена. Супротно важи ако је претходна пољопривредна сезона била ванредно добра.

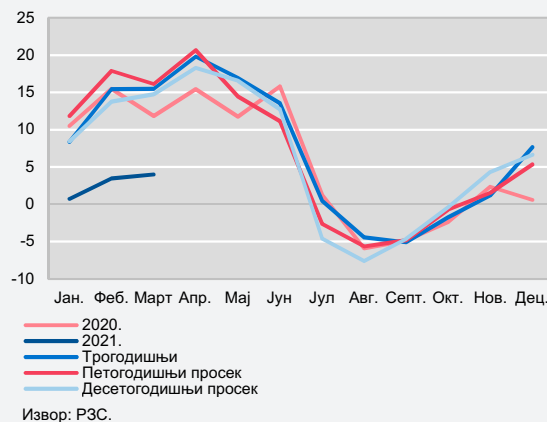
Због непредвидивости утицаја временских прилика на род воћа и поврћа, краткорочна одступања од наших пројекција цена ових производа често се дешавају. То је био случај и у Т1 ове године, када су цене поврћа забележиле неочекивано мали раст (4,0%), највероватније услед благе зиме, која је погодвала производњи из пластеника. Овакво остварење кретања инфлације било је у супротности с нашим очекивањима – с обзиром на дугорочније трендове и чињеницу да десетогодишњи просек раста цена поврћа у Т1 износи близу 15%, као и да је остварен нижи принос поврћа у 2020, реално је било очекивати да цене поврћа забележе већи раст.

Посматрано по производима, мањи раст у Т1 у односу на исти период прошле године забележиле су пре свега цене парадајза, паприке и лука. Пад, који није био сезонски уобичајен или који је био већи него прошле године, забележиле су цене кромпира, пасуља, зелене салате и шаргареле (Графикон О.1.6), док су, супротно томе, већи раст цена остварили краставац и купус.

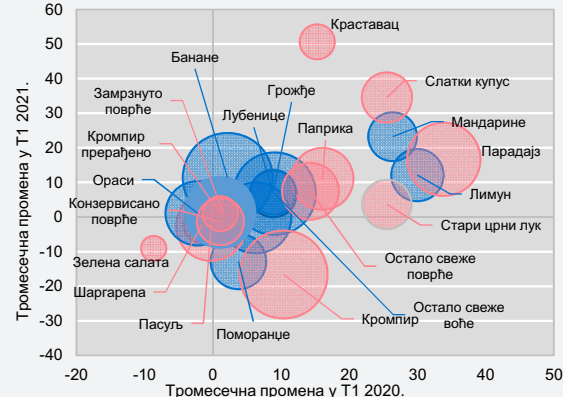
Графикон О.1.4. Кумулативни раст цена воћа, у периоду јануар–децембар (у %)



Графикон О.1.5. Кумулативни раст цена поврћа, у периоду јануар–децембар (у %)



Графикон О.1.6. Тромесечни раст цена воћа и поврћа у Т1 2020. и Т1 2021. (у %)



Мањи раст од сезонски уобичајеног забележиле су и цене воћа (5,3%), док десетогодишњи просек за овај период износи око 11%. У поређењу, на пример, с Т1 прошле године, мањи раст су оствариле пре свега цене јужног воћа (лимун, мандарине, док су поморанце чак појефтиниле).

Нижи раст цена воћа и поврћа од уобичајеног довео је и до тога да инфлација, супротно нашим очекивањима, у прва два месеца ове године остане испод доње границе циља, а затим се у марту врати у те границе, када је и благо убрзан раст цена воћа и поврћа. Очекујемо да у наредним месецима, када би с доласком нове пољопривредне сезоне требало да уследи сезонски очекиван пад, тај пад буде мањи. Да су таква очекивања реална, говоре подаци из 2019. године, с тим да су тада забележена супротна кретања – у првим месецима (јануар–април) уследио је раст цена воћа и поврћа који је био виши од сезонски уобичајеног, што је потом у каснијим месецима компензовано већим падом од сезонски уобичајеног у периоду август–октобар. На мањи пад цена воћа и поврћа у месецима када је сезонски уобичајено да оне буду ниже могле би да утичу и релативно неповољне временске прилике у априлу услед доласка хладног таласа и мраза, који би могао да се одрази пре свега на нижи принос раног воћа у овој години, али и мању понуду поврћа из пластеника. Уз ефекте ниске базе из прошле године, раст цена поврћа у априлу од преко 15% већ се одразио на инфлацију, која је убрзана на 2,8% м.г. у априлу. С обзиром на све претходно наведено, цене воћа и поврћа представљају један од највећих ризика навише у погледу пројекције инфлације у кратком року.

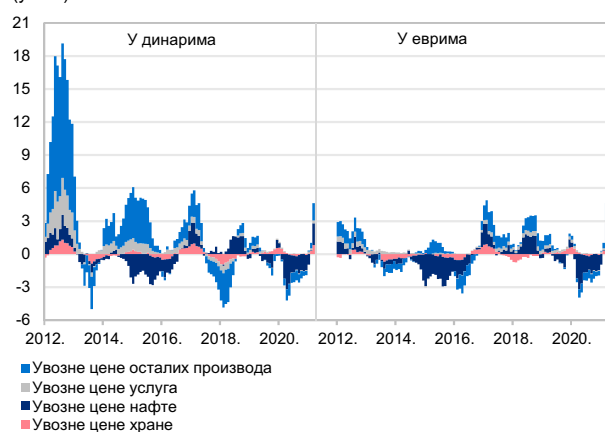
Графикон III.0.4. Доприноси м.г. стопи раста  
произвођачких цена\*  
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

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



Извор: Destatis, FAO, Bloomberg, Eurostat, РЗС и прерачун НБС.

## Произвођачке и увозне цене

Након што су током 2020. биле у паду (–1,8% м.г. у децембру), **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у марту порасле су за 3,8% м.г., што је њихов највећи м.г. раст још од Т2 2013. Готово све компоненте произвођачких цена позитивно су допринеле расту ових цена у Т1. Највећи допринос је потекао од **цена у производњи енергије** (домаће сирове нафте и њених деривата) и **цена интермедијарних производа** (пре свега основних метала и хемикалија), као и **цена нетрајних производа за широку потрошњу** (најпре у производњи хране и пића). У истом смеру је деловао и раст цена капиталних производа у Т1, док су цене трајних производа за широку потрошњу смањене. У Т1 опоравиле су се и **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству**, које су, после пада од 1,5% м.г. у децембру, порасле за 0,9% м.г. у марту, први пут у протеклој години и по дана.

Слично ценама произвођача, током Т1 забележен је и опоравак **увозних цена изражених у динарима**,<sup>2</sup> које су у марту порасле за 4,6% м.г. (након пада од 1,9% м.г. у децембру). Оствареном м.г. расту цена робе и услуга које се увозе у Србију позитивно су допринеле све компоненте увозних цена, пре свих раст светске цене нафте са 2,0 п.п., као и више извозне цене Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала), уз допринос од 1,6 п.п. У исто време, порасле су и светске цене хране и потрошачке цене у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга), уз збирни допринос укупним увозним ценама од 1,0 п.п.

## Инфлациона очекивања

Очекивања финансијског сектора и привреде у погледу кретања инфлације у кратком и средњем року задржана су у доњој половини циљаног распона, што је у складу с пројекцијом Народне банке Србије. Усидреност инфлационих очекивања указује на раст кредибилитета монетарне политике и један су од фактора који је допринео приближавању кредитног рејтинга Србије инвестиционом.

Резултати анкете агенције Ипсос показују да су се **инфлациона очекивања финансијског сектора за**

<sup>2</sup> Прелиминаран податак. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент, цена хране на светском тржишту (индекс FAO), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера. Базна година је 2010.



годину дана унапред током четири месеца 2021. кретала у распону између 1,9% и 2,1%. Истовремено, према резултатима анкете агенције Блумберг, краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора била су стабилна на нивоу од 2,2%. Посматрано у дужем временском периоду, очекивања финансијског сектора седам и по година (тј. од октобра 2013) усидрена су у оквиру граница циља, што потврђује адекватност мера монетарне политике и поверење у активности Народне банке Србије.

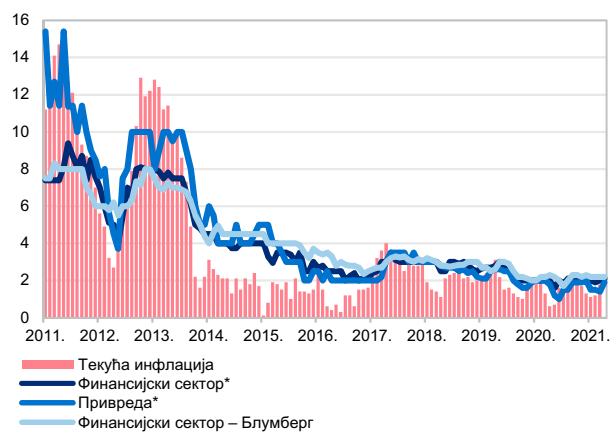
**Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред** кретала су се у доњој половини циљаног распона – у јануару и фебруару била су стабилна на нивоу од 1,5%, док су у марту благо снижена на 1,4%, да би у априлу, пратећи убрзање текуће инфлације, била повећана на 1,9%. У односу на Т4 2020. благо је повећан нето проценат привредника који очекују раст цена инпута у производњи, као и цена готових производа / услуга у наредној години дана. Такво кретање је у складу с њиховим очекиваним растом производње, односно промета у наредних 12 месеци, као и опоравком економске активности.

Краткорочна **инфлациона очекивања сектора становништва** уобичајено су виша од очекивања осталих сектора и током четири месеца кретала су се у распону између 9,0% и 10,0%. Раст инфлационих очекивања становништва за годину дана унапред може се, према резултатима анкете, довести у везу с поскупљењима која су се десила почетком године (електрична енергија, нафтни деривати, комуналне услуге и цигарете). С друге стране, резултати квалитативне анкете,<sup>3</sup> према којима је индекс очекиване инфлације наставио и током 2021. да бележи ниже вредности од индекса перципиране инфлације, показују да становништво сматра да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години дана.

**Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред** усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и током четири месеца 2021. у просеку су износила 2,3%. **Средњорочна очекивања сектора привреде** постепено су снижавана, са 1,9% у јануару на 1,8% у фебруару и 1,7% у марту, да би се у априлу вратила на ниво из јануара. Истовремено, очекивања сектора становништва кретала су се у распону од 7% до 10%.

<sup>3</sup> Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

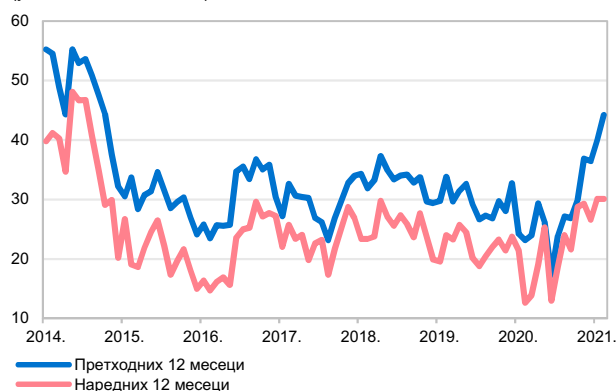
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (мг. стопе, у %)



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

\* Агенција Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

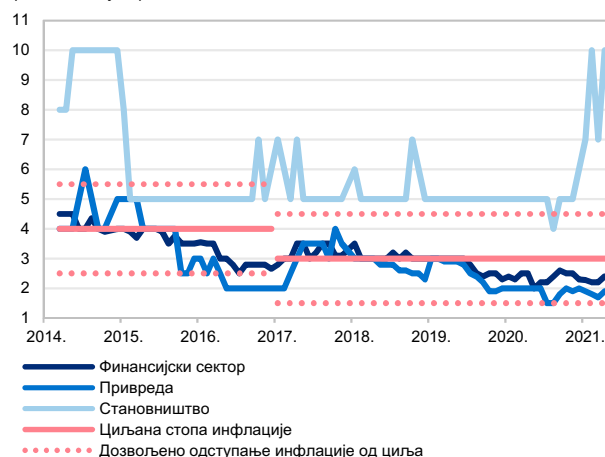
Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва\* (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедиа и прерачун НБС.

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

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

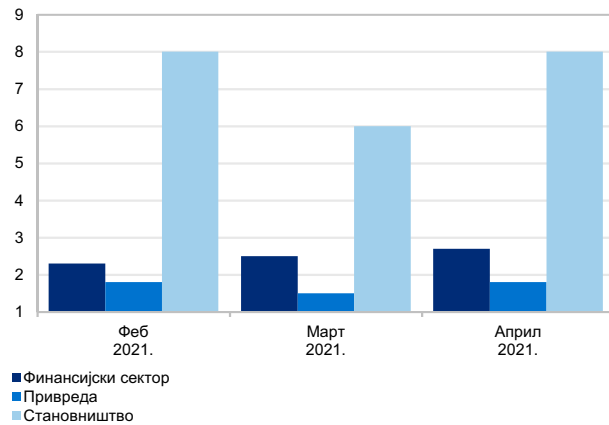


Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.

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

Графикон III.0.9. Очекивана инфлација за три године унапред

(мг. стопе, у %)



Народна банка Србије од фебруара 2021. године прати и инфлациона очекивања тржишних учесника за три године унапред, која додатно потврђују очекивано очување ценовне стабилности у средњем року. **Финансијски сектор** сматра да ће мг. инфлација у априлу 2024. износити 2,7%. Очекивања **привреде и становништва** за три године унапред у априлу су износила 1,8% и 8,0%, респективно.

## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на финансијском тржишту

Током Т1 каматне стопе на међубанкарском тржишту новца стабилно су се кретале, док су стопе приноса на динарске државне ХоВ смањене. Поверење инвеститора у Србију потврђено је и на међународном финансијском тржишту успешном емисијом еврообвезница. И услови задуживања приватног сектора остали су повољни.

#### Каматне стопе

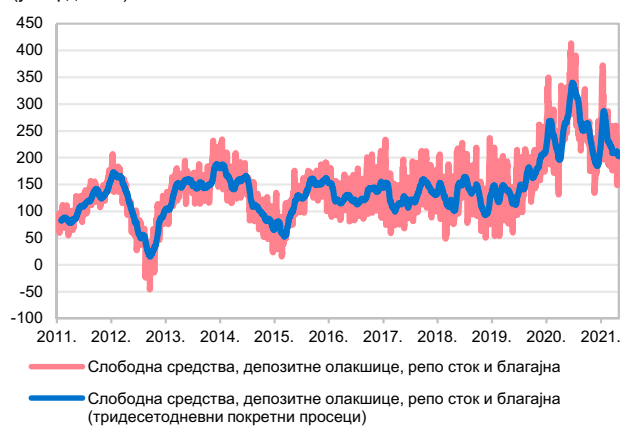
Стање репо продатих ХоВ крајем марта било је непромењено у односу на крај децембра (30 млрд динара), при чему је и просечна репо стопа на аукцијама такође била непромењена и крајем марта је изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице (0,1%).

Народна банка Србије је током Т1 наставила са организовањем аукција за репо куповину ХоВ с роком доспећа од три месеца и с фиксном каматном стопом, која је једнака стопи на депозитне олакшице. Стање купљених ХоВ током Т1 незнатно је смањено (0,3 млрд динара) и крајем марта је износило 15,1 млрд динара.

На преконоћном међубанкарском тржишту новца, током марта повећана је активност, тако да је на тромесечном нивоу остварен раст просечног дневног промета са 4,2 млрд динара у Т4 2020. на 5,7 млрд динара у Т1. Раст промета није се одразио на кретање каматне стопе *BEONIA*, која је током три месеца бележила просечну месечну вредност од 0,12%, што у односу на децембар 2020. представља смањење од 8 б.п.

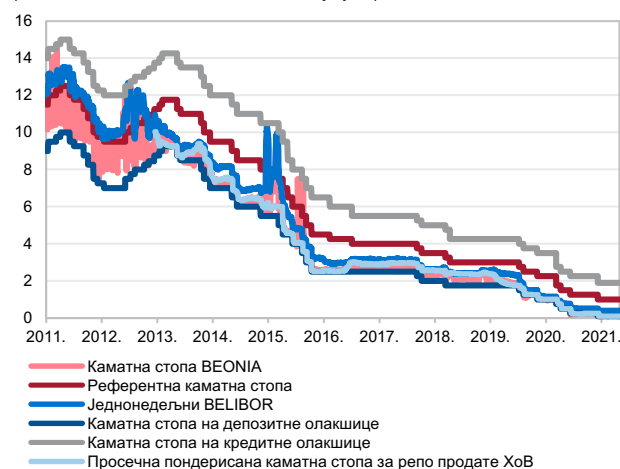
Просечна пондерисана каматна стопа на једнонедељне међубанкарске позајмице смањена је у нешто већој мери (13 б.п.) у односу на децембар 2020. и у марту 2021. износила је 0,13%. И каматне стопе *BELIBOR* свих рочности током Т1 минимално су осцилирале, тако да су се у марту у просеку кретале у распону од 0,3% за најкраћу рочност до

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



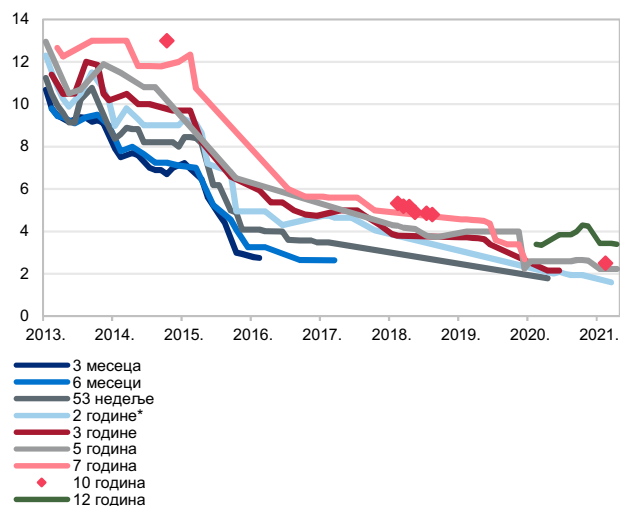
Извор: НБС.

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.

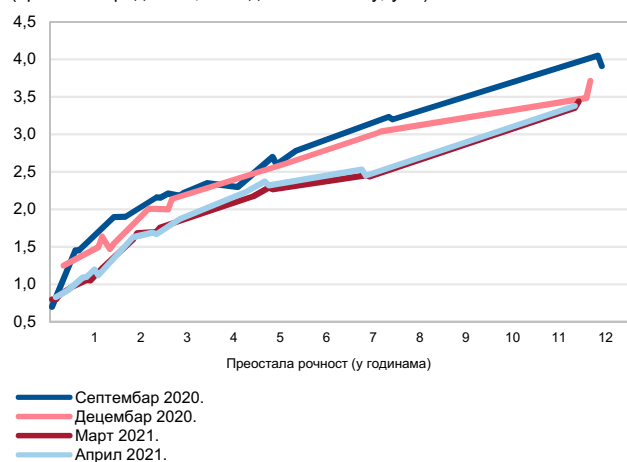
1,07% за рочност од шест месеци, што у поређењу с децембром представља смањење од око 6 б.п.

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца током априла наставиле су стабилно кретање и у просеку су бележиле исте вредности као и у марту.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ, извршне стопе на све рочности смањене су током Т1. Тако су извршне стопе за бенчмарк обвезнице рочности од 12 година, први пут емитоване у фебруару 2020. године, смањене за 0,41 п.п., на 3,44%, у марту у односу на децембар 2020. У јануару је на аукцији петогодишњих обвезница остварена извршна стопа од 2,23%, што представља пад од 0,36 п.п. у односу на новембар 2020, када је одржана последња аукција те рочности у 2020. Поред тога, организовано је и реотварање емисије десетогодишњих обвезница емитованих у 2018, на којој је постигнута извршна стопа од 2,5% (за преосталу рочност од седам година). У марту је емитована и нова двогодишња обвезница, на којој је извршна стопа износила 1,6%, што у односу на последњу аукцију одржану у октобру 2020. представља смањење од 0,35 п.п.

На примарним аукцијама нерезиденти су, као и претходног тромесечја, највише улагали у динарске државне обвезнице рочности од 12 година. С друге стране, на секундарном тржишту, нерезиденти су углавном учествовали на страни продаје, тако да је стање продатих ХоВ у њиховом власништву било готово непромењено током Т1 и крајем марта је износило 232 млрд динара.

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Током Т1 продате су динарске ХоВ у номиналном износу од 61,5 млрд динара. Како су током Т1 доспеле раније продате динарске ХоВ у номиналном износу од 9,6 млрд динара, стање продатих динарских ХоВ крајем марта повећано је на 999,7 млрд динара.

На секундарном тржишту благо је повећана активност инвеститора, на шта указује раст промета динарским ХоВ од 4%, на 129,5 млрд динара у Т1. Стопе приноса за рочност од пет, седам и 12 година биле су готово изједначене са стопама приноса на примарном тржишту и износиле су 2,3%, 2,4% и 3,4%, респективно. Стопе приноса за краће рочности током марта у просеку су се кретале у распону од 0,8% за преосталу рочност од једног месеца до 1,8% за рочност од 29 месеци.

У априлу је на аукцији за продају ХоВ рочности од 12 година извршена стопа смањена за 5 б.п., на 3,39%, док је стопа на аукцији за продају петогодишњих обвезница била непромењена (2,23%). На секундарном тржишту, раст промета (61,5 млрд динара у априлу) није се одразио на кретање стопа приноса, које су биле готово непромењене у односу на март.

Током Т1 организоване су и две **аукције за продају ХоВ у еврима** рочности од 12 и 20 година. Иако није продата целокупна емисија понуђених ХоВ, стопе приноса су смањене у односу на претходне аукције исте рочности одржане почетком прошле године. Тако је извршена стопа за рочност од 20 година смањена за 0,75 п.п. (последња аукција одржана у јануару 2020), на 2,25%, док је стопа за рочност од 12 година смањена за 0,15 п.п. (аукције одржане у фебруару и марту 2020), на 1,74%. Продате су ХоВ у номиналном износу од 55,2 млн евра, а с обзиром на то да су доспећа ХоВ у еврима била већа од износа продаје, стање продатих ХоВ у еврима током Т1 смањено је за 264,6 млн евра, на 2.365,7 млн евра.

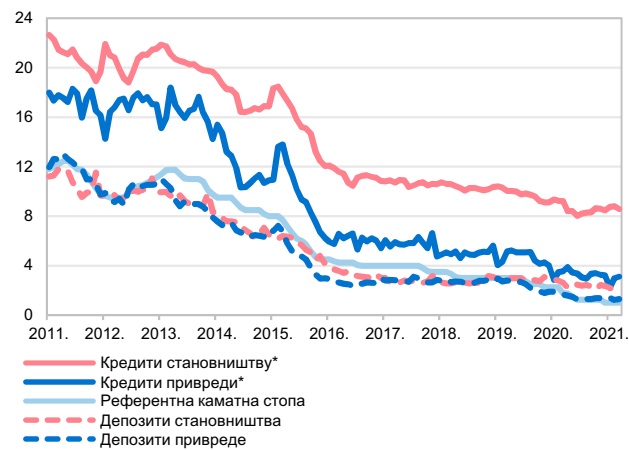
На **међународном финансијском тржишту** Србија је у фебруару емитовала нову еврообвезницу у еврима рочности од 12 година, у номиналном износу од 1 млрд евра, по стопи од 1,92% (купонска стопа 1,65%). После избијања кризе услед пандемије вируса корона то је била трећа успешна емисија обвезница на међународном тржишту капитала, при чему је на свим овим аукцијама регистрована вишеструко већа тражња од понуде, што указује на то да инвеститори позитивно оцењују макроекономску перспективу Србије.

Просечна пондерисана каматна стопа на **нове динарске кредите привреди** у јануару је спуштена на нов најнижи ниво од 2,2%, чему је допринело одобравање краткорочних кредита дуванској индустрији по веома повољним условима, да би у фебруару и марту ова стопа бележила вредности од 3% и 3,1%, што је и даље ниже од нивоа с краја 2020. Каматне стопе на кредите за обртна средства смањене су за 0,2 п.п., на 3,2% у марту, док су каматне стопе на инвестиционе кредите повећане за 0,2 п.п., на 3,1%.

Просечна пондерисана каматна стопа на **нове динарске кредите становништву** током Т1 бележила је стабилно кретање, тако да је у односу на децембар незнатно коригована навише (0,1 п.п.), на 8,6% у марту. Просечна каматна стопа на динарске

Графикон IV.1.5. **Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите**

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

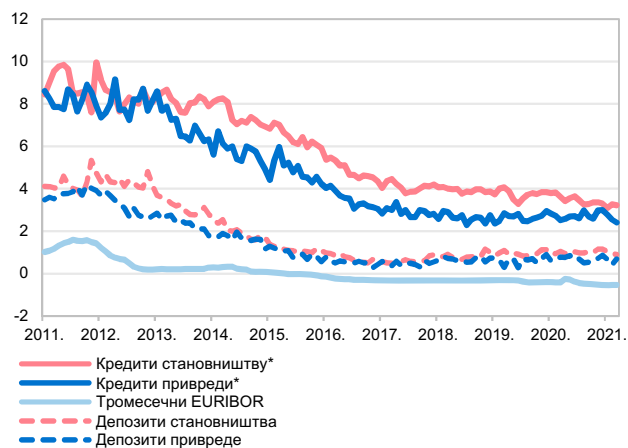


Извор: НБС.

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

Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

готовинске кредите становништву<sup>4</sup> у истом периоду благо је смањена (0,1 п.п.), на 9,1% у марту.

Просечне каматне стопе на нове **кредите привреди у евро знаку** смањене су за 0,6 п.п., на 2,4% у марту, при чему су камате смањене код свих категорија кредита, а посебно је то било изражено код каматних стопа на инвестиционе кредите, које су смањене за 0,7 п.п., на 2,9%.

И каматне стопе на нове **евроиндексиране кредите становништву** смањене су током Т1 за 0,1 п.п., на 3,2% у марту, за колико су смањене и каматне стопе на стамбене кредите, које су у марту износиле 2,57%, што представља најнижи ниво од успостављања упоредиве статистике.

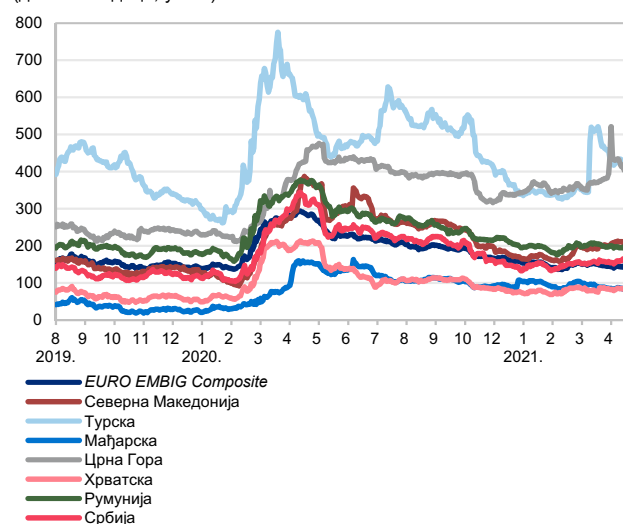
Након благог раста у Т4, каматне стопе на **орочене депозите привреде и становништва** смањене су у Т1. Пад је био нешто израженији код каматних стопа на штедњу становништва, које су смањене за 0,3 п.п., на 0,9% за штедњу у еврима, односно за 0,2 п.п., на 2,1% за штедњу у динарима, док су каматне стопе на орочене депозите привреде смањене за 0,1 п.п., на 1,3% за динарске депозите, односно за 0,2 п.п., на 0,7% за депозите у еврима.

## Премија ризика

Након пада од 82 б.п. у Т4, премија ризика за Србију на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, током Т1 2021. порасла је за 19 б.п., на 163 б.п., али је и даље била знатно нижа од нивоа на ком је била годину дана раније (за 92 б.п.), тј. након избијања пандемије. Премије ризика за дуг у еврима многих европских земаља у успону такође су расле у Т1 као последица измењене спремности за улагања у земље у успону у условима раста дугорочних приноса на државне хартије у САД. С друге стране, композитна мера ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, смањена је за 10 б.п. у Т1, на 149 б.п., чему је допринео и пад премије ризика за дуг у еврима неких земаља ван Европе, попут Мексика и Кине. На премију ризика Србије наставили су позитивно да делују домаћи фактори – обиман и правовремен пакет монетарних и фискалних мера и наставак успешног спровођења процеса вакцинације. Такође, на премију ризика је утицала и чињеница да је Србија остварила један од најбољих резултата у погледу привредног раста у Европи у 2020. Током

Графикон IV.1.7. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – *EURO EMBIG*

(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

<sup>4</sup> Најзаступљенија категорија код динарских кредита становништву.

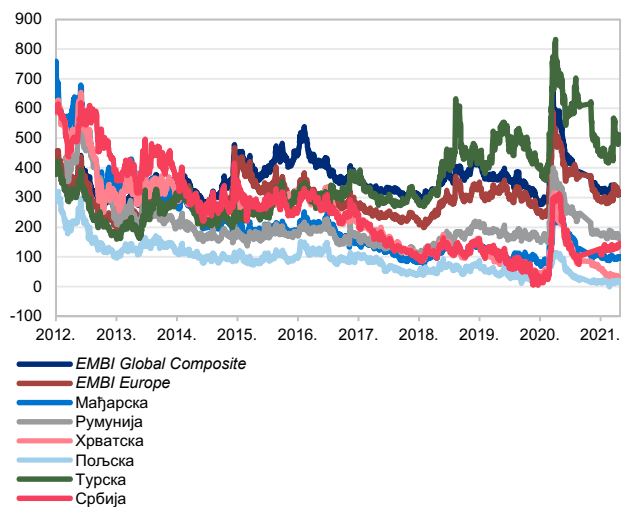
априла *EURO EMBIG* за Србију није битније промењен (раст од 2 б.п.), као ни композитна мера, *EURO EMBIG Composite* (пад од 4 б.п.).

Са укључивањем десетогодишње еврообвезнице у доларима (*SRB 2030*), која је емитована у новембру 2020, у израчунавање *EMBI* за Србију од стране *J.P. Morgan*-а, од 31. децембра 2020. поново је постао доступан податак о доларској премији ризика Србије, након неколико месеци прекида због изласка из обрачуна еврообвезнице *SRB 2021*. Током Т1 она није битније промењена (раст од 2 б.п., на 130 б.п.), па је и даље била знатно испод композитне мере, *EMBI Global Composite*, која је такође остала готово на истом нивоу као и крајем 2020. (раст од 1 б.п., на 324 б.п.). С друге стране, композитна мера за доларски дуг европских земаља у успону, *EMBI Europe*, порасла је за 40 б.п. у Т1 (на 333 б.п.), пре свега услед раста премије ризика Турске. Током априла *EMBI* за Србију благо је порастао, на 143 б.п., док је *EMBI Global Composite* снижен, на 313 б.п.

Упркос светској кризи изазваној пандемијом вируса корона, рејтинг агенција *Moody's* у марту је повећала кредитни рејтинг Србије с *Ba3* на *Ba2*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање, док је рејтинг агенција *Fitch* задржала кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање и добијање инвестиционог рејтинга. Као кључне факторе отпорности и повољних економских изгледа, агенције истичу ниску и стабилну инфлацију, релативну стабилност девизног курса, отпорност финансијског сектора, смањену спољну неравнотежу и пуну покривеност дефицита текућег рачуна приливима СДИ, адекватан ниво девизних резерви, повећану економску диверсификацију и смањене фискалне ризике.

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

(дневни подаци, у б.п.)



Извор: *J.P. Morgan*.

Табела IV.1.1. Кредитни рејтинг

(промена рејтинга и изгледа)

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

Извор: НБС.

<sup>1)</sup> Март, <sup>2)</sup> Мај, <sup>3)</sup> Септембар, <sup>4)</sup> Децембар.

## Осврт 2: Кредитни рејтинг током пандемије – Србија и остале земље

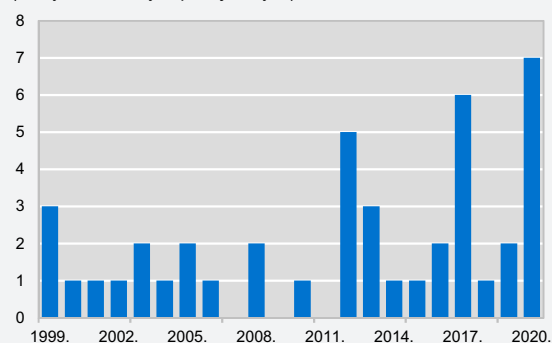
У време сваке светске кризе, а посебно кризе таквих размера каква је актуелна пандемија, инвеститори посебну пажњу посвећују потезима рејтинг агенција, од којих очекују независну оцену кредитног рејтинга, тј. капацитета и спремности земаља да сервисирају свој дуг приватним кредиторима. Иако кредитни рејтинг земље некада није у складу с њеним рангирањем према интересовању инвеститора и условима задуживања које постиже на међународном финансијском тржишту, он је и даље користан и важан елемент у оцењивању инвестиционог квалитета земље.

Вести о променама кредитног рејтинга имају посебно важну информативну вредност за тржишта капитала током пандемије, када се макроекономске позиције многих земаља брзо мењају, а тиме и ризици улагања у њихов дуг. Установљено је да су тржишта капитала много осетљивија на смањења кредитног рејтинга него на његова повећања.<sup>1</sup> С друге стране, кредитни рејтинг је важан и за саме земље, посебно током пандемије, која може имати процикличан ефекат на кредитни рејтинг, тј. вршити снажан притисак у правцу његовог смањења управо у време када је земљи неопходно додатно финансирање по што повољнијим условима. Смањење рејтинга одређене земље може изазвати повлачење инвеститора из њеног дуга и повећати трошкове финансирања, а може се пренети и на другу активу и економски повезане земље.

Пандемија представља снажан негативни шок на кредитни рејтинг, будући да је погодила читав свет и исполила знатне негативне ефекте на привредни раст, запосленост, фискалну и екстерну позицију готово свих земаља, што су управо макроекономски показатељи које помно прате рејтинг агенције. Стога не изненађује то што је током пандемије забележен рекордан број смањења кредитних рејтинга, као и рекордан број земаља у најнижој зони кредитних рејтинга (зони банкротства) у новијој историји. Током 2020. забележено је седам случајева банкрота земаља с кредитним рејтингом *B* или нижим за дуг у инострану валути, које нису биле у могућности да измиривање својих обавеза прилагоде кризи изазваној пандемијом.<sup>2</sup> Очекује се да би се банкротства земаља могла продужити и у наредном периоду, с обзиром на то да кредитни рејтинг *CCC+* и нижи (зона „врло високог кредитног ризика” и зона „близу банкрота”) има седам земаља више него пре пандемије.

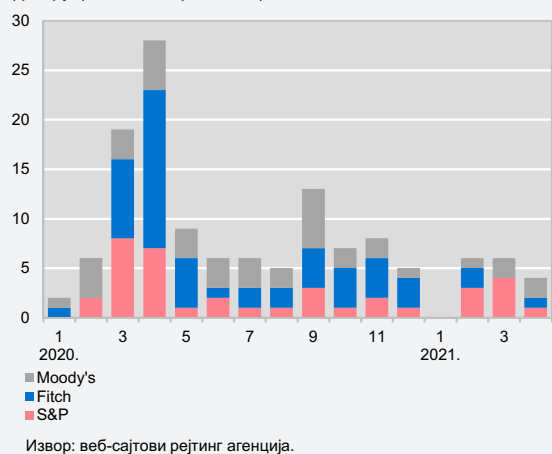
Утицај пандемије на кредитни рејтинг најбоље се види по томе што је скоро 60 земаља претрпело смањење кредитног рејтинга за задуживање у инострану валути од стране барем једне од три водеће рејтинг агенције, које обухватају 90% тржишта – *Moody's*, *Standard & Poor's* и *Fitch*, у периоду од почетка фебруара 2020, када је свет почео јаче да осећа утицај вируса корона,<sup>3</sup> закључно са

Графикон О.2.1. Број банкрота (за дуг земаља у инострану валути)



Извор: S&P Global Ratings.

Графикон О.2.2. Број смањења кредитног рејтинга (фебруар 2020 – април 2021)



Извор: веб-сајтови рејтинг агенција.

<sup>1</sup> Afonso, A., Furceri, D., Gomes, P. (2012), „Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data”, *Journal of International Money and Finance*, 31/6.

<sup>2</sup> Аргентина, Белизе, Еквадор, Либан, Замбија и Суринам (који је био два пута у банкротству у 2020).

<sup>3</sup> Светска здравствена организација 30. јануара 2020. прогласила је ванредну ситуацију због епидемије вируса корона, а 11. марта 2020. пандемију вируса корона.



априлом 2021. При томе, велики број тих земаља претрпео је више од једног смањења кредитног рејтинга. Смањења кредитног рејтинга посебно су била изражена на почетку пандемије, у марту и априлу, али су и касније била знатна. Агенција *Fitch* је била најактивнија, са 52 смањења рејтинга, затим следи *Moody's* са 39 и *Standard & Poor's* са 37.

Као главне разлоге за већину смањења кредитног рејтинга агенције наводе пандемију и колапс светске цене нафте, што је појачало слабости појединих земаља, као што су висок јавни и спољни дуг, слаб кредибилитет економске политике, прекомерно ослањање на извоз примарних производа или туризам, велике потребе за екстерним финансирањем, прилив „врнућег“ новца и низак ниво девизних резерви. Агенције наводе да се ради о земљама које су и пре пандемије имале слабије макроекономске показатеље, а током пандемије ограничен простор за подстицајне мере монетарне и фискалне политике, због чега неће моћи избећи дугорочне структурне последице.

Изложеније смањењу кредитног рејтинга биле су земље у успону, пре свега земље Африке, Блиског истока и Латинске Америке. Иако су ефекти пандемије тежи у развијеним земљама, оне су ипак искусиле знатно мањи број смањења рејтинга.<sup>4</sup> Једно од објашњења оваквих потеза рејтинг агенција јесте да развијене земље постижу ниже каматне стопе, па тиме имају и мањи терет раста јавног дуга. Ипак, у једном броју развијених земаља смањен је кредитни рејтинг током пандемије. Изузев смањења рејтинга Великој Британији у октобру 2020. од стране агенције *Moody's*, сва остала смањења кредитног рејтинга развијених земаља дошла су од стране агенције *Fitch*, која је смањила рејтинг Канади, Италији, Великој Британији, Словачкој и Хонгконгу. Агенција *Standard & Poor's* није смањила кредитни рејтинг ниједној развијеној земљи од 2017. године, али је Аустралији, Словачкој и Шпанији смањила изгледе у негативне.

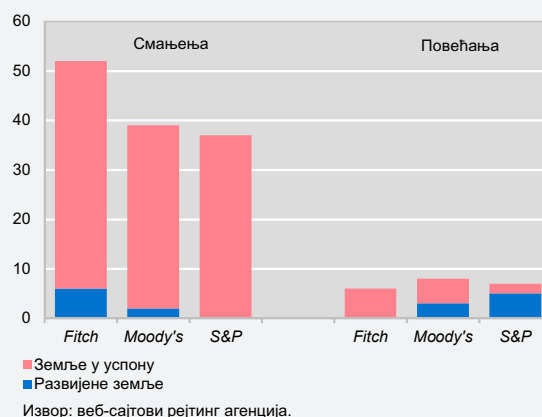
С друге стране, повећања кредитног рејтинга била су ретка, посебно међу земљама у успону. Земље вишег дохотка су боље прошле, а агенције *Standard & Poor's* и *Moody's* чак су имале нето повећање рејтинга, тј. више подизања него смањења рејтинга ове групе земаља. Агенција *Standard & Poor's* повећала је кредитне рејтинге Летонији, Литванији, Новом Зеланду и Грчкој, док је агенција *Moody's* повећала кредитне рејтинге Грчкој, Литванији и Словенији.

Ток пандемије и темпо привредног опоравка биће кључни фактори будућих потеза рејтинг агенција. Иако је темпо смањења кредитног рејтинга успорен, очекује се да и у 2021. години смањења буду више заступљена од повећања. Ипак, како саме агенције наводе, у наредном периоду не очекују да ће опсежно преиспитивати кредитни рејтинг земаља као што је то био случај у периоду од марта до маја прошле године, осим у случају да се околности знатно промене, што би се одразило на важеће основне макроекономске сценарије.

Смањења кредитног рејтинга током пандемије су и овако премашила она током светске финансијске кризе 2008. године. Све три рејтинг агенције заједно су смањиле рејтинге већем делу земаља током пандемије него током светске финансијске кризе (20% наспрам 16%). Посматрано по агенцијама, агенције *Fitch* и *Moody's* имале су више смањења рејтинга током пандемије него током светске финансијске кризе, за разлику од *Standard & Poor's*.

У условима изразитог притиска пандемије на смањење кредитног рејтинга, **Србија је успела да свој рејтинг за дугорочно задуживање у инострану валути очува током 2020. године код све три рејтинг агенције, а затим и да га повећа у марту 2021. код агенције *Moody's*.** Налазећи се на домак инвестиционог рејтинга, на нивоу *BB+* код агенција *Standard & Poor's* и *Fitch*, односно *Ba2* код агенције *Moody's*, Србија је током пандемије била

Графикон О.2.3. Број смањења и повећања кредитног рејтинга земаља (кумулативно, фебруар 2020 – април 2021)



<sup>4</sup> Moritz Kraemer, „Taking the pulse: sovereign ratings during the pandemic”, *CountryRisk.io*, март 2021.

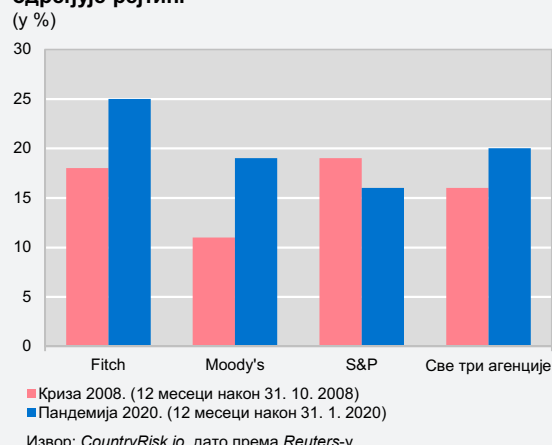
успешна и на овом пољу. Међу земљама региона, повећање рејтинга током пандемије оствариле су још и Бугарска, Хрватска и Словенија, док су рејтинзи смањени Словачкој и Турској.

Све три рејтинг агенције су у својим саопштењима које прате одлуке о рејтинзима истакле релативну отпорност Србије на светску кризу услед пандемије и добре изгледе за привредни раст. Агенције су посебно позитивним оцилиле то што је одговорно вођење економске политике у претходном периоду створило простор за доношење обимних монетарних и фискалних мера, којима су ублажени ефекти пандемије и створени услови за привредни раст. Приближавању Србије групи земаља са инвестиционим рејтингом допринела су фискална кретања и уређење јавних финансија у претходном периоду, које је обезбедило фискални простор за свеобухватни пакет државне помоћи привреди и грађанима у борби са економским последицама пандемије. Једнако важно, рејтинг агенције процењују да је тренутно повећање фискалног дефицита привремено и оправдано. Србија је пандемију дочекала у знатно бољој макроекономској ситуацији и са знатно мањим неравнотежама него пре десет година. Побољшања која све три рејтинг агенције истичу односе се пре свега на ниску и стабилну инфлацију, релативну стабилност девизног курса, адекватан ниво девизних резерви, јачу фискалну позицију, као и повећану економску диверсификацију, пре свега секторску и географску распрострањеност инвестиција и извоза, која је омогућила уравнотеженији привредни раст. Такође, агенције истичу да је смањена спољна неравнотежа, уз пуну покривеност дефицита текућег рачуна приливима по основу СДИ, за разлику од ситуације пре светске финансијске кризе 2008, када су портфолио инвестиције, као најнестабилнија категорија прилива, биле доминантан извор финансирања двоструког дефицита (фискалног и текућег дефицита платног биланса).

Унапређени оквир монетарне политике и раст кредибилитета Народне банке Србије истакле су и рејтинг агенције, које су у својим одлукама посебно наводиле правовремене потезе централне банке. Поред основног циља монетарне политике – очувања ценовне стабилности, наглашена је и ојачана финансијска стабилност, која се огледа у високој капиталној адекватности банкарског сектора, смањењу учешћа *NPL*-а, релативно повољним условима задуживања, расту динаризаације и динамичној кредитној активности, уз остварену релативну стабилност девизног курса.

Према оцени агенције *Standard & Poor's*, у наредном периоду би притисак у правцу повећања кредитног рејтинга Србије могао да врши наставак прилива СДИ, који би подржавао даљи раст извоза и девизних резерви, док агенција *Moody's* оцењује да су одрживе јавне финансије главни фактор даљег повећања рејтинга, а слична је и оцена агенције *Fitch*. Имајући у виду чврсту опредељеност носилаца економске политике да се снажан раст Србије настави на одрживим основама, уз и даље висок прилив СДИ пре свега у разменљиве секторе, као и да се не дозволи да обимне фискалне мере због пандемије угрозе одрживост јавних финансија, очекујемо да ће Србија у наредном периоду прећи у зону инвестиционих кредитних рејтинга. Сматрамо да су успешност монетарне и фискалне политике у претходним годинама, доследност и континуитет економских реформи, трансформација привреде Србије и поверење домаћих и међународних инвеститора и институција створили основу за достизање инвестиционог рејтинга у наредном периоду и формални улазак у групу земаља где се по бројним показатељима већ налазимо, а пре свега по интересовању инвеститора и условима финансирања које Србија успева до постигне на међународном финансијском тржишту.

Графикон О.2.4. Учешће земаља којима је смањен рејтинг у укупном броју земаља којима се одређује рејтинг



## Токови капитала из иностранства

Током Т1 прилив капитала на финансијском рачуну платног биланса остварен је по основу портфолио инвестиција, захваљујући успешној емисији еврообвезница на међународном финансијском тржишту, као и СДИ. Прилив је био већи од одлива капитала по основу раста средстава банака на рачунима у иностранству, трговинских и финансијских кредита. Уз суфицит на текућем рачуну платног биланса (од близу 160 млн евра), који је резултат поправљања свих његових компонената, то је допринело расту девизних резерви од почетка године за 784 млн евра, на 14,3 млрд евра на крају Т1, и наставку стабилног кретања динара према евра.

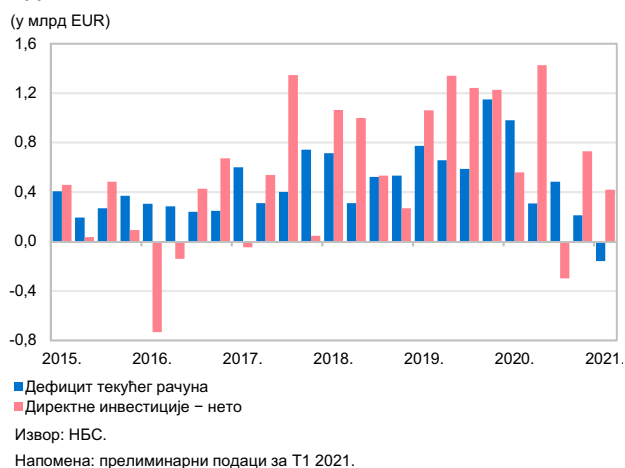
И поред погоршања епидемиолошке ситуације и продужења рестриктивних здравствених мера код нас и у свету у Т1 прилив СДИ у Србију износио је 959,7 млн евра, што је за 18,7% више него у истом периоду 2020. Посматрано по делатностима, улагања су углавном била усмерена у разменљиве секторе. Као и раније, СДИ су претежно долазиле из европских<sup>5</sup> и азијских земаља. Истовремено, резиденти су повећали улагања у инострана предузећа, тако да је, према прелиминарним подацима, **нето прилив СДИ** у Т1 износио 839,0 млн евра и био је виши за 5,2% мг.

Успешна емисија дванаестогодишњих еврообвезница на међународном тржишту у фебруару утицала је на то да по основу **портфолио инвестиција** у Т1 буде остварен нето прилив од 945,2 млн евра. Србија је емитовала 1,0 млрд евра еврообвезница на до сада најдужи рок, по купонској стопи од 1,65% и стопи приноса од 1,92%. На домаћем тржишту нерезиденти су повећали улагања на примарном тржишту динарских државних ХоВ, пре свега у ХоВ најдужих рочности, што је у великој мери покрило одливе по основу доспећа и нето продаје ХоВ на секундарном тржишту.

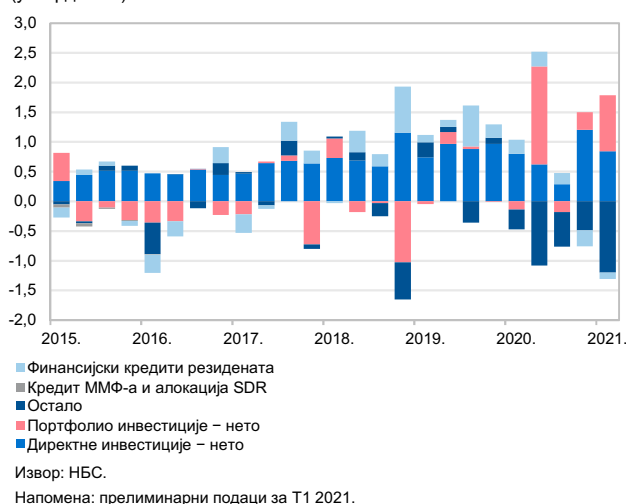
Резиденти су смањили задужење у иностранству по основу **финансијских кредита**, тако да је током Т1 регистрован нето одлив од 108,8 млн евра. Највише су се раздужиле банке, које су истовремено смањиле и кредитирање иностранства, па је по основу финансијских кредита банака у Т1 забележен нето одлив од 121,5 млн евра. Одлив је регистрован и по основу раздужења предузећа (11,1 млн евра) и редовног сервисирања обавеза Народне банке Србије (3,9 млн евра), док се Влада задужила за 27,7 млн

<sup>5</sup> Већином су то улагања из ЕУ.

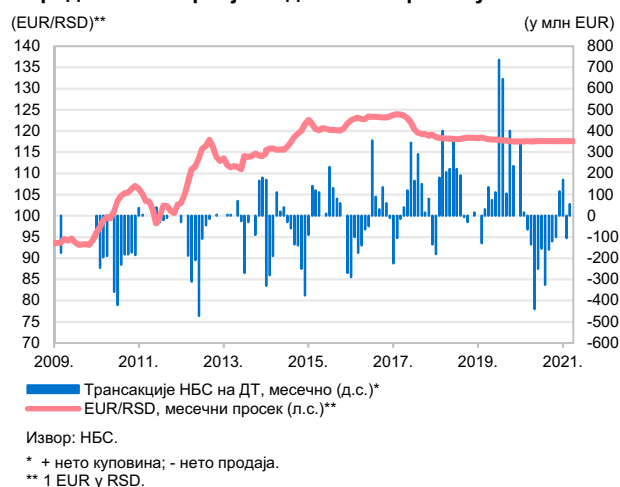
Графикон IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ



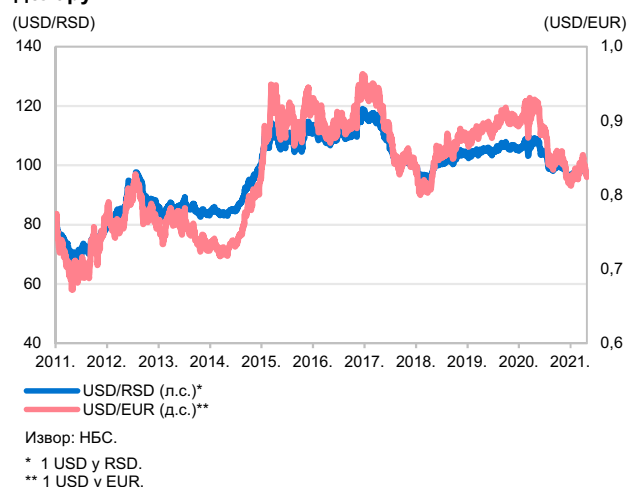
Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса



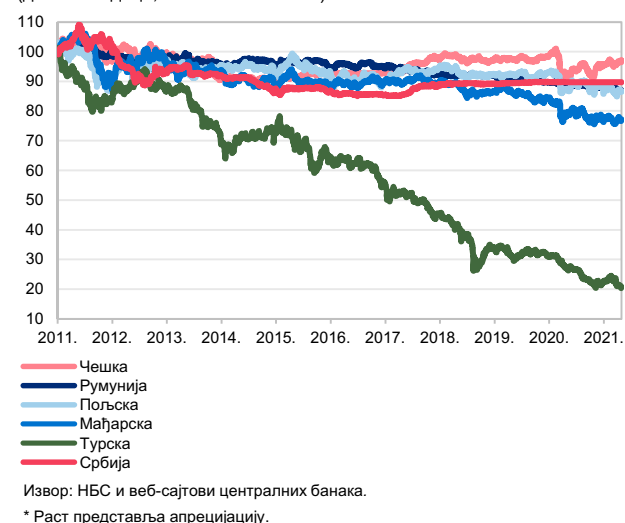
Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



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



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



евра. Банке су повећале износе средстава на рачунима у иностранству, тако да је по основу **готовог новца и депозита** забележен нето одлив од 779,8 млн евра, а одлив је регистрован и по основу **трговинских кредита** (385,7 млн евра) услед ненаплаћеног извоза робе.

## Кретања на девизном тржишту и курс динара

Током јануара преовладавали су депрецијацијски притисци, који су пре свега били опредељени сезонски уобичајеном појачаном тражњом за девизама домаћих предузећа, увозника енергената, као и нето продајом ефективног страног новца грађанима и мењачима и смањењем валутно индексиране активе банака.<sup>6</sup> Ти притисци су били ублажени продајом девиза од стране нерезидената, који су и у јануару били већински купци на аукцији дванаестогодишњих динарских ХоВ. Продаја девиза од стране појединих домаћих предузећа, претежно нето извозника, у фебруару допринела је јачању апрецијацијских притисака, а у истом смеру деловао је и раст валутно индексиране активе банака. Поред тога, од фебруара се поново бележи нето куповина ефективног страног новца од грађана и мењача, која је била уобичајена пре пандемије. Током целог Т1 јачању динара доприносило је и продужење девизне позиције банака по основу коришћења платних картица. У другој половини марта повремено су се јављали депрецијацијски притисци, чему је, поред продаје девиза домаћим предузећима и нерезидентима, допринело смањење валутно индексиране активе банака.

Народна банка Србије је током Т1 била нето продавац девиза на МДТ-у, у укупном износу од 50,0 млн евра. При томе, у јануару је интервенисала продајом девиза, а током фебруара и марта и на страни продаје и на страни куповине ради одржавања релативне стабилности на девизном тржишту.

Релативно уравнотежена понуда и тражња за девизама на девизном тржишту, уз повремене интервенције Народне банке Србије и на страни продаје и куповине девиза, резултирале су наставком стабилног кретања динара према евра, на нивоу од око 117,6 динара за евра. С друге стране, због слабљења евра према

<sup>6</sup> У настојању да уравнотеже своју отворену кратку девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке купују девизе, што делује у правцу слабљења динара.

долару, динар је према долару у Т1 ослабио за 4,7%, на 100,4 динара за долар на крају марта.

Просечни дневни промет на МДТ-у у Т1 износио је 25,4 млн евра, што је за 1,4 млн евра ниже него у Т4 2020. године.

Током Т1 смањен је обим промета на двонедељним и тромесечним девизним своп аукцијама које организује Народна банка Србије. На редовним двонедељним своп аукцијама Народна банка Србије је од банака купила и банкама продала по 20,0 млн евра, док је на редовним тромесечним своп аукцијама купила и продала по 23,0 млн евра. На додатним своп аукцијама куповине девиза од банака по фиксним своп поенима, које је у Т1 наставила да спроводи закључно са 8. мартом, Народна банка Србије је своп купила 165,0 млн евра.

Валуте земаља у региону које су у режиму циљања инфлације забележиле су дивергентна кретања према еврџу током Т1. Највише је ослабила турска лира (7,8%), док је румунски леј ослабио за 1,1%, а пољски злот за 1,0%. С друге стране, чешка круна и мађарска форинта ојачале су за по 0,4%.

## 2. Новац и кредити

*Монетарни и кредитни агрегати су, у складу с нашим очекивањима, током Т1 постепено успоравали раст на мг. нивоу. Томе је, поред смањења директне државне помоћи и престанка мораторијума на отплату кредита привреди и грађанима, допринела и висока база из прошле године, када је изостало сезонски уобичајено смањење понуде новца и успоравање кредитне активности.*

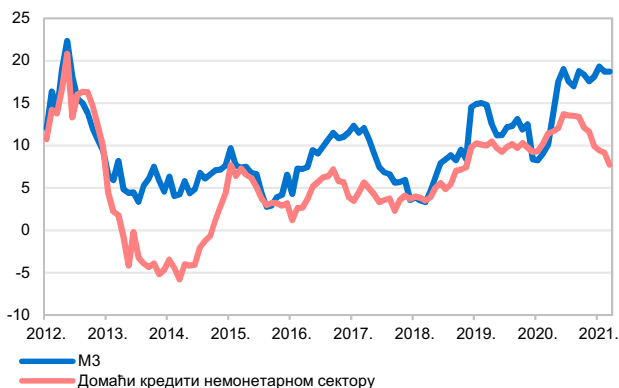
### Новац

Посматрано на нивоу Т1, динарски монетарни агрегати, М1 и М2, смањени су за 2,8% и 2,5%, респективно, што је првенствено последица пада најликвиднијих компонената, карактеристичног за почетак године. С друге стране, захваљујући повећању девизних депозита, најшири монетарни агрегат, М3, повећан је у Т1 за 1,5%.

Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** највише су смањени током Т1, за 23,5 млрд динара. Највеће смањење забележено је на

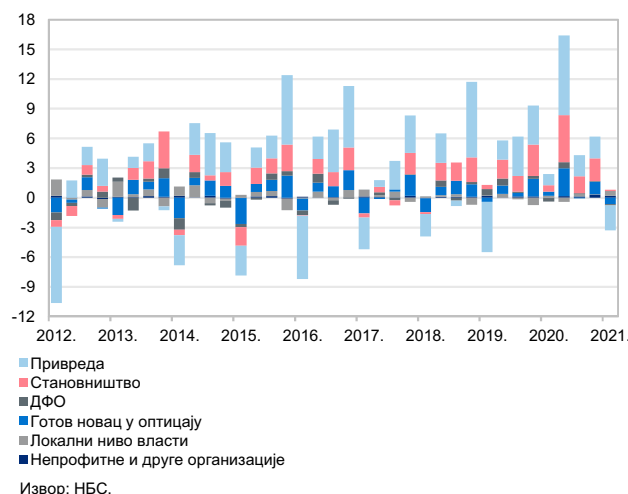
Графикон IV.2.1. **Домаћи кредити немонетарном сектору и М3**

(номиналне мг. стопе, у %)

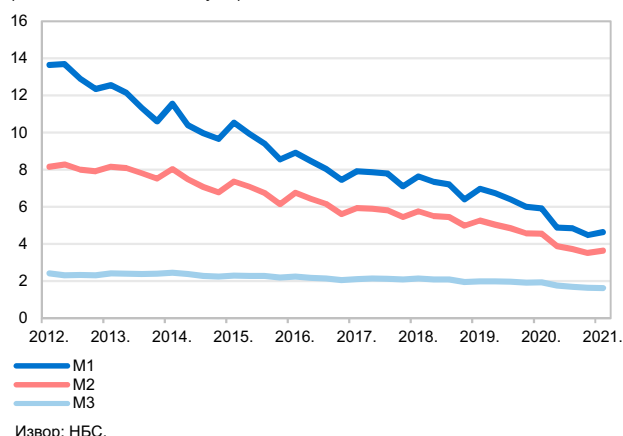


Извор: НБС.

Графикон IV.2.2. Доприноси тромесечном расту M2, секторска структура (у п.п.)



Графикон IV.2.3. Брзина оптицаја новца (номиналне мг. стопе, у %)



трансакционим рачунима привреде (25,8 млрд динара), уз готово једнак допринос депозита привредних друштава и јавних предузећа. Становништво је смањило стања на својим трансакционим рачунима за 1,7 млрд динара, док је код осталих сектора промена депозита у односу на крај 2020. била релативно мала.

**Орочени динарски депозити** немонетарних сектора у Т1 смањени су за 5,4 млрд динара, што је највећим делом последица смањења стања на рачунима привреде (за 13,6 млрд динара). Поред тога, смањење је забележено и на рачунима ДФО (1,3 млрд динара), док су остали сектори повећали стања на својим ороченим динарским рачунима. Динарска штедња становништва (резидената) наставила је тренд стабилног раста из претходне три године и током Т1 повећана је за 3,4 млрд динара (тј. за 3,7%), на нови максимални ниво од 96,0 млрд динара у марту. Такво кретање динарске штедње потврђује поверење грађана у домаћу валуту и говори у прилог очувања финансијске и ценовне стабилности. Такође, већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе на динарску штедњу, као и њен повољнији порески третман.

**Девизни депозити** су у Т1 повећани за 756,5 млн евра, захваљујући расту депозита привреде и становништва. Стање на девизним депозитима привреде повећано је током Т1 за 433,2 млн евра по основу прилива девиза од извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству. Девизна штедња становништва (резидената) повећана је за три месеца 2021. за 337,2 млн евра, на рекордне 11,4 млрд евра<sup>7</sup> у марту. Девизни депозити осталих сектора благо су смањени у односу на крај претходне године.

**Посматрано на мг. нивоу**, раст динарских монетарних агрегата наставио је током Т1 постепено да успорава, што је последица високе базе из прошле године и чињенице да је изражени раст понуде новца у 2020. години био првенствено повезан с мерама Владе и Народне банке Србије усмереним ка повећању ликвидности привреде и расположивог дохотка становништва. Поред тога, расту новчане масе доприносили су и раст штедње из предострожности и промена потрошачких навика у условима пандемије, при чему очекујемо да ће ти ефекти слабити с даљим опоравком економске

<sup>7</sup> Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају марта износила 96,5 млрд динара, а девизна 11,8 млрд евра.

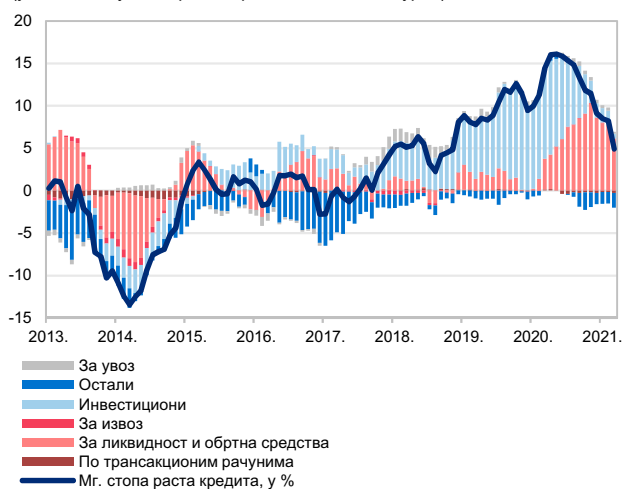
активности, напретком у процесу вакцинације и побољшањем епидемиолошке ситуације, док ће у супротном смеру деловати донет трећи пакет економских мера. Монетарни агрегат М1 успорио је раст на 27,2% у марту (са 35,0% у децембру), а М2 на 25,2% (са 30,9% у децембру). С друге стране, захваљујући расту девизних депозита привреде и становништва, м.г. раст М3 убрзао је у марту на 18,7% (са 18,1% у децембру).

## Кредити

**Домаћа кредитна активност** наставила је тренд раста почетком 2021. подржана претходним ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије, одобравањем кредита из гарантне шеме микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима, ефектима мера којима се стимулише кредитирање становништва на одрживим основама, као и задржаним ниским каматним стопама на тржишту новца у зони евра. У складу с нашим очекивањима, кредитна активност је под утицајем високе базе с почетка прошле године (посебно код сектора привреде) и већих доспећа кредита након завршетка другог мораторијума на м.г. нивоу успорила раст. **Укупни домаћи кредити** у марту, по искључењу ефекта промене девизног курса, забележили су м.г. раст од 7,7% (9,9% у децембру 2020). 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 марту износио је 8,7% (10,7% у децембру 2020).

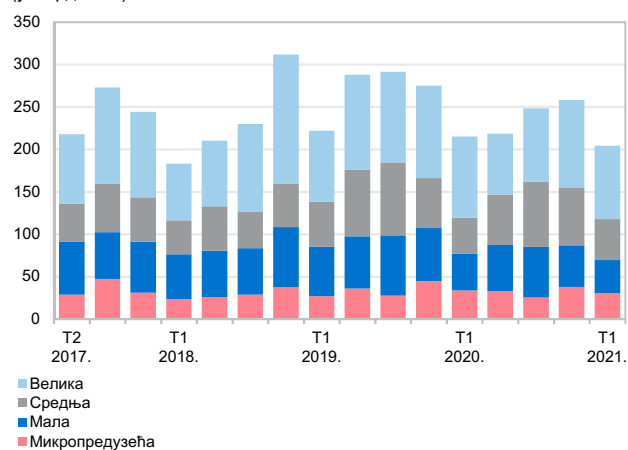
Посматрано на нивоу Т1, **кредити привреди**, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани су за 8,4 млрд динара. Раст је вођен динарским кредитирањем, чему су допринели одобравање кредита по повољним условима у оквиру гарантне шеме и ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, захваљујући чему су каматне стопе на нове динарске кредите привреди на сличним нивоима<sup>8</sup> као каматне стопе на евроиндексиране кредите. Посматрано по наменама, највећи прираст у Т1 забележили су инвестициони кредити (за 8,0 млрд динара), чије је учешће у укупним кредитима привреди у марту износило 43,3%. Кредити за ликвидност и обртна средства, у условима растуће потребе привреде за ликвидним средствима,

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

<sup>8</sup> У појединим месецима нови динарски кредити одобрени су по нижим каматним стопама у односу на евроиндексиране кредите.

најзаступљенија су категорија кредита привреди, са учешћем од 43,6% у марту, а њихов прираст<sup>9</sup> у Т1 износио је 2,8 млрд динара. Стање кредита предузећа из области саобраћаја, трговине и грађевинарства повећано је током Т1, док остале делатности бележе смањење. Посматрано према величини предузећа, кредити одобрени микропредузећима, малим и средњим предузећима чинили су 68% укупних кредита привреди у марту, а њихов м.г. раст износио је 6,8%.

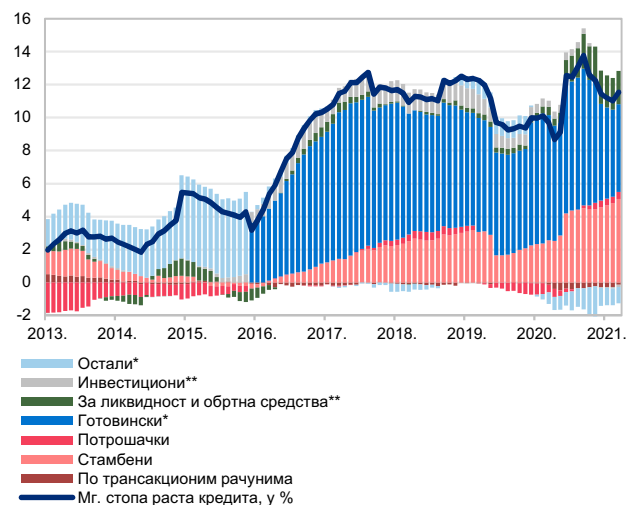
**Обим новоодобрених кредита привреди у Т1** износио је 204,1 млрд динара, што је за 5,1% мање него у истом периоду прошле године. На кредите за ликвидност и обртна средства односило се 53,0% одобрених кредита привреди током Т1, при чему су готово 60% ових кредита користила микропредузећа, мала и средња предузећа, којима су у оквиру гарантне шеме обезбеђени повољнији услови финансирања. Инвестициони кредити чинили су 29,2% нових кредита привреди у Т1, а на микропредузећа, мала и средња предузећа односиле су се скоро две трећине одобрених кредита.

**Кредити становништву у Т1**, без ефекта промене девизног курса, повећани су за 22,5 млрд динара. Раст је вођен стамбеним кредитима, на које се односило готово 75% прираста кредита становништву у Т1. Следе их готовински кредити, који су током Т1 повећани за 8,0 млрд динара. Стање некатегорисаних кредита становништву смањено је у Т1 за 4,4 млрд динара, док су остале категорије кредита забележиле релативно мање промене у односу на крај претходне године. У структури кредита становништву у марту најзаступљеније категорије били су готовински кредити (44,3%) и стамбени кредити (37,4%).

**Обим новоодобрених кредита становништву у Т1** износио је 126,2 млрд динара, што је за 22,1% више него у Т1 2020. Становништво је највише користило готовинске кредите, који су чинили 58,5% нових кредита у Т1. Следе их стамбени кредити, са учешћем од 25,3%, при чему је износ новоодобрених стамбених кредита у Т1 (31,9 млрд динара) за 62,4% већи у односу на исти период прошле године. Повољни услови задуживања и раст расположивог дохотка, уз позитивне трендове на тржишту некретнина и континуиран раст броја завршених

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

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



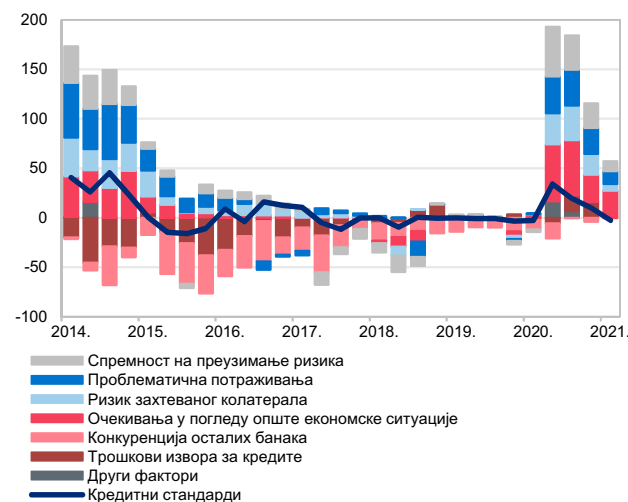
Извор: НБС.

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

\*\* Кредити одобрени предузетницима.

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

(у нето %)



Извор: НБС.

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

<sup>9</sup> Стање задужења по трансакционим рачунима повећано је током Т1 за 4,1 млрд динара, док су некатегорисани кредити смањени за 4,8 млрд динара, а кредити за увоз за 1,7 млрд динара.

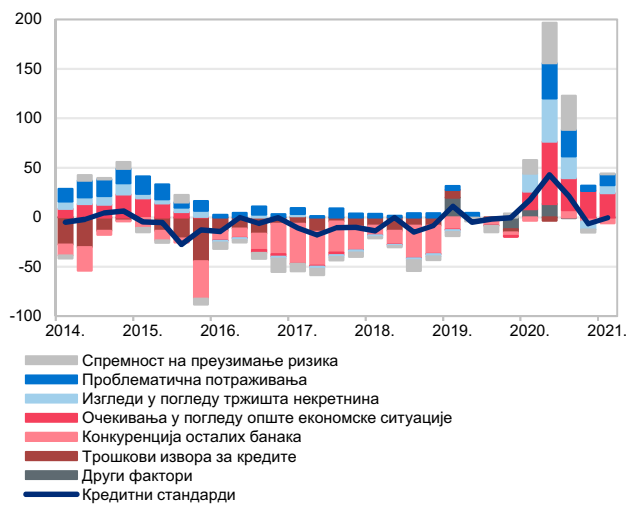


станова од 2016, доприносе расту тражње становништва за стамбеним кредитима.

Резултати **априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака**<sup>10</sup> показују да су банке у Т1, први пут од почетка пандемије вируса корона, ублажиле стандарде по којима су одобравале кредите привреди. Ублажавање се у нешто већој мери односило на динарске кредите у односу на девизно индексирани, као и на мала и средња предузећа у односу на велика, што је делом ефекат и ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и одобравања кредита у оквиру гарантне шеме. Након ублажавања у претходном тромесечју, кредитни стандарди становништву су, укупно посматрано, у Т1 остали непромењени. Према оцени банака, тражња привреде и становништва за кредитима повећана је током Т1, при чему је код привреде највише била усмерена ка дугорочним динарским кредитима, а код становништва ка девизно индексираним стамбеним кредитима. Куповина непокретности и рефинансирање били су водећи фактори раста тражње становништва за кредитима, док су капиталне инвестиције (поред потребе за финансирањем обртних средстава и реструктурирањем обавеза) поново постале значајан извор раста тражње привреде. Банке очекују да кредитни стандарди током Т2 буду ублажени и за привреду и за становништво. Истовремено, очекиван је и даљи раст тражње за кредитима оба сектора, који ће бити вођен истим потребама као у Т1.

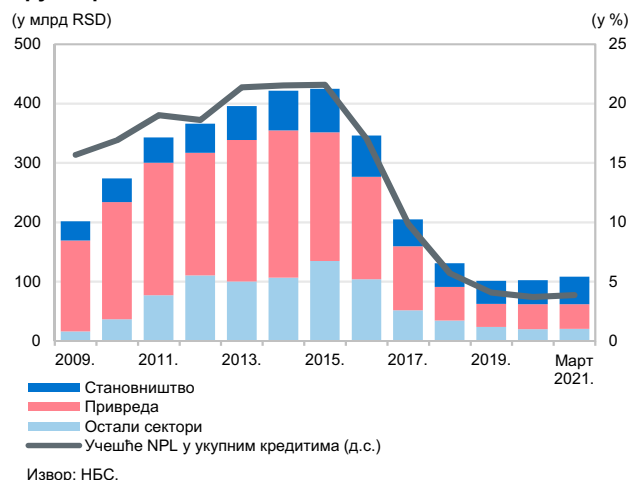
**Динаризација пласмана привреди и становништву**, мерена учешћем динарских пласмана у укупним пласманима, повећана је током Т1 за 0,6 п.п. и марту је износила 37,9%, што је њен нови највиши ниво. Степен динаризације пласмана привреди повећан је у Т1 за 1,3 п.п., на 22,3% у марту, захваљујући расту динарских кредита, чему су допринели ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и финансирање привреде у оквиру гарантне шеме. С друге стране, учешће динарских пласмана становништву смањено је током Т1 за 0,5 п.п., на 55,4% у марту, услед бржег раста девизно индексираних од динарских пласмана, што је највећим делом резултат већег раста стамбених кредита од готовинских.

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



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

<sup>10</sup> Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

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

Бруто *NPL* показатељ и даље је испод преткризног нивоа и у марту је износио 3,9%, што указује на то да су мере Народне банке Србије и Владе биле правовремене и спречиле већи негативан ефекат по привреду и становништво, а тиме и по финансијску стабилност. У поређењу с крајем 2020, то учешће је незнатно повећано (за 0,2 п.п.), при чему је раст забележен код сектора становништва<sup>11</sup> (за 0,4 п.п., на 4,1% у марту), на шта се одразио завршетак другог мораторијума на отплате обавеза дужника крајем септембра, док је код привреде<sup>12</sup> непромењено и износи 3,1%. Резултати анкете о очекивањима тржишних учесника показују да банкарски сектор очекује смањење учешћа *NPL* на 3,0% крајем 2021. године. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у марту износила је 91,2% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 58,8% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала<sup>13</sup> на крају Т1 2021. износио је 22,3%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

<sup>11</sup> Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће *NPL* је исто на нивоу од 4,1%.

<sup>12</sup> Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у марту је, такође, износило 3,1%.

<sup>13</sup> Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

### Осврт 3: Оцена финансијских услова за привреду

У условима кризе без преседана, каква је актуелна пандемија, било је неопходно обезбедити да се ублажавања монетарне политике пренесу и на повољније услове задуживања привреде и грађана, као и да се предузму додатне мере економске политике ради обезбеђења ликвидности и нижих трошкова пословања, како би се привреди и грађанима олакшао терет кризе. У којој мери су услови финансирања привреде остали повољни током кризе, могуће је оценити конструкцијом тзв. индекса финансијских услова (*Financial Conditions Index – FCI*), о којем ће у наставку бити речи.

Теоретски посматрано, под финансијским условима подразумева се широк спектар финансијских варијабли које утичу на кретање будуће економске активности. Те варијабле су приказане у форми стања и токова, а реч је о показатељима потенцијалних промена на страни понуде и тражње. Композитни показатељ који сумира укупне финансијске услове назива се индекс финансијских услова (у даљем тексту: *FCI*) и преко њега може се испитати и колико је јака веза између финансијских услова и кретања економске активности. Ако постоји изражена веза *FCI* с кретањем БДП-а, *FCI* може се користити као један од водећих показатеља, тј. за процену будуће економске активности.

Иако се финансијски услови односе на већи број економских субјеката, у овој анализи ограничили смо се на сагледавање финансијских услова сектора привреде. Приликом избора варијабли за израчунавање *FCI* руководили смо се специфичностима Србије као мале отворене економије, структуре и повезаности финансијских тржишта, имајући у виду расположивост података и дужине временских серија. Тако су приликом конструкције *FCI* коришћене следеће варијабле: кредити привреди (стања и токови), цена задуживања привреде и на домаћем и на иностраном тржишту, курс динара према евр, премија ризика земље, цена нафтних деривата на домаћем тржишту, као један од значајних извора трошковних притисака, индекс цена акција на Београдској берзи, СДИ, *NPL* привреде и кредитни стандарди домаћих банака.

Табела О.3.1. Коришћене варијабле у обрачуну *FCI*

Група	Варијабле
Каматне стопе на домаћем тржишту	Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди, спред у односу на шестомесечни <i>BELIBOR</i>
	Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите привреди у евро знаку, спред у односу на шестомесечни <i>EURIBOR</i>
Домаћи кредити	Стање кредита привреди
	Новоодобрани кредити привреди у динарима Новоодобрани кредити привреди у евро знаку
Тржиште капитала	<i>BELEX</i>
Цена нафте	Цена нафтних деривата на домаћем тржишту
Премија ризика	<i>EMBI</i>
Каматне стопе на иностраном тржишту	Просечна пондерисана каматна стопа на инозадуживање привреде, спред у односу на шестомесечни <i>EURIBOR</i>
Прекогранични кредити	Стање спољног дуга привреде
Девизни курс	Курс динара према евр
Квалитет aktive банака	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима привреди
СДИ	Нето прилив СДИ
Кредитни стандарди привреди	Промена кредитних стандарда, анкета НБС

Извор: НБС, *J.P. Morgan*, Београдска берза.

*FCI* се може представити као просек одабраних финансијских варијабли:

$$FCI = \sum_{i=1}^n w_i x_i$$

где  $x_i$  представља стандардизоване вредности финансијских варијабли које се користе у анализи, а  $w_i$  пондере уз те варијабле који су оцењени методом главних компонената (*Principal component analysis – PCA*), који је један од најчешће коришћених метода за израчунавање овог индекса.

Пре израчунавања *FCI* било је потребно обезбедити да све серије буду стационарне, што је за нестационарне серије (стање домаћих кредита, стање спољног дуга, *BELEX*, девизни курс, цена нафтних деривата и *NPL*) постигнуто диференцирањем. Потом су серије стандардизоване и промењен је знак за оне варијабле чији раст утиче на побољшавање услова финансирања (новоодобрени кредити, стање домаћих кредита, стање спољног дуга, *BELEX*, девизни курс и СДИ), пошто је вредност *FCI* постављена тако да њен пад указује на побољшање услова финансирања, и обратно. По израчунавању индекс је поново стандардизован, чиме је обезбеђена његова нулта средња вредност у посматраном периоду. Вредност *FCI* већа од нуле може се интерпретирати као поштрвавање финансијских услова, што генерално не делује подстицајно на раст економске активности. С друге стране, вредност *FCI* мања од нуле интерпретира се као ублажавање финансијских услова и осликава финансијско окружење које пружа подршку расту економске активности.

Иако су сви подаци доступни на месечном нивоу, ради поређења с кретањем БДП-а, *FCI* смо конструисали на основу тромесечних података. С обзиром на разлике у дужини одабраних серија, индекс смо конструисали два пута – први пут са 13 варијабли за период Т4 2010 – Т4 2020, од када су доступни подаци за каматне стопе и износе новоодобрених кредита, а други пут са 14 варијабли за период Т1 2014 – Т4 2020, од када су доступни подаци о промени кредитних стандарда банака на бази анкета о кредитној активности које спроводи Народна банка Србије.

*FCI* је конструисан на бази прве главне компоненте, с обзиром на то да она објашњава преко 50% варијабилитета посматраног скупа података.

Графикон О.3.1. Декомпозиција *FCI*, 13 варијабли, период Т4 2010 – Т4 2020.

(у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон О.3.2. Декомпозиција *FCI*, 14 варијабли, период Т1 2014 – Т4 2020.

(у п.п.)



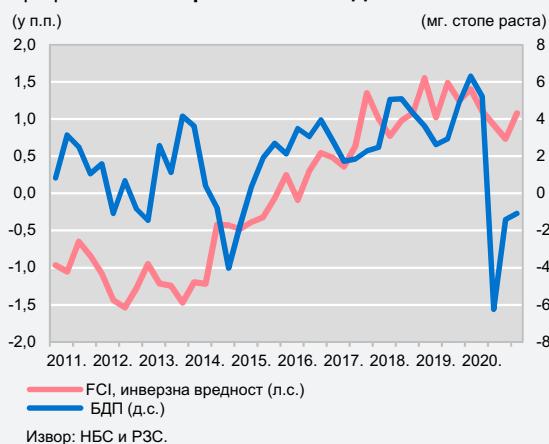
Извор: НБС.

На бази оцењеног показатеља уочава се да је *FCI* за Србију имао опадајући тренд у посматраном периоду од 2012. до 2020, при чему се од Т2 2017. (од Т2 2016. за дужу серију података и мањи број варијабли) константно налази у негативној зони. Ако се посматра структура *FCI*, може се приметити да су кретања на домаћем тржишту кредита, уз подршку ниских каматних стопа у зони евра, постепено доприносила ублажавању финансијских услова и самим тим позитивно утицала на раст економске активности. На то је у великој мери утицала и монетарна политика Народне банке Србије, која је смањивањем референтне каматне стопе доприносила креирању повољних услова финансирања на тржишту. Почевши од маја 2013, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, референтна каматна стопа смањена је за 10,75 п.п., на 1,0% у децембру 2020, што је њен најнижи ниво у режиму

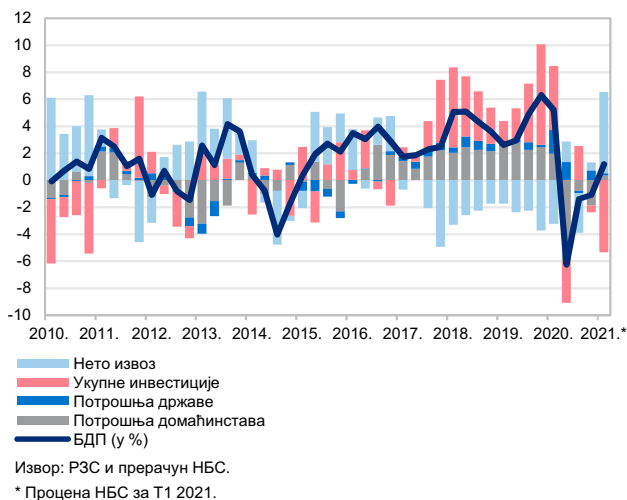
циљања инфлације. Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије одразило се и на знатно смањење каматних стопа на динарске кредите привреди и њихово приближавање каматним стопама на евроиндексиране кредите (у појединим месецима су се динарски кредити одобравали чак по нижим стопама у односу на евроиндексиране). Позитивне тенденције на тржишту кредита привреди осликавало је и смањење учешћа *NPL* у укупним кредитима, као и резултати анкете о кредитној активности банака, тј. ублажавање стандарда по којима су одобравани кредити привреди током већег дела посматраног периода. Предузећа су се успешно задуживала по повољним условима и на међународном тржишту, што је такође доприносило ублажавању финансијских услова. Поред тога, остварена и очувана макроекономска стабилност, која се пре свега огледа у ниској и стабилној инфлацији и релативној стабилности девизног курса, створила је предуслове за привлачење СДИ, као и основу за смањење премије ризика земље, што су потврдиле и рејтинг агенције повећањем кредитног рејтинга Србије.

Иако су са избијањем епидемије вируса корона и растом неизвесности на глобалном нивоу, финансијски услови, укупно посматрано, у Т2 и Т3 2020. били пооштрени, они су и даље остали у зони подстицајног деловања на економску активност. На пооштравање финансијских услова деловали су пре свега пооштрени кредитни стандарди, раст премије ризика земље и привремено смањење прилива СДИ у условима глобално повећане аверзије према ризику. С попуштањем здравствених мера и постепеном нормализацијом економских токова, од Т4 услови су постали повољнији, што указује на то да су финансијски услови задржали подстицајни карактер и у периоду кризе. Већина посматраних варијабли током 2020. наставила је да делује повољно на услове финансирања привреде, предвођена повољним условима задуживања на домаћем кредитном тржишту и растом кредитне активности, чему су допринеле антикризне мере Народне банке Србије и Владе, укључујући мораторијум на отплату кредита (чији ефекат је сагледан у стању кредита).

Како постоји значајан степен корелације између кретања *FCI* привреде и БДП-а (коэффициент корелације 0,5), овај индекс може се користити као један од водећих показатеља економске активности. С обзиром на динамику кретања *FCI* током 2020, која указује на задржане повољне услове финансирања привреде, и у наредном периоду можемо очекивати даљи позитиван допринос економском опоравку по овом основу.

Графикон О.3.3. Кретање *FCI* и БДП-а

Графикон IV.3.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)



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

	2020.			2021.
	T2	T3	T4	T1
<b>Потрошња домаћинства</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5 *</b>
<b>Показатељи</b>				
Промет у трговини на мало	0,0	5,6	2,5	3,9
Промет у угоститељству	-44,6	-28,22	-32,27	-10,4 **
Број домаћих туриста	-65,4	11,3	-36,0	-2,2
Број ноћења домаћих туриста	-60,8	13,0	-28,9	-8,1
Увоз потрошне робе (БЕС класификација), номинално	-3,1	13,6	13,2	3,4
<b>Извори</b>				
Маса укупних зарада, номинално	12,1	14,1	14,2	10,4 **
Нето прилив дознака, номинално	-31,3	-10,3	2,4	9,8
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	12,3	15,4	14,2	11,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.  
\* Процена НБС.  
\*\* Јануар–фебруар.

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



### 3. Агрегатна тражња

Економску активност у Т1, поред раста нето извоза, карактерише и опоравак потрошње и инвестиција у фиксне фондове, које након три тромесеља бележе раст на м.г. нивоу. С друге стране, снажан раст извоза условио је над залиха, што је определило и пад домаће тражње у Т1.

#### Домаћа тражња

Потрошња становништва, према нашој процени, у Т1 повећана је за 0,5% м.г. Треба имати у виду да мере за очување здравља становништва и даље негативно утичу на потрошњу у појединим услужним делатностима (туризам, угоститељство, забава и рекреација, саобраћај), о чему сведоче и пад броја ноћења домаћих туриста од 8,1% м.г. у Т1 и смањење реалног промета у угоститељству од 10,4% м.г. у јануару и фебруару, који се ипак успоравају у поређењу с Т4 2020. С друге стране, током Т1 настављен је позитиван тренд у сектору трговине, на шта указује двоцифрени раст увоза трајне потрошне робе, као и раст реалног промета у трговини на мало од 3,9% м.г.

Благ раст потрошње на м.г. нивоу, у условима погоршања епидемиолошке ситуације, у великој мери дугује се мерама за сузбијање негативних последица кризе, које су се, између осталог, односиле и на очување запослености, тако да је и током Т1 остварен раст масе зарада (10,4% м.г. у периоду јануар–фебруар). Позитивна динамика присутна је и код осталих извора приватне потрошње – кредити намењени потрошњи остварили су двоцифрени раст (11,8% м.г.), а дознаке су повећане за 9,8% м.г.

Према нашој процени, и државна потрошња је благо порасла у Т1 (1,0% м.г.), што се може пре свега довести у везу с већим расходима за здравствену заштиту становништва.

Смањење неизвесности у пословању, чему су допринеле и мере за превазилажење кризе које су донеле Влада и Народна банка Србије, и повећање оптимизма услед успешног процеса вакцинације позитивно су се одразили на **инвестициону активност приватног сектора**. Тако је у Т1, први пут од избијања пандемије, остварен раст инвестиција у фиксне фондове приватног сектора, који је, према нашој процени, износио око 10% м.г. Највећи део инвестиција приватног сектора финансиран је из сопствених извора услед добрих пословних резултата

из претходне године. Наиме, током 2020. године повећана је добит привреде (за 74,3 млрд динара, на 433,6 млрд динара), захваљујући првенствено мерама Владе и Народне банке Србије, о чему говори податак да је по основу субвенција повећан приход привреде за 78 млрд динара, као и да су смањени издаци за камате за 5 млрд динара. Такође, нето прилив по основу СДИ виши је за 5,2% мг., док инвестициони кредити бележе раст од 3,7% мг. у Т1. На раст инвестиционе активности током Т1 указује и повећање обима производње домаће опреме за 5,9% мг. и капиталних производа за 6,5% мг.

**Инвестициона активност државе**, према нашој процени, порасла је за 12% мг. током Т1 (уз допринос БДП-у од 0,5 п.п.), што доприноси расту инвестиција у грађевинарству, пре свега услед реализације инфраструктурних пројеката. Поред тога, наставља се позитиван тренд у станоградњи, на шта указују раст броја издатих грађевинских дозвола друго тромесечје заредом и раст производње грађевинског материјала (11,6% мг.).

Процењујемо да је током Т1 снажан раст извоза делом био заснован и на смањењу залиха, пре свега пољопривредних производа, тако да је то једина компонента домаће тражње која је негативно утицала на БДП током Т1.

Посматрано на тромесечном нивоу, треће тромесечје заредом настављен је раст агрегатне тражње, који је у Т1 износио 2,5% дсз. и који је подједнако био заснован на повећању домаће и екстерне тражње. У оквиру домаће тражње, током Т1 посебно је био изражен раст државних инвестиција (26,3% дсз.), а позитиван допринос потекао је и од потрошње.

## Нето екстерна тражња

Спољнотрговинска размена са иностранством наставила је да се опоравља током Т1, при чему је извоз робе и услуга у односу на исти период претходне године остварио реални мг. раст од 7,0%, док је увоз био нижи за 3,4%. То је резултирало позитивним доприносом нето извоза расту БДП-а у Т1 од 6,0 п.п.

Подржан опоравком екстерне тражње, робни извоз наставио је да расте у Т1. Према платнобилансним подацима, робни извоз изражен у еврима повећан је у Т1 за 16,6% мг., пре свега под утицајем раста извоза прерађивачке индустрије и пољопривредних производа. Извоз прерађивачке индустрије био је

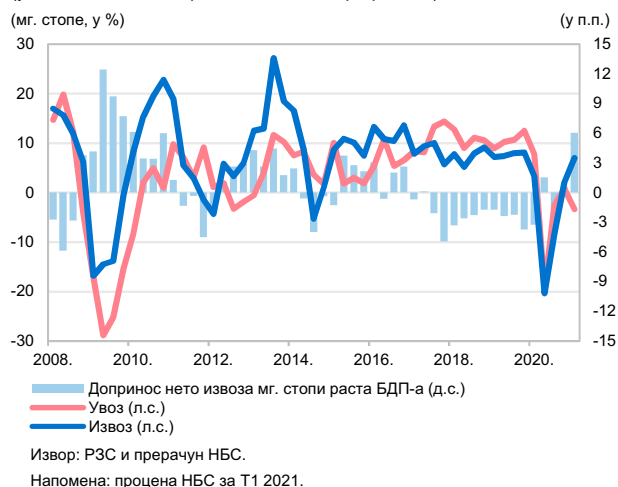
Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2020.			2021.
	T2	T3	T4	T1
<b>Реалне мг. стопе раста (у %)</b>				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	-11,8	-4,5	-4,1	10,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	-2,0	-16,7	-9,1	20,5 *
Инвестиције државе	14,6	-4,5	9,0	12,0
Број издатих грађевинских дозвола	-21,0	-0,7	17,88	14,1
Производња грађевинског материјала	-11,5	1,2	8,7	11,6
Вредност изведених радова	-0,5	-16,0	-8,9	20,7
Увоз опреме, номинално	-11,7	12,5	-14,7	-12,3
Производња домаћих машина и опреме	-15,0	0,3	-8,5	5,9
Залихе готових производа у индустрији	-1,2	0,0	6,9	0,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

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



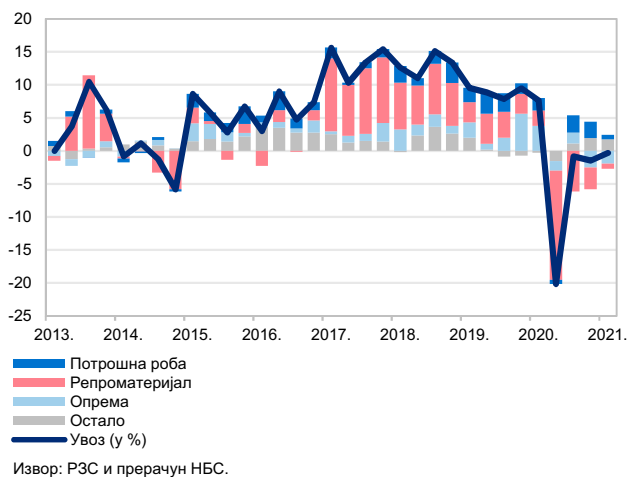
Графикон IV.3.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије (тримесечни покретни просек дсз.)



виши за 11,3% м.г., при чему је м.г. раст забележен у 14 грана (чији извоз чини око 84% укупног извоза прерађивачке индустрије), међу којима се издвајају извоз електричне опреме, хемијских производа, основних метала, хране и производа од гуме и пластике. Вођен извозом житарица, извоз пољопривредних производа повећан је за 30,6% м.г., а наставак позитивног утицаја по овом основу може се очекивати до наредне пољопривредне сезоне. Расту извоза у Т1 допринио је и извоз рударства и електричне енергије.

Робни увоз се опорављао спорије од извоза и, према платнобилансним подацима, у Т1 био је нижи за 0,2% у односу на исти период претходне године. Посматрано по класификацији увоза према општим економским категоријама (BEC), тај пад је био одређен мањим увозом опреме (-12,3% м.г.) и репроматеријала (-1,3% м.г.), док је увоз потрошне робе био виши за 3,4% м.г. Према класификацији увоза по намени ЕУ, на пад увоза у Т1 утицали су мањи увоз енергената и капиталних производа. С друге стране, увоз интермедијарних и производа за широку потрошњу деловали су у супротном смеру.

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



Иако се постепено опоравља, размена услуга са иностранством није још увек достигла преткризне нивое – у Т1 је извоз услуга био за 1,0%, а увоз за 14,3% нижи него у истом периоду претходне године. Знатно израженији пад увоза од пада извоза услуга утицао је на то да суфицит у размени услуга са иностранством у Т1 буде повећан чак за 62,6% м.г. Размена скоро свих врста услуга забележила је м.г. пад у Т1, при чему је најснажнији негативан утицај код извоза потицао од транспортних услуга, а код увоза од туристичких услуга. Истовремено, кризом су најмање биле погођене ИКТ услуге, где је суфицит повећан за 9,6% м.г.

Покривеност робног увоза извозом<sup>14</sup> наставила је да се повећава у Т1 и у марту је износила 78,5%, а по укључењу услуга 87,4%.

<sup>14</sup>Мерено 12-месечним покретним просеком.



## Осврт 4: Отпорност извоза Србије у условима пандемије

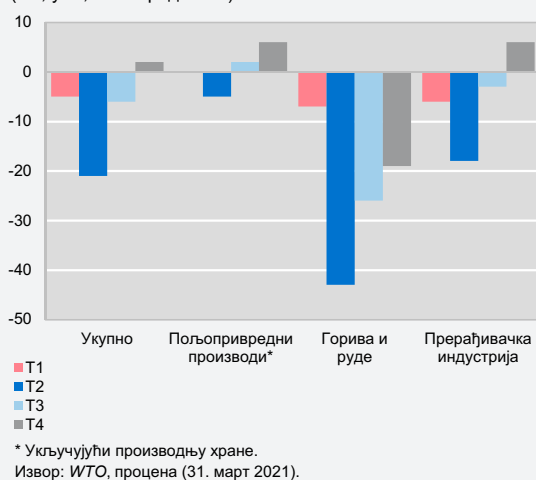
Након неколико година снажног раста, укупан робни извоз Србије у 2020, према платнобилансним подацима, снижен је за 2,3% у условима драстичног пада светске производње, потрошње и спољнотрговинске размене, до чега је дошло услед пандемије, тј. застоја у ланцима производње и снабдевања и увођења рестриктивних здравствених мера широм света. Ако се има у виду величина шока који је пандемија имала на међународну трговину, као и чињеница да је пад БДП-а зоне евра, као нашег најважнијег спољнотрговинског партнера, износио скоро 7%, може се закључити да се извоз Србије показао релативно отпорним на негативне ефекте пандемије.

Процењује се да је обим светске робне размене смањен за 5,3%, а њена вредност за 7% у 2020. години.<sup>1</sup> При томе, утицај пандемије био је више или мање изражен, у зависности од производа и региона. Тако је, на пример тражња за пољопривредним производима била мање погођена него тражња за горивом, док је тражња за неким производима, као што су медицински производи и заштитна опрема, електроника и рачунарска опрема због рада од куће, чак била и повећана. Посматрано по регионима, тражња ЕУ, на коју је усмерен знатан део извоза Србије, била је снажно погођена пандемијом. Вредност увоза ЕУ смањена је у 2020. години за 11,6% (извоза за 9,4%). Готово сви важни спољнотрговински партнери Србије знатно су смањили свој увоз робе у 2020. години, што не изненађује с обзиром на то да им је и знатно смањена економска активност (просечна стопа реалног пада БДП-а наших 20 најзначајнијих спољнотрговинских партнера, пондерисана њиховим учешћем у нашем извозу, износила је близу 6% у 2020).

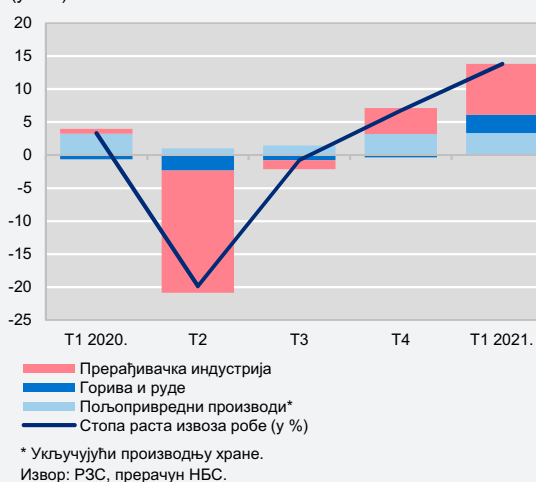
Смањење екстерне тражње посебно је било изражено у Т2 2020, када је вредност светске робне размене пала за више од 20%. Ситуација је била боља у П2, када је кренуо постепени опоравак с попуштањем здравствених мера, као и монетарном и фискалном подршком у многим земаља света. Опоравку робне размене допринео је и раст тражње за робом услед смањене потрошње услуга, као и постепено прилагођавање пословања условима примене здравствених мера и ограничене мобилности становништва.

Извозници Србије су се релативно брзо прилагодили новонасталим околностима, подржани снажним мерама Народне банке Србије и Владе, којима је спречен већи пад пословног и потрошачког поверења, а тиме и знатније преливање негативних ефеката пандемије на тржиште рада и производне капацитете. Очувани људски и производни капацитети, уз повећану распрострањеност производње, и по производима, и по регионима, допринели су отпорности робног извоза Србије и омогућили његов брз опоравак. Посматрано према методологији спољне трговине, робни извоз Србије већ крајем лета достигао је преткризни ниво, а у Т4 био је за 6,8% већи него у истом периоду 2019. године, да би у Т1 ове године убрзао раст на 13,8% м.г.

Графикон О.4.1. Светска робна размена у 2020. (м.г., у %, USD вредности)



Графикон О.4.2. Доприноси м.г. стопи раста робног извоза Србије у 2020. и Т1 2021. (у п.п.)



<sup>1</sup> World Trade Organization, Press Release 876, 31. март 2021.

**Извоз пољопривредних производа, укључујући производњу хране**, није бележио м.г. пад чак ни током Т2, када је глобална тражња и за овим производима била смањена, већ је током свих тромесечја 2020. године позитивно допринио расту нашег извоза. У Т4 2020. позитиван допринос извоза пољопривредних производа расту укупног извоза износио је 3,2 п.п., захваљујући томе што је остварен раст извоза ових производа од чак 16% у односу на исти период 2019. године (у истом периоду глобални раст тражње био је око 6%). На нивоу 2020. године њихов извоз је повећан за 11,4%, а посебно је било значајно повећање извоза житарица, дувана и производа од дувана, воћа и поврћа и уљаног семења и плодова. Снажан раст извоза пољопривредних производа настављен је и у Т1 ове године (15% м.г.), с доприносом расту укупног извоза од 3,3 п.п. Компаративне предности Србије у производњи пољопривредних производа и хране, уз развој пољопривредних капацитета и натпросечну пољопривредну сезону, допринеле су отпорности извоза Србије у условима пандемије. Допринос су дали и мањи утицај пандемије на глобалну тражњу за пољопривредним производима и раст њихових цена на светском тржишту, што је истакло њихов стратешки значај.

С друге стране, пандемија је посебно снажно погодила светску тражњу за горивом и рудама, чија је вредност размене на светском нивоу пала за чак 43% м.г. у Т2, чему је допринео и пад њихових цена, пре свега цене нафте. У П2 порасле су цене ових производа, посебно цене метала, али је вредност глобалне размене у овој области до краја године наставила да бележи м.г. пад. Тај пад се постепено смањивао, али је и у Т4 2020. износио 19% м.г.

Иако је **извоз горива и руда** знатно смањен и у Србији, то смањење је, по свему судећи, било мање од пада екстерне тражње – у Т2 за 27,2%, а у Т4 за 4,1% (на нивоу године 12,2%). Из ове групе производа, у извозу Србије најзначајнији су обојени метали, нафтни деривати и металне руде. Извоз обојених метала смањен је у 2020. за 22,7%, што је делом последица и ремонта у компанији *Zijin Bor Copper* крајем године, док је извоз нафтних деривата смањен за 28,0%. Позитиван изузетак у овој групи производа представља извоз металних руда, који је на нивоу године порастао за чак 50,0%, захваљујући изузетном расту производње у борским рудницама бакра, који се бележи од октобра. Раст производње резултат је инвестиција у постојеће руднике и отварања новог рудника, чиме су и производни капацитети повећани. У Т1 2021. ова група производа, горива и руде, остварује посебно снажан раст од чак 40% м.г., вођен растом извоза обојених метала и металних руда, што је допринело расту укупног извоза са 2,8 п.п.

Када су у питању **готови производи**, који чине највећи део извоза Србије (70% у 2020), утицај пандемије био је највише изражен на њеном почетку, током Т2, када је и регистрован највећи пад екстерне тражње услед „закључавања” већине наших трговинских партнера. Тада је, посматрано по месецима, увоз ЕУ пао за 25,4%, 27,7% и 13,0% м.г. у априлу, мају и јуну, респективно. Стога не изненађује то што је извоз ових производа из Србије смањен за 27,2% у Т2, а пре свега друмских возила, гвожђа и челика, производа од каучука и др. Ипак, и током Т2 Србија је више извезла медицинских и фармацеутских производа (28,6%) и парфимеријских и тоалетних препарата (16,8%) него у истом периоду 2019, па су ови производи и на нивоу 2020. године забележили знатан раст (8,7% и 15,5%, респективно). Извоз већине осталих производа знатно је пао у Т2, али се након тога релативно брзо опоравио (електричне машине, апарати и уређаји, пластичне масе и др.), тако да је у Т4 извоз готових производа из Србије био већи за 5,5% м.г., а у Т1 2021. за 11% м.г., што је позитивно допринело стопи раста извоза у том тромесечју са 7,7 п.п.

О значају ових резултата говори и чињеница да су извозници имали изузетно изазовну годину. Трошкови међународног превоза били су готово двоструко виши него пре пандемије, пре свега због мањег броја контејнера дуж главних бродских праваца и споријег протока робе због неопходности поштовања здравствених мера. То је повећавало ризик кашњења у ланцима снабдевања. Очекује се да ће нормализација епидемиолошке ситуације утицати на смањење ових трошкова и ризика. Такође, на почетку пандемије повећане су трговинске баријере, пре свега у виду додатних контрола хране и медицинских производа, што је отежавало приступ многим страним тржиштима.

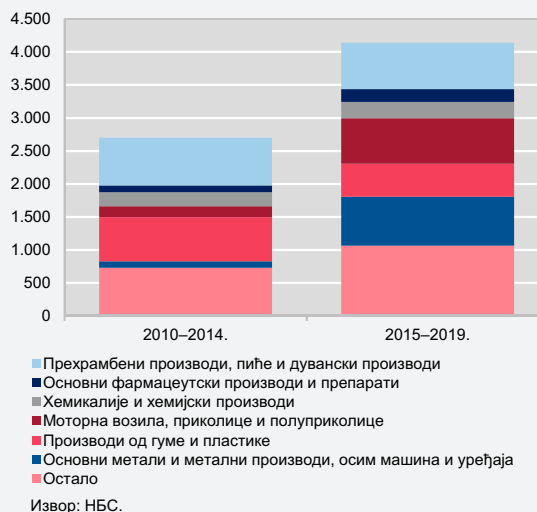
Један од кључних фактора релативно брзог опоравка извоза Србије у отежаним глобалним условима свакако су СДИ. Само у пет година које су претходиле пандемији остварен је прилив по основу СДИ у прерађивачку индустрију од преко 4 млрд евра, од чега су највећи износи, укупно посматрано, били усмерени у област производње основних метала и металних производа, прехранбених производа, пића и дуванских производа, затим производњу моторних возила, производа од гуме и пластике, као и хемијских и фармацеутских производа.

Треба додати да је прилив СДИ у прерађивачку индустрију и у време пандемије остао релативно висок и износио додатна 792 млн евра. Важност СДИ у прерађивачкој индустрији потврђује њен извоз, који је у 2020. умерено смањен, за око 5%, при чему је у девет од 23 гране прерађивачке индустрије извоз био виши у 2020. него у 2019. (које заједно чине око 40% извоза прерађивачке индустрије у 2020). Позитивним доприносом посебно су се истицали извоз електричне опреме, дуванских производа и прехранбених производа, као и хемијских и фармацеутских производа.

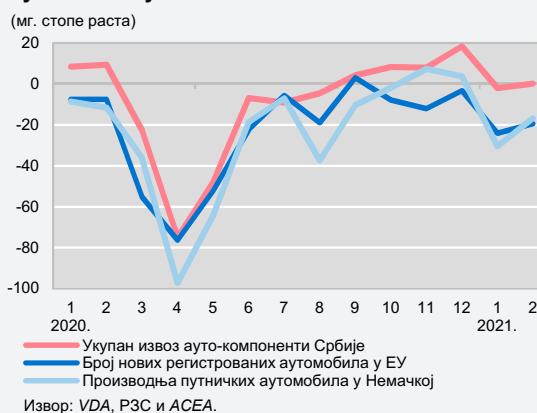
Као група производа који су, поред утицаја фактора на страни понуде, били и под снажним утицајем екстерне тражње издвајају се ауто-компоненте, чији извоз од септембра бележи позитивне м.г. стопе раста, при чему је у децембру био виши за чак 18% м.г. На то указује податак о броју нових регистрованих путничких аутомобила у ЕУ, који се на м.г. нивоу опорављао у периоду јун–септембар, да би у октобру и новембру био поново умерено погоршан као последица другог таласа пандемије, али не у мери као у првом таласу. На сличне закључке указују и подаци о броју произведених путничких аутомобила у Немачкој (која учествује са око 25% у извозу ауто-компонената из Србије), при чему се, посматрано на м.г. нивоу, пад броја произведених путничких аутомобила успорава од септембра, а у новембру и децембру број произведених аутомобила чак је и виши него у истом периоду 2019. године.

Да су фактори на страни понуде спречили да се пад екстерне тражње у већој мери прелије на нижи извоз Србије, потврђује и кретање тзв. Херфиндал–Хиршмановог индекса концентрације извоза (*HHI*). Посматрано по земљама, овај показатељ концентрације извоза све време је у протеклој деценији веома низак, при чему се од 2015. године континуирано смањује и у 2020. износио је 0,225, указујући на највећу географску распрострањеност извоза до сада. То значи да је Србија и у условима пандемије успела да додатно повећа степен географске распрострањености свог извоза, што је свакако допринело већој отпорности извоза на поремећаје у екстерној тражњи, који нису били подједнаки на свим сегментима светског тржишта, нити једнаки за све групе производа. Посматрано по регионима, учешће извоза Србије у зону евра, која је пандемијом била снажно погођена, смањује се из године у годину, док се повећава извоз према земљама ЕУ које нису чланице зоне евра. Тиме је у 2020. близу 50% нижег извоза у зону евра било компензовано вишим извозом у остале земље ЕУ, тако да је, укупно посматрано, извоз у

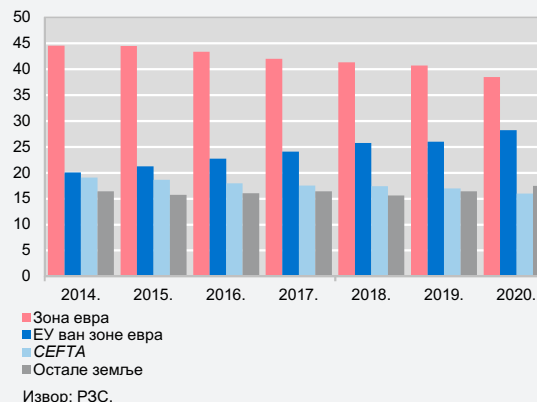
Графикон О.4.3. СДИ у прерађивачкој индустрији по гранама (у млн EUR)



Графикон О.4.4. Динамика извоза ауто-компонената из Србије, производње аутомобила у Немачкој и броја регистрованих путничких аутомобила у ЕУ



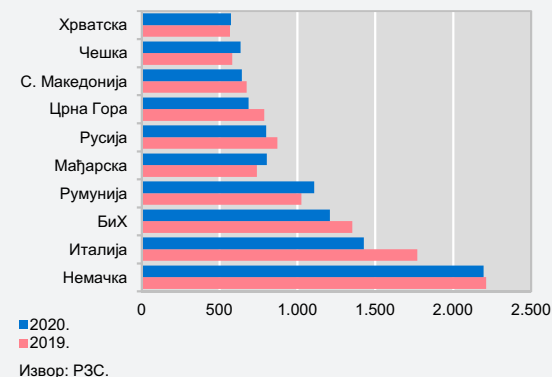
Графикон О.4.5. Извоз Србије према најзначајнијим регионима (у % укупног извоза Србије)



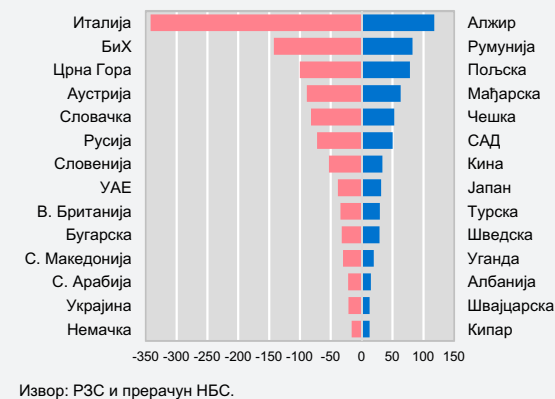
ЕУ био нижи за 2,8%, а у два месеца ове године виши за 4,2% мг. Највећи део смањеног извоза према региону *CEFTA* био је компензован растућим извозом у Кину, САД и Турску, које су у 2020. бележиле и повољнији резултат у погледу стопе раста БДП-а. Посматрано по појединачним земљама, највећи спољнотрговински партнер Србије од 2019. јесте Немачка (са учешћем од 12,9% у укупном извозу у 2020), иза које следи Италија, са опадајућим учешћем извоза (на 8,4% у 2020), што је највећим делом последица смањеног извоза аутомобила чији се модел производи у фабрици у Крагујевцу. У Немачку, која је трећи највећи светски увозник (иза САД и Кине), у 2020. највише смо извезли електричне машине, апарате и уређаје, затим погонске машине и уређаје, поврће и воће, производе од метала, медицинске и фармацеутске производе. С обзиром на то да је производни сектор у Немачкој у 2020. забележио знатно мањи пад од услужног и да је у другом таласу пандемије наставио да бележи релативно добре резултате, као и да смо у Немачку највише извезли управо оне производе који су пандемијом били најмање погођени или је чак расла њихова тражња (воће и поврће, медицински и фармацеутски производи), не чуди што је извоз у Немачку био тек за 0,7% нижи него у 2019. С друге стране, извоз у Италију био је нижи за 19,3%, од чега је највећи негативан допринос потекао од нижег извоза друмских возила, као и од смањеног извоза гвожђа и челика, обуће и одеће и др. Када је реч о земљама ЕУ изван зоне евра, у 2020. извоз је повећан у Мађарску, Чешку, Пољску, Румунију и Хрватску, а када је реч о осталим земљама изван ЕУ и региона *CEFTA*, од значајнијих партнера извоз је повећан у Алжир, САД, Кину и друге земље. Слична је ситуација ако се посматра степен концентрације мерен *HHI* по производима,<sup>2</sup> који је веома низак у претходној деценији и који је у 2020. био и нижи него у претходној години, указујући на то да је производна распрострањеност извоза додатно повећана.

Када је реч о извозу услуга, утицај пандемије је знатно више изражен него у случају робе. Светска трговинска организација наводи да се светски извоз комерцијалних услуга, након пада у Т2 од скоро 30% мг., није опоравио до краја године, већ је и у Т4 бележио знатан пад од око 20% мг., колико износи и пад на нивоу године. Посебно је био изражен пад туристичких и транспортних услуга од 63% и 19% у 2020, респективно. И извоз услуга Србије у 2020. забележио

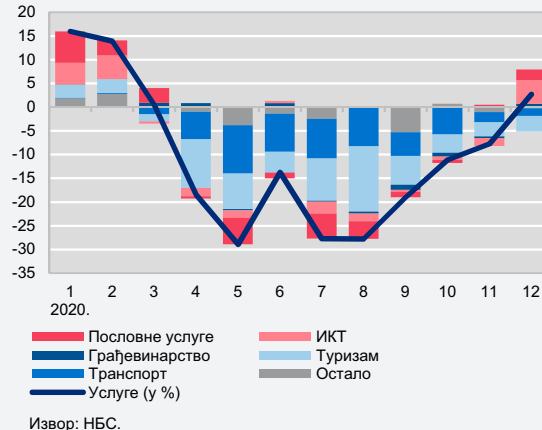
Графикон О.4.6. Робни извоз Србије, 10 најзначајнијих земаља у 2020. (у млн EUR)



Графикон О.4.7. Најзначајније смањење и повећање робног извоза Србије у 2020. по земљама (у млн EUR)



Графикон О.4.8. Доприноси мг. стопи раста извоза услуга у 2020. (у п.п.)

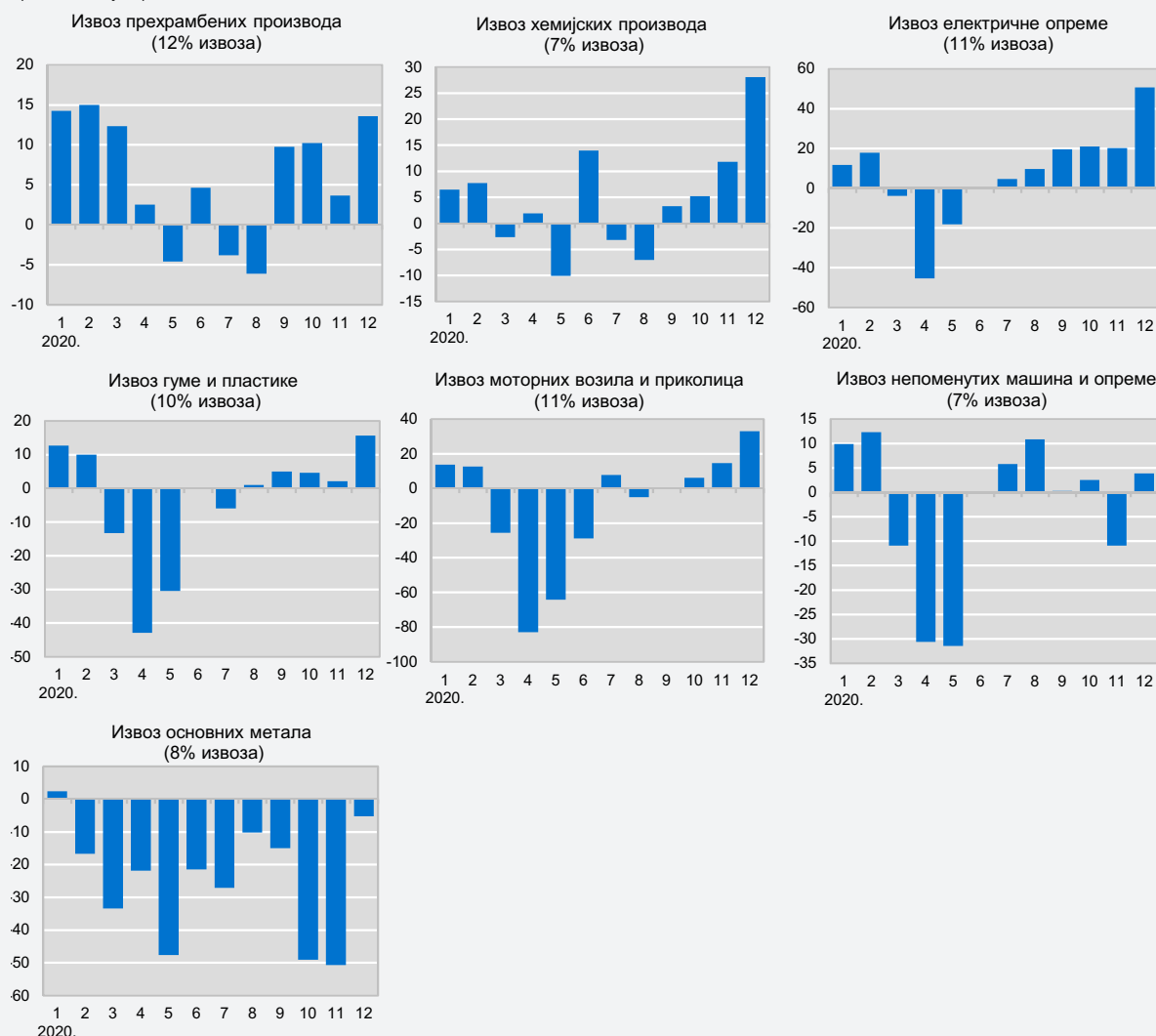


<sup>2</sup> Према хармонизованом систему класификације добара на седмоцифреном нивоу агрегације.

је пад, али од 11%, што је знатно мање од пада на светском нивоу, због структуре економије и предузетих снажних монетарних и фискалних мера. Притом, смањен је пре свега извоз туристичких и транспортних услуга, за готово по 25%, док су остале услуге или забележиле минимални пад извоза, попут грађевинских услуга, или раст, а највећи позитиван допринос потекао је од ИКТ услуга. Највеће негативне м.г. стопе раста извоза услуга забележене су у мају, а затим јулу и августу, да би се од септембра извоз услуга опорављао и у Т1 ове године био за свега 1% нижи у односу на исти период прошле године. Посматрано по земљама, највише је повећан извоз услуга у САД и Италију, док је за остале важне партнере углавном смањен, а највише у Немачку, Велику Британију и Босну и Херцеговину.

У наставку 2021. године очекујемо даљи снажан опоравак робног извоза Србије, уз регистровање двоцифрене м.г. стопе раста. Томе ће допринети и фактори на страни понуде, тј. даљи раст инвестиција у извозно оријентисане секторе, наставак опоравка екстерне тражње, као и очекивани успешан процес вакцинације широм света. Вакцинација би у П2 требало да допринесе знатно повољнијој епидемиолошкој ситуацији и стварању услова за опоравак услуга, пре свега туристичких и транспортних.

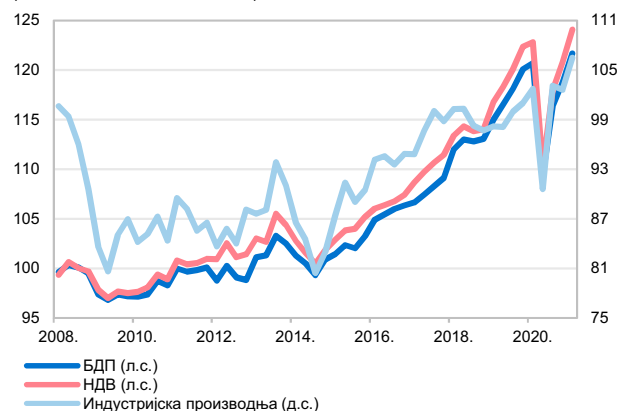
Графикон О.4.9. Извоз прерађивачке индустрије по гранама  
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела IV.4.1. Доприноси м. расту БДП-а

(у п.п.)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

Графикон IV.4.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

## 4. Економска активност

*Захваљујући предузетим мерама за ублажавање ефеката кризе, очувани су производни капацитети и запосленост, тако да је, упркос чињеници да је погоршана епидемиолошка ситуација и да је било неопходно да се неке од рестриктивних здравствених мера поново уведу, током Т1 убрзан опоравак економске активности. БДП је остварио тромесечни раст од 2,5% дсз., чиме је и достигнут преткризни ниво економске активности.*

На м.г. нивоу, БДП је забележио раст од 1,2% у Т1 услед опоравка сектора грађевинарства и убрзања раста индустријске производње. С друге стране, рестриктивне мере за очување здравља становништва и током Т1 ограничавале су активност појединих услужних делатности, тако да су услужни сектори, укупно посматрано, забележили пад од 0,7% м.г. Поред тога, уз претпоставку о просечној пољопривредној сезони, процењујемо да је благ негативан допринос економској активности током Т1 потекао и од пољопривреде услед високе базе из претходне године.

Раст **индустријске производње** у Т1 (допринос БДП-у 0,8 п.п.) базиран је на континуираном приливу инвестиција у извозне секторе, који је настављен и након избијања кризе. Поред тога, предузете мере државе и Народне банке Србије допринеле су очувању производних капацитета и запослености, тако да је у Т1, упркос новом таласу пандемије, остварен раст индустријске производње и извоза.

На раст индустрије указује и повећање физичког обима производње од 3,8% м.г., који је био вођен растом обима производње прерађивачке индустрије и повећањем активности у сектору енергетике. Код прерађивачке индустрије, раст обима производње остварен је код 17 од 24 делатности, при чему се посебно истиче раст производње електричне опреме, који је допринео повећању обима индустријске производње са 0,7 п.п., затим производња саобраћајних средстава, основних метала, металних производа, машина и др. С друге стране, расту индустријске производње највише је негативно допринела нафтна индустрија (-0,5 п.п.), што је последица редовног ремонта нафтних постројења у марту.

Снажан опоравак активности у **грађевинарству** током Т1, од преко 20% м.г., може се пре свега довести у везу са убрзаном реализацијом инфраструктурних пројеката, на који указује и раст капиталних расхода

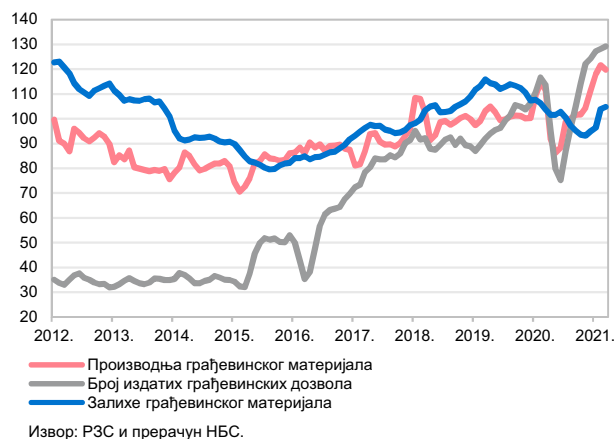
државе, који је посебно био изражен у марту. Током Т1 интензивирани су и станоградња, што потврђује позитивна динамика показатеља из ове области грађевинарства. Тако је укупан број издатих грађевинских дозвола друго тромесечје заредом порастао за 14,1% м.г., при чему је предвиђена површина станова, на основу издатих грађевинских дозвола повећана за 4,5% м.г. На опоравак сектора грађевинарства указује и раст производње и увоза грађевинског материјала (11,6% м.г. и 7,7% м.г., респективно), као и повећан број формално запослених радника у грађевинарству (за 5,3% м.г.).

И поред тога што је током Т1 нови талас пандемије довео до поштравања здравствених мера, које се, између осталог, односе на поједине рестрикције у областима туризма, угоститељства, трговине, рекреације и забаве, пад у **услужним секторима** успорен је са 1,4% м.г. у Т4 2020. на 0,7% м.г. у Т1 2021. (уз допринос БДП-у од -0,4 п.п.). У сектору туризма током Т1 успорен је пад броја ноћења на м.г. нивоу (са 47,2% на 23,9%), а опоравак је забележен и у сектору саобраћаја, посебно код теретног саобраћаја, што се може довести у везу с растом робног извоза. Промет у угоститељству је у периоду јануар–фебруар био нижи за 10,4% реално на м.г. нивоу, што је такође побољшање у односу на реални м.г. пад од 32,3% у Т4 2020. Током Т1 настављен је раст активности у трговини, где је реални промет током Т1 повећан за 3,9% м.г. Успешан процес вакцинације и очекивано поправљање епидемиолошке ситуације у наредном периоду у знатној мери определиће раст активности у услужним секторима, за који процењујемо да ће на нивоу године износити око 6%.

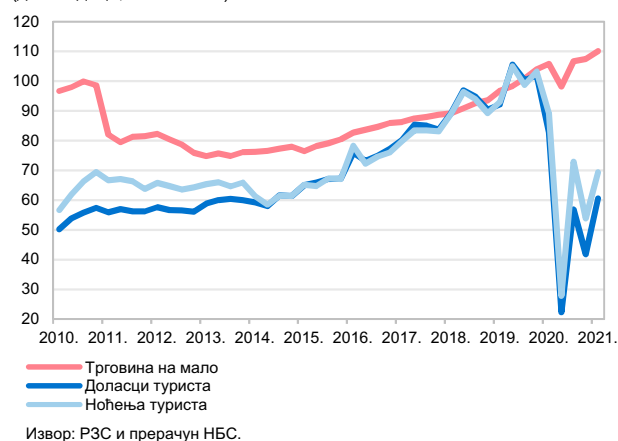
Наша процена **пољопривредне производње** за ову годину заснована је на просечној пољопривредној сезони, што, након три узастопне године у којима је остварена нагпросечна производња, указује на пад од 4% у 2021. години, за колико процењујемо да је смањена пољопривредна активност и у Т1 2021. године.

Посматрано на тромесечном нивоу, БДП је треће тромесечје заредом остварио раст, који је, према нашој процени, убрзан на 2,5% дсз., чему су готово подједнако допринели индустрија, грађевинарство и услужни сектори.

Графикон IV.4.3. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



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



## 5. Кретања на тржишту рада

Снажна економска подршка државе доприноси очувању тржишта рада, које се у најтежем периоду показало отпорним и тако избегло трајније последице пандемије, о чему сведочи даљи раст зарада и формалне запослености. Почетком 2021. године, с новим таласом пандемије и пооштравањем здравствених мера, ипак је благо порастао број незапослених, пре свега у услужном сектору, који је највише и изложен утицају пандемије.

### Зараде и продуктивност рада

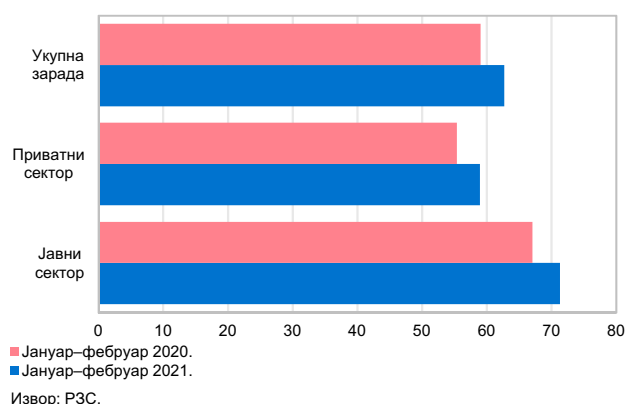
Раст просечне номиналне нето зараде настављен је и у овој години, али нешто споријим темпом. **Укупна номинална нето зарада у периоду јануар–фебруар повећана је на 62.693 динара у просеку** (тј. на 533 евра), што је м.г. раст од 6,2%, чему су допринеле више зараде и у приватном и у јавном сектору (по 6,4% м.г.).

Посматрано по делатностима, у јануару и фебруару забележен је двоцифрен м.г. раст зарада у ИКТ сектору (19,4%) и у сектору здравства и социјалне заштите (19,2%), чему је допринело реализовано јануарско повећање зарада у здравству и осталим делатностима јавног сектора, као и подизање просечне минималне зараде на 183,93 динара по сату. У истом периоду, м.г. повећање зарада регистровано је у већини делатности претежно приватног сектора, пре свега у стручним, научним, иновационим и техничким делатностима (6,9%), трговини на мало и велико (4,8%) и прерађивачкој индустрији (3,6%). Поред тога, очуван је м.г. раст зарада у услугама смештаја и исхране (1,2%), највише захваљујући благовременој економској подршци државе. С друге стране, у односу на исти период претходне године, смањене су зараде у области снабдевања електричном енергијом (за 4,7%), а незнатно и у делатностима саобраћаја и складиштења (за 0,2%), док су у сектору грађевинарства стагнирале.

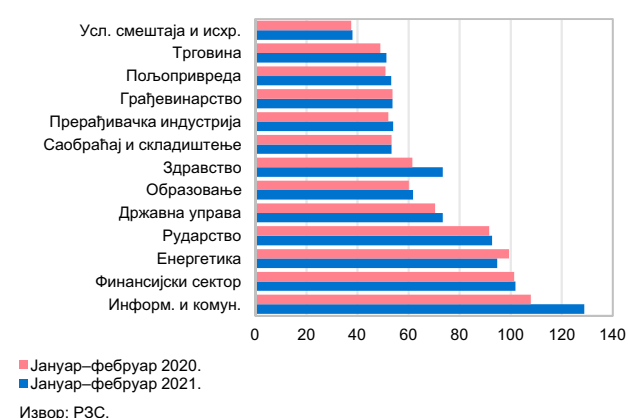
Као главни извор потрошачке тражње, **укупна номинална нето маса зарада** у јануару и фебруару порасла је за 10,4% м.г., при чему је у приватном сектору била виша за 12,4%, а у јавном сектору за 6,6%.

**Продуктивност укупне економије** у Т1 снижена је за 1,6% м.г. (прелиминарно), доминантно услед

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



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





поштрених здравствених мера с циљем ефикаснијег сузбијања последица поновног ширења вируса корона почетком године.

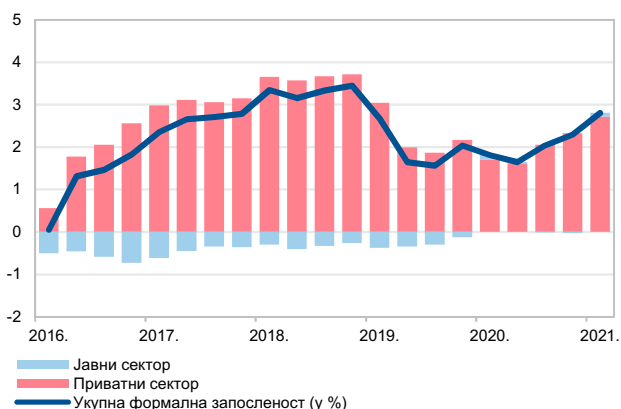
## Запосленост

Укупна формална запосленост у Т1 убрзала је мг. раст на 2,8% (са 2,3% у Т4), тако да је **број запослених био већи за око 61 хиљаду него пре годину дана**. Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, оваквој мг. динамици формалне запослености у Т1 допринело је даље запошљавање код правних лица (за око 54 хиљаде запослених у просеку) и предузетника (за око 13,5 хиљада запослених), док је број индивидуалних пољопривредника смањен (за близу 6 хиљада лица). То показује да су, упркос пандемији, нова радна места наставила да се отварају, што су носиоци економске политике континуирано подржавали низом подстицајних мера.

Као и у претходном периоду, **кључни генератор нових радних места остао је приватни сектор**, у којем је у Т1 у просеку регистровано за око 59 хиљада запослених више него у истом периоду претходне године. Од тога, **највећи број су запослени у прерађивачкој индустрији** (скоро 20 хиљада лица) и трговини на мало и велико (око 16 хиљада лица), за којима следе ИКТ сектор (око 9 хиљада лица), грађевинарство и стручне, научне, иновационе и техничке делатности (по 6 хиљада лица). Мг. раст броја запослених у Т1 регистрован је и у делатностима саобраћаја и складиштења (близу 3 хиљаде лица) и у услугама смештаја и исхране (око 1 хиљаде лица), које су, уз подршку државе, одржале адекватан ниво запослености упркос томе што су највише изложене последицама пандемије. У поређењу са истим периодом прошле године, у Т1 је порасла запосленост у **јавном сектору** (за око 2 хиљаде лица у просеку), чему је допринела ублажена контрола запошљавања код корисника јавних средстава. Посебно се истиче раст броја запослених у областима здравства и социјалне заштите (скоро 5 хиљада лица) и образовања (око 3 хиљаде лица). У истом периоду, запосленост је смањена у административним и помоћним услужним делатностима и државној управи (за по 1 хиљаду лица), као и у сектору рударства (око 1,5 хиљада лица).

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

(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела IV.5.1. Кретања формалне запослености и незапослености

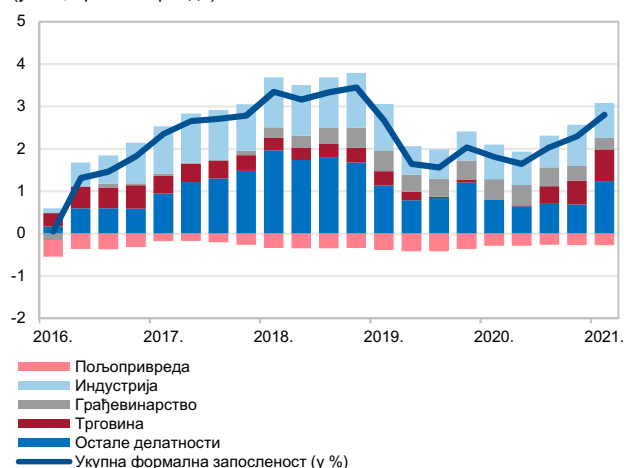
(мг. стопе раста, просек периода)

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

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

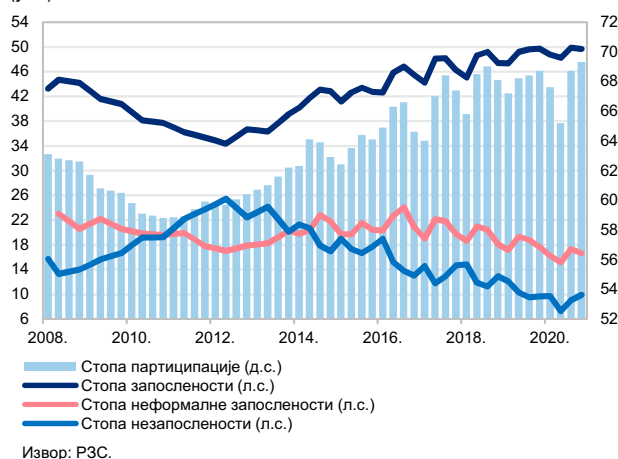
Графикон IV.5.4. Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима

(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.5. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)

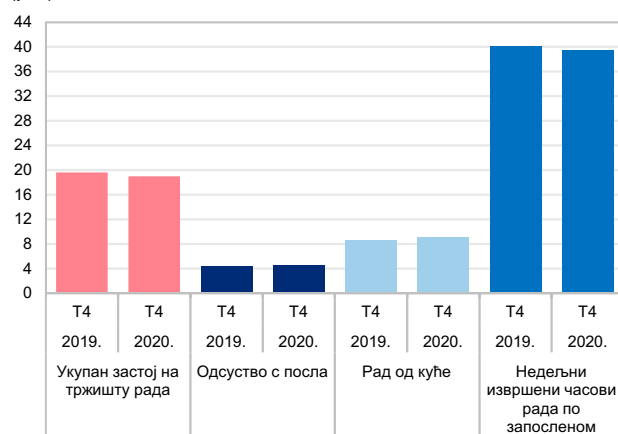


Извор: РЗС.

Укупна регистрована незапосленост у марту износила је 534.427, чиме је, после дужег времена, број незапослених на мг. нивоу порастао за 21.369 (4,2%). С једне стране, то се може довести у везу с новим таласом пандемије, а с друге стране, с најављеном помоћи за незапослене у оквиру трећег пакета подршке привреди, што је подстакло одређени број незапослених да се пријаве на евиденцију Националне службе за запошљавање и пређу у статус незапослених који активно траже посао. Мг. повећање незапослености у марту евидентирано је пре свега у услужним занимањима повезаним са администрацијом, трговином, угоститељством и туризмом, због чега је Уредбом<sup>15</sup> Владе РС предвиђено да привредни субјекти из области угоститељства и туризма могу рачунати на бесповратна средства два узастопна месеца, под условом да не смање број запослених за више од 10% по истеку три месеца након исплаћене помоћи.

Према доступним резултатима Анкете о радној снази, који обухватају и формални и неформални део тржишта рада, стопа активности становништва радног узраста (15–64 године) у Т4 порасла је на 69,3%, што је за 0,6 п.п. изнад преткризног нивоа (Т4 2019), при чему се стопа запослености од 49,7% вратила на свој преткризни ниво. Поред тога, стопа незапослености у Т4 задржана је на једноцифреном нивоу од 9,9%. Када се посматрају додатни показатељи из Анкете о радној снази, увиђа се да је застој на тржишту рада<sup>16</sup> у Т4 спуштен на 19,0% (мг. пад од 0,6 п.п.), док су извршени часови рада по запосленом у Т4 износили 39,5 часова недељно, што је на готово истом нивоу као годину дана раније. У истом периоду, показатељ рада од куће повећан је за 0,5 п.п., на 9,2%, док је показатељ одсуства с посла<sup>17</sup> благо порастао, за 0,1 п.п., на 4,6%, првенствено услед поновног ширења вируса корона од октобра. Оваква кретања указују на то да су се услови на тржишту рада крајем прошле године у знатној мери нормализовали.

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



Извор: РЗС.

<sup>15</sup> Уредба о утврђивању програма распореда и коришћења субвенција за подршку раду угоститељске и туристичке привреде због потешкоћа у пословању проузрокованих епидемијом болести COVID-19 изазване вирусом SARS-COV-2 („Службени гласник РС”, бр. 11/2021, 23/2021 и 38/2021).

<sup>16</sup> Застој на тржишту рада представља учешће: 1) незапослених, 2) запослених који раде краће од пуног радног времена и 3) потенцијалне радне снаге у проширеној радној снази, при чему се под проширеном радном снагом подразумевају сви запослени, незапослени и потенцијална радна снага (они који могу да раде, али не траже посао и они који траже посао, али не могу одмах почети да раде).

<sup>17</sup> Одсуство с посла мери се учешћем запослених који су одсутни с посла у укупном броју запослених, док се рад од куће мери учешћем броја запослених који су радили од куће у укупном броју запослених.

## 6. Међународно окружење

Повољнија привредна кретања од пројектованих у већини земаља крајем прошле и почетком ове године допринела су оптимистичнијим проценама глобалног раста у 2021. Приликом процена у обзир су узете и додатне економске мере у водећим економијама света и очекивано убрзање процеса вакцинације становништва. Међутим, динамику економског опоравка још увек прати висок степен неизвесности, који се односи на даљи ток пандемије, развој финансијских услова, као и способност носилаца економске политике да уз помоћ вакцинације нормализују ситуацију. Због тога ће, према оценама релевантних међународних институција, очекивани опоравак бити различит по земљама и секторима.

Оптимизам инвеститора у погледу глобалног економског опоравка, додатно подстакнут обимним фискалним пакетом у САД, водио је и расту дугорочних приноса на државне ХоВ развијених земаља, што је изазвало бојазан у погледу поопштравања глобалних финансијских услова. С друге стране, иако је раст светских цена примарних производа утицао на раст глобалне инфлације, сматра се да је раст инфлације привременог карактера, па су водеће централне банке наставиле да обезбеђују повољне услове финансирања и сигнализирају да ће њихова монетарна политика остати изузетно експанзивна у дужем временском периоду.

### Економска активност

У априлском издању *WEO* ММФ је изнео процену пада светске привреде у кризној 2020. години од 3,3%, што је за 0,2 п.п. повољније од пројекције из јануара и за 1,1 п.п. изнад пројекције из октобра 2020, захваљујући бољим остварењима у П2 у већини земаља услед постепеног ублажавања рестриктивних мера и прилагођавања новим условима рада и пословања. У 2020. спроведене су опсежне мере монетарне и фискалне политике, које су, уз започети развој и дистрибуцију вакцина, спречиле дубљу контракцију светске привреде (и до три пута према оцени ММФ-а), због чега ће дугорочније последице глобалне пандемије вероватно бити мање него након светске финансијске кризе 2008. На то указује и динамика водећих индекса глобалне економске активности и производног сектора, који су се и током Т1 кретали у области експанзије (почев од јула 2020). Иако привредни опоравак још увек прати висок ниво

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



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



неизвесности, ММФ је за 2021. пројектовао стопу раста светске привреде од 6,0%, имајући у виду обимне фискалне мере у неколико великих економија и очекивано убрзање процеса вакцинације у П2. С тим у вези, глобална економска активност пресудно ће зависити од даљег тока пандемије, ефеката економских политика, кретања финансијских услова и цена примарних производа, као и капацитета сваке економије да се прилагоди здравственим ограничењима и смањеној мобилности становништва. Наведени фактори, заједно са специфичностима појединачних земаља, утичу на темпо економског опоравка и превазилажења последица пандемије у средњем року.

**Привреда зоне евра** је, после снажног раста од 12,5% дсз. у Т3, забележила пад од 0,7% дсз. у Т4 (знатно мањи од очекиваног), доминантно због смањене потрошње домаћинства (уз негативан допринос БДП-у од 1,8 п.п.) и слабијег нето извоза. Насупрот томе, у Т4 су порасле инвестиције у основна средства и залихе (уз збирни допринос БДП-у од 1,1 п.п.), као и државна потрошња, тако да је на нивоу 2020. пад БДП-а зоне евра процењен на 6,6%. У истом периоду, БДП Немачке и Италије, наших најважнијих спољнотрговинских партнера у зони евра, смањен је за 4,8% и 8,9%, респективно. Према оцени ЕЦБ-а, земље зоне евра одликују различита економска кретања, јер се и њихов одговор на последице пандемије битно разликовао. У поређењу с просеком зоне евра, најмање економске губитке претрпеле су Немачка и Холандија, а најтеже су биле погођене Италија и Шпанија. Заједничко им је то што настоје да пруже додатну подршку привреди и становништву како би се очувале зараде и запосленост, као и адекватан ниво инвестиција приватног сектора, упркос слабијим пословним резултатима предузећа и повишеној неизвесности.

У условима бржег ширења вируса корона од почетка године и с тим повезаних мера заштите, **ЕЦБ је у марту пројектовала поновни пад економске активности у зони евра у Т1**. Тај пад је, према прелиминарној процени Eurostat-а, износио 0,6% дсз. Међутим, зону евра одликују повољнија економска кретања него крајем 2020, на шта упућује раст водећег показатеља економских очекивања (*Economic Sentiment Indicator*)<sup>18</sup> за зону евра на 100,9 поена у марту (са 92,4 поена у децембру), који се први пут од

Графикон IV.6.4. Водећи показатељи сектора производње по земљама – PMI Manufacturing



<sup>18</sup> Вредност индекса изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

проглашења пандемије нашао у области експанзије. Овај показатељ је и у априлу задржан у зони експанзије (110,3 поена), сугеришући наставак привредног опоравка. После шест месеци, у област експанзије вратио се и композитни индекс економске активности за зону евра (*Eurozone PMI Composite*)<sup>19</sup> – 53,2 поена у марту (наспрам 49,1 поен у децембру), вођен снажним растом активности производног сектора, где је водећи индекс (*Manufacturing PMI*) порастао на 62,5 поена у марту. За разлику од производног, услужни сектор се задржао у области контракције, с водећим индексом активности (*Services PMI*) од 49,6 поена у марту, што показује да је привредни опоравак зоне евра и даље секторски неуједначен. У наредном периоду очекује се да процес вакцинације, праћен ублажавањем заштитних мера, допринесе решавању здравствене кризе у зони евра и смањењу неизвесности.

Захваљујући знатној економској подршци, **тржиште рада у зони евра сачувано је и током Т1**, што потврђује задржавање стопе незапослености на стабилна 8,2% у јануару и фебруару и потом благи пад на 8,1% у марту. Иако од октобра расте број корисника шема са скраћеним радним временом у земљама које су појачале заштитне мере, они су у јануару чинили око 6% радне снаге у зони евра, што је за 20% мање него у априлу 2020, када су шеме уведене. Поред тога, водећи показатељ очекивања запослености за зону евра (*Employment Expectations Indicator*)<sup>20</sup> у марту је повећан на 97,8 поена (са 90,0 поена у децембру), што је његов највиши ниво у протеклој години дана. У априлу се наведени показатељ вратио на преткризне нивое и прешао у зону експанзије (107,1 поен). Разлог томе су повољнији планови запошљавања у свим привредним делатностима, пре свега у индустрији и грађевинарству.

**Привреда САД** у Т4 остварила је раст од 1,1% дсз., тј. 4,3% на годишњем нивоу, који је био вођен инвестицијама у основна средства и залихе (уз збирни допринос БДП-у од 4,4 п.п.), као и повећаном потрошњом домаћинстава (уз допринос од 1,6 п.п.). У супротном смеру деловало је смањење нето извоза и државне потрошње (уз збирни негативан допринос БДП-у од 1,7 п.п.). На нивоу целе 2020, привреда САД је забележила пад од 3,5%, првенствено због контракције домаће тражње. Међутим, од средине

Графикон IV.6.5. Доприноси стопи раста БДП-а на годишњем нивоу у САД (тримесечно, у п.п.)



Извор: Bureau of Economic Analysis.

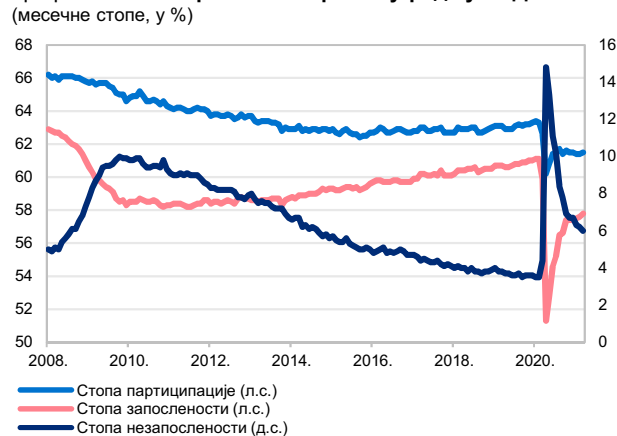
<sup>19</sup> Вредност индекса изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод 50 на привредну контракцију.

<sup>20</sup> Вредност индекса изнад 100 поена указује на планове већег запошљавања, а испод 100 на планове мањег запошљавања.

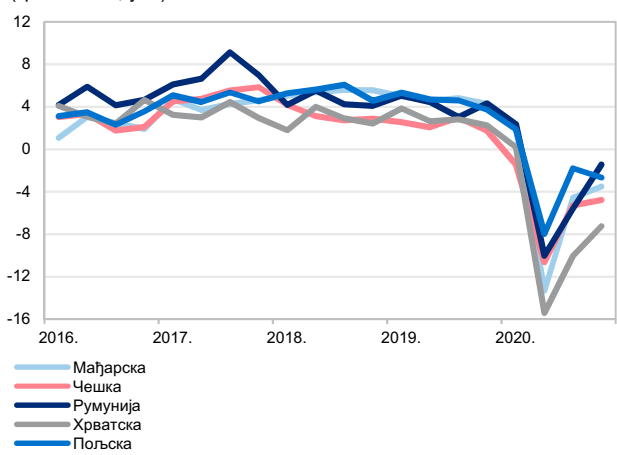
Графикон IV.6.6. Водећи економски показатељи у САД

Извор: *Institute for Supply Management* и *Conference Board*.

Графикон IV.6.7. Кретања на тржишту рада у САД

Извор: *Bureau of Labor Statistics*.

Графикон IV.6.8. Мг. стопе раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе (тримесечно, у %)

Извор: *Eurostat*.

2020. уследио је економски опоравак, заснован на снажном и секторски распрострањеном расту производног сектора САД. У марту ове године амерички Конгрес усвојио је додатне фискалне пакете (тзв. *American Rescue Plan*), чији су ефекти превазишли првобитне процене, тако да **ФЕД очекује наставак раста америчке привреде у Т1** и приближаваће њеном преткризном нивоу. Томе ће битно допринети и паралелни процеси вакцинације и попуштања мера физичког дистанцирања. С тим у вези, амерички Биро за економске анализе дао је прелиминарну процену раста БДП-а САД од 1,6% дсз. у Т1 (тј. 6,4% на годишњем нивоу). Повољне тенденције потврђује и композитни индекс производне активности за САД (*ISM Manufacturing PMI*), који се у марту попео на рекордних 64,7 поена, као и композитни индекс поверења потрошача за САД (*Consumer Confidence Index*), који је у марту достигао највиши ниво до почетка пандемије (109,0 поена).

Према оцени ФЕД-а, **услови на тржишту рада у САД додатно су поправљени током Т1**, с обзиром на то да је само у марту број новозапослених ван пољопривреде био већи за 916 хиљада лица него у фебруару, што је највиши раст у претходних седам месеци. Највећи број нових радних места у марту отворен је у секторима рекреације и угоститељства (280 хиљада), приватног и јавног образовања (190 хиљада) и грађевинарства (110 хиљада). Услед тога, стопа незапослености у САД спуштена је на 6,0% у марту, што је њен најнижи ниво у протеклој години дана. При томе, број лица која у континуитету подносе пријаве за новчану накнаду у случају незапослености (*Continued Jobless Claims*) опада од почетка године. У наредном периоду очекује се даљи опоравак тржишта рада, подстакнут фискалним мерама и убрзаном вакцинацијом становништва.

На нивоу **региона средње и југоисточне Европе** у Т4 ублажен је мг. пад економске активности на 3,2% (са -3,8% у Т3), као резултат веће државне потрошње и нето извоза (уз збирни допринос БДП-у од 1,4 п.п.), док су потрошња домаћинстава и инвестиције у основна средства биле у паду (уз збирни негативан допринос БДП-у од 4,9 п.п.). Услед поновног ширења вируса крајем 2020. и поштрених здравствених мера, мг. пад економске активности у Т4 забележен је у свим земљама региона, при чему се интензитет тог пада разликовао – најнижи је забележен у Србији (-1,1%) и Румунији (-1,4%), а највиши у Хрватској (-7,2%). Кључни изазов за регион представљају даљи ток пандемије и брзина процеса вакцинације, од чега зависи темпо привредног опоравка у 2021. (после процењеног пада од 4,1% у 2020). Водећи

аналитичари прогнозирају опоравак личне потрошње и фиксних инвестиција у наставку године, који ће бити потпомогнут фискалним и монетарним стимулансима. Поред тога, очекује се и даљи раст извоза целог региона вођен растом тражње из ЕУ.

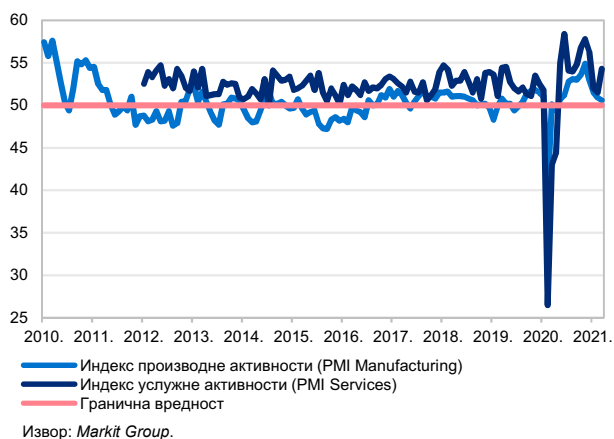
**Кинеска привреда** је претходну годину завршила са стопом раста од 2,3%. Раст је био широко секторски и географски распрострањен и подржан развојем домаће вакцине против вируса корона. Према прелиминарној процени Националног статистичког бироа Кине, у Т1 је остварен експлозиван м.г. раст БДП-а од 18,3%, на који су утицали ниска прошлогодишња база и повећање броја радних дана за време одржавања пролећног фестивала, тј. кинеске Нове године. У Т1 БДП Кине бележи и дсз. раст од 0,6%, на који су указивали и водећи показатељи активности у услужном сектору (*Services PMI*) и производном сектору (*Manufacturing PMI*), који су се од почетка године налазили у области експанзије и у марту су износили 54,3 поена и 50,6 поена, респективно.

Према прелиминарној процени централне банке Русије, **руска привреда** је у 2020. забележила пад од 3,1%, при чему је већи пад избегнут по основу примене антикризних фискалних и монетарних мера и развоја домаће вакцине. Током Т1 регистрован је раст потрошачког и инвестиционог поверења, на шта упућују и водећи показатељи активности за Русију. Оцењено је да ће привредни опоравак бити заснован пре свега на опоравку домаће тражње, а потом и екстерне тражње, делом и због истека ограничења производње у оквиру *OPEC+*, што ће се одразити на већи извоз нафте и гаса.

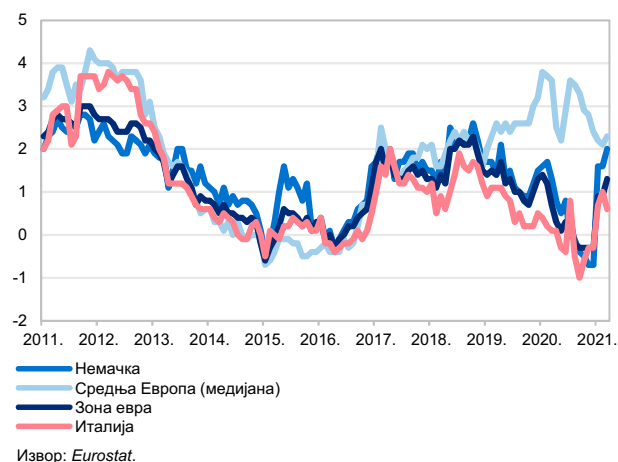
## Кретање инфлације

Након -0,3% м.г., колико је износила током Т4, **инфлација у зони евра** се у Т1 поново нашла у позитивној зони и, након 0,9% м.г. у јануару и фебруару, у марту је порасла на 1,3%, што је највиши ниво у претходних више од годину дана. Раст инфлације последица је пре свега привремених фактора, попут престанка важења привремено снижене стопе ПДВ-а у Немачкој, кашњења распродаја у неким земљама, као и раста цена енергената, које су у марту поново бележиле и м.г. раст. Такође, раст инфлације делимично је последица и значајне промене у пондерима хармонизованог ИПЦ-а, чији је циљ да уважи промене потрошачких навика у условима пандемије, при чему је дат већи пондер оним ценама које су управо бележиле раст (цене хране), а смањен код оних које су исказале пад (услуге рекреације и транспорта). Услед статистичког

Графикон IV.6.9. **Водећи показатељи активности у секторима производње и услуга у Кини** (у индексним поенима)



Графикон IV.6.10. **Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама** (м.г. стопе, у %)



Графикон IV.6.11. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (мг. стопе, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

утицаја измењених пондера, као и под утицајем одложених зимских распродаја, порасла је и **базна инфлација**, са 0,2% у децембру на 0,9% у марту. Иако је порасла базна инфлација, ценовни притисци по овом основу и даље су остали ниски у условима смањене економске активности и још увек слабог опоравка тражње. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, мг. инфлација у **Немачкој**, мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, након -0,7% у децембру, у Т1 поново је ушла у позитивну зону, пре свега услед престанка важења привремено снижене стопе ПДВ-а и виших цена енергената, тако да је у марту достигла 2,0%. Након -0,3% у децембру, и у **Италији** је инфлација, вођена вишим ценама енергената, у Т1 ушла у позитивну зону и у марту је износила 0,6%.

Инфлација у **САД** такође је расла у Т1 под утицајем раста цене енергената, али и осталих добара и услуга, као и услед ниске прошлогодишње базе. Укупна мг. инфлација у **САД**, мерено индексом издатака за личну потрошњу, порасла је са 1,2% у децембру на 2,3% у марту, што је највиши ниво од јула 2018. Инфлација по искључењу цена хране и енергије, којој ФЕД придаје нарочиту важност, у марту је износила 1,8% мг., чиме се приближила инфлационом циљу (просечно 2%).

Инфлација у посматраним земљама **средње и југоисточне Европе** крајем Т1 била је виша него на крају 2020, са изузетком Чешке, где је остала непромењена. Цене нафтних деривата су у свим посматраним земљама деловале инфлаторно, под дејством раста цене нафте на светском тржишту, а у марту и услед изразито ниске прошлогодишње базе. Поскупљење нафтних деривата утицало је на то да инфлација у Мађарској порасте са 2,7% у децембру на 3,7% у марту. Инфлација у Пољској порасла је са 2,4% у децембру на 3,2% у марту, чему је, поред цена нафтних деривата, допринео и раст базе инфлације. Поскупљење електричне енергије у Румунији, чије цене од почетка ове године не спадају у регулисане цене, додатно је допринело да мг. инфлација у Румунији порасте са 2,1% у децембру на 3,1% у марту. Након седам месеци успоравања, инфлација је у марту порасла и у Чешкој, чиме се вратила на ниво из децембра (2,3%). Посматрано у односу на циљ, инфлација у Чешкој налази се нешто изнад централне вредности циља, док се у преостале три земље налази ближе горњој граници циља.

Инфлација је у већини земаља **Западног Балкана** расла током Т1. Највише је порасла инфлација у **Црној Гори**, за 1,7 п.п. у односу на крај 2020, при

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

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	1,8	3,0 ± 1,5	1,00
Пољска	3,2	2,5 ± 1,0	0,10
Чешка	2,3	2,0 ± 1,0	0,25
Мађарска	3,7	3,0 ± 1,0	0,60
Румунија	3,1	2,5 ± 1,0	1,25
Турска	16,2	5,0 ± 2,0	19,00

Извор: веб-сајтови централних банака.

\* ИПЦ, мг. стопе у марту.

\*\* Крај априла 2021.



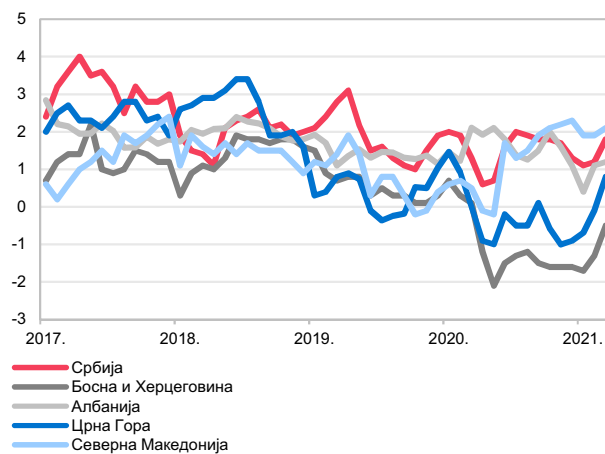
чему је у марту изашла из негативне зоне и износила је 0,8% м.г. Инфлација у **Босни и Херцеговини** до краја Т3 остала је негативна, али је у односу на децембар порасла за 1,1 п.п., на -0,5% м.г. у марту. Након пада у јануару, од фебруара је м.г. инфлација у **Албанији** поново расла, на 1,2% у марту, што је благо изнад нивоа из децембра (1,1%). Једино је у **Северној Македонији** у Т1 инфлација снижена – са 2,3% м.г. у децембру на 2,1% м.г. у марту, али је и даље била на највишем нивоу међу посматраним земљама.

Инфлација у **Турској** наставила је да расте и у Т1, са 14,6% м.г. у децембру на 16,2% у марту, што је највиши ниво од јула 2019, услед депрецијације лире, раста цена прехранбених производа и високих инфлационих очекивања.

## Монетарна политика

Током Т1 **ЕЦБ** је задржала каматне стопе на постојећим нивоима – референтну на 0%, каматну стопу на кредитне олакшице на 0,25% и каматну стопу на депозитне олакшице на -0,50%. Очекује се да каматне стопе остану на тренутном или нижем нивоу све док ЕЦБ у својим пројекцијама не буде очекивала инфлацију од нешто испод 2%. Иако није мењала обим привременог програма куповине активе (*PEPP*), који укупно износи 1.850 млрд евра и који ће трајати најмање до марта 2022. (а реинвестирање доспелих ХоВ најмање до краја 2023), ЕЦБ је у марту најавила знатно бржи темпо куповине током Т2 него што је то био случај почетком године. Наглашена је флексибилност овог програма, те наведени износ не мора бити искоришћен у целости ако се повољни услови финансирања могу обезбедити и с мањим обимом куповине, али у супротном може бити и повећан. Нето куповина активе у оквиру програма куповине активе (*APP*) наставиће се у месечном износу од 20 млрд евра, а трајаће докле буде требало, односно завршиће се нешто пре почетка повећања каматних стопа ЕЦБ-а, а средства од доспећа инструмената купљених у оквиру овог програма биће, као и до сада, реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа ЕЦБ-а. ЕЦБ наставља да обезбеђује повољне услове финансирања банкама путем операција дугорочног рефинансирања банака. У својој комуникацији ЕЦБ истиче да повољни услови финансирања представљају њен основни циљ током периода пандемије и да се они односе на цео ланац трансмисије монетарне политике, од приноса државних обвезница до приноса обвезница корпоративног сектора и услова по којима банке одобравају кредите.

Графикон IV.6.12. Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан (м.г. стопе, у %)



Извор: статистички заводи појединих земаља.

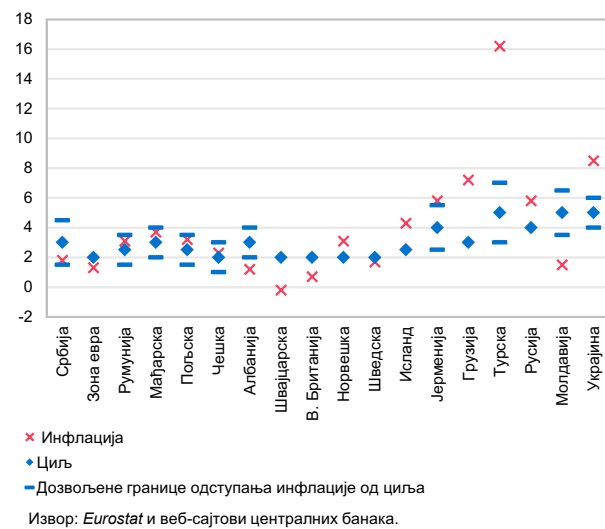
Графикон IV.6.13. Кретање референтних стопа по земаљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

Графикон IV.6.14. Инфлација и циљ по земљама у марту 2021.

(на годишњем нивоу, у %)



ФЕД је током Т1 такође задржао распон референтне стопе на постојећем нивоу (0–0,25%), на ком ће остати све док се не процени да је достигнута пуна запосленост, уз инфлацију која ће достићи 2% и неко време бити благо изнад тог нивоа. Такође, задржана је 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), као и смернице да она неће успоравати све док се не забележи знатан напредак у остварењу циљева ФЕД-а. Иако у наредним месецима очекују привремени раст инфлације услед деловања ефекта базе, представници ФЕД-а истичу да је ризик од знатног раста инфлације по основу великог фискалног пакета и опоравка економије низак, као и да нису забринути због снажног раста приноса на државне обвезнице, наводећи да за сада немају намеру ни да мењају структуру куповина у оквиру програма квантитативних олакшица, тј. да ограничавају повећање нагиба криве приноса.

Међу посматраним земљама средње и југоисточне Европе, једино је централна банка **Румуније** реаговала смањењем референтне стопе током Т1, на 1,25% у јануару, што је њен нови најнижи ниво, након чега је није мењала до краја тромесечја. Централна банка **Мађарске** задржала је референтну стопу на 0,6%, али је проширила програм куповине државних обвезница тако да обухвати и ХоВ с роком доспећа краћим од десет година, при чему је истовремено повећан и обим ХоВ у оквиру програма *BGS (Bond Funding for Growth Scheme)*, уз измену критеријума програма по којем је изложеност према појединачном издаваоцу повећана, док је рочност ХоВ које могу бити укључене у програм продужена са 20 на 30 година. Централна банка **Пољске** задржала је референтну стопу на 0,1%, а централна банка **Чешке** на 0,25%, при чему није мењала ни друге инструментне своје монетарне политике.

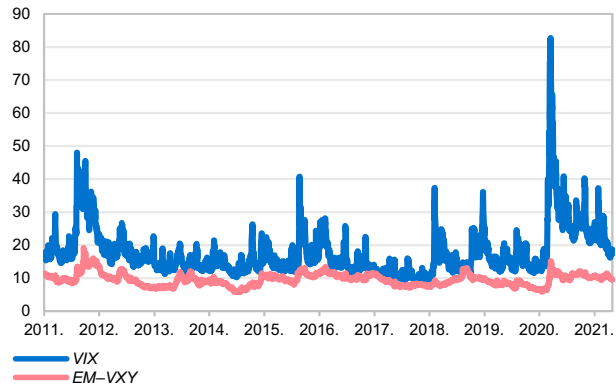
Централна банка **Турске** није мењала референтну стопу на састанцима у јануару и фебруару, да би је у марту повећала за 200 б.п., на 19%, чиме су знатно премашена очекивања већине аналитичара. Тиме је референтна стопа од септембра 2020. повећана за укупно 10,75 п.п., у условима појачаних инфлаторних притисака, чему је претходила оштра депрецијација турске лире.

## Финансијска и робна тржишта

Након што је крајем јануара имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (*VIX*) скочила на преко 37%, као последица спекулативне трговине појединим акцијама на америчкој берзи, уследио је њен пад, пре свега услед оптимизма да ће вакцинација против вируса корона и планирани фискални пакет помоћи у САД у износу од 1.900 млрд долара подстаћи глобални опоравак. Тако је крајем Т1 *VIX* био за 3,4 п.п. нижи него крајем 2020. и износио је 19,4%, а потом је пао за додатних 0,8 п.п. у априлу, на 18,6%, чиме се вратио на нивое које је бележио пре пандемије. Волатилност валута земаља у успону, мерено индексом *EM-VXY*, благо је порасла у Т1, за 0,3 п.п., на 11,0, да би до краја априла била снижена на 9,5%.

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља расли су током Т1. Највише су порасли приноси на десетогодишње државне обвезнице САД, за 0,8 п.п., на 1,7%, што је њихов највиши ниво у претходних 14 месеци. Раст приноса се доводи у везу са оптимизмом инвеститора да ће у овој години уследити снажан опоравак економске активности и убрзање инфлације услед успешног спровођења процеса вакцинације у САД и обимних монетарних и фискалних стимулативних мера, као и показатеља опоравка тржишта рада. Иако раст приноса указује на очекивања инвеститора да ће ФЕД почети да подиже распон референтне стопе раније него што се претходно претпостављало, према мартовским пројекцијама ФЕД-а, овај распон ће остати на постојећем нивоу све до краја периода пројекције, тј. до краја 2023. године, и поред побољшаних изгледа економског опоравка. Расли су и приноси на државне ХоВ развијених европских земаља, при чему су приноси на десетогодишње немачке обвезнице порасли за 0,3 п.п., али су и даље били негативни (-0,3%), као и приноси на државне обвезнице Аустрије исте рочности, који су порасли за 0,4 п.п., на -0,1%. Раст од 0,3 п.п. забележили су и приноси на десетогодишње државне обвезнице Француске (на 0,0%) и Шпаније (на 0,3%), али су они и даље били знатно нижи од приноса на обвезнице Грчке (0,9%) и Италије (0,7%) исте рочности. Приноси на десетогодишње државне обвезнице САД благо су кориговани наниже у априлу, на 1,6%, док су у осталим посматраним земљама наставили да расту, за око 0,2 п.п. у просеку.

Графикон IV.6.15. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта\*

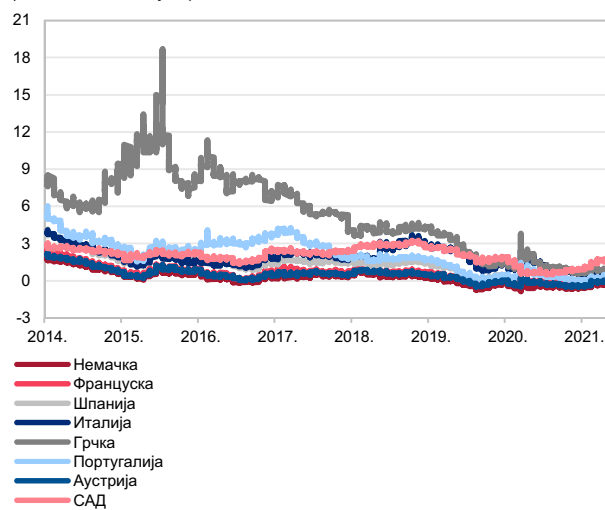


Извор: Блумберг.

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

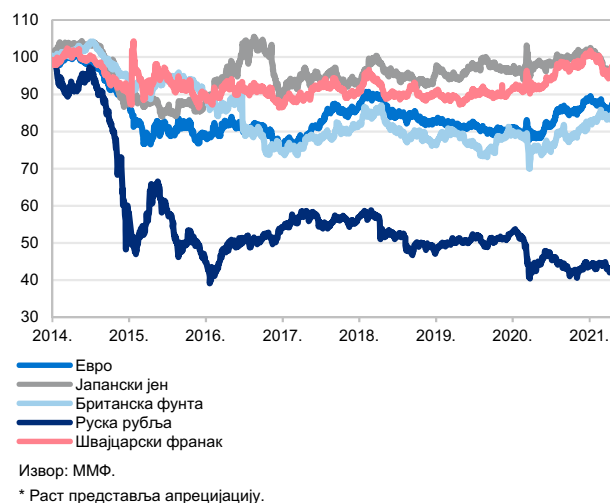
Графикон IV.6.16. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама

(дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.6.17. Кретање курсева одређених националних валута према долару\* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)

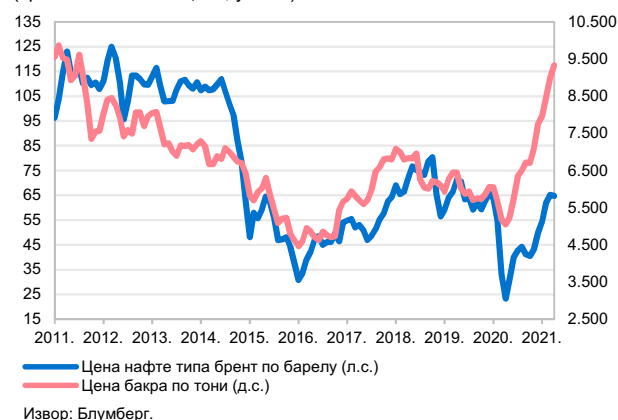


Након јачања од 4,7% у Т4, **евро** је за исто толико ослабио **према долару** у Т1 2021. Почетком јануара курс евра према долару достигао је највиши ниво од априла 2018. године (1,23 долара за евро), да би потом дошло до постепеног опоравка вредности долара. На јачање долара утицали су раст приноса државних обвезница САД и очекивани бржи економски опоравак, као и већи напредак у процесу вакцинације у САД у односу на већину других земаља. Спорадично јачање евра према долару током фебруара било је последица пада аверзије инвеститора према ризику са очекивањем да ће економски опоравак у САД покренути и глобални економски опоравак. У марту је долар наставио да јача, не само према еврџу него и према већини других светских валута, услед све веће разлике у приносима између обвезница САД и других развијених земаља. Раст политичких тензија након увођења санкција кинеским званичницима од стране западних земаља и контрасанкција од стране Кине које су уследиле допринео је томе да долар, као валута сигурног уточишта, додатно ојача, на 1,17 долара за евро крајем Т1. Током априла долар је поново ослабио према еврџу (за 3,7%), чему су допринели пад приноса на америчке државне обвезнице и побољшање спремности инвеститора за улагања у ризичнију активу.

Услед јачања долара и раста приноса у САД и другим развијеним земљама, уз сигнализирање ФЕД-а да инфлација не представља предстојећу опасност, инвеститори су смањили инвестиције у злато, те су свој капитал преусмеравали у дугорочне обвезнице. Убрзање процеса вакцинације и добри подаци с тржишта рада у САД додатно су подстакли инвеститоре да излазе из злата и улажу у ризичније класе активе, па је **цена злата** снижена за око 10% у Т1, на 1.691 долар по унци. Током априла цена злата је порасла за 5%, на 1.768 долара по унци, чему су допринели пад приноса на америчке државне ХоВ и пад вредности долара, као и изјаве званичника ФЕД-а да су мале шансе да каматне стопе буду повећане пре 2024. године.

Саудијска Арабија је донела одлуку да једнострано додатно снизи производњу нафте за 1 млн барела дневно током фебруара и марта, што се већ у јануару, када је одлука донета, одразило на раст **цене нафте**. Поред очекиваног опоравка тражње за нафтом по основу побољшања епидемиолошке ситуације и најављених фискалних подстицаја у САД, расту цене током фебруара допринесли су и извештаји о паду

Графикон IV.6.18. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



залиха нафте у САД, као и лоши временски услови у јужном делу САД, који су изазвали обуставу рада бушотина и затварање многих рафинерија. Цена нафте је наставила да расте и почетком марта, када је достигла највиши ниво од маја 2019. (69,4 долара по барелу), подстакнута одлуком *OPEC+* да не повећава производњу док се не покаже да је раст тражње постојан, као и одлуком Саудијске Арабије да продужи додатно смањење производње за још један месец. Након тога цена нафте је благо смањена, на шта су утицали опоравак извоза нафте из Ирана, упркос санкцијама САД, потом раст залиха сирове нафте и повећање искоришћености капацитета рафинерија у САД након поремећаја у снабдевању нафтом изазваним хладним временом у фебруару, као и вести о поновном затварању економија у Европи (Француска). Крајем Т1 цена нафте је износила 62,4 долара по барелу, што је за 22% више него на крају 2020. Почетком априла *OPEC+* је саопштио да ће почети с постепеним повећањем производње од почетка маја, а Саудијска Арабија да ће се вратити на ниво производње пре добровољног смањења. Међутим, то није утицало на пад цене нафте, јер су тржишни учесници такве одлуке протумачили као сигнал да се очекује раст тражње за нафтом до краја године. До краја априла цена нафте је порасла на 66,5 долара по барелу, услед слабљења вредности долара, пада залиха сирове нафте у САД, података о убрзању привредног раста Кине и раста очекивања у погледу тражње за нафтом у 2021. години.

Раст **цена метала и минерала** настављен је и у Т1 и, према индексу Светске банке, износио је 10,6%, услед раста индустријске активности у Кини и развијеним економијама, уз оптимизам у погледу фискалног стимуланса у САД, али и све веће тражње за материјалима који се користе у производњи електричних возила. Цена бакра порасла је за 15,6%, достигавши највиши ниво у претходних скоро десет година, што је случај и с ценом калаја, која је у Т1 порасла за 37,1%. Услед снажног увоза Кине, цена руде гвожђа у јануару достигла је највиши ниво од октобра 2011, а на сличном нивоу задржала се крајем Т1, што је за 8,2% више него на крају 2020. Вишегодишњи максимум постигла је и цена алуминијума, која је у Т1 повећана за 8,7%. С друге стране, у Т1 цена олова је смањена за 3,6%, а никла за 2,5%.

Светске цене хране, мерено **индексом ФАО**, такође су наставиле да расту, за 7,5% у Т1, при чему су све компоненте овог индекса расле, а многе од њих

Графикон IV.6.19. Индекс цена примарних производа (2010 = 100)

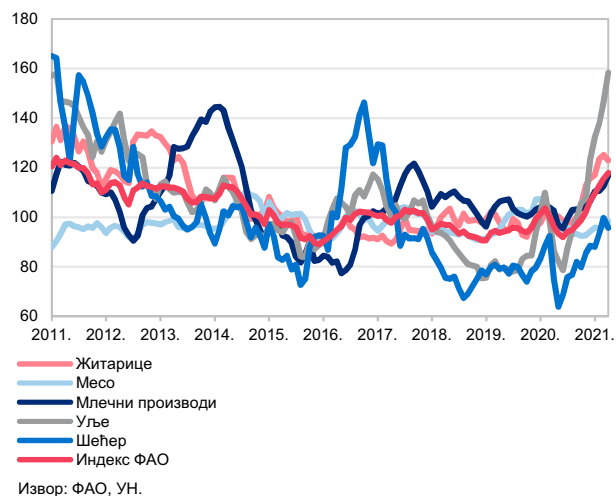


Извор: Светска банка.

\* Сiroва нафта, природни гас и угљ.

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

Графикон IV.6.20. Индекс светских цена хране  
(реално, 2014–2016 = 100)



достигле су вишегодишње максимуме. Као и у претходним тромесечјима, највећи раст, од 19,5%, забележиле су цене уља, које су у марту биле на највишем нивоу у претходних више од десет година. Цене палминог уља расле су као последица забринутости у погледу нивоа залиха земаља извозница, што се поклопило с растућом глобалном тражњом. Цене сојиног уља расле су под утицајем раста тражње из сектора биодизела, а цене сунцокретовог уља услед смањења залиха у Канади и црноморском региону. Након што је, као последица забринутости у погледу глобалних залиха, у фебруару забележила највиши ниво од средине 2017, цена шећера је благо снижена у марту под утицајем добрих изгледа извоза из Индије, али је и даље била виша него крајем 2020, за 8,7%. Цене житарица наставиле су да расту у јануару, највише због раста цене кукуруза, као последица смањене глобалне понуде и раста тражње из Кине, па су се, након додатног благог раста у фебруару, цене житарица нашле на највишем нивоу у претходних скоро осам година. Након тога, у марту је, након осам месеци раста, забележен благ пад ових цена. Пад цена житарица у марту резултат је пре свега смањења цене пшенице услед релативно високих залиха и повољних производних изгледа за 2021, а благо су смањене и цене кукуруза и пиринча. Ипак, крајем Т1 цене житарица су и даље биле за 4,9% више него крајем 2020. Цене млечних производа у Т1 порасле су за 5,9%, док су цене меса биле више за 2,6% него на крају 2020, али су и даље биле знатно ниже од нивоа које су бележиле током П2 2019. и почетком 2020. године.

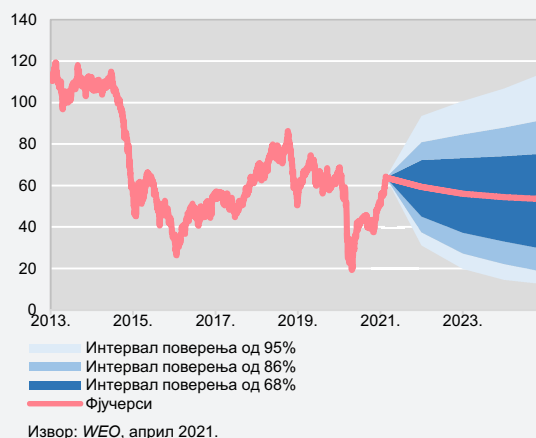
## Осврт 5: Очекивани макроекономски ефекти раста цена примарних производа

Након оштрог пада изазваног избијањем пандемије почетком 2020, цене скоро свих примарних производа опоравиле су се у П2 2020. и током Т1 2021. наставиле да расту, што је изазвало спекулације у погледу одрживости овог раста и његових последица. Док поједини аналитичари сматрају да ће се раст цена примарних производа наставити и наредних година, већина њих ипак сматра да је овај раст привремен и да је реч само о враћању ових цена на нивое пре пандемије.

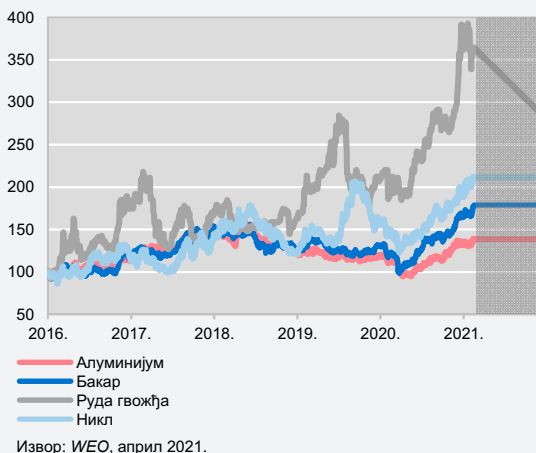
**Светска цена нафте** је скоро четири пута виша од минимума забележеног у априлу 2020. и тренутно се налази на нивоу с почетка 2020. (67 долара за барел крајем априла), чему су допринели: продужење договора *OPEC+* о смањењу производње, усвајање стимулативног фискалног пакета у САД од 1.900 млрд долара, што је подстакло очекивања о бржем расту економске активности у САД, највећем светском потрошачу нафте, као и повољнији изгледи глобалног економског опоравка. Ако се има у виду тренутни дисбаланс понуде и тражње и смањење залиха нафте, у 2021. очекује се нешто виша цена нафте. Како наводи ММФ у априлском издању *WEO*, иако би задржавање цене нафте на тренутном нивоу могло да мотивише произвођаче чији су трошкови производње виши да повећају производњу, попут земаља које нису чланице *OPEC+*, већина произвођача тренутно је фокусирана на опоравак својих производних капацитета. Према оцени ММФ-а, постоји благи ризик навише у погледу цене нафте, због претходно смањених инвестиција у њену производњу. Међународна агенција за енергију (*IEA*), после најновије оцене побољшања изгледа глобалног привредног опоравка, ревидирала је навише пројекцију тражње за нафтом у 2021, уз оцену да ће она бити већа за 5,7 млн барела дневно (прошле године тражња је опала за 8,7 млн барела дневно). Пандемија би могла да има и трајнији ефекат на потрошњу нафте, мењајући понашање и навике потрошача. У складу с нафтним фјучерсима с краја априла, претпоставили смо да ће просечна цена нафте ове године износити 63 долара по барелу, након чега би уследио њен благи пад, на око 61 долар по барелу у просеку у 2022, и даље на око 59 долара по барелу у 2023. години.

**Цене метала** такође расту под утицајем опоравка индустријске активности у Кини и развијеним економијама и фискалног стимулуса у САД. Цене бакра и руде гвожђа, који се интензивно користе у грађевинарству и прерађивачкој индустрији, од априла 2020. знатно расту (за 78% и 98%, респективно, према индексу Светске банке), чему је, поред привредног опоравка пре свега Кине, допринео и пад понуде, као последица прекида у ланцима снабдевања и затварања рудника услед заражавања радника у рудницима Јужне Америке, одакле потиче највећи део понуде бакра. Растућа тражња подигла је и цену никла и кобалта, који се користе за производњу батерија за електрична возила. Према пројекцијама ММФ-а, цене метала ће у 2021. бити више за 32,1% него 2020, да би након тога у 2022. опале за 4,5%. Главни ризици овакве пројекције односе се на неизвесну брзину глобалног економског опоравка и потенцијалне прекиде у производњи и трговини услед пандемије.

Графикон О.5.1. Изгледи кретања цене нафте (долара по барелу)



Графикон О.5.2. Индекси цена метала (1. 1. 2016 = 100)



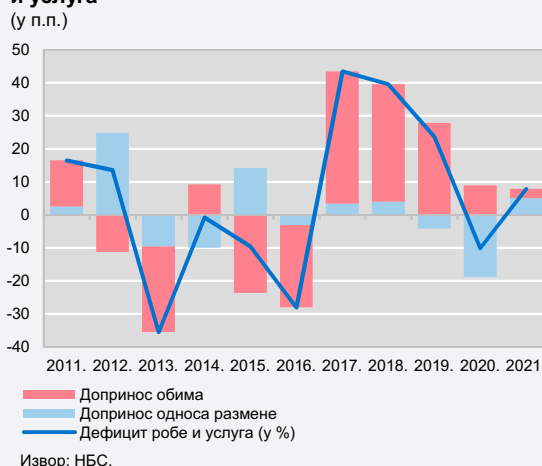
Након стагнирајућих и опадајућих **цена хране** у време избијања пандемије, када су обимне залихе и слабија тражња вукле цену наниже, уследио је раст ових цена у П2 2020, који је настављен и од почетка 2021. Овај раст дугује се пре свега вишим ценама биљних уља и житарица (реални раст од 81% и 26%, респективно, од средине 2020, према индексу ФАО). Снажан раст забележиле су цене соје и кукуруза, услед лошије жетве од очекиване у САД и Јужној Америци, као и услед повећане тражње Кине, која покушава да обнови сточни фонд након његовог знатног пада изазваног афричком кугом свиња у 2019. Према индексу цена примарних производа Светске банке, цена кукуруза порасла је за 66%, а цена пшенице за 36% од јуна 2020, након неповољних временских услова током зиме у САД, лоше жетве пшенице у 2020. у ЕУ и снажне тражње ради формирања залиха. Расту цене пшенице допринеле су и вести о увођењу пореза на извоз од стране Русије, који ће се примењивати од 15. фебруара до 30. јуна ове године, а који има за циљ да ограничи раст домаћих цена хране. Ипак, у прилог стабилизацији цене хране на светском нивоу говори добра снабдевеност, што се може закључити на основу односа залиха и потрошње (*stock-to-use ratio*), мере понуде у односу на тражњу, која се задржала на релативно високим нивоима, као и претходних година.

С обзиром на то да је Србија нето увозник нафте, а нето извозник примарних пољопривредних производа и метала, поставља се питање какви се ефекти по основу виших цена примарних производа ове године могу очекивати на платнобилансна кретања, ниво економске активности и инфлацију.

Када је реч о платнобилансним кретањима, процењујемо да ће ове године нешто брже расти увозне цене изражене у еврима (4,7%) од извозних (4,1%), тј. да ће односи размене у одређеној мери негативно утицати на салдо економских односа са иностранством. Међутим, највећи део поменутог негативног утицаја односа размена ипак није директно повезан с ценама примарних производа, с обзиром на то да у структури извоза и увоза доминирају прерађени производи (90% и 85%, респективно), али јесте индиректно, јер је реч о важним инпутима у производњи прерађених производа. Код примарних пољопривредних производа, као најбитније пољопривредне извозне културе у Србији издвајају се кукуруз, пшеница и соја (са учешћима од око 6%, 2% и 1%, респективно, у структури робног извоза), за које смо у складу с кретањем фјучерса пројектовали раст од око 35% у просеку ове године, изражено у доларима. Уз претпоставку да ће просечан курс долара према евр, који тренутно износи 1,2 долара за евро, остати непромењен до краја периода пројекције (наспрам просечног нивоа од 1,14 долара за евро у претходној години), тај раст изражено у еврима требало би да износи око 28% и по основу ефекта цена вредност извоза требало би да буде виша за око 150 млн евра. При томе, услед добре прошлогодишње пољопривредне сезоне и формираних залиха, по овом основу у већем делу ове године очекује се позитиван допринос расту извоза. Ипак, треба имати у виду да смо претпоставили да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна, након одличне прошлогодишње, тако да ће извезена количина ове године ипак бити мања од прошлогодишње.

Ценимо да позитиван ефекат на спољнотрговински биланс потиче од виших цена основних метала, пре свега бакра. Бакар се масовно користи у индустрији, а битна је компонента и нових технологија које користе обновљиве изворе енергије, па представља значајну компаративну предност земаља које поседују његове руде. Међу земљама југоисточне Европе, управо **Србија** има највише резерви бакра, у подручју Бора и Мајданпека. Извоз бакра у 2020. износио је 426 млн евра (76,4 хиљада тона), при чему је компанија *Zijin Bor Copper*, појединачно посматрано највећи извозник бакра, истовремено постала и један од највећих извозника у Србији. У 2020. отворен је нови рудник, „Ново Церово”, а у 2021. у плану је отварање додатног рудника бакра „Чукару Пеки” и по том основу, као и због очекиваног опоравка екстерне тражње, требало би очекивати раст количинског извоза бакра. Чак и под мало вероватном претпоставком непромењене количине, вредност извоза бакра ће само по основу више пројектоване

Графикон О.5.3. Допринос промени дефицита робе и услуга





цене бити виша у овој години за око 100 млн евра. Ипак, треба имати у виду да ће нето ефекат на спољнотрговински биланс вероватно бити упола нижи, будући да се производи од бакра и увозе. Поред тога, управо би висока увозна компонента у производњи челика и раст цена руде гвожђа требало да утичу на то да, и поред очекивано више цене челика, нето ефекат на спољнотрговински биланс по основу челика буде тек незнатно позитиван.

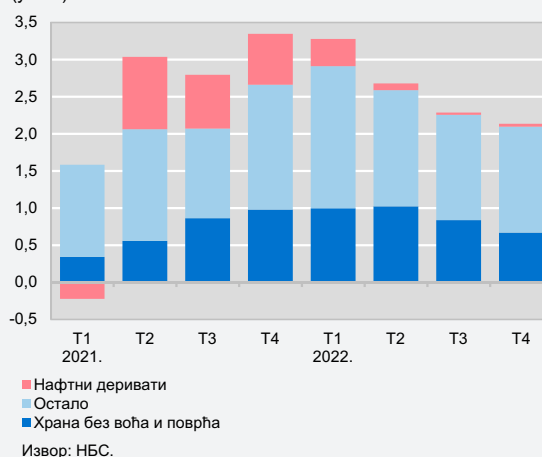
С друге стране, раст светске цене нафте утицаће на вишу вредност увоза сирове нафте и гаса, која ће расти и по основу веће планиране количине увоза услед већих потреба домаће индустрије у условима очекиваног економског опоравка. У складу с нафтним фјучерсима с краја априла, претпоставили смо да ће просечна цена нафте ове године износити близу 63 долара по барелу, што значи да ће цена, изражена у еврима, порастати у односу на 2020. за око 40%. С обзиром на то да учешће нафте у укупном робном увозу износи око 6%, добија се да би само по основу више цене увоз био виши за 290 млн евра. Ако се томе дода и нето ефекат по основу увоза нафтних деривата, добија се укупни ефекат од 310 млн евра. Када је реч о цени гаса, треба имати у виду да њен раст касни за ценом нафте око девет месеци, тако да по основу претходног смањења светске цене нафте још неко време треба очекивати нижи увоз гаса, вредносно посматрано. Процењујемо да би по основу гаса на нивоу године увоз могао бити виши за око 80 млн евра. Поред тога, изградња гасовода Турски ток и његово пуштање у рад највероватније ће резултирати нижом увозном ценом гаса.

Укупно узето у обзир, ценимо да директни ефекти виших цена примарних производа на погоршање спољнотрговинског биланса износе око 200 млн евра.

Када је реч о утицају цена примарних производа на инфлацију, важно је нагласити да светска цена нафте на потрошачке цене утиче директно путем цена нафтних деривата, као и индиректно путем трошкова у производњи, док цене примарних пољопривредних производа и метала само индиректно утичу на инфлацију путем произвођачких цена. У цени нафтних деривата светска цена нафте тренутно учествује са око 40%, док нафтни деривати у структури потрошачке корпе учествују с близу 6%. Очекујемо да ће цене нафтних деривата ове године порастати за око 9,5% у просеку, при чему се највећи ефекат на инфлацију по овом основу може очекивати у Т2 (уз допринос м.г. инфлацији од 1 п.п.), у односу на -0,3 п.п. у Т1. С обзиром на то да ће цене нафтних деривата задржати високе м.г. стопе и у остатку године (12,6% у просеку), очекујемо да ће допринос м.г. инфлацији остати релативно висок и износити 0,7 п.п. У 2022. раст цена деривата требало би знатно да успори, односно требало би бити вођен редовним повећањем стопе акциза, тако да ће се због дејства високе базе м.г. инфлација по овом основу успоравати. Овакав исход укључен је и у нашу нову пројекцију и то је један од кључних фактора због чега је просечна инфлација ове године на вишем нивоу него 2020. Када је реч о индиректном утицају цена нафтних деривата на остале цене, он је свакако мањи, при чему га је тешко квантификовати, јер трошкови горива различито учествују у ценама различитих група производа и услуга (вероватно највећи утицај је у случају пољопривредне производње, услуга превоза и комуналних услуга). Преносни ефекат на остале потрошачке цене у великој мери зависи од усидрености инфлационих очекивања. Имајући у виду да су инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена у границама циља и да се налазе испод централне вредности циља, не очекујемо да ће се раст светске цене нафте у већој мери пренети на остале цене (тзв. *second round* ефекат).

Цене примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза, соје) не учествују директно у потрошачкој корпи, али су важан инпут у производњи хране. Требало би да пројектовани раст цена хране (без воћа и поврћа) у П2 ове године (око 3,5% м.г.) већим делом (допринос од 3,3 п.п.) буде последица поменутог раста цена примарних пољопривредних производа и да допринесе м.г. инфлацији са око 0,8 п.п. Томе ће допринети и то што се раст цена

Графикон О.5.4. Доприноси компонента инфлације укупној м.г. инфлацији (у п.п.)



примарних производа почетком године још увек није пренео на инфлацију, односно чињеница да је мг. раст цена хране у Т1 износио свега 1,3%. По основу виших цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) очекујемо да се мг. инфлација у наредној години дана привремено приближи централној вредности циља од 3%, а да с престанком дејства ових привремених фактора, она буде на силазној путањи до краја периода пројекције.

Када је реч о утицају цена примарних производа на реални БДП, треба нагласити да тај утицај није директан, већ да се са стране понуде остварује путем трошкова производње, а са стране тражње путем расположивог дохотка. У прилог томе говори и податак да је бољи финансијски резултат привреде у 2020. (нето добитак од 433,6 млрд динара) делом остварен и захваљујући смањеним расходима горива и енергије за око 41 млрд динара. С тим у вези, по основу раста цена нафте реално је очекивати да ће се смањити расположиви доходак привреде и грађана, као и профитабилност предузећа услед виших трошкова производње. Ипак, код предузећа која се баве производњом основних метала и прераде нафте треба очекивати да се по овом основу повећа производња и делом неутралише негативан ефекат по економију, укупно посматрано.

## V. Пројекција

Ове године очекујемо раст БДП-а од 6%, који ће бити вођен домаћом тражњом и извозом, чему би требало да кључно допринесу нормализација глобалних економских токова услед масовне вакцинације, затим правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и по том основу обезбеђени повољни услови финансирања и очувани производни капацитети и радна места, као и очекивани опоравак екстерне тражње. Исти фактори ће, према нашој оцени, обезбедити повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње у наредним годинама.

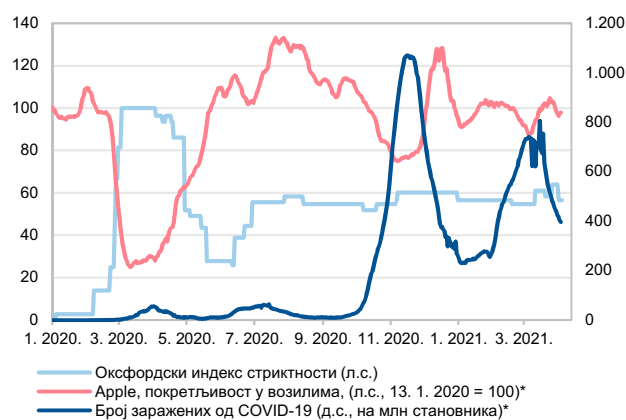
У односу на пројекцију из фебруара, када смо очекивали реални раст БДП-а ове године у распону од 5% до 6%, пројекцију смо повећали и сада процењујемо да ће он износити 6%, као резултат бржег раста у Т1 од очекиваног, већих планираних капиталних расхода државе и доношења новог економског пакета мера. Ризици пројекције су, укупно посматрано, симетрични и по основу фактора из међународног и домаћег окружења, јер су се у међувремену материјализовали ризици из претходне пројекције, и то из међународног окружења наниже, по основу споријег очекиваног раста зоне евра због продужених рестриктивних здравствених мера, а из домаћег окружења навише, по основу новог пакета економских мера и бржег привредног раста у Т1 2021. од очекиваног.

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће се мг. инфлација у наредној години дана кретати око централне вредности циља под утицајем привремених фактора, након чега ће, са ишчезавањем њиховог утицаја, уследити успоравање инфлације. Привремени фактори односе се на више цене примарних производа, пре свега нафте и пољопривредних производа, које ће се преко трошковних притисака прелити у одређеној мери и на више цене остале хране. 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 домаће тражње. Виши раст цена примарних производа од очекиваног јесте и кључан разлог због чега је нова пројекција инфлације у кратком року, тј. у наредној години дана, на вишем нивоу од пројекције коју смо објавили у фебруару. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације у кратком року у највећој мери се односи на кретање светске цене нафте и цене воћа и поврћа. У средњем року, кључни ризици пројекције и даље потичу из међународног окружења, а тичу се пре свега брзине опоравка зоне евра, светских цена примарних производа, као и токова капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције делом се односе и на нову пољопривредну сезону, брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, укупно посматрано, оцењујемо као симетричне.

### Пројекција БДП-а

Упркос погоршању епидемиолошке ситуације и поштравању здравствених мера и код нас и у свету, према нашој процени, економска активност у Србији у Т1 је знатно убрзана. У односу на претходно тромесечје, према нашој процени, виша је за 2,5% дсз., а према процени РЗС-а, у односу на исти период претходне године виша је за 1,2%, чему је, посматрано с расходне стране, у највећој мери допринео опоравак нето извоза. Захваљујући очуваном инвестиционом поверењу, повољним финансијским условима и убрзању реализације инвестиционих пројеката, знатан допринос погиче и од инвестиција у фиксне фондове, а у мањој мери и од приватне потрошње.

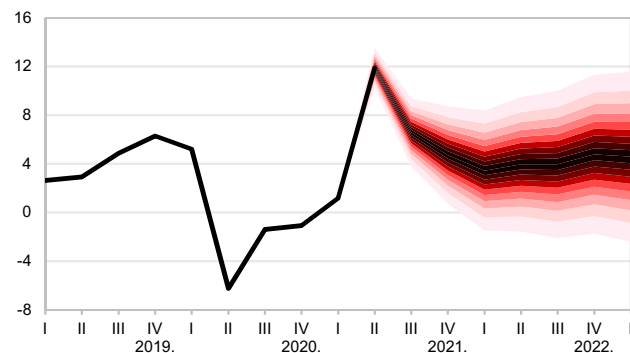
Графикон V.0.1. Покретљивост становништва у Србији у зависности од мера државе и кретања епидемије



Извор: OxCGRT, Apple mobility trends, ourworldindata.org/coronavirus.

\* Седмодневни покретни просек.

Графикон V.0.2. Пројекција раста БДП-а  
(мг. стопе, у %)



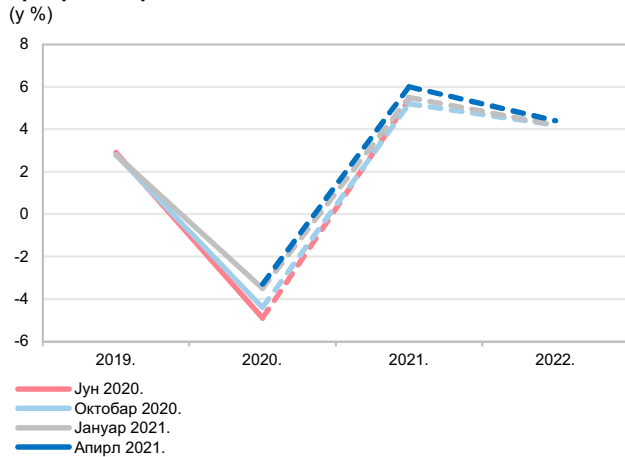
Извор: НБС.

У остатку године очекујемо наставак раста активности у свим тромесечјима. Тај раст ће у највећој мери бити вођен домаћом тражњом, чему ће кључно допринети успешна вакцинација и по том основу очекивано поправљање епидемиолошке ситуације и попуштање рестриктивних здравствених мера. Расту ће допринети и правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији, укључујући и доношење трећег пакета економских мера, као и по том основу обезбеђени повољни услови финансирања и очувани производни капацитети и радна места. Знатан позитиван допринос очекујемо и од извоза. Расту извоза допринеће опоравак екстерне тражње и нормализација робних токова, под утицајем напретка у вакцинацији, као и донетих експанзивних фискалних и монетарних мера у великом броју земаља које су наши важни трговински партнери. На раст извоза утицаће и фактори на страни понуде, тј. раст извозних капацитета Србије, као резултат континуираног прилива инвестиција у извозно оријентисане секторе. Мг. посматрано, услед ефекта ниске базе из истог периода претходне године, када су негативни ефекти пандемије били најјачи, знатно убрзање раста БДП-а очекујемо у Т2 (на око 11–13%), а потом стабилизацију раста на око 5–6% у просеку у П2.

**Све наведено требало би да резултира стопом раста БДП-а на нивоу године од 6%,** при чему ћемо бити једна од ретких земаља у Европи која ће у овој години престићи преткризни ниво економске активности – према нашој процени, БДП је достигао преткризни ниво већ у првом тромесечју ове године. Наставак раста инвестиција, потрошње и извоза, према нашој оцени, обезбедиће повратак раста на стабилну средњорочну путању од око 4% годишње у наредним годинама. У односу на пројекцију из фебруара, када смо очекивали реални раст БДП-а у распону од 5% до 6% ове године, пројекцију смо повећали и сада процењујемо да ће раст износити 6%, што је резултат бржег раста у Т1 од очекиваног, већих капиталних инвестиција и доношења новог економског пакета мера у вредности од око 4,3% БДП-а.

Брзина опоравка код нас и у свету и у наредном периоду кључно ће бити опредељена ефикасношћу сузбијања пандемије. И поред тога што се очекује убрзање глобалног економског опоравка, пре свега у П2, према оцени ММФ-а, забрињава број преминулих и појава нових сојева вируса. Према оцени ММФ-а, након процењеног пада од 3,3% у 2020, што је био исход бољи од очекивања захваљујући бржем опоравку већине региона у П2 након попуштања

Графикон V.0.3. Пројекције глобалног реалног привредног раста ММФ-а за 2021. и 2022.  
(у %)



Извор: ММФ WEO и WEO Updates.

здравствених мера и прилагођавања новим условима пословања, априлске прогнозе глобалних макроекономских кретања за 2021. и 2022. додатно су побољшане. **Прогноза глобалног раста БДП-а у 2021. ревидирана је навише у односу на очекивања из јануара за 0,5 п.п., на 6,0%, а у 2022. за 0,2 п.п., на 4,4%.** Кључни фактори ревизије раста навише на глобалном нивоу јесу обиман пакет помоћи у неколико већих економија (пре свега у САД) и очекивано убрзање вакцинације. Општи закључак је да ће опоравак међу земљама бити неуједначен и да ће се оне различитом брзином вратити на преткризне нивое БДП-а, при чему се дуготрајније последице и спорији опоравак очекују у земљама с ниским доходком и у земљама у развоју. Поред тога, као надоласећи ризик, напомиње се да видљив опоравак, нарочито у САД (на 6,4% у овој години, према оцени ММФ-а), који је праћен растом приноса, може довести до знатног одлива капитала с тржишта у успону. То представља ризик пре свега за оне земље које су изложеније екстерним изворима финансирања.

Брзину глобалног привредног раста у великој мери одређиваће и динамика економске активности у **Кини**, за коју се очекује знатан раст у овој години, као резултат успешног сузбијања пандемије и одговора носилаца економске политике. У поређењу са очекивањима из јануара, *Consensus Forecasts* процењује незнатно бржи раст ове године и та пројекција сада износи 8,7%, док се за 2022. очекује успоравање раста на 5,7%, што је нешто више у односу на пројекције ММФ-а – 8,4% у 2021. и 5,6% у 2022.

Што се тиче **раста зоне евра**, он је, према оцени ММФ-а, незнатно ревидиран навише и за 2021. износи 4,4%, а за 2022. годину 3,8%, што је за по 0,2 п.п. више од очекивања из јануара. Посматрано појединачно по земљама зоне евра, пројекција за 2021. у односу на јануар највише је повећана код Италије (на 4,2%, са 3,0% у јануару), јер се очекује да Италија добије највећи износ из фондова ЕУ намењених програму *Next Generation EU Fund*, док је код Немачке, која је највећа економија зоне евра, пројекција раста незнатно повећана (за 0,1 п.п., на 3,6%). Сличне пројекције за зону евра за ову годину имају и ЕЦБ (4%) и *OECD* (3,9%), при чему ЕЦБ очекује даље убрзање у наредној години на 4,1%, а *OECD* благо успоравање на 3,8%.

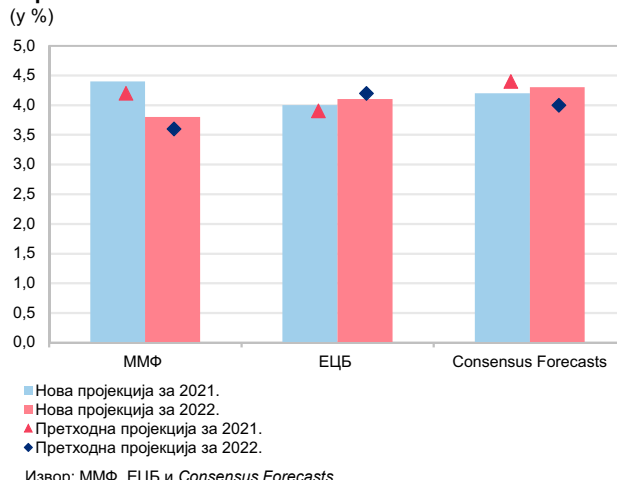
У складу с пројекцијом *Consensus Forecasts*-а, у новој пројекцији **претпоставили смо да ће зона евра ове године забележити раст БДП-а од око 4,2%**, који ће бити вођен домаћом тражњом, тј. очекиваним опоравком инвестиција и потрошње. Домаћа тражња

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

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

Извор: ММФ *WEO Update* (јануар 2021) и ММФ *WEO* (април 2021).

Графикон V.0.4. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2021. и 2022. (у %)

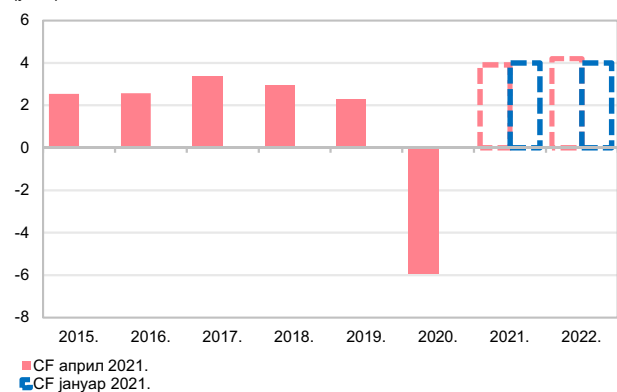


Извор: ММФ, ЕЦБ и *Consensus Forecasts*.

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

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

Извор: *Consensus Forecasts*.

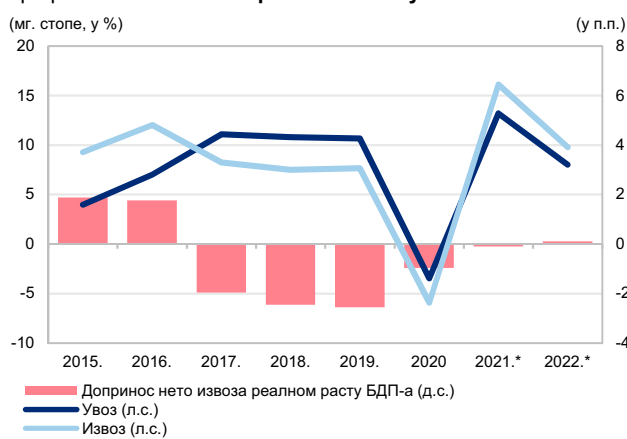
Графикон V.0.5. Показатељ екстерне тражње\*  
(у %)

Извор: Consensus Forecasts.

\* Пондерисан просек стопа раста БДП-а 20 земаља у које Србија највише извози.

ће се додатно убрзати наредне године и резултирати растом БДП-а од 4,3%. У поређењу са очекивањима из јануара (која смо користили у фебруарској пројекцији БДП-а), раст зоне евра у овој години коригован је наниже, пре свега због спорије вакцинације од очекиване и задржавања рестриктивних здравствених мера у већини земаља током Т1. Динамика водећих показатеља економске активности за Т1 указује на то да је производни сектор остао у фази експанзије и да је активност додатно убрзана, пре свега захваљујући мерама ЕЦБ-а, пакетима фискалне помоћи у већини чланица зоне евра и опоравку екстерне тражње из Кине, док је активност у сектору услуга и даље у фази контракције, али у мањој мери него у претходним тромесечјима. За наше појединачно посматрано најзначајније партнере унутар зоне евра, Немачку и Италију, ове године *Consensus Forecasts* очекује раст од 3,3% и 3,9%, што је за 0,4 п.п. и 0,6 п.п., респективно, ниже од очекивања из јануара.

Графикон V.0.6. Реални раст извоза и увоза



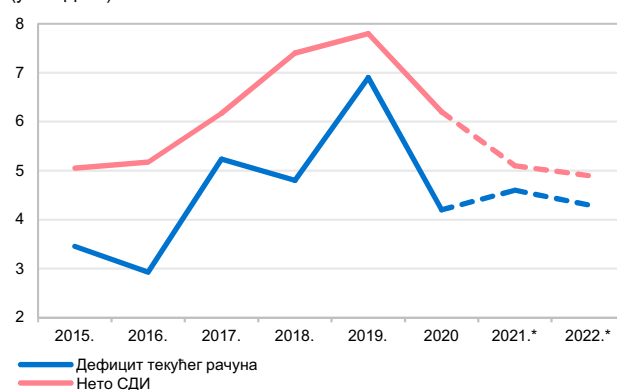
Извор: РЗС и НБС.

\* Процена НБС за 2021. и 2022.

У односу на претходни извештај, и за већину земаља у региону средње и југоисточне Европе, важних трговинских партнера Србије, *Consensus Forecasts* кориговао је наниже раст БДП-а за ову годину, уз оцену да већина земаља неће достићи преткризни ниво. Брзина опоравка овог региона у наредном периоду зависиће пре свега од доступности вакцине и њене ефикасности у сузбијању ширења вируса корона, брзине опоравка зоне евра, која је овој групи земаља најзначајнији трговински партнер, као и од могућности коришћења додатних фискалних и монетарних стимуланса.

Очекиван раст екстерне тражње, уз ефекте веће понуде по основу инвестиција у извозне секторе из претходног периода, требало би да подржи двоцифрени раст извоза робе и услуга Србије у овој години. Ипак, очекивани раст увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије с наставком инвестиционог циклуса, уз очекивани опоравак потрошње, за последицу ће имати и бржи раст увоза од претходно пројектованог, тако да ће допринос **нето извоза** БДП-у највероватније бити благо негативан, али у мањој мери него у претходној пројекцији. У поређењу с претходном пројекцијом, процењујемо да ће обим спољнотрговинске размене у овој години бити већи, што би требало да резултира вишим стопама раста и извоза и увоза робе и услуга, а што потврђују остварена кретања у Т1.

У наредним годинама, услед додатног раста извозних капацитета и даљег опоравка екстерне тражње, очекујемо неутралан или чак благо позитиван допринос нето извоза. У складу са оваквом проценом

Графикон V.0.7. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ  
(у % БДП-а)

Извор: НБС.

\* Пројекција НБС.

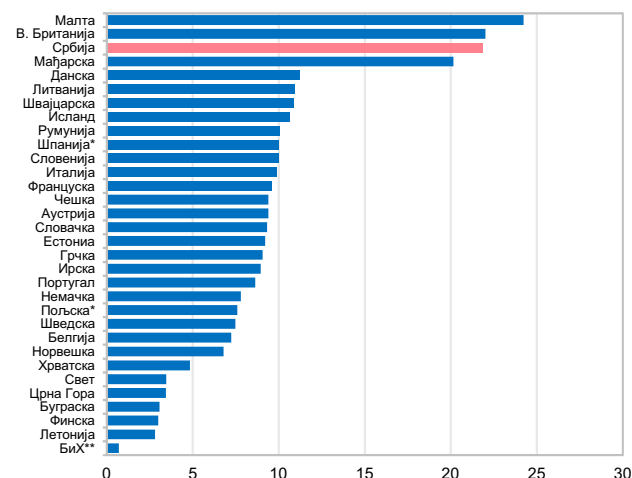
нето извоза, као и опоравка домаће тражње, и уз нешто неповољније односе размене, пре свега због раста цена нафте, очекујемо да ће **учешће дефицита текућег рачуна** у овој години износити 4,6% БДП-а, при чему кретања од почетка године указују на то да је врло могућ и повољнији исход. У средњем року, по основу повећаних извозних капацитета и очекиваног глобалног економског опоравка треба очекивати благо смањење учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у (на око 4%), уз и даље пуну покривеност нето приливима СДИ, као што је то био случај и у протеклих шест година.

**Процес вакцинације у Србији један је од најуспешнијих у Европи**, на шта указује податак да је до сада близу 30% популације примило најмање једну дозу вакцине. Ценимо да ће се овакав позитиван тренд наставити и у наредном периоду, што ће допринети даљем поправљању епидемиолошке ситуације и укидању највећег броја рестриктивних мера које су биле на снази током Т1.

Министарство финансија припремило је ребаланс буџета за ову годину, према коме ће **дефицит опште државе у 2021. износити 7,0% БДП-а**, што је више у односу на иницијални план с краја прошле године (3,0% БДП-а). Кључни елементи ребаланса буџета јесу нови економски пакет мера и знатно већи предвиђени капитални расходи. Трећи пакет мера за ублажавање ефеката пандемије износи око 4,3% БДП-а, при чему се већи део овог износа односи на директне фискалне подстицаје (2,3% БДП-а), док се за реализацију гарантне шеме планира око 120 млрд динара (од чега половина представља наставак реализације претходне гарантне шеме, која је продужена до јула). У оквиру директних мера предвиђена је помоћ најугроженијим секторима привреде (предузећима из области туризма, угоститељства и саобраћаја), као и помоћ становништву (пунолетним лицима и додатно пензионерима и незапосленима).

**Јавни дуг централног нивоa власти** на крају марта износио је 55,7% БДП-а. До краја године, новом пројекцијом у оквиру ребаланса буџета предвиђен је његов раст, али не преко мастрихтског критеријума од 60%, док би од наредне године требало да буде на опадајућој путањи. По том основу очекује се да премија ризика земље, која је била привремено повећана током 2020. услед деловања глобалних фактора, настави да се смањује у хоризонту пројекције, а кредитни рејтинг би могао да достигне инвестициони ниво.

Графикон V.0.8. Број потпуно вакцинисаних – 30. 4. 2021. (на 100 становника)

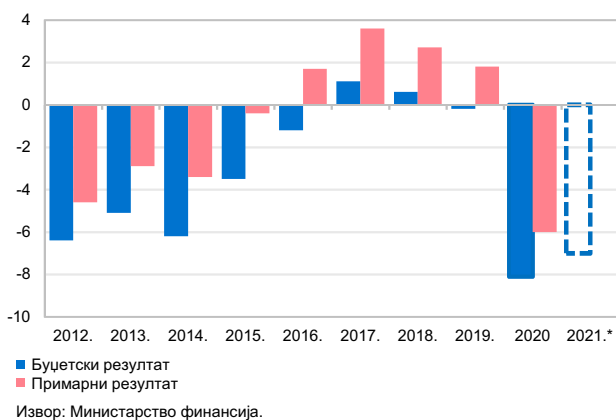


Извор: Our World In Data.

\* 29. 4. 2021.

\*\* 27. 4. 2021.

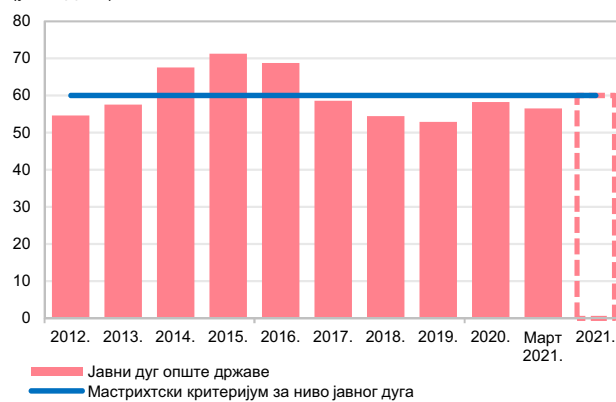
Графикон V.0.9. Фискални и примарни резултат буџета опште државе (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

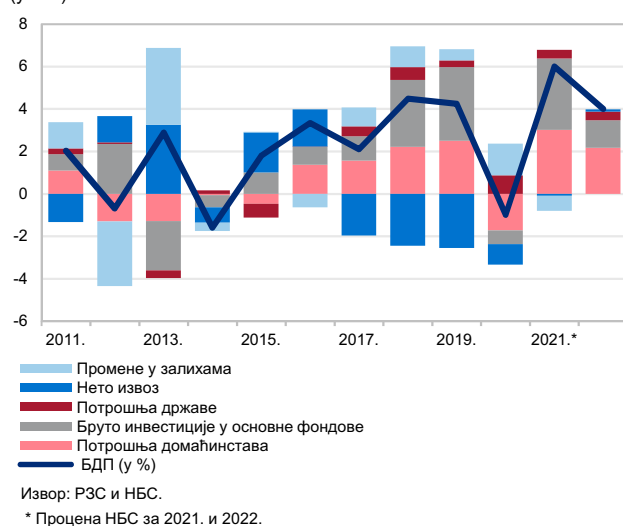
\* Пројекција из образложења ребаланса буџета за 2021.

Графикон V.0.10. Јавни дуг опште државе (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

Графикон V.0.11. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



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. Имајући у виду да су се сви најзначајнији показатељи незапослености и активности вратили на ниво пре пандемије, као и да је настављен раст формалне запослености и зарада у већини делатности, са очекиваним побољшањем епидемиолошке ситуације и донетим новим пакетом мера директне помоћи ценимо да ће се позитивни трендови на тржишту рада наставити.

Имајући све претходно у виду, посматрано с расходне стране, очекујемо да знатан позитиван допринос расту БДП-а ове године потекне од **домаће тражње**, која ће се убрзано опорављати током ове године, чему ће допринети:

- слабљење пандемије и нормализација економских токова;
- наставак инвестиционог циклуса, који је био успорен током пандемије;
- раст расположивог дохотка привреде и грађана, којем доприноси и донети трећи пакет економских мера;
- очувано тржиште рада по основу обимног пакета економске помоћи (укључујући и мере Народне банке Србије).

Ове године очекујемо да допринос **приватне потрошње** расту БДП-а износи око 3 п.п., пре свега захваљујући наставку раста зарада и запослености у већини делатности, расту расположивог дохотка становништва по основу задржаних повољних услова узимања нових кредита и отплате постојећих кредита, директним фискалним подстицајима, као и расту потрошачког поверења с напретком у сузбијању епидемије. Наставак 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).

Позитиван допринос расту БДП-а у хоризонту пројекције очекујемо и од **фиксних инвестиција** (3,4 п.п. ове године, уз готово подједнак допринос приватних и државних инвестиција). Када је реч о **приватним инвестицијама**, њиховом опоравку

Графикон V.0.12. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)





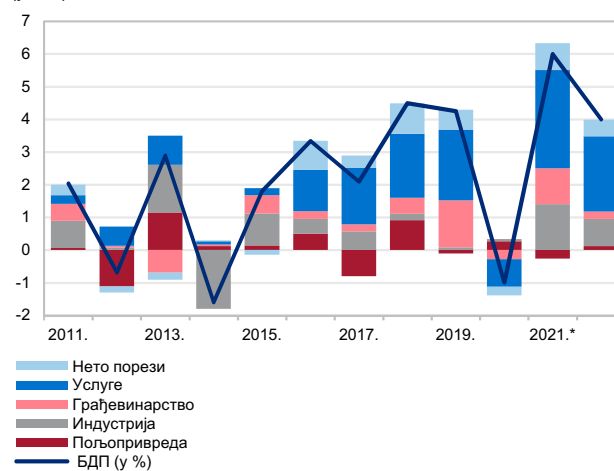
требало би да допринесу очувана макроекономска стабилност, смањење аверзије према ризику услед очекиваног напретка у вакцинацији и сузбијања пандемије, задржани повољни услови финансирања и глобални економски опоравак, који би требало да допринесе наставку солидног прилива капитала у Србију по основу СДИ. Поред тога, позитиван допринос очекује се и по основу **планираних инвестиционих пројеката државе**, пре свега у саобраћајну инфраструктуру. На то указује планирани раст капиталних издатака државе, чије би реално учешће у БДП-у у овој години, према нашој процени, требало да достигне око 7% и да се близу тог нивоа задржи и у средњем року, што би требало да допринесе расту производног потенцијала.

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, с обзиром на то 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. Пажњу очекујемо и код готових индустријских производа.

Посматрано с **производне стране**, ове године очекујемо потпуни опоравак активности у услужним секторима и наставак раста у производним секторима, изузев пољопривреде. Расту прерађивачке индустрије са стране понуде допринеће активирање нових и проширење постојећих капацитета, а са стране тражње очекивано постепено убрзање привредног раста наших главних спољнотрговинских партнера, пре свега у П2. Убрзању раста активности у услужним секторима допринеће задржани позитивни трендови на тржишту рада захваљујући предузетим економским мерама, као и очекивани раст потрошње. 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.** Неизвесност и даље у највећој мери потиче од тока пандемије и успешности

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



Извор: РЗС и НБС.

\* Процена НБС за 2021. и 2022.

мера за њено сузбијање, али је мање изражена него у претходној пројекцији, јер се ипак показало да су економске последице у новом таласу пандемије биле мање него у првом таласу.

Према оцени ММФ-а, **брзина опоравка светске привреде** кључно ће бити опредељена степеном реакције нових сојева вируса на вакцине, при чему се у основном сценарију претпоставља да би до краја наредне године преношење вируса могло да се сведе на низак ниво, јер се очекује да ће до средине 2022. вакцине бити доступне већини земаља света. Поред тога, важни фактори брзине глобалног опоравка биће ефикасност предузетих мера у санирању економске штете изазване пандемијом и простор за њихово даље коришћење, који се разликује од земље до земље, због чега ће и опоравак највероватније бити неуједначен по регионима и земљама. Такође, на брзину опоравка утицаће даљи развој глобалних финансијских услова, као и кретање цена примарних производа на светском тржишту. Укупно посматрано, ризици пројекције глобалног раста оцењују се као симетрични, а у дугом року чак благо асиметрични навише.

За Србију ће бити посебно важна епидемиолошка ситуација у **зони евра и земљама средње и југоисточне Европе** и брзина њиховог опоравка. Вакцинација спорија од очекиване и наставак примене рестриктивних здравствених мера у многим земљама у Европи у досадашњем току године умањили су изгледе за раст економија наших важних спољнотрговинских партнера, пре свега у кратком року, због чега смо у односу на фебруар кориговали наниже прогнозу раста зоне евра. Ипак, имајући у виду да су ефекти трећег таласа пандемије у већини земаља били мањи од очекиваних, захваљујући пре свега обимним пакетима економских мера и томе што су се многа предузећа прилагодила измењеним условима пословања, ценимо да су ризици пројекције по основу опоравка зоне евра и других наших важних спољнотрговинских партнера сада симетрични. 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 и смањење СДИ, а последично и на нижу производњу у прерађивачкој индустрији, док би бржи опоравак имао супротан ефекат. При томе, важно је нагласити да је, захваљујући инвестицијама из претходног периода, пре свега у разменљиве секторе и постигнутој производној и географској распрострањености, укупан извоз Србије мање погођен смањеном екстерном тражњом из зоне евра, што су потврдила кретања претходних месеци. Поред тога, релативно повољну околност у новом таласу

пандемије представља то што је индустријски сектор у зони евра, за који је путем глобалних ланаца производње везан и наш извоз, остао релативно отпоран, и поред тога што је током Т1 дошло до поновних застоја у производним ланцима.

Брзина глобалног привредног опоравка у великој мери утиче и на кретања на **међународном финансијском и робном тржишту**. Спорији глобални привредни раст од очекиваног додатно би повећао неизвесност на међународном финансијском тржишту и негативно би се одразио на пословно поверење и инвестиционе одлуке, што би вероватно смањило прилив капитала у земље у успону, укључујући и Србију. С друге стране, глобални привредни опоравак бржи од очекиваног додатно би повећао оптимизам инвеститора и њихову спремност за улагања у земље у успону. Глобалне финансијске услове у великој мери ће опредељивати **монетарне политике водећих централних банака**, које су изразиле спремност да и у наредном периоду наставе да воде изразито експанзивну монетарну политику. У том случају, ликвидност на међународном финансијском тржишту остала би висока у дужем временском периоду, што би се позитивно одразило и на токове капитала према земљама у успону, а тиме и према Србији. Тренутно већина аналитичара и међународних финансијских институција сматра да је раст инфлације на глобалном нивоу привременог карактера. Међутим, ако се испостави да тај раст није привремен, глобални финансијски услови могли би да се знатније поопштре, што би могло да утиче на мањи прилив капитала у земље у успону. Усвајање додатног фискалног пакета у САД већ је утицало на раст дугорочних каматних стопа и, према оценама међународних финансијских институција, уколико се настави, могло би да се негативно одрази на токове капитала и финансијске услове у земљама у успону.

Ризици пројекције БДП-а односе се и на **кретање цена примарних производа**. Претходних месеци **цене нафте** су расле, на шта је пре свега утицао раст оптимизма вођен вестима о доступности вакцина. У складу с кретањем фјучерса, процењујемо да би требало да цене нафте умерено расту у овој години и на сличном нивоу се задрже и наредне године. С обзиром на то да је Србија нето увозник нафте, евентуални поновни пад цена нафте прелио би се на виши расположиви доходак и ниже трошкове пословања, док би њихов раст имао супротан ефекат. Када је реч о ценама осталих примарних производа – **основних метала и пољопривредних производа**, и оне су претходних месеци расле, при чему су неке од

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
<b>Међународно окружење</b>		
Неизвесност у погледу тока пандемије и утицаја на глобални привредни раст	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 и мање инвестиције, 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 и инвестиције у Србију.	↕
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 задуживања. Експанзивне мере монетарне и фискалне 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.	↕
<b>Домаће окружење</b>		
Раст капиталних издатака државе изнад пројектованог	Већи раст капиталних издатака допринео би бржем опоравку инвестиција, посматрано с расходне стране и бржем расту грађевинарства с производне стране, као и расту производног потенцијала, и обрнуто.	↑
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.	↑
Одложени ефекти пандемије на тржиште рада	Ефекти пандемије могли би да имају одложен ефекат на тржиште рада, нарочито у оним секторима који су највише погођени пандемијом, што би могло да успори очекиван опоравак домаће тражње и услужног сектора. У супротном, повећање запослености и смањење незапослености изнад очекиваног би убрзао раст домаће тражње и опоравак услужног сектора.	↓
Пољопривредна сезона	Већи/мањи раст пољопривредне производње од очекиваног доприноси расту/паду извоза и прерађивачке индустрије.	↕
Напомена: ↑ означава повољнији исход по БДП-у у односу на основни сценарио, ↓ неповољнији исход, а † да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.		

ових цена достигле вишегодишње максимуме. Умерен раст цена примарних пољопривредних производа очекује се и у наредном периоду, а слична су очекивања и када су у питању цене основних метала, чему доприноси очекиван глобални опоравак и раст тражње. Притом, важно је нагласити да би Србији, као нето извознику основних метала (посебно челика и бакра) и житарица, погодовао њихов раст већи од пројектованог, и обрнуто.

Ризици из домаћег окружења, према нашој оцени, сада су симетрични, јер су се у међувремену остварили позитивни ризици по основу донетог трећег пакета мера и бржег опоравка од очекиваног у Т1.

У новој пројекцији претпоставили смо да ће реализација **новог пакета економске помоћи државе у вредности од око 4,3% БДП-а**, уз сачуване производне капацитете, радна места и зараде у највећем делу привреде, раст расположивог дохотка и очувано потрошачко и инвестиционо поверење, као и даљи очекиван напредак у вакцинацији, за резултат

имати опоравак и личне потрошње и инвестиција у фиксне фондове. При томе, могућ је **раст капиталних издатака државе** изнад пројектованог, као што је то био случај у претходне три године, посебно ако се има у виду њихов планиран знатан раст на републичком нивоу према ребалансу буџета за ову годину. Повећање капиталних издатака државе утицало би на бржи раст инвестиција, посматрано с расходне стране, односно грађевинарства, посматрано с производне стране, с обзиром на то да је највећи део ових инвестиција усмерен у саобраћајну инфраструктуру. Као ризик навише пројекције БДП-а видимо и **прилив СДИ**, који је захваљујући одржаној макроекономској стабилности претходних година превазилазио наша очекивања и који је био пројектно и географски распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе. По том основу могло би да дође до додатног убрзања раста извоза, посматрано с расходне стране, односно раста прерађивачке индустрије, посматрано с производне стране.

У основном сценарију претпоставили смо да ће стопе активности и запослености даље расти. Међутим, продужење пандемије могло би да има одложене негативне ефекте на **тржиште рада**, пре свега у оним областима које су снажно погођене пандемијом (туризам, угоститељство, саобраћај, рекреација и култура). По овом основу ценимо да су ризици пројекције благо асиметрични наниже.

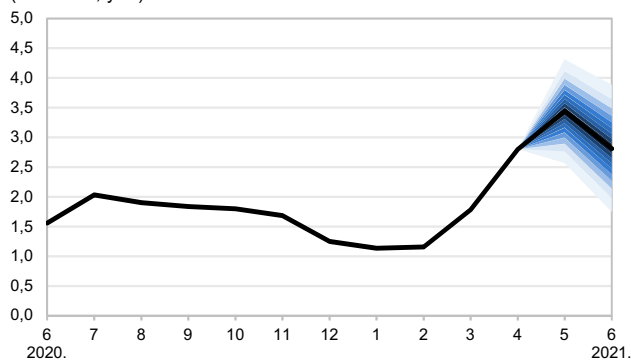
У мањој мери, ризик пројекције БДП-а односи се и на кретање **пољопривредне производње**, за коју смо претпоставили да ће ове године бити просечна и да ће, с обзиром на прошлогодишњу одличну сезону, негативно допринети БДП-у. И овде су могућа одступања у оба смера, при чему би боља пољопривредна сезона допринела расту извоза примарних и прерађених прехранбених производа, нарочито ако се има у виду да је глобална тражња за храном нееластична и да се ни у фази затварања економија није знатније смањивала.

## Пројекција инфлације

### Краткорочна пројекција инфлације

У наредним месецима очекујемо наставак кретања инфлације на нивоу око централне вредности циља, при чему ће она у мају и даље бити у благом порасту, што је пре свега последица ниске базе из претходне године (у мају 2020. инфлација је износила 0,7%), након чега у јуну очекујемо њено успоравање и враћање на ниво незнатно испод централне вредности циља.

Графикон V.0.14. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)

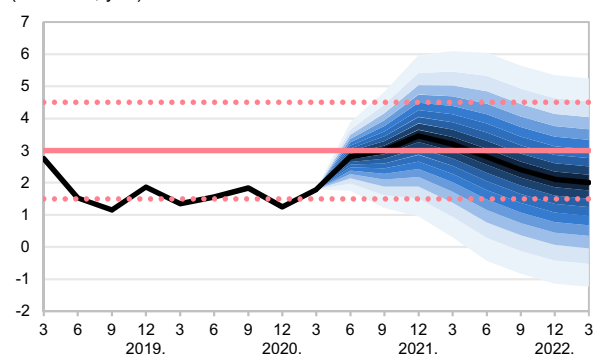


Извор: НБС.

Убрзање м.г. инфлације у мају у највећој мери требало би да буде резултат раста м.г. доприноса цена нафтних деривата (0,4 п.п.), чији ће се ефекат ниске прошлогодишње базе тада највише испољити. Очекиваном успоравању инфлације у јуну највише ће допринети цене воћа и поврћа и њихова висока прошлогодишња база, што би требало да доведе до пада доприноса ових цена укупној инфлацији за око 0,6 п.п.

У наредним месецима очекујемо стабилно кретање базне инфлације око тренутног нивоа (1,8%), при чему ће њено евентуално одступање од пројекције у највећој мери зависити од статистичког обухвата цена туристичких пакет-аранжмана.

Графикон V.0.15. **Пројекција инфлације**  
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

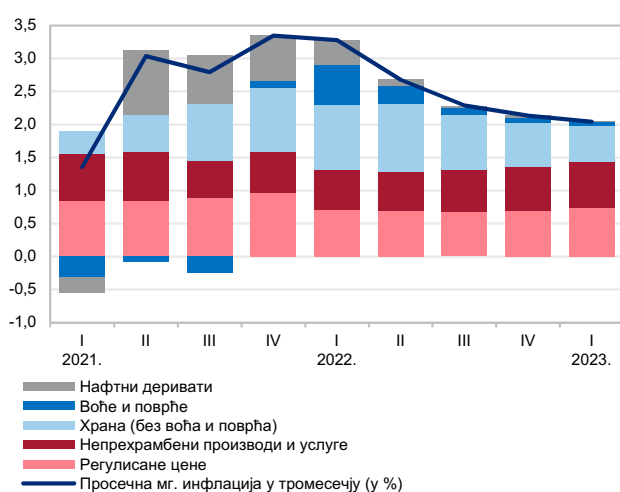
Ризици пројекције у кратком року односе се првенствено на цене хране, тј. на могуће знатније осцилације у кретању цена воћа и поврћа с доласком нове сезоне, затим брзину опоравка цена меса с обзиром на ниску базу, с једне стране, односно и даље присутне рестрикције у услужном сектору у свету, с друге стране. Неизвесност пројекције односи се и на то у којој мери ће се раст трошkových притисака у производњи хране прелити на остале цене.

### Средњорочна пројекција инфлације

Према мајској централној пројекцији, као и према претходним пројекцијама, очекујемо да ће м.г. инфлација остати у границама циља Народне банке Србије до краја периода пројекције, тј. у наредне две године. При томе, у наредној години дана очекујемо да ће се инфлација кретати око централне вредности циља под утицајем привремених фактора, виших цена нафте и примарних пољопривредних производа, а да ће након тога уследити њено успоравање, са ишчезавањем утицаја привремених фактора.

**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 домаће тражње. Пандемија је утицала на смањење и понуде и тражње, али се процењује да је смањење тражње било веће него смањење понуде, што је утицало на одсуство знатнијих инфлаторних притисака по основу тражње. У наредном периоду очекујемо даљи раст понуде, с напретком у процесу вакцинације и нормализацијом пословања, пре свега сектора услуга, који је највише погођен пандемијом. С друге стране, са смањењем неизвесности и здравствених ризика, очекујемо даљи раст тражње, који ће бити подстакнут и додатним фискалним

Графикон V.0.16. **Доприноси м.г. инфлацији по компонентама**  
(у п.п.)



Извор: НБС.

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 тржиште рада и убрзање домаће тражње крајем периода пројекције.

**Посматрано по појединачним компонентама**, на привремен раст инфлације у овој години у највећој мери утицаће **цене нафтних деривата**. Наиме, због враћања светске цене нафте на преткризни ниво, након колапса прошле године због пандемије, очекујемо више цене нафтних деривата на домаћем тржишту и прелазак доприноса цена нафтних деривата из негативне у позитивну зону. Међутим, тај притисак би требало да буде привремен и да цене нафтних деривата у другој половини хоризонта пројекције, тј. од Т1 2021, незнатно утичу на инфлацију.

Очекујемо и привремен раст **цена хране (без воћа и поврћа)**, у највећој мери због преливања раста светских цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје), као и нафте. Наиме, након што је прехранбена инфлација пала на свега 1,1% мп. у фебруару због изузетно ниских цена свежег меса, чији је сезонски уобичајени раст изостао прошлог лета због смањене и домаће и извозне тражње услед пандемије, очекујемо да ће она бити у постепеном порасту до Т1 2022. Након тога, очекујемо смањење трошkových притисака на цене хране, с обзиром на то да се трошкови сировина налазе изнад свог неутралног нивоа, што уобичајено указује на њихов пад у будућности. У средњем року очекујемо да ће раст цена хране бити умерен и првенствено одређен постепеним растом тражње.

Када су у питању **цене воћа и поврћа**, које су најволатилнија компонента инфлације, крајем прошле, а поготово почетком ове године, изостао је сезонски уобичајен раст цена поврћа, а и раст цена воћа био је спорији од сезонски уобичајеног. Изостали раст је надокнађен у априлу, па процењујемо да се цене воћа и поврћа тренутно налазе благо испод неутралног нивоа и да ће у наредном периоду само умерено расти. Позитиван допринос инфлацији очекујемо крајем ове године, који ће бити посебно значајан у Т1 2022. (због изузетно ниске базе у Т1 ове године), али ће се након тога знатно смањити до краја периода пројекције.

Очекујемо да ће раст **регулисаних цена** ове године бити нешто виши (5,4%), пре свега због корекције

Табела V.0.4. Најважније претпоставке пројекције

	2021.		2022.		2023.
	Феб.	Мај	Феб.	Мај	Мај
<b>Екстерне претпоставке</b>					
<b>Извештаја о инфлацији</b>					
Раст БДП-а у зони евра	4,4%	4,2%	4,0%	4,3%	1,9%
Инфлација у зони евра (просек)	1,0%	1,5%	1,1%	1,2%	1,3%
EURIBOR 3М (децембар)	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,4%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	1,6%	12,7%	-5,9%	-9,0%	/
Цена нафте типа брент по барелу (децембар, у USD)	53	63	52	60	58
<b>Интерне претпоставке</b>					
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,6%	5,4%	4,0%	4,0%	4,0%

\* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

цена електричне енергије и укључивања накнаде за обновљиве изворе енергије у обрачун ИПЦ-а у јануару и фебруару. Виши раст ових цена претпоставили смо и због оствареног раста цена цигарета у фебруару и очекиваног у јулу, у складу с планираним повећањем акциза, као и због поскупљења комуналних услуга. За наредну годину, као и до сада, претпоставили смо да ће њихов раст износити око 4%.

Као и у претходној пројекцији, очекујемо умерен раст **цена непрехрамбених производа и услуга**, у складу с постепеним опоравком тражње. Иако цене ове категорије производа зависе од цена бројних индустријских компонената и сировина, као и функционисања глобалних ланаца снабдевања (где су већ присутни поремећаји и несташице услед брзине опоравка светске тражње – контејнерски транспорт, полупроводници, пластика, дрвна грађа...) и понашања потрошача, могућ је нешто бржи раст цена појединачних производа. Како будемо излазили из пандемије, поготово уколико раст буде бржи него што се очекује, кретање појединих цена може бити неуобичајено, као што је то био случај на почетку пандемије. Ипак, очекујемо да би таква поскупљења могла бити привременог карактера и да се не би одразила на пројектовану путању инфлације у средњем року.

**Посматрано по факторима инфлације**, као и наше пројекције у претходној години дана, и ову пројекцију инфлације определила је чињеница да **глобална понуда и тражња** још увек највише зависи од тока пандемије. Велики број земаља ову годину започео је с поштравањем здравствених мера, због чега ће глобални раст највероватније бити успорен у Т1. Ипак, раст ће бити виши него што се очекивало пре три месеца, због мањег утицаја здравствених мера на потрошњу и додатних фискалних мера у појединим земљама, пре свега у САД, што, уз процес вакцинације, улива оптимизам да светска привреда полако излази из кризе.

Изгледи за раст варирају у зависности од региона – снажан раст очекује се у САД због додатних фискалних стимуланса и релативно успешног процеса вакцинације, док ће раст у зони евра бити скромнији због мањих фискалних стимуланса и споријег процеса вакцинације (достизање преткризног нивоа економске активности у зони евра очекује се у Т1 2022). У земљама у успону раст би такође могао бити нешто спорији него што се

Графикон V.0.17. **Пројектовано кретање производног јаза** (у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

\* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.



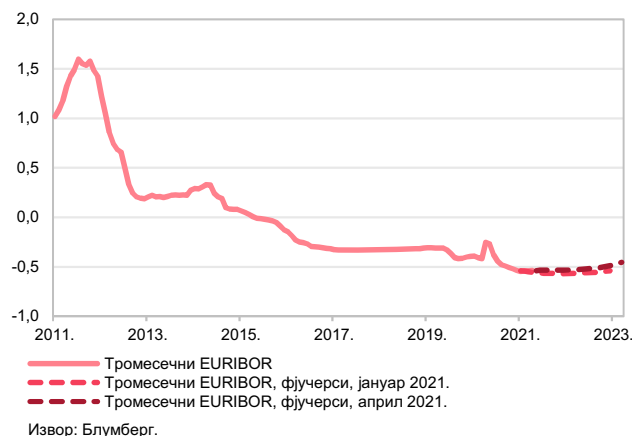
очекивало због ширења вируса у појединим земљама и генерално споријег процеса вакцинације.

У нашој пројекцији претпоставили смо раст зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, од 4,2% ове године, што је нешто мање него у претходној пројекцији (4,4%), али у наредној години очекујемо виши раст зоне евра (4,3%) него у претходној пројекцији (4,0%). Иако се процене производног јаз зоне евра Европске комисије и ММФ-а разликују, обе институције предвиђају да ће он бити негативан најмање до краја 2022. године. Очекујемо да се производни јаз зоне евра неће у пуној мери одразити на **производни јаз Србије**, због концентрације негативних ефеката пандемије пре свега у неразмјенивим секторима. Наш негативни производни јаз почеће постепено да се смањује у П2, чиме ће дезинфлаторни утицај тражње на инфлацију постепено слабити. Процењујемо да ће производни јаз крајем ове године износити око  $-1,4\%$  и да ће се, са опоравком домаће тражње и постепеним растом екстерне тражње, смањити на око  $-0,8\%$  крајем наредне године. Опоравак домаће тражње биће подржан додатним пакетом мера фискалне политике, као и експанзивном монетарном политиком и очекиваним задржавањем повољних услова финансирања привреде и грађана.

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 јуна 2025. године (пре три месеца се очекивало до краја 2026. године).

Бржи опоравак економске активности него што се очекивало још увек није довољан 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 се осигурао што бржи опоравак од прошлогодишње рецесије, што подгрева очекивања тржишта да ће оне бити спремне да прихвате и већи раст инфлације. С друге стране, централне банке оцењују да су фактори који стоје иза виших стопа инфлације почетком ове године привременог карактера и да ће се спровођење експанзивних монетарних политика наставити.

Графикон V.0.18. Очекивани тромесечни *EURIBOR* (на годишњем нивоу, у %)



Графикон V.0.19. Претпоставка о инфлацији у зони евра (мг. раст, у %)



Графикон V.0.20. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Инфлација би требало да буде нешто виша у САД због снажне фискалне потрошње и изузетно експанзивне монетарне политике у условима убрзаног опоравка економске активности. У **зони евра очекује се нешто виша инфлација** него пре три месеца (1,5% у 2021. и 1,2% у 2022) због дејства привремених фактора у овој години (пре свега виших цена енергената, враћања стопе ПДВ-а у Немачкој, промене у пондерима за обрачун инфлације, базног ефекта) и нешто бржег привредног опоравка у наредној. Због застоја у ланцима снабдевања и раста цена примарних производа, произвођачи у зони евра очекују раст својих продајних цена у наредним месецима. Ипак, аналитичари оцењују да је раст зарада и даље скроман, да постепено слабе ефекти фискалних мера и да су изгледи за привредни раст мањи него у САД, па евентуално прегревање економије зоне евра још увек није на видiku. 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, очекујемо ове године благо више **инфлаторне притиске по основу увозних цена изражених у динарима**, при чему ће то повећање бити привремено и од следеће године могу се поново очекивати релативно ниски инфлаторни притисци по овом основу до краја периода пројекције.

Готово све **цене примарних производа на светском тржишту** опорављају се од средине прошле године. Уз настављен раст почетком ове године, око четири петине цена ових производа било је крајем Т1 2021. изнад нивоа пре пандемије. Раст цена примарних производа подстакнут је глобалним опоравком након прошлогодишње рецесије, побољшаним изгледима за даљи раст и специфичним факторима на страни понуде, пре свега нафте, бакра и појединих пољопривредних производа.

**Светска цена нафте** се од прошлогодишњег колапса опоравила брже него што се очекивало, те се вратила на преткризни ниво. Знатан раст цене нафте на светском тржишту остварен је упркос нижој тражњи за око 5% у односу на ниво из 2019, великим делом због смањења производње земаља *OPEC+* у већој мери него што је то очекивало тржиште. Због раста светске цене нафте, наше претпоставке у погледу нивоа ових цена за ову и наредну годину кориговане су навише у односу на пројекцију од пре три месеца. Ипак, не очекујемо да ће светска цена нафте знатније расти изнад текућег нивоа. У складу с нафтним фјучерсима, у новој пројекцији претпоставили смо да ће светска цена нафте бити на нивоу од 63 долара по

Графикон V.0.21. Кретање светске цене нафте типа брент од почетка 2020. (USD/барел)



барелу у децембру 2021, а затим 60 долара по барелу у децембру 2022. године. У складу с тим, након очекиваног раста нафтних деривата током Т2, не би требало да буде знатнијих корекција њихових цена на домаћем тржишту у наредном периоду.

Када су у питању **цене метала**, очекује се да оне буду за 30% више у овој у односу на прошлу годину због снажног раста тражње, након чега би требало да се смање за око 7% 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 стабилизују. У пројекцији ових цена користили смо податке о фјучерсима на светским берзама. Према тим подацима, кориговали смо навише претпоставку о расту тих цена за ову годину (на 12,7% мг. у Т4 у поређењу са 1,6% у претходној пројекцији), а наниже за наредну годину (на -9,0% мг. у Т4 у поређењу са -5,9%). У складу с тим, **очекујемо да ће се и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту,**<sup>21</sup> 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 релативно стабилна до краја периода пројекције.**

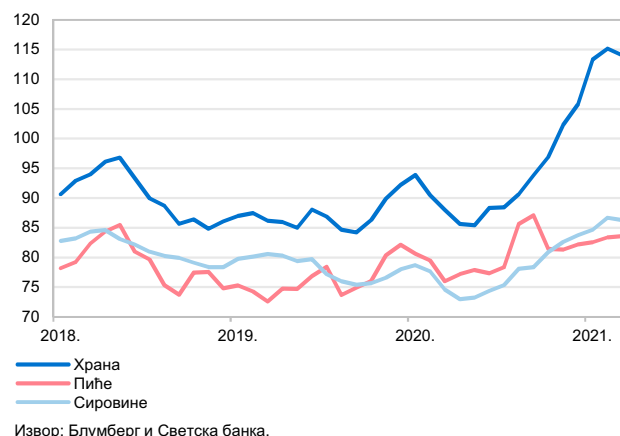
У средњем року, **кључни ризици пројекције и даље потичу из међународног окружења**, а односе се пре свега на брзину опоравка глобалне трговине и привредног раста, нарочито раста зоне евра, и светских цена примарних производа, као и на токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције делом се односе и на нову пољопривредну сезону, брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Када је реч о **брзини глобалног привредног опоравка, а тиме и темпа опоравка наше екстерне тражње**, треба имати у виду да би он могао бити бржи од очекиваног ако процес вакцинације буде брз, распрострањен и делотворан против нових сојева вируса, као и уколико снажан раст у САД испољи

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



Графикон V.0.23. Индекси цена пољопривредних производа на светском тржишту (USD индекси, 2010 = 100)

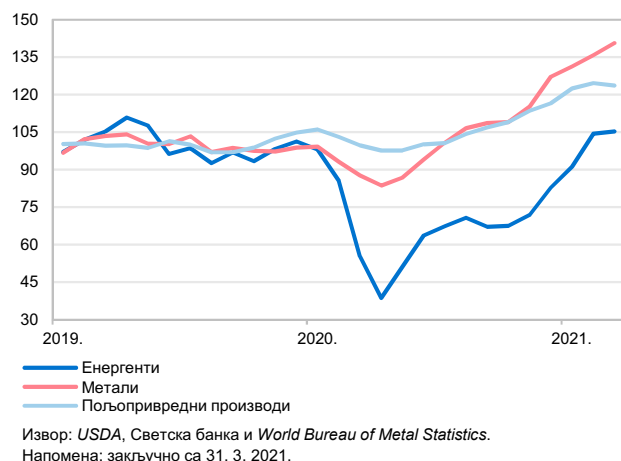


Графикон V.0.24. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа\* (Т4 2013 = 100)



<sup>21</sup> Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

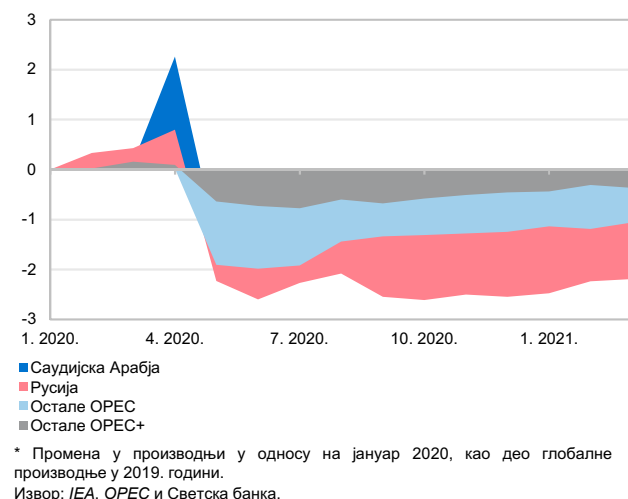
Графикон V.0.25. Индекси цена примарних производа на светском тржишту (2019 = 100)



знатније стимулативне ефекте на светску привреду. Висок степен имунизације средином године можда би могао достићи већи број земаља и да се забринутост смањи брже него што се очекује, па би раст потрошње био снажнији, поготово ако становништво активира штедњу коју је акумулирало током прошле године. Реализација таквог сценарија могла би да делује инфлаторно на глобалном нивоу с обзиром на и даље присутна ограничења на страни понуде и поремећаје у ланцима снабдевања. С друге стране, спорија вакцинација, праћена ширењем вируса у великим економијама, као што је тренутно случај са Индијом, као и појавом нових сојева, могла би да продужи период неизвесности и уздржавања од потрошње, што би се могло одразити на спорији привредни раст од очекиваног. Стога процењујемо да су ризици по основу глобалног раста и раста зоне евра у наредном периоду симетрични.

Изгледи за опоравак глобалног привредног раста у највећој мери ће одредити и кретања на међународном робном тржишту, а пре свега кретање **цене нафте и других примарних производа**. На страни тражње, постоје ризици да би бржи глобални раст додатно повећао тражњу за примарним производима, и обратно. У средњем и дугом року треба имати у виду да ће раст тражње за нафтом ограничити све већа оријентација ка обновљивим изворима енергије.

Графикон V.0.26. Промена производње нафте земаља чланица OPEC+ (% глобалне производње\*)



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** у наредном периоду у односу на текући ниво, померања су могућа у оба смера. Евентуално кршење споразума земаља OPEC+ о ограничавању производње и изненадни раст глобалне понуде могли би да резултирају нижом ценом нафте од очекиване. Такође, договор земаља OPEC+ из априла о постепеном смањењу ограничавања производње у наредним месецима остаје на снази без обзира на дешавања у Индији, што би могло да повећа понуду у већој мери од повећања тражње. Додатни ризик односи се на реакцију произвођача у САД на вишу светску цену нафте, па би бржи опоравак производње нафте у САД вршио притисак у правцу пада цене (САД су у 2019. биле нето извознице нафте, први пут од 1973). С друге стране, као што је једнострано смањење производње од стране Саудијске Арабије неочекивано смањило глобалну понуду и одразило се на раст цена почетком ове године, такве епизоде могу се очекивати и у наредном периоду, па су померања цене нафте могућа у оба смера.

Ризици за **цене метала на светском тржишту** односе се пре свега на стимулативне мере економске политике у Кини и САД. Евентуално превремено повлачење стимулативних мера у Кини садржи знатне ризике за тражњу, док у супротном смеру делује реализација предложене инфраструктурне потрошње у САД, која би могла имати веће ефекте од очекиваних на раст тражње за појединим металима, пре свега алуминијумом, бакром и рудом гвожђа.

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 инпутима 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. С једне стране, постоји могућност повремених поремећаја у понуди појединих производа и у наредном периоду, у условима даљег раста тражње, као што је то случај с кукурузом почетком ове године, који је довео до раста његове цене на највиши ниво од 2013. године. С друге стране, процењује се да је тржиште примарних пољопривредних производа генерално добро снабдевано, а нова пољопривредна сезона могла би повећати понуду више него што се очекује и утицати на умеренији раст ових цена од претпостављених. Имајући у виду неизвесност у погледу кретања светских цена примарних производа, процењујемо да су ризици пројекције по том основу симетрични.

Бољи изгледи за раст светске привреде ублажили су **неизвесност на међународном финансијском тржишту**. Ипак, недавни раст дугорочних каматних стопа у САД покренуо је поновно одређивање цена глобалних приноса на обвезнице и, отуда, повећање приноса на десетогодишње државне обвезнице земаља у успону. Иако су финансијски услови за земље у успону и даље повољни, постоји могућност да глобалне дугорочне каматне стопе наставе да расту, па би се финансијски услови за земље у успону могли знатније заострити. С друге стране, земље у успону, укључујући Србију, могле би имати користи од и даље веома ниских референтних каматних стопа у развијеним земљама. Имајући то у виду, процењујемо да су ризици пројекције инфлације по том основу симетрични.

Ризик пројекције представља и **карактер овогодишње пољопривредне сезоне**, за коју смо претпоставили да ће бити на нивоу дугорочног просека, након претходне натпросечне сезоне. По

овом основу могућа су одступања у оба смера, пре свега код цена поврћа, воћа и меса, па у овом тренутку ценимо да су ови ризици симетрични.

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину опоравка домаће тражње**. Евентуално погоршање епидемиолошке ситуације могло би да успори опоравак економске активности, као и да има одложено дејство на тржиште рада. С друге стране, сачувани производни капацитети, 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, нови пакет фискалних мера подршке привреди и становништву за ову годину, од 4,3% БДП-а, могао би да у већој мери подстакне домаћу тражњу него што се очекује. Поред тога, даљи раст капиталних издатака државе могао би бити већи од очекиваног, као што је то био

Табела V.0.5. Кључни ризици пројекције инфлације

Ризик	Могући канали утицаја на инфлацију у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
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.	↕
Цене воћа и поврћа (Србија нето извозник)	Одступања директно утичу на инфлацију и могућа су у оба смера, с обзиром на то да се ради о најволатилнијој компоненти инфлације.	↕
Темпо опоравка зоне евра	– Спорији опоравак зоне евра утиче на успоравање раста екстерне тражње, мањи извоз Србије, већу понуду на домаћем тржишту и тиме има дезинфлаторне ефекте, и обрнуто; – Спорији/бржи опоравак зоне евра утиче на успоравање/убрзавање раста инфлације у зони евра и тиме, у условима релативно стабилног девизног курса, на дезинфлаторне/инфлаторне притиске код нас по основу увозних цена; – Спорији опоравак зоне евра утиче на већу експанзивност монетарне политике ЕЦБ, што води нижим каматним стопама на кредите у еврима, а затим, преко раста кредита и расположивог дохотка, и расту тражње и инфлаторним притисцима, и обрнуто.	↕
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. Поред тога, даљи раст капиталних издатака државе могао би да буде већи од очекиваног, а тиме и његов утицај на тражњу и инфлаторне притиске.	↕
Регулисане цене	Нижи/виши раст регулисаних цена доприноси нижој/вишој инфлацији.	↕

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

случај у претходне две године, што би такође допринело бржем опоравку економске активности. Имајући наведено у виду, ценимо да су ризици пројекције инфлације по основу домаће тражње симетрични.

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

Оцењујемо да су **ризиви у погледу остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, симетрични до краја периода пројекције.**

Приоритет монетарне политике и у наредном периоду биће одржавање ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што бржем расту наше привреде, даљем расту запослености и јачању 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.

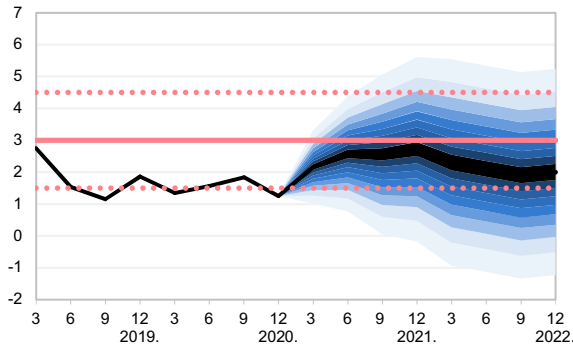
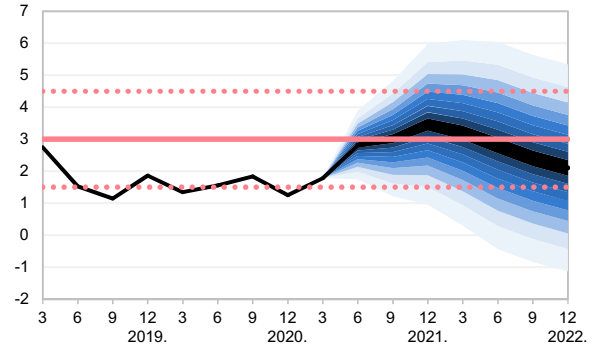
## **Поређење актуелне с претходном пројекцијом**

Под утицајем привремених фактора, нова средњорочна пројекција инфлације на нешто је вишем нивоу у поређењу с фебруарском пројекцијом, с тим да се и она креће у границама циља до краја периода пројекције. Главни разлог нешто више нове пројектоване инфлације јесте привремен виши раст светских цена примарних производа него што смо очекивали пре три месеца, пре свега нафте и примарних пољопривредних производа.

Због вишег раста цена нафте на светском тржишту од очекиваног пре три месеца, у нашој новој пројекцији очекујемо више **цене нафтних деривата** и, у складу с тим, њихов већи допринос инфлацији у наредној години дана. С обзиром на то да смо, према текућем кретању фјучерса, претпоставили да светске цене нафте неће знатније порастати у односу на текући ниво, допринос цена нафтних деривата у највећем делу 2022. године сличан је као у фебруарској пројекцији.

Такође, у новој пројекцији полазимо од вишег раста светских **цена примарних пољопривредних**

Графикон V.0.27. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

**Фебруарска пројекција**  
(мг. стопе, у %)**Мајска пројекција**  
(мг. стопе, у %)

Извор: НБС.

**производа** од очекиваног пре три месеца, за који претпостављамо да ће се у извесној мери одразити на **цене хране (без воћа и поврћа)** на домаћем тржишту. У складу с тим, допринос цена хране инфлацији биће виши него што смо претпоставили у претходној пројекцији.

Када су у питању **цене воћа и поврћа**, изостанак њиховог сезонски уобичајеног раста почетком ове године, који смо претпоставили у фебруарској пројекцији, за резултат има ниску базу при обрачунању инфлације у Т1 наредне године, па ће тада њихов позитиван допринос инфлацији бити знатан. У осталом делу хоризонта пројекције нема већих разлика у односу на нашу пројекцију пре три месеца.

Слично као у фебруарској пројекцији, код **цена непрехрамбених производа и услуга** очекујемо да ће оне умерено расти, у складу с постепеним опоравком тражње, а крајем периода пројекције очекујемо благо убрзање раста ових цена, у складу с додатним убрзањем домаће тражње.

Ни код **регулисаних цена** нема већих одступања у односу на претходну пројекцију. Након нешто вишег раста у овој години, раст **регулисаних цена** у наредне две године требало би да буде око 4%, што је наша претпоставка и из претходних пројекција.

### Остварење пројекције инфлације од пре годину дана

Израду наше пројекције инфлације из маја 2020. доминантно је определио утицај пандемије на понуду и тражњу, који се готово истовремено испољио у свим земљама света. Тада смо процењивали да ће преко смањења тражње утицај пандемије бити дезинфлаторан, а преко ниже понуде да ће њен утицај



бити инфлаторан. Имали смо у виду да ће појединачно најснажнији дезинфлаторни фактор 2020. године бити светска цена нафте, која је оштро смањена због изразите неравнотеже између прекомерне понуде и драстично смањене тражње. Такође, очекивали смо извесне промене у односима цена, јер су и промене у понуди и тражњи због пандемије биле знатно различите по секторима. Најизраженији је био пад тражње за угоститељским, туристичким и транспортним услугама, па смо код њих очекивали нешто израженије дезинфлаторне притиске. Приликом израде пројекције 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, као и на тржиште рада.

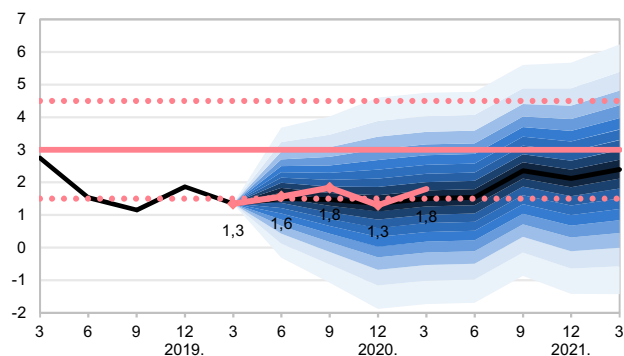
Инфлација се у протеклој години дана кретала у складу с пројекцијом коју смо израдили и објавили у Извештају о инфлацији – мај 2020, што доприноси јачању поверења у Народну банку Србије и усидрености инфлационих очекивања.

Пре годину дана предвиђали смо да ће се м.г. инфлација средином 2020. године вратити у границе циља, чему ће допринети ишчезавање базног ефекта код цена поврћа, а да ће се затим до краја године кретати око доње границе циља због ниских увозних цена, а посебно ниже светске цене нафте, као и због ниже агрегатне тражње. С јачањем економске активности и опоравком тражње, очекивали смо да ће се м.г. инфлација током 2021. године постепено приближити централној вредности циља, али да ће остати испод ње до краја периода пројекције.

Незнатна одступања инфлације од наше пројекције из маја прошле године (за по 0,3 п.п.) забележена су само у Т3 2020. и у Т1 2021, у највећој мери због светских цена нафте, које су се опоравиле брже и у већој мери него што смо то очекивали у мају 2020. Као последица тога, негативан допринос цена нафтних деривата инфлацији у Т3 прошле године био је мањи од очекиваног, а у Т1 ове године прешао је у позитивну зону нешто раније него што смо очекивали.

Графикон V.0.28. Остварење пројекције инфлације из маја 2020.

(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела А  
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	I 2021.
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>																	
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	6,6
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	242,8	
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	30,5
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	5,8	
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	12,1	
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>																	
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	
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	12,0	
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	152,4	132,2	126,0	121,0	138,8	
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ИСПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>																	
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	141,5
Девизне резерве / примарни новцац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	177,0
<b>СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП</b>																	
	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	112,4
<b>МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)</b>																	
БДП <sup>1)</sup>	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	11.433
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.813	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.696	
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
Краткорочни дуг <sup>2)</sup>	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.616	
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	159
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)</b>																	
	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
<b>S&amp;P</b>	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB	BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	
<b>Fitch</b>	BB-			BB-		BB-		BB-		B+	B+	BB-	BB		BB+		
	/стабилан			/негативан		/стабилан		/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/стабилан		
<b>Moody's</b>									B1			B1	Ba3		Ba3		Ba2
									/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван		/стабилан

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви и 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

<sup>1)</sup> Према методологији ESA 2010. Податак за 2020. добијен као збир тромесечја према подацима РЗС-а. Податак за Т1 2021. је процена НБС.

<sup>2)</sup> По оригиналној рочности.

Напомене:

- РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- 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.
- 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. дати су према специјалном систему трговине.
- 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.
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	1,2
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
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
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	6.187
- 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	11,5
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	6.662
- 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	-2,9
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	159
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	1,4
Незапосленост по Анкети (у %)⁴)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2	17,7	15,3	13,5	12,7	10,4	9,0	
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	533,2
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
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁹)	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
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁹)	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,8	57,9	53,7	52,0	57,4	55,7
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
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
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,58
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра)⁵)	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	11.433

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за 2020. израчунат на основу збира тромесечја, на основу података РЗС-а. Податак за Т1 2021. прелиминарна је оцена РЗС-а.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6)*. 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 дат је 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 Т1 2021. процена је НБС.

⁶) Нова методологија *Анкете о радној снази* од 2014. 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 прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т1 2021. просек је два месеца.

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

Напомене:

1. РЗС је извршио ревизију података 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. 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.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	11
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	12
III.0.4.	Доприноси мг. стопи раста произвођачких цена	16
III.0.5.	Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	16
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	17
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	17
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	17
III.0.9.	Очекивана инфлација за три године унапред	18
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	21
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	22
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	22
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	23
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	27
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	27
IV.1.11.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
IV.1.12.	Кретање курса динара и евра према долару	28
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	28
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	29
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	30
IV.2.3.	Брзина оптицаја новца	30
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	31
IV.2.5.	Структура новоодобренних кредита привреди, по величини предузећа	31
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	32
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	32
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	33
IV.2.9.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	34
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	38
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	38
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	39
IV.3.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	40
IV.3.5.	Кретање главних компонената увоза	40
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	46
IV.4.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	46
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	47
IV.4.4.	Показатељи активности сектора услуга	47
IV.5.1.	Просечна номинална нето зарада	48
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	48
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	49
IV.5.4.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	49
IV.5.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	50
IV.5.6.	Додатни показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	50
IV.6.1.	Водећи <i>PMI</i> индекси глобалне економске активности и производног сектора	51
IV.6.2.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	51

IV.6.3.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности и запослености зоне евра	52
IV.6.4.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	52
IV.6.5.	Доприноси стопи раста БДП-а на годишњем нивоу у САД	53
IV.6.6.	Водећи економски показатељи у САД	54
IV.6.7.	Кретања на тржишту рада у САД	54
IV.6.8.	Мг. стопе раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе	54
IV.6.9.	Водећи показатељи активности у секторима производње и услуга у Кини	55
IV.6.10.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	55
IV.6.11.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	56
IV.6.12.	Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан	57
IV.6.13.	Кретање референтних стопа по земљама	57
IV.6.14.	Инфлација и циљ по земљама у марту 2021.	58
IV.6.15.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	59
IV.6.16.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	59
IV.6.17.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	60
IV.6.18.	Кретање цена нафте и бакра	60
IV.6.19.	Индекс цена примарних производа	61
IV.6.20.	Индекс светских цена хране	62
V.0.1.	Покретљивост становништва у Србији у зависности од мера државе и кретања епидемије	67
V.0.2.	Пројекција раста БДП-а	68
V.0.3.	Пројекције глобалног реалног привредног раста ММФ-а за 2021. и 2022.	68
V.0.4.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2021. и 2022.	69
V.0.5.	Показатељ екстерне тражње	70
V.0.6.	Реални раст извоза и увоза	70
V.0.7.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	70
V.0.8.	Број потпуно вакцинисаних – 30. 4. 2021.	71
V.0.9.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	71
V.0.10.	Јавни дуг опште државе	71
V.0.11.	Доприноси реалном расту БДП-а	72
V.0.12.	Кретање инвестиција у основне фондове	72
V.0.13.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	73
V.0.14.	Краткорочна пројекција инфлације	77
V.0.15.	Пројекција инфлације	78
V.0.16.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	78
V.0.17.	Пројектовано кретање производног јаза	80
V.0.18.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	81
V.0.19.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	81
V.0.20.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	82
V.0.21.	Кретање светске цене нафте типа брент од почетка 2020.	82
V.0.22.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	83
V.0.23.	Индекси цена пољопривредних производа на светском тржишту	83
V.0.24.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	83
V.0.25.	Индекси цена примарних производа на светском тржишту	84
V.0.26.	Промена производње нафте земаља чланица <i>OPEC+</i>	84
V.0.27.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	88
V.0.28.	Остварење пројекције инфлације из маја 2020.	89

## Табеле

II.1.	Одговор Народне банке Србије на <i>COVID-19</i>	10
III.0.1.	Раст и доприноси компонентата расту потрошачких цена у Т1 2021.	12
III.0.2.	Пондери ИПЦ-а по групама	12
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	23
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	38
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	39

IV.4.1.	Доприноси међугодишњем расту БДП-а	46
IV.5.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	49
IV.6.1.	Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	56
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2021. и 2022. ММФ-а	69
V.0.2.	Процена привредног раста по земљама	69
V.0.3.	Кључни ризици пројекције БДП-а	76
V.0.4.	Најважније претпоставке пројекције	79
V.0.5.	Кључни ризици пројекције инфлације	86
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије		90
Табела Б. Основни макроекономски показатељи		91

### Графикони у освртима

O.1.1.	Допринос воћа и поврћа мг. инфлацији	13
O.1.2.	Утицај понуде воћа на цене	13
O.1.3.	Утицај понуде поврћа на цене	13
O.1.4.	Кумулативни раст цена воћа, у периоду јануар–децембар	14
O.1.5.	Кумулативни раст цена поврћа, у периоду јануар–децембар	14
O.1.6.	Тромесечни раст цена воћа и поврћа у Т1 2020. и Т1 2021.	14
O.2.1.	Број банкрота	24
O.2.2.	Број смањења кредитног рејтинга	24
O.2.3.	Број смањења и повећања кредитног рејтинга земаља	25
O.2.4.	Учешће земаља којима је смањен рејтинг у укупном броју земаља којима се одређује рејтинг	26
O.3.1.	Декомпозиција <i>FCI</i> , 13 варијабли, период Т4 2010 – Т4 2020.	36
O.3.2.	Декомпозиција <i>FCI</i> , 14 варијабли, период Т1 2014 – Т4 2020.	36
O.3.3.	Кретање <i>FCI</i> и БДП-а	37
O.4.1.	Светска робна размена у 2020.	41
O.4.2.	Доприноси мг. стопи раста робног извоза Србије у 2020. и Т1 2021.	41
O.4.3.	СДИ у прерађивачкој индустрији по гранама	43
O.4.4.	Динамика извоза ауто–компонената из Србије, производње аутомобила у Немачкој и броја регистрованих путничких аутомобила у ЕУ	43
O.4.5.	Извоз Србије према најзначајнијим регионима	43
O.4.6.	Робни извоз Србије, 10 најзначајнијих земаља у 2020.	44
O.4.7.	Најзначајније смањење и повећање робног извоза Србије у 2020. по земљама	44
O.4.8.	Доприноси мг. стопи раста извоза услуга у 2020.	44
O.4.9.	Извоз прерађивачке индустрије по гранама	45
O.5.1.	Изгледи кретања цене нафте	63
O.5.2.	Индекси цена метала	63
O.5.3.	Допринос промени дефицита робе и услуга	64
O.5.4.	Доприноси компонентата инфлације укупној мг. инфлацији	65

### Табела у осврту

O.3.1.	Коришћене варијабле у обрачуна <i>FCI</i>	35
--------	---	----

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

**2020. година**

<b>Датум</b>	<b>Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)</b>	<b>Промена (у базним поенима)</b>
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**

<b>Датум</b>	<b>Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)</b>	<b>Промена (у базним поенима)</b>
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		
8. јул		
12. август		
9. септембар		
7. октобар		
9. новембар		
9. децембар		



## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 3. 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 имао је пре свега у виду да и даље подстицајно делују претходно донете мере монетарне и фискалне политике, као и да је најављен трећи пакет фискалних мера. То значи да ће координисане мере монетарне и фискалне политике наставити повољно да делују на услове финансирања привреде и грађана и раст њиховог расположивог дохотка.

Извршни одбор је истакао да пад економске активности на нивоу године износи 1%, што је у потпуности у складу с пројекцијом коју је у последњих неколико месеци истицала Народна банка Србије. Наиме, према подацима Републичког завода за статистику, стопа раста бруто домаћег производа у четвртном тромесечју износила је -1,1% међугодишње и овај податак је ревидиран навише у односу на иницијални (-1,3%), што указује на то да је домаћа економија показала знатну отпорност и поред погоршања епидемиолошке ситуације од октобра. Пад економске активности на нивоу године мањи је од претходно процењеног и износи 1%. Доступни месечни показатељи, а пре свега индустријска производња и промет у трговини на мало, који су у јануару забележили међугодишњи раст од 2,5% и 3,2%, респективно, указују на то да је опоравак економске активности настављен и на почетку ове године. Снажна подршка Народне банке Србије и Владе нашим предузећима и грађанима, уз једну од најуспешнијих стратегија вакцинације у свету коју спроводи Република Србија, обезбедиће достизање преткризног нивоа економске активности у другом тромесечју ове године. Индустријска производња, промет у трговини на мало и извоз већ су достигли преткризни ниво, а с даљим напретком у процесу вакцинације Извршни одбор очекује да ће се активност и у осталим услужним секторима потпуно опоравити. Опоравак домаће тражње биће подстакнут ове године и најављеним трећим фискалним пакетом мера помоћи привреди и грађанима од око 2 милијарде евра, што ће убрзати економски опоравак у наредном периоду. Поред тога, Извршни одбор очекује наставак релативно снажног прилива страних директних инвестиција у Србију, претежно у разменљиве секторе, што, уз очекиван опоравак екстерне тражње, треба да допринесе двоцифреном расту извоза ове године.

Народна банка Србије наставља да осму годину заредом, и у условима пандемије, испуњава свој основни циљ – обезбеђење ниске и стабилне инфлације. У јануару је међугодишња инфлација износила 1,1% и била је нижа од очекиване због мањег раста цена поврћа од сезонски уобичајеног, док је у правцу раста инфлације очекивано деловало поскупљење електричне енергије и нафтних деривата по основу више светске цене нафте. Базна инфлација, тј. инфлација по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, наставила је стабилно кретање и у јануару је била на истом нивоу као у децембру (2,1% међугодишње). Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду бити ниска и стабилна, у доњој половини циљаног распона. Важан фактор ниске и стабилне инфлације била је и остала обезбеђена релативна стабилност девизног курса, као и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, која потврђују кредибилитет монетарне политике.

Стање глобалне економије и изгледи за њен раст и даље су под утицајем пандемије и мера које се предузимају за њено ограничавање. Ипак, упркос погоршању епидемиолошке ситуације код наших главних трговинских партнера током зиме, економски утицај пандемије био је знатно блажи него што је био на њеном почетку – пад активности у услужним секторима ублажен је солидним резултатима индустријске производње. С напретком у процесу вакцинације и очекиваним постепеним ублажавањем рестриктивних мера, Извршни одбор очекује покретање снажнијег опоравка економске активности наших главних трговинских партнера и позитиван утицај на извоз наше привреде. Брзина опоравка светске привреде опредељиваће и кретања на међународном финансијском и робном тржишту и токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији, због чега је неопходна опрезност у вођењу монетарне политике. Поред тога, Извршни одбор је имао у виду и присутну неизвесност у погледу кретања светске цене нафте, која расте од новембра прошле године и сада достиже ниво пре пандемије. Такође, глобално посматрано, цене хране бележе раст од средине прошле године и достигле су највише нивое од 2014. године. То ће допринети да инфлација у међународном окружењу буде виша ове године у односу на претходну, коју је обележила изузетно ниска инфлација, па и дефлација у неким земљама због смањене тражње у условима пандемије.

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 13. априла.

#### Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 4. 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 мера монетарне и фискалне политике могу очекивати и у наредном периоду, као и да је најављен трећи пакет мера помоћи привреди и грађанима. То значи да ће мере монетарне и фискалне политике наставити повољно да делују на услове финансирања привреде и грађана и раст њиховог расположивог дохотка.

Извршни одбор је истакао да су резултати домаће привреде од почетка године повољни и у условима глобално погоршане епидемиолошке ситуације и поопштрених здравствених мера, на шта указују расположиви месечни показатељи активности, спољне трговине и с тржишта рада. Посебно се истиче раст производње у прерађивачкој индустрији, којем су допринели активирање нових производних капацитета захваљујући инвестицијама из претходног периода, предузете мере монетарне и фискалне политике, као и постепен опоравак екстерне тражње. Поред пољопривреде, прерађивачка индустрија води даљи раст нашег извоза, који је остао географски и производно распрострањен као резултат снажног прилива страних директних инвестиција у Србију у претходним годинама, претежно у разменљиве секторе. Промет у трговини на мало од маја прошле године бележи позитивне трендове, а са успешним наставком спровођења процеса вакцинације, опоравак се очекује и у осталим услужним секторима, који су још увек у великој мери погођени актуелном пандемијом. То би већ у наредним месецима требало да резултира достизањем преткризног нивоа бруто домаћег производа, а затим наставком његовог убрзаног раста, чему ће допринети и нови најављен пакет мера економске помоћи.

Народна банка Србије наставља да осму годину заредом, и у условима пандемије, испуњава свој основни циљ – обезбеђење ниске и стабилне инфлације. У складу са очекивањима Народне банке Србије, инфлација се у марту вратила у границе циља и износила је 1,8% међугодишње. Исто толико је износила и базна инфлација, која се није мењала у односу на фебруар. Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду бити ниска и стабилна, у оквиру доње половине циљаног распона. Важан фактор ниске и стабилне инфлације била је и остала обезбеђена релативна стабилност девизног курса, као и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, која потврђују кредибилитет монетарне политике.

Извршни одбор је имао у виду да су стање глобалне економије и изгледи за њен раст и даље под утицајем пандемије, али да охрабрује чињеница да се пројекције ревидирају навише. Међународни монетарни фонд је почетком априла, по други пут од почетка године, повећао пројекцију раста светске привреде, очекујући ефекте додатних фискалних мера које предузимају највеће економије света, као и подстицај који ће процес вакцинације дати глобалном расту у другој половини године. Очекује се и снажнији раст зоне евра, као и Немачке и Италије, наших најважнијих трговинских партнера, што ће се позитивно одразити на извоз наше привреде. Брзина опоравка светске привреде опредељиваће кретања на међународном финансијском тржишту и токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији, што повећава важност опрезног приступа у вођењу монетарне политике. Поред тога, опрезност је потребна и због неизвесности на светском робном тржишту, пре свега због узлазног тренда цена нафте, примарних пољопривредних производа и хране, који траје већ извесно време.

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 13. маја 2021.

**Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 5. 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 имао је у виду пре свега 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 усвојени трећи пакет мера помоћи привреди и грађанима од око 4,3% бруто домаћег производа ове године.

Извршни одбор је истакао да су резултати домаће привреде и почетком ове године изнад очекивања. Србија је преткризни ниво економске активности достигла пре многих светских економија – већ у првом тромесечју ове године, док су иницијалне процене биле да ће се то догодити у другом тромесечју ове године. Према процени Републичког завода за статистику, у првом тромесечју остварен је раст бруто домаћег производа од 1,2% међугодишње. Највећи позитиван допринос том расту, према оцени Народне банке Србије, дао је нето извоз. Као и претходних година, извоз је остао географски и производно распрострањен као резултат снажног прилива страних директних инвестиција у Србију, претежно у разменљиве секторе. Захваљујући очуваном инвестиционом и потрошачком поверењу и реализацији инфраструктурних пројеката, опоравак бележе и инвестиције у фиксне фондове и потрошња. Додатни импулс расту очекује се од трећег фискалног пакета помоћи привреди и грађанима и виших планираних капиталних расхода државе. Очекујемо да успешан наставак спровођења процеса вакцинације, као и опоравак у услужним делатностима, које су још увек погођене пандемијом, обезбеди да раст бруто домаћег производа буде 6%, што је изнад наших претходних пројекција захваљујући расту бруто домаћег производа у првом тромесечју.

Међугодишња инфлација је била на ниском нивоу у првом тромесечју (1,4% у просеку). Тада је изостао сезонски уобичајен раст цена поврћа, који је ипак надокнађен у априлу, што је утицало на раст међугодишње инфлације на 2,8%. Извршни одбор очекује нешто вишу стопу инфлације и у мају, при чему ће њен раст бити привремен и последица пре свега ниске базе из претходне године, првенствено код нафтних деривата, што је случај и у већини других земаља због прошлогодишњег колапса 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 остала обезбеђена релативна стабилност девизног курса, као и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, која потврђују 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 глобални раст услед погоршања епидемиолошке ситуације успорен у првом тромесечју текуће године, он је виши него што се претходно очекивало. То је у највећој мери резултат све бољег прилагођавања пословања предузећа и потрошње становништва условима примене здравствених мера и ограничене мобилности, као и додатних фискалних мера појединих земаља, пре свега Сједињених Америчких Држава. Бржи опоравак економске активности од очекиваног и убрзање инфлације за сада не доводе до ублажавања стимулативних мера већине централних банака у свету, јер се фактори који су изазвали више стопе инфлације почетком ове године оцењују као привремени. Бољи изгледи за раст светске привреде у извесној мери су ублажили неизвесност на међународном финансијском тржишту, а недавно повећање дугорочних каматних стопа у Сједињеним Америчким Државама за сада се није знатније одразило на финансијске услове за земље у успону, који су и даље повољни. Извршни одбор наглашава важност опрезног приступа у вођењу монетарне политике, пре свега због неизвесности на светском робном тржишту – узлазног тренда цена нафте, примарних пољопривредних производа и хране, који траје већ извесно време.

Извршни одбор истиче да ће приоритет монетарне политике и даље бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности, уз подршку што брже 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 мајски Извештај о инфлацији, који ће бити објављен 19. маја. Поред пројекције инфлације и бруто домаћег производа, Извештај о инфлацији садржи детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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





**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