

# НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

## Говор на презентацији Извештаја о инфлацији – август 2021.

---

Саво Јаковљевић, генерални директор Сектора  
за економска истраживања и статистику

Београд, 18. август 2021.

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

У наставку конференције представимо вам детаљније наше нове макроекономске пројекције, наше оцене актуелних макроекономских кретања, као и главне домаће и међународне факторе који на њих утичу.

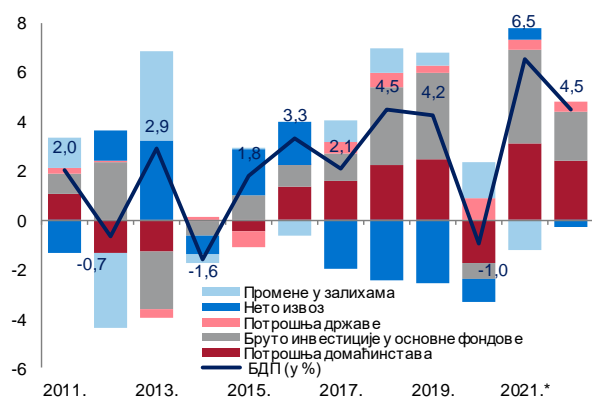
\* \* \*

Као што је у уводном обраћању гувернер Јоргованка Табаковић истакла, на основу повољних кретања у првих шест месеци и очекиваних кретања у кључним секторима привреде у другој половини године, ревидирали смо пројекцију реалног раста бруто домаћег производа у 2021. години са 6,0% на 6,5%. Притом, постоји могућност да тај раст буде и већи у случају већег прилива страних директних инвестиција и додатног убрзања државних инвестиција у инфраструктуру. Тиме бисмо се приближили резултату да током две године пандемије забележимо просечан годишњи привредни раст од 3%, што ће вероватно имати још ретко која земља у Европи. При томе, скрећемо пажњу на то да смо у оквиру наведене пројекције за треће и четврто тромесечје ове године укључили врло конзервативне претпоставке по питању раста. То подразумева да смо у пројекцији уважили претпоставку да ће током јесени доћи до још једног таласа повећања броја оболелих од вируса корона и у свету и код нас. Изостанак јачег таласа пандемије и осетлијих економских последица које би са собом тај талас носио такође би нам омогућио да остваримо раст већи од 6,5%.

Према нашој процени, више од половине овогодишњег привредног раста од 6,5% биће резултат раста фиксних инвестиција од око 17%, чиме ће фиксне инвестиције дати допринос расту бруто домаћег производа од 3,8 процентних поена.

Очекујемо да лична потрошња забележи раст од 4,5%, а позитиван допринос очекујемо и од нето извоза, односно очекујемо бржи раст извоза од увоза робе и услуга.

Графикон 1. Доприноси реалном расту БДП-а, расходна страна (у п.п.)



Извор: РЗСи НБС.

\* Процена НБС за 2021. и 2022.

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



Извор: РЗСи НБС.

\* Процена НБС за 2021. и 2022.

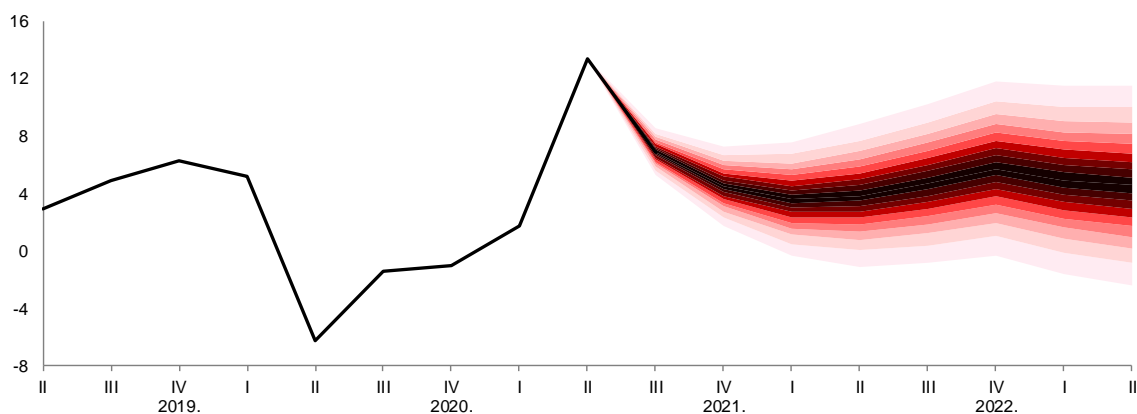
Једини негативан допринос имаће промене у залихама, услед очекиваног постепеног смањења залиха индустријских производа и због пољопривредне сезоне, за коју претпостављамо да ће бити нешто слабија од прошлогодишње. Осим високог раста грађевинарства, посматрано с

**производне стране**, ове године очекујемо потпуни опоравак активности и у већини услужних сектора и наставак раста прерађивачке индустрије. Опоравку услужних сектора допринеће раст потрошње услед поправљања епидемиолошке ситуације и раста расположивог дохотка – у прилог овим очекивањима иду и повољна кретања на тржишту рада, као и раст зарада у приватном сектору. Расту индустријске производње са стране понуде допринеће активирање нових и проширење постојећих капацитета и постепено отклањање уских грла у глобалним ланцима производње, а са стране тражње очекивано убрзање привредног раста наших главних спољнотрговинских партнера и раст апсорпције домаћег тржишта.

Када је реч о привредном расту у средњем року, узимајући у обзир најављене инфраструктурне пројекте у железничкој, путној, енергетској и комуналној инфраструктури и њихове директне и индиректне ефекте на бруто домаћи производ, проценили смо да су се стекли услови да први пут ревидирамо навише и пројекцију раста бруто домаћег производа у средњем року – са 4,0%, колико је раније износила, на распон од 4% до 5%. Детаље везане за нову пројекцију бруто домаћег производа и утицај грађевинарства на привредни раст и остале макроекономске показатеље можете видети у посебном осврту који смо припремили у оквиру овог извештаја. Оно што је кључно, очекујемо да учешће грађевинарства у бруто домаћем производу следеће године достигне ниво од око 7%, а да се онда у дужем периоду задржи на високом нивоу, док би учешће фиксних инвестиција требало да достигне и премаши ниво од 26% бруто домаћег производа.

Према нашој процени, раст инвестиција у инфраструктуру позитивно ће утицати и на остале сегменте грађевинарства, као и на остатак привреде – пре свега на раст индустрије, трговине, саобраћаја, туризма и угоститељства, али и на секторе попут финансија и пословања некретнинама. Ризике пројекције бруто домаћег производа, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне, при чему неизвесност у кратком року и даље у највећој мери потиче од тока пандемије на глобалном нивоу и њеног утицаја на привредну активност. Такође, ризици су присутни и по основу даљег кретања цена примарних производа, цене метала, као и од трајања уских грла у производњи и транспорту, који су присутни у већој или мањој мери готово све време од почетка пандемије. Поред тога, брзина глобалног економског опоравка и карактер инфлаторних притисака опредељиваће и кретања на међународном финансијском тржишту, глобалне финансијске услове, а тиме и токове капитала према земљама у успону. Ризици из

Графикон 3. Пројекција раста БДП-а  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

домаћег окружења, према нашој оцени, благо су асиметрични навише, пре свега по основу могућег већег прилива страних директних инвестиција од очекиваног.

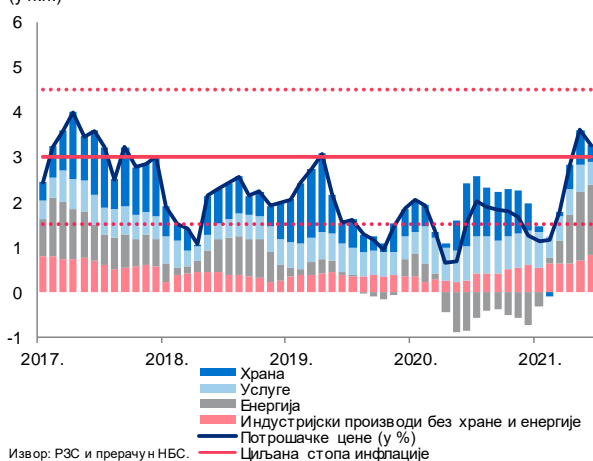
С друге стране, узимајући у обзир да ће виши ниво инвестиција и бржи раст бруто домаћег производа захтевати и значајан увоз опреме и репроматеријала, **ревидирали смо пројекцију текућег дефицита у средњем року – са 4,0% бруто домаћег производа, колико смо раније очекивали, на распон од 4% до 5% бруто домаћег производа. Текући дефицит ће и даље у целисти бити покривен нето приливом страних директних инвестиција.** У смеру поправљања екстерне позиције и надаље ће деловати раст извозних капацитета, уз високу производну и географску распрострањеност, као и очекивани глобални економски опоравак.

Када је реч о утицају привредног раста на инфлацију, **процењујемо да бржи раст бруто домаћег производа неће имати инфлаторан карактер**, имајући у виду да унапређење квалитета инфраструктуре повећава продуктивност економије. Поред тога, квалитет инфраструктуре има пресудан значај у стимулсању инвестиција приватног сектора и расту производних капацитета, захваљујући чему би ефекат тражње на инфлацију требало да остане непромењен. Унапређење квалитета инфраструктуре може да делује и у правцу ублажавања потенцијалних инфлаторних притисака, јер ће, врло извесно, утицати на смањење трошкова пословања привреде.

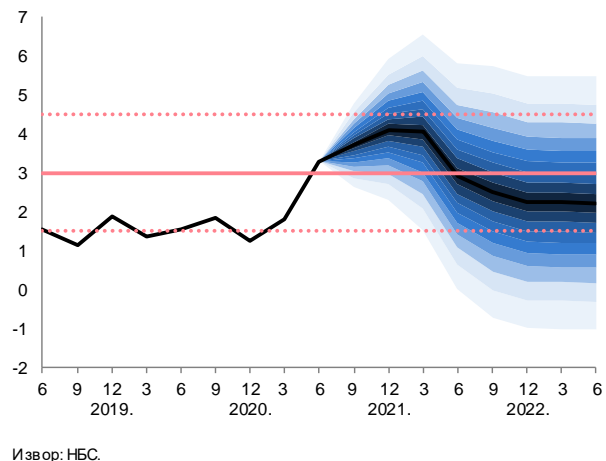
Након пројекције бруто домаћег производа, сада бих представио и неколико детаља из пројекције инфлације, која је ових дана и једна од најактуелнијих тема.

Међугодишња инфлација се, након кретања на нивоу од око 1% у прва два месеца, у марту вратила у границе циља. Након тога инфлација се кретала око централне вредности циља (у јуну и јулу је износила 3,3% међугодишње), што је било у складу с нашим очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији. Виши ниво инфлације у односу на почетак године доминантно је последица ниске базе из истог периода прошле године, пре свега код цена нафтних деривата. Поред тога, раст светских цена нафте и других примарних производа претходних месеци за последицу је имао и више трошковне притиске на светском и домаћем тржишту, пре свега у производњи хране и енергената. Детаље везане за утицај базног ефекта на инфлацију, као и светских цена примарних производа преко произвођачких цена, можете видети у посебном осврту који смо припремили у овом издању извештаја. С друге стране, и поред снажног

Графикон 4. Доприноси м.г. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Графикон 5. Пројекција инфлације (м.г. стопе, у %)



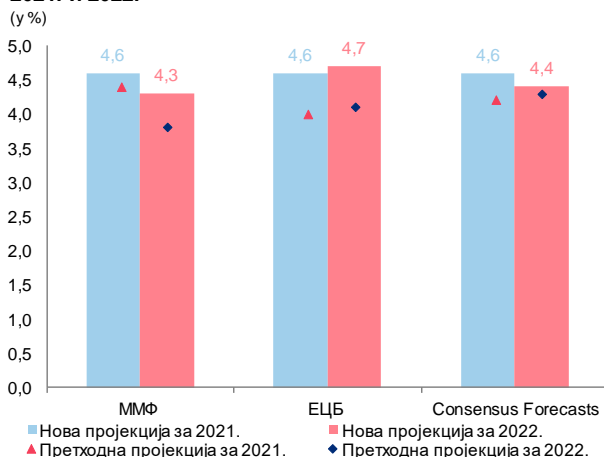
привредног раста, већи инфлаторни притисци по основу фактора на страни тражње који би били трајнијег карактера су изостали.

Када је реч о инфлацији у наредном периоду, према нашој пројекцији, она ће још неко време остати у горњој половини инфлационог циља од  $3 \pm 1,5\%$ . Са ишчезавањем ефекта овогодишњег раста светских цена примарних производа и трошковних притисака у производњи и транспорту, од другог тромесечја 2022. очекујемо да инфлација постепено успори ка централној вредности циља од 3%, а затим и да се у другој половини 2022. године креће у доњој половини инфлационог циља до краја периода пројекције.

Да је реч о привременим инфлаторним притисцима, што је став и водећих централних банака у свету, говори и то што међугодишња базна инфлација у Србији и даље износи око 2%. Наше пројекције показују да би требало да базна инфлација настави да се креће око нивоа од 2% и у наредном периоду и да тек крајем периода који покрива наша пројекција забележи благи раст. С обзиром на очекивано кретање инфлације у границама циља и у наредном периоду, као и у условима релативно стабилног девизног курса, који је у основи ценовне стабилности, очекујемо да ће инфлациона очекивања остати стабилна до краја периода пројекције. Ризике у погледу остварења пројекције инфлације оцењујемо као симетричне, при чему они и даље у највећој мери потичу из међународног окружења и односе се пре свега на брзину глобалног економског опоравка, што ће утицати и на светске цене примарних производа, као и на токове капитала ка земљама у успону. У мањој мери ризици постоје и када је реч о домаћем тржишту, а потичу пре свега од исхода нове пољопривредне сезоне и од даље динамике домаће тражње.

Све макроекономске пројекције, па тако и овог пута, неизбежно су засноване и на одређеним претпоставкама. Једна од важних претпоставки која је укључена у све наше пројекције односи се и на кретање екстерне тражње. Очекујемо њен знатан опоравак ове године, чему ће пре свега допринети напредак у процесу вакцинације. Претпоставили смо да ће реални раст бруто домаћег производа зоне евра у овој и наредној години износити 4,6% и 4,4%, респективно, што је у складу с пројекцијама водећих међународних финансијских институција. Пуни опоравак зоне евра очекује се током следеће године, након чега би њен привредни раст у 2023. требало да се нормализује и да износи око 2%.

Графикон 6. Ревизија пројекција раста БДП-а зоне евра за 2021. и 2022.



Графикон 7. Претпоставка о инфлацији у зони евра (мг. раст, у %)



Када је реч о инфлацији у међународном окружењу, пројекција за ову и наредну годину претпоставља просечну годишњу инфлацију у зони евра од 1,9% и 1,5%, респективно, што је у складу с последњом пројекцијом Европске централне банке. Поред тога, макроекономске пројекције које вам данас представљамо рађене су под претпоставком задржавања повољних услова на међународном финансијском тржишту.

Водеће централне банке у свету, Систем федералних резерви и Европска централна банка, наставиле су да воде експанзивну монетарну политику, како би осигурале што бржи опоравак од прошлогодишње рецесије. Према новим смерницама које је Европска централна банка објавила у јулу, каматне стопе ће остати на тренутним или нижим нивоима све док у хоризонту пројекције инфлација не достигне 2% и на том нивоу се одржи до краја периода пројекције. Најновије пројекције Система федералних резерви предвиђају нешто раније повећање референтне каматне стопе него што су била претходна очекивања, али не пре 2023. По том основу очекујемо задржавање високе ликвидности и повољних финансијских услова у међународном окружењу, што би требало да се одрази и на прилив капитала у Србију и повољну цену евроиндексираних кредита на домаћем тржишту.

Неизвесност на међународном финансијском тржишту односи се пре свега на то у којој мери ће се будући потези водећих централних банака међусобно разликовати. Такође, важно је колико ће се ти потези разликовати од очекивања тржишта, што захтева опрезност због могућег утицаја на глобалне токове капитала. Самим тим, могућ је утицај на токове капитала ка земљама у развоју, укључујући и Србију.

Графикон 8. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Извор: Блумберг.

Графикон 9. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



Извор: СВОТ, Euronext и прерачун НБС.

Када је у питању међународно робно тржиште, неизвесност се, осим на светску цену нафте, односи и на кретање светских цена примарних пољопривредних производа, од којих у великој мери зависе и цене прерађене хране. Након кретања на изразито ниским нивоима у марту, априлу и мају 2020. године након избијања пандемије, цена нафте је, уз мање прекиде, имала тренд раста и тренутно се налази на нивоу од око 70 долара по барелу. На основу остварења од почетка године и кретања фјучерса за наредни период, претпоставили смо да ће се цена нафте на крају ове године наћи на нивоу од 71 долара по барелу и на крају наредне године на нивоу од 66 долара по барелу. Када је реч о светским ценама примарних пољопривредних производа,

у нашим актуелним пројекцијама претпоставили смо њихов раст на нивоу године од око 39%, при чему треба имати у виду да је раст ових цена највероватније већ завршен. Цене ових производа махом су дошле до свог максимума у мају, након чега је, с доласком нове пољопривредне сезоне на глобалном нивоу, уследила њихова стабилизација и постепено смањење. То потврђује и ФАО индекс цена хране, који је после дуже времена смањен у јуну и јулу.

*Даме и господо, драге колеге,*

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

1. Први осврт посвећен је оцени утицаја раста произвођачких цена у Србији на потрошачке цене;
2. У другом осврту анализирали смо допринос сектора грађевинарства бруто домаћем производу, који ће у наставку конференције бити и детаљније представљен;
3. У трећем осврту објаснили смо кључне измене у Анкети о радној снази, која се и у Европској унији од почетка ове године примењује по новој методологији. Такође, у овом осврту приказано је како се измене у анкети одражавају на кључне показатеље тржишта рада – стопу запослености, стопу незапослености и стопу партиципације;
4. У четвртном осврту оценили смо утицај базног ефекта, тј. ниских цена нафтних деривата и непрерађене хране на кретање међугодишње инфлације у Т2 и наредном периоду, који у великој мери опредељује и профил инфлације.