



Народна банка Србије

2021
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2021
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 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.

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. фебруара 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
блн – билион
б.п. – базни поен
ДФО – друге финансијске организације
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
ОЕСД – Организација за економску сарадњу и развој
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
ПДВ – порез на додату вредност
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 4. фебруара.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 1: Детерминанте и показатељи базне инфлације у Србији и оцена њеног кретања у наредном периоду</i>	13
IV. Детерминанте инфлације	19
1. Кретања на финансијском тржишту	19
<i>Осврт 2: Токови капитала према Србији и земљама у окружењу током пандемије</i>	26
2. Новац и кредити	31
3. Агрегатна тражња	35
4. Економска активност	39
<i>Осврт 3: Утицај покретљивости становништва на економску активност</i>	42
5. Кретања на тржишту рада	46
<i>Осврт 4: Тржиште рада у Србији у условима пандемије вируса корона</i>	49
6. Међународно окружење	52
<i>Осврт 5: Утицај пандемије на јавни дуг и декомпозиција промене јавног дуга у Србији</i>	63
V. Пројекција	69
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	88
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	89
Списак графикана и табела	91
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	94
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	95

I. Резиме

Започети опоравак светске привреде од средине 2020. успорило је поновно ширење вируса корона од октобра, које је условило враћање рестриктивних здравствених мера у многим земљама. Међутим, динамика водећих показатеља активности током четвртог тромесечја показује да су економске последице другог таласа пандемије знатно мање него у првом таласу, делом и захваљујући чињеници да су се многа предузећа прилагодила измењеним условима пословања, али и захваљујући снажним монетарним и фискалним стимулансима у великом броју земаља. Вести о напретку у развоју и доступности вакцина крајем 2020. повећале су оптимизам инвеститора, што се одrazilо и на корекције навише пројекције глобалног привредног раста за ову годину, али је неизвесност у погледу тока пандемије и даље присутна, делом и због појаве нових сојева вируса. У многим земљама, пре свега у Европи, продужене су рестриктивне здравствене мере и у првим месецима ове године, што би могло да успори очекивани економски опоравак, пре свега у првом тромесечју. Имајући то у виду, као и већи базни ефекат из 2020. од очекиваног, међународне финансијске институције кориговале су наниже пројекције раста зоне евра, нашег најзначајнијег трговинског партнера, за ову годину у односу на очекивања из октобра.

Водеће централне банке – Систем федералних резерви и Европска централна банка – наставиле су да подржавају економску активност конвенционалним и неконвенционалним инструментима, при чему је Европска централна банка, као што је и сигнализирала у октобру, у децембру проширила обим програма куповине активе и продужила његово трајање. Поред тога, у Сједињеним Америчким Државама постигнут је договор око новог пакета фискалне помоћи. Уз вести о напретку у развоју вакцина, поменути монетарни и фискални подстицаји у водећим економијама света утицали су на већу спремност инвеститора за улагања у ризичнију активу, као и на раст цена примарних производа на светском тржишту, посебно нафте. То је допринело даљем паду премија ризика земаља у успону током четвртог тромесечја, укључујући и Србију.

Други талас пандемије успорио је глобални економски опоравак од октобра, али су његови негативни ефекти били знатно мањи него у првом таласу, захваљујући снажним монетарним и фискалним стимулансима у великом броју земаља и чињеници да су се многа предузећа прилагодила измењеним условима пословања.

Напредак у развоју вакцина повећао је оптимизам инвеститора и њихову спремност за улагања у земље у успону. По том основу раст су бележиле и светске цене примарних производа, пре свега нафте.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, референтна каматна стопа додатно је смањена у децембру, за 0,25 процентних поена, на 1,0%, што је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације.

Ублажавање монетарне политике резултирало је даљим падом каматних стопа на тржишту новца и капитала и допринело је повољним условима финансирања привреде и грађана, а тиме и расту њиховог расположивог дохотка.

Захваљујући макроекономској и фискалној стабилности постигнутој у претходном периоду, створен је простор да фискална политика снажно реагује. Тај простор је ефикасно искоришћен, што је резултирало очувањем производних капацитета и радних места у већини привредних делатности.

Одлуку Извршног одбора да настави са ублажавањем монетарне политике у децембру определила је пре свега процена да ниски инфлаторни притисци дозвољавају да се у условима погоршања епидемиолошке ситуације од октобра и успоравања привредног опоравка на глобалном нивоу, посебно у зони евра, додатно подржи домаћа привреда. Након тога, на седницама у јануару и фебруару Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе, процењујући да ће предузети обимни монетарни и фискални подстицаји наставити повољно да делују на услове финансирања привреде и грађана и раст њиховог расположивог дохотка и у наредном периоду, као и да расте оптимизам у погледу глобалног економског опоравка, захваљујући вестима о започетој масовнијој вакцинацији становништва.

Ублажавање монетарне политике одразило се на даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и повољну цену динарских кредита, тј. на несметано функционисање каматног и кредитног канала. Уз ефекте мера којима се стимулише одрживо кредитирање становништва, одобравање кредита микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима из гарантне шеме, као и задржаних ниских каматних стопа на тржишту новца у зони евра, омогућен је наставак раста кредитне активности и током четвртог тромесечја. Остварен раст кредитне активности на нивоу године од готово 10% трећу годину заредом у складу је с нашом пројекцијом, а успоравање на међугодишњем нивоу крајем године било је очекивано и последица је високе базе из претходне године, као и већих доспећа кредита од октобра, након престанка другог мораторијума.

Доношење обимног и правовременог пакета економске помоћи привреди, уз повећане трошкове обезбеђења здравствене заштите утицало је на повећање фискалног дефицита на консолидованом нивоу у 2020. на 8,0% бруто домаћег производа. Ипак, пре свега захваљујући бољој реализацији прихода од очекиване, остварен је повољнији резултат од процена Министарства финансија датих у Фискалној стратегији за 2021. са пројекцијама за 2022. и 2023. годину. Посебно је значајан наставак раста капиталних расхода државе, што доприноси убрзаној реализацији инфраструктурних пројеката и расту производног потенцијала. Иако је привремено повећано учешће јавног дуга опште државе у бруто домаћем производу на 57,7% на крају 2020. (на 56,8% за централни ниво власти), оно је остало испод мастришког критеријума од 60%. Притом, захваљујући нижим трошковима

задуживања и истовремено мањем паду економске активности у поређењу с другим земљама, учешће дуга у бруто домаћем производу током 2020. забележило је умерен раст.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2020. био је мањи од пројектованог – износио је 4,2% бруто домаћег производа и био је за 37,3% нижи у односу на претходну годину. Његовом смањењу допринели су мањи расходи по основу доходака од страних директних инвестиција, смањење дефицита робне размене, као и раст суфицита у трговини услугама, вођен поправљањем салда у размени информационо-комуникационих услуга и услуга туризма. У супротном смеру деловао је мањи прилив дознака из иностранства у условима глобалне кризе и мање мобилности радне снаге, што је био случај и у другим земљама које су у претходним годинама бележиле значајне приливе по основу дознака. Смањењу робног дефицита допринео је раст инвестиција у извозне секторе из претходног периода, због чега се пад екстерне тражње у мањој мери одразио на смањење домаћег извоза, који је наставио да се опоравља у четвртој тромесечју и премашао преткризни ниво. Према нашим проценама, опоравак домаће тражње од пандемије, а пре свега инвестиција, довешће до раста увоза опреме и репроматеријала који ће највероватније бити бржи од раста извоза, док се постепено смањење екстерне неравнотеже очекује у средњем року, при чему ће темпо тог смањења зависити од динамике инвестиционог циклуса у наредном периоду.

Прилив страних директних инвестиција у Србију у 2020. достигао је 3,0 милијарди евра, док је нето прилив износио 2,9 милијарди евра и компаративно посматрано био је највиши у региону и шесту годину заредом довољан да у потпуности покрије дефицит текућег рачуна платног биланса. Знатан прилив капитала у Србију остварен је и по основу емисија еврообвезница на међународном финансијском тржишту, од чега су средства прикупљена по основу друге емисије у 2020. години (1,2 милијарде долара) у највећој мери искоришћена за превремено враћање дела дуга по основу обвезница емитованих 2011. које доспевају у септембру ове године. Притом, висока тражња за овим хартијама од вредности и постигнута најнижа цена задуживања до сада, уз приливе по основу страних директних инвестиција и задржан кредитни рејтинг, потврђују спремност инвеститора за улагања у Србију, и поред глобално повећане аверзије према ризику у условима пандемије.

Дефицит текућег рачуна платног биланса очекивано је снижен од априла и на нивоу године износио је 4,2% бруто домаћег производа, уз већи пад увоза робе и услуга (5,8%) од њиховог извоза (4,9%).

И у условима пандемије, прилив капитала у Србију остао је релативно висок.

Посебно је важно истаћи да је 11. фебруара једна од водећих финансијских институција у свету, *J.P. Morgan*, објавила одлуку да ће од 30. јуна ове године динарске обвезнице Републике Србије укључити у реномирани индекс обвезница *J.P. Morgan GBI-EM*, што је гувернер Јоргованка Табаковић најавила још пре годину дана. Овај догађај је од велике важности с обзиром на обиме трговања хартијама од вредности које се налазе у овом индексу и на то што је овај индекс један од најчешће праћених (реперних) за обвезнице које су у локалној валути емитовале земље у успону. На овај начин, Србија ће постати још атрактивнија инвестициона дестинација, а страним инвеститорима дат је снажан сигнал да је Србија сигурно и пожељно место за улагање и да ће тако остати и у наредном периоду.

Опоровак започет у трећем тромесечју настављен је у четвртом, мада споријим темпом, што је последица погоршања епидемиолошке ситуације у свету и код нас од октобра и пооштравања здравствених мера.

По искључењу деловања сезонских фактора, привредна активност је у четвртом тромесечју 2020, према нашој процени, остварила тромесечни раст од 1,3%, што је успоравање опоравка у односу на ТЗ. Уколико се посматра промена у односу на исти период претходне године, према процени Републичког завода за статистику, реални пад економске активности у четвртом тромесечју износио је 1,3%, док је на нивоу године бруто домаћи производ забележио пад од 1,1%. То је незнатно ниже од наше пројекције из претходног извештаја и боље од очекивања на почетку пандемије, чему је пре свега допринело доношење правовременог и обимног пакета монетарних и фискалних подстицаја приватном сектору. Негативан допринос кретању бруто домаћег производа очекивано је потекао од услужног сектора (саобраћаја, туризма, угоститељства, рекреације и културе), тј. делатности које су највише биле погођене пандемијом, а у мањој мери и од грађевинарства, пре свега због високе базе из претходне године. С друге стране, на нивоу године раст је забележен у пољопривреди, али и у индустрији, која је захваљујући инвестицијама из претходног периода и повећаној распрострањености производње и извоза показала отпорност у условима глобалног пада привредне активности. Посматрано с расходне стране, на нивоу године смањена је пре свега потрошња домаћинства, а у мањој мери и фиксне инвестиције, али је, захваљујући отпорности тржишта рада и пакету економске помоћи, њихов пад био мањи од наших претходних процена.

Према нашој процени, бруто домаћи производ ће преткризни ниво достићи у другом тромесечју ове године, а на нивоу године оствариће раст у интервалу 5–6%.

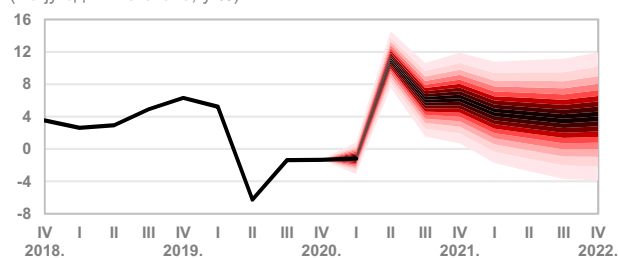
Ове године очекујемо више него потпун економски опоронак од кризе, уз стопу раста бруто домаћег производа у распону од 5% до 6%. Тај раст ће бити вођен домаћом тражњом и извозом, за шта су

неопходни опоравак екстерне тражње и масовна вакцинација, која се очекује и код нас и у свету у овој години. Расту ће допринети и правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и по том основу обезбеђени повољни услови финансирања и очувани производни капацитети и радна места. Исти фактори, према нашој оцени, обезбедиће повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње у наредним годинама. Ризици пројекције су, укупно посматрано, симетрични и, као и у претходном извештају, у највећој мери повезани с током пандемије и ефикасношћу њеног сузбијања. Притом, ризици који потичу из међународног окружења израженији су наниже због поновног ширења вируса од октобра и поопштравања здравствених мера у многим земљама у Европи, које су продужене и у првим месецима ове године, што умањује изгледе за привредни раст наших важних спољнотрговинских партнера, пре свега у првој половини године. С друге стране, ризици пројекције који потичу из домаћег окружења израженији су навише, с обзиром на то да би реализација најављеног новог пакета економске помоћи и брз темпо вакцинације становништва у нашој земљи требало да допринесу бржем опоравку домаће тражње од очекиваног.

И у периоду од претходног извештаја, инфлаторни притисци су остали ниски. Успоравање међугодишње инфлације са 1,8% у септембру на 1,3% у децембру пре свега је последица нижих цена непрерађене хране – поврћа и свежег меса, као и изласка из међугодишњег обрачуна поскупљења електричне енергије из децембра 2019. године. Цене хране су, уз цене енергената, у највећој мери одредиле и динамику инфлације унутар године. Инфлација је у 2020. у просеку износила 1,6%, колико је износила и просечна базна инфлација, која је крајем године благо убрзала (на 2,1% међугодишње) услед раста тражње за медицинским производима и производима који омогућавају рад од куће (рачунари, мобилни телефони). На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред, која се и даље крећу испод централне вредности циља за инфлацију.

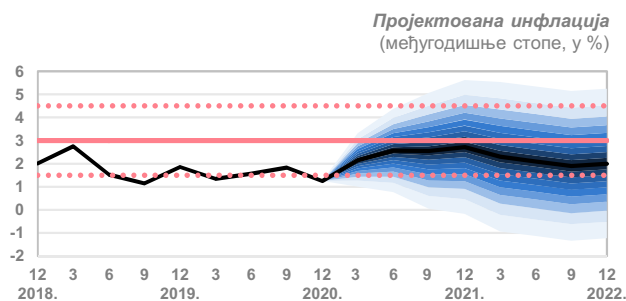
Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација у овој и наредној години кретати у доњој половини циљаног распона. Притом, најављен раст цена електричне енергије и очекивани раст цена нафтних деривата, као последица раста светске цене нафте – у највећој мери ће утицати

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



Као и у протеклих седам година, у условима обезбеђене релативне стабилности девизног курса и усидрених инфлационих очекивања, инфлација је и у 2020. остала ниска и стабилна и у просеку је износила 1,6%.

Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација кретати у доњој половини циљаног распона до краја периода пројекције, при чему ће њен благи раст у кратком року у највећој мери бити резултат очекиваног поскупљења енергената.



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.

на умерени раст инфлације ове године у поређењу са 2020. То су истовремено и кључни разлози што је нова пројекција инфлације нешто виша од претходне. И поред очекиваног опоравка, процењујемо да ће потрошња спорије расти од бруто домаћег производа, тако да ће инфлаторни притисци по основу тражње у хоризонту пројекције остати ниски, што ће, уз базни ефекат код цена хране и енергената, утицати на то да се инфлација у 2022. нађе на нижем нивоу него ове године. 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 брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретање и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка. У том смислу пратиће се реализација до сада донетих мера, разматрати њихов обим и оптимална усклађеност, како би се пружила потребна подршка опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности. Народна банка Србије, у координацији с Владом, спремна је да реагује и у наредном периоду у складу с развојем ситуације у вези с даљим током пандемије код нас и у свету.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Извршни одбор Народне банке Србије је у децембру смањio референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на 1,0%, што је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације и за 1,25 п.п. нижи ниво у односу на почетак глобалне кризе изазване пандемијом. Одлука Извршног одбора о даљем смањењу референтне стопе била је пре свега одређена проценом да ниски инфлаторни притисци дозвољавају да се додатно подржи домаћа привреда у условима погоршања епидемиолошке ситуације од октобра и успоравања привредног опоравка на глобалном нивоу, посебно у зони евра, нашем најважнијем економском партнеру.

У јануару и фебруару Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе, имајући пре свега у виду претходно предузете снажне мере монетарне и фискалне политике, које ће подстицајно деловати на економску активност и у наредном периоду, као и раст оптимизма због започете масовније вакцинације становништва, што би требало да омогући повратак у нормално функционисање економије и код нас, и у свету.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, **референтна каматна стопа додатно је смањена у децембру, за 0,25 п.п., на 1,0%**, што је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Истовремено, Народна банка Србије је одлучила да **сузи коридор својих основних каматних стопа**, са $\pm 1,0$ п.п. на $\pm 0,9$ п.п. у односу на референтну каматну стопу. Тиме је каматна стопа на депозитне олакшице смањена за 15 б.п., на 0,1%, а стопа на кредитне олакшице за 35 б.п., на 1,9%. Такође, у децембру је Извршни одбор донео и одлуку о олакшицама у отплати обавеза дужницима који због околности изазваних пандемијом не могу да измирују своје обавезе.¹

Главни фактори који су у децембру определили одлуку Извршног одбора о смањењу референтне каматне стопе пре свега су размере кризе изазване пандемијом у свету, тј. поновно погоршање епидемиолошке ситуације, што успорава започет привредни опоравак на глобалном нивоу, посебно у зони евра, која је наш најважнији трговински и финансијски партнер.

Заједно с претходним смањењима, референтна каматна стопа је нижа за укупно 1,25 п.п. у односу на ниво пре почетка кризе изазване пандемијом, што се одразило на повољну цену динарског задуживања. Смањење референтне каматне стопе, заједно са ефектима мораторијума, мерама којима се стимулише одрживо кредитирање становништва, као и одобравањем кредита микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима из гарантне шеме, омогућило је наставак двоцифреног раста кредитне активности на мг. нивоу и опоравак наше привреде од последица кризе изазване пандемијом.

Народна банка Србије је повољније услове кредитирања привреде и становништва подстакла и различитим инструментима монетарне политике којима банкама обезбеђује додатну динарску и девизну ликвидност по повољним условима. Такође, подржала је и несметано функционисање тржишта државних ХоВ и очување повољних услова финансирања на том тржишту. Динарске корпоративне обвезнице укључене су у листу ХоВ које банке могу користити у монетарним операцијама

¹ Олакшице се односе на репрограм и рефинансирање кредита, уз одобравање грејс-периода од шест месеци и одговарајућег продужења рока отплате, тако да месечне обавезе дужника не буду веће од оних из плана отплате пре одобравања олакшица.

с Народном банком Србије, како би се и на тај начин подржала домаћа економија у савладавању последица кризе и подстакао развој овог сегмента тржишта капитала. Народна банка Србије је донела и низ додатних мера како би се негативни ефекти пандемије на економску активност и запосленост свели на најмању могућу меру и обезбедио што бржи опоравак наше привреде.²

Снажна подршка Народне банке Србије привреди и становништву током пандемије омогућена је одговорним вођењем економске политике у претходном периоду, што 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. Народна банка Србије је водила подстицајну монетарну политику у условима очуване ценовне и финансијске стабилности, којима су допринели, пре свега, обезбеђена релативна стабилност девизног курса и пуна снабдевеност тржишта робом и у условима кризе, као и усидрена инфлациона очекивања, која потврђују кредибилитет монетарне политике. Као и у протеклих седам година, инфлација је била чврсто под контролом и у просеку је током Т4 износила 1,6% м.г., колико је у просеку износила и на нивоу целе 2020. године. На истом нивоу била је и просечна базна инфлација током 2020. године, што указује на то да су притисци на страни тражње и даље релативно ниски и поред наставак раста зарада и запослености у већини делатности. Извршни одбор очекује да ће се инфлација кретати у доњој половини циљаног распона и у овој и у наредној години, а њен благи раст у кратком року потицаће од очекиваних корекција појединих регулисаних цена и ефекта ниске базе код цена нафтних деривата и хране. И поред очекиваног опоравка тражње, у хоризонту пројекције инфлација ће остати ниска и стабилна.

Предузете мере Народне банке Србије и Владе у великој мери су утицале на бољи економски резултат од оног који се очекивао на почетку пандемије. Према првој процени РЗС-а, стопа раста БДП-а у 2020. износила је -1,1%, што је један од најповољнијих резултата у Европи и бољи исход од -1,5%, колико је Народна банка Србије очекивала на почетку пандемије. Бољем резултату посебно је допринело очување производних капацитета и запослености у условима пандемије, али и брз

опоравак инвестиција, пре свега услед убрзања реализације инфраструктурних пројеката, повољнијих услова финансирања, као и прилива СДИ, који је остао релативно висок и пројектно распрострањен. Подаци с тржишта рада о расту стопе запослености и задржаној једноцифреној стопи незапослености потврђују значај пакета економских мера, захваљујући којем су настављена повољна кретања, упркос изазовима пандемије. Извршни одбор очекује да задржане позитивне средњорочне перспективе наше земље и мере Владе и Народне банке Србије допринесу опоравку домаће тражње, што ће, уз постепену нормализацију екстерне тражње, утицати на више него потпун опоравак наше привреде у овој години.

Децембарску одлуку о додатном подстицају домаћој економији смањењем референтне каматне стопе Извршни одбор је донео имајући пре свега у виду да се зона евра налази у другом таласу епидемије, који је праћен заостравањем здравствених мера. То ће се у кратком року негативно одразити на њен економски опоравак, што би могло да успори екстерну тражњу за нашим извозом. Одлука Извршног одбора о даљем ублажавању монетарне политике има за циљ да ублажи евентуално преливање негативног економског утицаја поменутих кретања из зоне евра. Извршни одбор је такође имао у виду да се због релативно спорог опоравка на глобалном нивоу нису очекивали ни знатнији инфлаторни притисци по основу инфлације у међународном окружењу. С друге стране, охрабривале су позитивне вести о вакцинама, али је још увек била присутна велика неизвесност у погледу брзине њихове производње и дистрибуције, као и тока вакцинације на глобалном нивоу.

Иако је почетак ове године обележен строжим здравственим мерама у зони евра, а тиме и нешто лошијим очекиваним економским кретањима, повећан је оптимизам у погледу постепеног смиривања пандемије, захваљујући започетој масовнијој вакцинацији становништва. То би требало да подстакне даљи опоравак екстерне тражње и извоза, што ће, уз наставак раста домаће тражње, омогућити више него потпун опоравак наше привреде у овој години и њен даљи снажан раст у наредном периоду. Подстицај расту домаће тражње и даље ће пружати предузете мере монетарне и фискалне политике, које ће наставити повољно да делују на услове финансирања привреде и грађана и раст

² Преглед мера Народне банке Србије дат је у Табели II.1, стр. 10.

њиховог расположивог дохотка. То је Извршни одбор узео у обзир приликом доношења одлуке на седницама у **јануару и фебруару, када је одлучио да не мења висину референтне каматне стопе**. Извршни одбор је такође имао у виду да је потребан опрез због могуће повећане волатилности светских цена примарних производа и цена хране у условима, иако смањене, и даље присутне неизвесности око тока пандемије. Извршни одбор је истакао значајну 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 девизне резерве су очуване на адекватном и стабилном нивоу (13,5 млрд евра на крају године), 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 да очува кредитни рејтинг и током ових ванредних околности, када је смањивање кредитних рејтинга земаља било израженије него у периоду светске финансијске кризе 2008/2009. Успех је и нумерички био исказан у

новембру 2020, када је Србија на међународном финансијском тржишту постигла најнижу цену финансирања до сада. Такође, у децембру 2020, Одбор извршних директора ММФ-а донео је одлуку о успешном завршетку петог, последњег разматрања резултата економског програма Републике Србије.³ Одбор је оценио да је током целог трајања програма његово спровођење било успешно, као и да су мере предузете током пандемије биле добро осмишљене и на прави начин усмерене на заштиту грађана и подршку домаћинствима, очувању радних места, на већа улагања у здравство, обезбеђење довољне ликвидности у банкарском систему и лакше отплате обавеза по основу кредита.

Пуна координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена, што ће умањити евентуалне даље негативне утицаје из међународног окружења и обезбедити динамичан раст привреде Србије у наредном периоду. Извршни одбор истиче значај подршке фискалне политике привреди, која ће бити настављена и у наредном периоду, укључујући и очекиван раст капиталних инвестиција. Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати кретања у нашој и светској економији и да континуирано процењује све до сада донете мере како би се пружила подршка даљем опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности. У координацији с Владом, Народна банка Србије ће наставити да примењује све неопходне мере како би се олакшала позиција грађана и привреде у овим екстремним околностима.

³ Програм подржан Инструментом за координацију политике (*The Policy Coordination Instrument – PCI*), одобрен Србији у јулу 2018. на период од 30 месеци, саветодавног је карактера и није предвиђао коришћење финансијских средстава.

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

2020.												2021.
Март	Април	Мај	Јун	Јул	Август	Септембар	Октобар	Новембар	Децембар	Јануар		
Мере монетарне политике												
Референтна каматна стопа												
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.				
Пружање подршке динарској ликвидности												
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 (четвртком), рочност три месеца				
		Трајна куповина државних ХоВ на секундарном тржишту										
Корпоративне обвезнице укључене у ХоВ које се могу користити у монетарним операцијама НБС												
Повољнији услови за кредите у оквиру гарантне шеме												
				Омогућено одобравање динарских кредита из гарантне шеме по нижим каматним стопама – умањење од најмање 50 б.п. НБС компензује кроз вишу стопу ремунарације на износ издвојене обавезне резерве								
Додатне мере Народне банке Србије												
Мораторијум												
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		
Стамбено кредитирање												
		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										
Остали кредити												
		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										
Превентивна репо линија са ЕЦБ-ом												
		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

У периоду од претходног извештаја, инфлаторни притисци су остали ниски, а успоравање мг. инфлације на 1,3% у децембру последица је пре свега нижих цена непрерађене хране – поврћа и свежег меса. Цене хране су, уз цене енергената, у највећој мери одредиле и динамику инфлације унутар године. Инфлација је у 2020. у просеку износила 1,6%, колико је износила и просечна базна инфлација, која је крајем године благо убрзала (на 2,1% мг.) услед раста тражње за производима који омогућавају рад од куће (рачунари, мобилни телефони) и медицинским производима. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред, која се и даље крећу испод централне вредности циља за инфлацију.

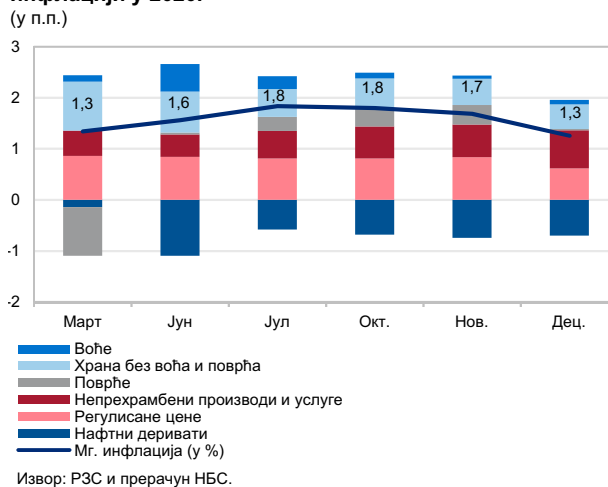
Кретање инфлације у Т4

Мг. инфлација у децембру (1,3%) успорена је у односу на претходне месеце, пре свега услед смањења позитивног доприноса базног ефекта и изостанка сезонски уобичајеног раста цена поврћа у децембру, затим споријег раста цена воћа од сезонски уобичајеног, као и сезонски неуобичајеног појефтињења свежег меса. Остале компоненте ИПЦ-а задржале су релативно стабилно кретање током Т4, уз сличан допринос мг. инфлацији у децембру као у септембру. Управо су цене непрерађене хране, заједно с ценама нафтних деривата, доминантно определиле динамику мг. инфлације у прошлој години, која је, према процени РЗС-а, у просеку износила 1,6%,⁴ што је у складу с нашим очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) у децембру је износила 2,1% мг., уз нешто виши допринос мг. инфлацији у децембру (1,0 п.п.) него у септембру (0,8 п.п.), првенствено услед раста тражње за производима који омогућавају рад код куће (рачунари, мобилни телефони) и медицинским производима. При томе, базна инфлација је на нивоу 2020. у просеку износила 1,6%, колико је био просек и укупне инфлације.

На нивоу тромесечја, потрошачке цене у Т4 порасле су за 0,2%. Збирни допринос **цена хране и**

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

Графикон III.0.1. Доприноси компонента ИПЦ-а мг. инфлацији у 2020. (у п.п.)



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



Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т4 2020.**
(тримесечне стопе)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

безалкохолних пића инфлацији у Т4 износио је $-0,1$ п.п., јер је раст цена поврћа ($5,7\%$) и прерађене хране ($0,8\%$) неутрализован падом цена воћа (за $13,4\%$) и свежег меса (за $2,1\%$), које су пратиле кретања на светском тржишту.

Цене енергије су такође снижене у Т4 (за $0,6\%$, уз допринос инфлацији од $-0,1$ п.п.) по основу појефтињења нафтних деривата на домаћем тржишту (за $1,7\%$). При томе, целокупно смањење цена нафтних деривата у Т4 забележено је у октобру и новембру, док су у децембру ове цене биле у порасту ($0,7\%$), пратећи раст светске цене нафте.

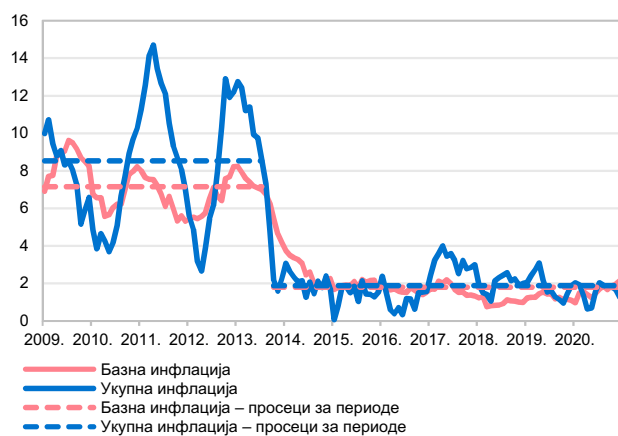
Цене на нивоу групе индустријских производа (без хране и енергије) порасле су за $1,0\%$ у Т4, уз допринос инфлацији од $0,3$ п.п. Остварени раст готово у потпуности односи се на сезонско поскупљење одеће и обуће (за $2,6\%$) и више цене мобилних телефона и опреме (уз збирни допринос инфлацији од $0,2$ п.п.). У истом смеру је деловао и тримесечни раст цена медицинских и фармацеутских производа, намештаја и материјала за одржавање и поправку станова.

Раст **цена услуга** од $0,4\%$ у Т4 (уз допринос инфлацији од $0,1$ п.п.) у највећој мери је одређен поскупљењем комуналних услуга (за $1,1\%$) и медицинских услуга (за $1,9\%$), при чему се и код већег броја осталих услуга у Т4 бележи благи раст.

Раст **регулисаних цена** од $0,2\%$ у Т4, који је готово у целини резултат виших цена комуналних услуга, није се битније одразио на тримесечну инфлацију. Мг. посматрано, регулисане цене су додатно успориле раст, на $3,3\%$ у децембру (са $4,3\%$ у септембру), пре свега због изласка из мг. обрачуна поскупљења електричне енергије из децембра 2019. године.

Цене у оквиру базне инфлације повећане су за $0,8\%$ (уз допринос инфлацији од $0,4$ п.п.), вођене вишим ценама одеће и обуће, мобилних телефона, као и комуналних и медицинских услуга.

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

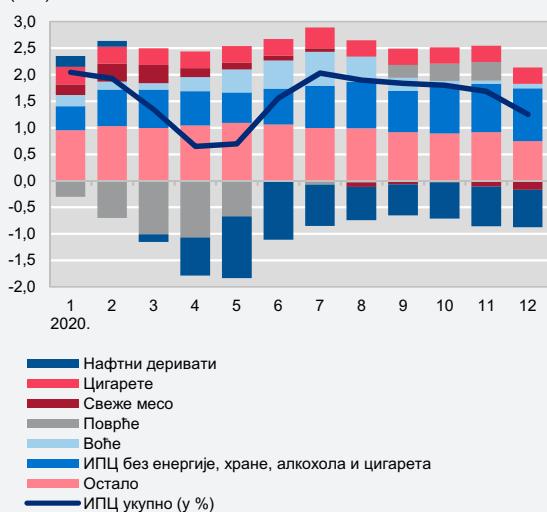


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Осврт 1: Детерминанте и показатељи базне инфлације у Србији и оцена њеног кретања у наредном периоду

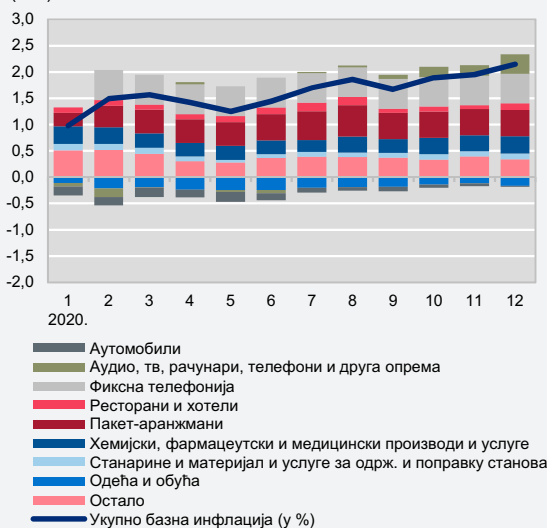
Будући да укупна инфлација обухвата и волатилне компоненте попут цена хране и енергената, које нису под утицајем мера монетарне политике, за централне банке је од великог значаја да прате кретање показатеља инфлације по њиховом искључењу, тзв. базне инфлације. Тако, на пример, преферирана мера инфлације од стране ФЕД-а јесте инфлација по искључењу цена хране и енергије, мерено индексом издатака за личну потрошњу. ЕЦБ такође посебну пажњу посвећује показатељима базне инфлације, пре свега кретању инфлације по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета.

Графикон О.1.1. Доприноси појединих група производа и услуга укупној мг. инфлацији (п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.1.2. Доприноси појединих група производа и услуга мг. базној инфлацији (п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Како не постоји јединствена дефиниција базне инфлације, приликом доношења одлука о монетарној политици Народна банка Србије, у складу с међународном праксом, прати више показатеља базне инфлације – инфлацију мерену променом ИПЦ-а по искључењу енергије; затим енергије и непрерађене хране; енергије, хране (непрерађене и прерађене), алкохола и цигарета. Критеријум за искључење појединих категорија јесте волатилност њихових цена, као и директан или индиректан утицај државе на њихове промене.

Највеће осцилације укупне инфлације потичу од цена хране и енергије, које имају и релативно високо учешће у потрошачкој корпи, док су осцилације компонентата у оквиру базне инфлације знатно мање (графикони О.1.1. и О.1.2). Допринос базне инфлације укупној инфлацији током 2020. кретао се од 0,5 п.п. до 1,0 п.п., при чему је минимум остварен у јануару, а максимум у децембру. Нафтни деривати су позитивно допринесли мг. инфлацији само у прва два месеца, нагон чега су, у складу с кретањем светске цене нафте, до краја године имали негативан допринос укупној инфлацији, при чему је он био најизраженији у мају (-1,2 п.п.). До средине године цене поврћа такође су негативно допринеле укупној мг. инфлацији, док је допринос цена воћа остао позитиван током целе године.

У оквиру базне инфлације (мерено променом ИПЦ-а по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета), која се на мг. нивоу кретала у интервалу од 1,0%, колико је износила у јануару, до 2,1%, колико је забележено у децембру, негативан допринос током године потицао је од цена обуће и одеће и цена аутомобила, док су јој позитивно допринесли хемијски, фармацеутски и медицински производи и услуге, услуге фиксне телефоније, као и пакет-аранжмани.

Благом расту базне инфлације од септембра допринео је м.г. раст цена аудио-уређаја, ТВ, рачунара, телефона и друге опреме, што се може довести у везу с радом од куће и онлајн наставом као мерама за сузбијање пандемије.

Народна банка Србије редовно оцењује и прати и базну инфлацију добијену на основу тзв. обрачуна *trimmed mean*, и то тако што се компоненте индекса цена прво сврстају у опадајући низ, према критеријуму раста цена у току месеца, а потом се одређени проценат највиших и најнижих вредности промена искључује из обрачуна. За разлику од првог метода, где се одређује које компоненте инфлације треба искључити из обрачуна, код метода *trimmed mean* потребно је одлучити колики проценат екстремних вредности се искључује из обрачуна, при чему категорије производа које се искључују варирају зависно од обрачунског периода. Народна банка Србије користи одсецање од 15%, тј. искључење по 7,5% производа с највишим и најнижим растом цена у току месеца, без обзира на то о којим производима је реч. Кретање овог показатеља такође указује на ниске и стабилне инфлаторне притиске, али бележи нешто већу волатилност него кретање м.г. инфлације по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета, што је посебно уочљиво у првом делу посматраног периода – од 2009. до 2013. (Графикон О.1.3). С друге стране, крајем 2020, м.г. инфлација по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета износила је 2,1%, док је базна инфлација оцењена на основу обрачуна *trimmed mean* била на нивоу од 1,3%.

Ради испитивања утицаја појединих фактора на кретање базне инфлације (ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета), економетријски су оцењене следеће две везе:

$$\pi_t^c = \beta_1 \pi_{t-1}^c + \beta_2 \pi_t^{exp} + \beta_3 ER_t + \beta_4 GDP_{gap,t} + \beta_5 \pi_t^{EA} + \varepsilon_t \quad (1)$$

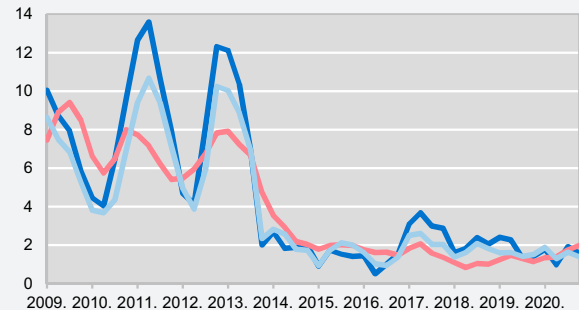
$$\pi_t^c = const + \beta_1 \pi_{t-1}^c + \beta_2 \pi_t^{exp} + \beta_3 ER_t + \beta_4 w_t + \beta_5 \pi_t^{EA} + \varepsilon_t \quad (2),$$

где је: π_t^c – базна инфлација, π_t^{exp} – инфлациона очекивања, ER_t – курс динара према евр, при чему је примењена индиректна нотација девизног курса при којој раст означава апрецијацију динара према евр, $GDP_{gap,t}$ – производни јаз за претходна четири тромесечја, w_t – нето номиналне зараде, а π_t^{EA} – инфлација у зони евра.

Све варијабле су исказане као м.г. промене, у процентима, са изузетком производног јаз који представља процентуално одступање од тренда. Анализа је спроведена на тромесечним подацима за период Т1 2009 – Т3 2020, а на основу модела на бази производног јаз прогнозирали смо и њено кретање у наредне две године.

Сви оцењени коефицијенти у оба оцењена модела очекиваног су знака и статистички значајни, а приказани модели објашњавају 98% варијација базне инфлације (Табела О.1.1). Модел сугерише да пад инфлационих очекивања, апрецијација динара према евр, нижи производни јаз и пад инфлације у зони евра воде паду базне инфлације, на коју утиче и доцња, тј. базна инфлација из претходног тромесечја, и обрнуто, што је у складу с теоријским претпоставкама. Тако, на пример, према првој једначини пад инфлационих очекивања од 1 п.п. води

Графикон О.1.3. Укупна инфлација и показатељи базне инфлације (м.г. стопе, у %)



— Укупна инфлација
— Инф. по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета
— Trimmed mean

Извор: РЗС и пројекција НБС.

Табела О.1.1. Оцењени коефицијенти модела за базну инфлацију

	Модел 1	Модел 2
Константа		-0,81***
Доцња базне инфлације (β_1)	0,65***	0,59***
Инфлациона очекивања (β_2)	0,25***	0,32***
Девизни курс, EUR/RSD (β_3)	-0,10***	-0,09***
Производни јаз (β_4)	0,05***	/
Зараде (β_4)	/	0,05**
Инфлација у зони евра (β_5)	0,22***	0,17*
R2	0,98	0,98

*** Значи највећу статистичку значајност, тј. p -вредност < 0,01;

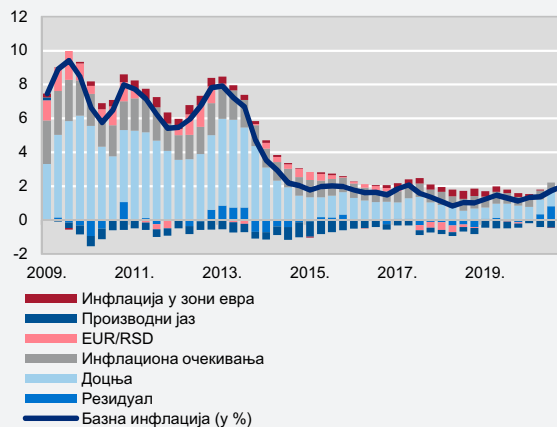
** p -вредност < 0,05; * p -вредност < 0,1.

паду м.г. базне инфлације у току истог тромесечја за 0,3 п.п., јачање курса динара према евра од 1 п.п. паду базне инфлације за 0,1 п.п., док пад инфлације у зони евра од 1 п.п. узрокује пад домаће базне инфлације од 0,2 п.п. Друга веза сугерише и статистички значајну везу између зарада и базне инфлације, при чему раст зарада од 1 п.п. на м.г. нивоу води расту м.г. базне инфлације од 0,05 п.п.

Оцењена базна инфлација на основу модела јако добро се прати са оствареном инфлацијом у посматраном периоду (Графикон О.1.5), али се уочава извесно одступање у периоду од избијања пандемије, што је последица пре свега чињенице да су у 2020. расле цене оних производа за којима је расла тражња (пре свега опрема за лакши рад од куће), док су цене производа и услуга за којима је знатно смањена тражња биле ригидније. Поред тога, у обрачуну инфлације за 2020. стопе раста цена појединих производа и услуга су, услед немогућности њиховог потпуног обухвата због пандемије, импутиране стопама раста ових цена из истог периода претходне године (нпр. цене туристичких пакет-аранжмана).

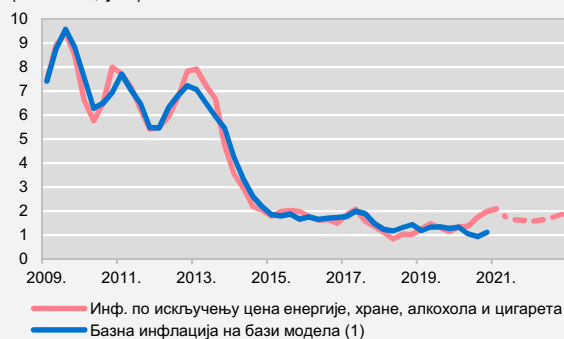
Пројекција базне инфлације на основу коефицијената добијених из овог модела и претпоставки о кретању фактора инфлације коришћених у средњорочној пројекцији инфлације (релативно стабилан курс, усидрена инфлациона очекивања, умерен раст плата / негативан производни јаз и ниска инфлација у зони евра) указује на то да ће и у наредном периоду базна инфлација остати ниска и стабилна (Графикон О.1.5).

Графикон О.1.4. Детерминанте базне инфлације на бази модела (п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.1.5. Базна инфлација и њена оцена и пројекција на бази модела (м.г. стопе, у %)



Извор: РЗС и пројекција НБС.

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.

Произвођачке и увозне цене

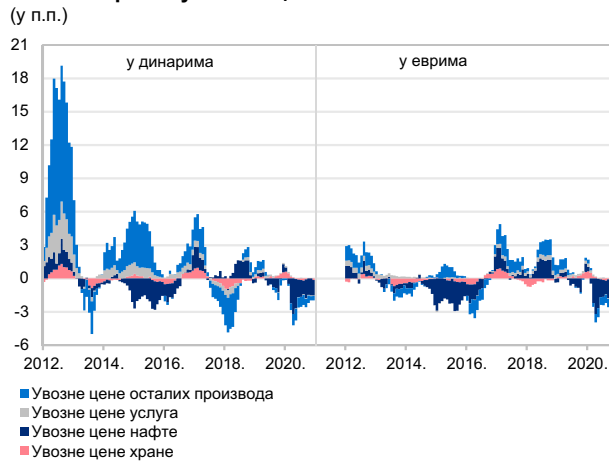
Током 2020. цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште биле су у паду, што указује на и даље ниске трошковне притиске на инфлацију. У децембру је м.г. пад произвођачких цена ублажен на $-1,8\%$ (са $-2,4\%$ у септембру и $-2,7\%$ у јуну), чему је највише допринео поновни м.г. раст цена произвођача нетрајних производа за широку потрошњу у Т4. Поред тога, у Т4 је забележен благи м.г. раст цена интермедијарних производа (нарочито основних метала), као и цена трајних производа за широку потрошњу. С друге стране, у Т4 је настављен пад цена у производњи енергије (првенствено домаће сирове нафте), уз смањење цена капиталних производа (пре свега грађевинског материјала). Ниски трошковни притисци били су присутни и у сектору грађевинарства, с обзиром на то да су цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству смањене за $1,5\%$ м.г. у децембру (након пада од $1,1\%$ м.г. у септембру).

Слично произвођачким ценама, и увозне цене исказане у динарима⁵ у условима пандемије бележиле су м.г. пад, који је највећим делом последица смањења тражње. Тај пад је у децембру ублажен на $-2,0\%$ м.г. (са $-2,6\%$ м.г., колико је износио у три претходна тромесечја), првенствено као резултат смањења негативног доприноса светске цене нафте и извозних цена Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала), на $-1,4$ п.п. и $-0,4$ п.п., респективно (са $-2,4$ п.п. збирно у септембру). У исто време, збирни допринос светске цене хране и потрошачких цена у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга) остао је скоро непромењен ($-0,2$ п.п.). На смањење увозних цена исказаних у динарима утицало је и јачање динара према долару, које је условљено јачањем евра према долару.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред остала су ниска и стабилна током целе 2020. године, и у

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.

⁵ 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.

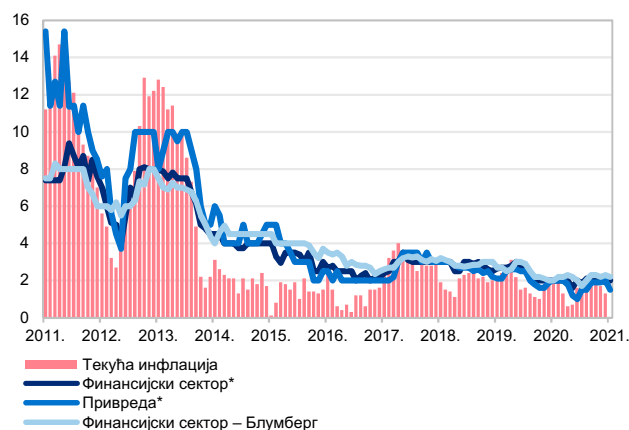
складу су с новембарском средњорочном пројекцијом Народне банке Србије.

Резултати анкете агенције Ипсос показују да су се **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** током Т4 2020. и у јануару 2021. кретала у просеку на нивоу од око 2%. Према резултатима анкете агенције Блумберг, краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора налазила су се на нешто вишем нивоу током Т4 2020. и јануара 2021. и кретала су се у распону између 2,2% и 2,3%. Посматрано у дужем временском периоду, очекивања финансијског сектора више од седам година (од октобра 2013) усидрена су у оквиру граница циља, што указује на кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред била су усидрена током Т4 2020. и почетком 2021. у доњој половини инфлационог циља. У октобру и новембру била су стабилна на 1,9%, да би у децембру била благо повећана на 2,0%, док су се у јануару нашла на доњој граници циља од 1,5%. Стабилност очекивања сектора привреде приметна је у резултатима анкете о очекиваном кретању цена инпута у производњи, с обзиром на то да више од 60% анкетираних привредника сматра да у наредној години дана неће доћи до промене цене њихових инпута.

Уобичајено виша од очекивања осталих сектора, **инфлациона очекивања сектора становништва за годину дана унапред** током Т4 и у јануару кретала су се у распону између 5% и 9%. Виша краткорочна инфлациона очекивања становништва највероватније су последица најављених поскупљења електричне енергије и комуналних услуга, као и даље присутне неизвесности у погледу трајања новог таласа ширења вируса корона. Међутим, резултати квалитативне анкете⁶ упућују на закључак да и становништво у наредној години дана очекује очување ценовне стабилности. Индекс перципиране инфлације наставио је и у посматраном периоду да бележи више вредности од индекса очекиване инфлације, што показује да становништво сматра да ће инфлација у наредној години дана бити нижа него у претходних 12 месеци.

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



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

* Агенције 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.

⁶ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, тј. очекивања за две године унапред усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) – у октобру и новембру износила су 2,5%, да би у децембру била снижена на 2,3%, колико су износила и у јануару. **Инфлациона очекивања сектора привреде за две године унапред** током Т4 и у јануару кретала су се у распону између 1,9% и 2,0%, а **сектора становништва** између 5,0% и 7,0%.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Смањење референтне стопе определило је пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца у децембру. Раст интересовања инвеститора за улагање у динарске државне ХоВ резултирао је падом каматних стопа, а поверење инвеститора у Србију потврђено је и на међународном тржишту успешном емисијом еврообвезница, по до сада најповољнијим условима.

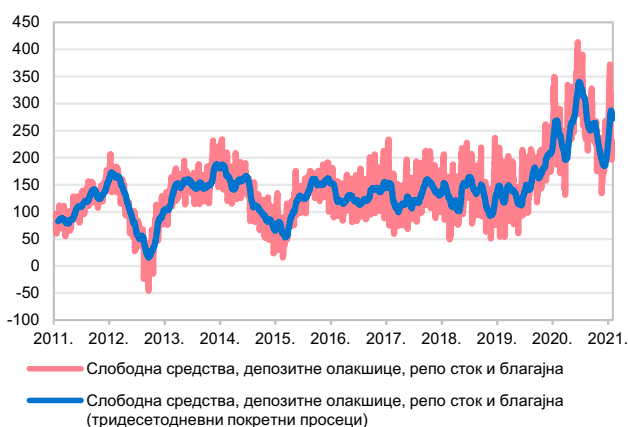
Динар је и током Т4 наставио стабилно кретање према евр.

Каматне стопе

Током децембра, Народна банка Србије смањила је референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на 1,0%, при чему је и сужен коридор основних каматних стопа (са 1 п.п. на 0,9 п.п. у односу на референтну каматну стопу), тако да је каматна стопа на депозитне олакшице смањена на 0,1%, док је каматна стопа на кредитне олакшице смањена на 1,9%. Просечна стопа на аукцијама за репо продају ХоВ током Т4 била је готово изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице, тако да је на нивоу тромесечја смањена за 16 б.п., на 0,1%, при чему је стање продатих репо ХоВ крајем године било непромењено у односу на крај септембра (30 млрд динара).

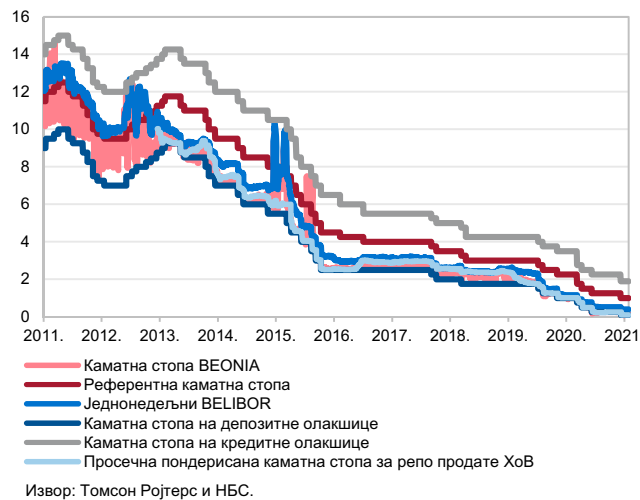
На преконоћном међубанкарском новчаном тржишту, током новембра регистрован је благи раст каматне стопе *BEONIA* (са 0,26% на 0,3%) услед нешто веће тражње за краткорочним позајмицама. Народна банка Србије је у условима погоршане епидемиолошке ситуације одлучила да од средине новембра отвори две редовне линије за обезбеђење јефтине динарске ликвидности банкарском, а преко њега и привредном сектору – аукције репо куповине динарских ХоВ и додатне своп аукције куповине девиза с роком трансакција од три месеца. Ове олакшице треба да учине услове финансирања још повољнијим и тиме допринесу расту кредитне

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



Извор: НБС.

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

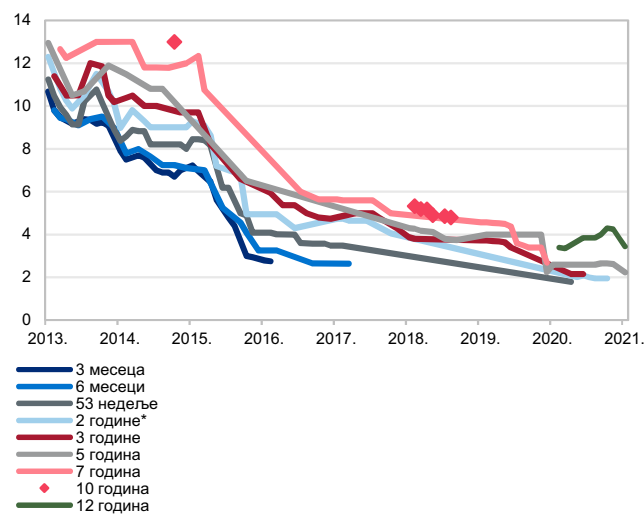


активности. До краја јануара Народна банка Србије је путем ових аукција обезбедила банкама 43,1 млрд динара, што је допринело смањењу каматне стопе *BEONIA*, која је током децембра углавном била изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице, а крајем године забележила и ниво од 0,08% (ниже од каматне стопе на депозитне олакшице).

Каматне стопе *BELIBOR* за рочност до једне недеље биле су непромењене током октобра и новембра, док су каматне стопе *BELIBOR* дужих рочности оствариле минимална одступања (до 1 б.п.) током поменутих месеци. У децембру, након смањења референтне каматне стопе Народне банке Србије, смањене су и каматне стопе *BELIBOR* (до 12 б.п.), што приближно одговара смањењу просечне репо стопе, тако да су се крајем године ове стопе кретале у распону од 0,3% до 1,1%.

У јануару је настављено стабилно кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, тако да су каматне стопе *BELIBOR* свих рочности крајем месеца биле готово непромењене у односу на крај претходне године.

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



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

На примарном тржишту, током Т4 организовано је седам аукција за продају динарских државних ХоВ. На аукцији за продају ХоВ рочности од две године, која је одржана у октобру, извршна стопа је остала непромењена (1,95%), док је на аукцији за продају ХоВ рочности од пет година извршна стопа крајем новембра смањена за 6 б.п., на 2,59%. На аукцијама за продају бенчмарк обвезница рочности од 12 година, извршна стопа је, након раста у октобру од 0,3 п.п., знатно смањена на наредне две аукције (укупно за 0,45 п.п.), тако да је на аукцији која је одржана почетком децембра извршна стопа износила 3,85%. Потребно је истаћи да је у Т4 знатно повећана тражња за обвезницама рочности од 12 година (на три аукције с планираним обимом продаје од по 5 млрд динара, укупна вредност достављених понуда по номиналној вредности износила је 97 млрд динара). Након прве аукције у октобру, када је држава прихватила све понуде, у новембру је држава прихватила готово половину доспелих понуда, док је у децембру, у условима обезбеђених средстава финансирања на међународном финансијском тржишту, на домаћем тржишту прихваћено нешто мање од петине доспелих понуда, што је довело и до знатног пада извршних каматних стопа.

Раст тражње на аукцијама динарских државних ХоВ пре свега је био подстакнут повећаним интересовањем нерезидената за улагање у динарске ХоВ рочности од 12 година, о чему сведочи и њихово учешће у укупној куповини ових ХоВ од преко 82%.⁷ Тако је стање динарских ХоВ у власништву нерезидената током Т4 повећано за 26,3 млрд динара, на 232,4 млрд динара (24,4% од стања продатих динарских ХоВ), чиме је готово у потпуности анулирано повлачење нерезидената из динарских ХоВ које је било присутно након избијања пандемије.

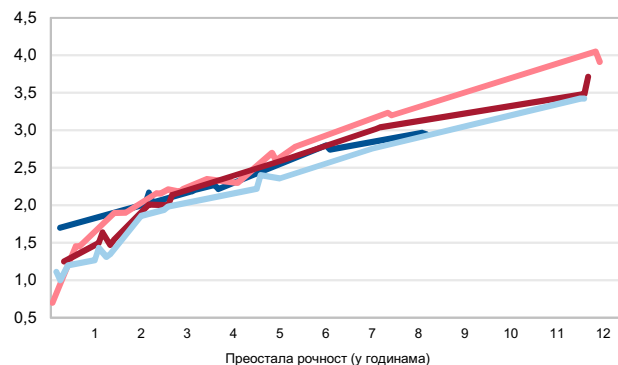
Раст поверења инвеститора, који се огледа у већој спремности за улагање у државне ХоВ, потврђен је и на **међународном финансијском тржишту**, пошто је у новембру (салдирање извршено у децембру) успешно реализована емисија еврообвезница у доларима у укупном износу од 1,2 млрд долара, рочности десет година, по стопи приноса од 2,35% и купонској стопи од 2,125%. Ради заштите јавног дуга од девизног ризика, Република Србија је истовремено реализовала хединг трансакцију, чиме је постигнута купонска стопа за финансирање у еврима од 1,066%, што је **најнижа стопа финансирања у еврима коју је наша земља икада забележила**. Прикупљена средства су искоришћена за превремену отплату дела дуга по основу обвезница емитованих 2011. (900 млн долара), тако да у септембру ове године доспева преостали мањи износ обвезница (700 млн долара).

На **секундарном тржишту**, током Т4 регистрован је раст активности инвеститора, о чему сведочи остварен промет, који је повећан са 55,9 млрд динара у Т3 на 124,8 млрд динара. Стопе приноса су углавном пратиле кретање стопа с примарног тржишта, тако да су се током децембра у просеку кретале у распону од 1,25% за преосталу рочност од четири месеца до 3,7% за преосталу рочност од 12 година, при чему је крајем децембра био приметан даљи пад стопа приноса за рочност од 12 година – на 3,5%.

Током јануара држава је организовала још две аукције за продају ХоВ рочности од пет и 12 година, на којима су извршне стопе смањене за 0,4 п.п., на 2,2% и 3,4%, респективно. И стопе приноса на секундарном тржишту пратиле су ово смањење, тако да су се у јануару у просеку кретале у распону од 1,0% за рочност од три месеца до 3,4% за рочност од 12 година.

Графикон IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ

(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

⁷ На три одржане аукције за рочности од 12 година, продате су ХоВ у номиналном износу од 43,8 млрд динара, од чега су нерезиденти купили ХоВ у номиналном износу од 36,0 млрд динара (82,2%).

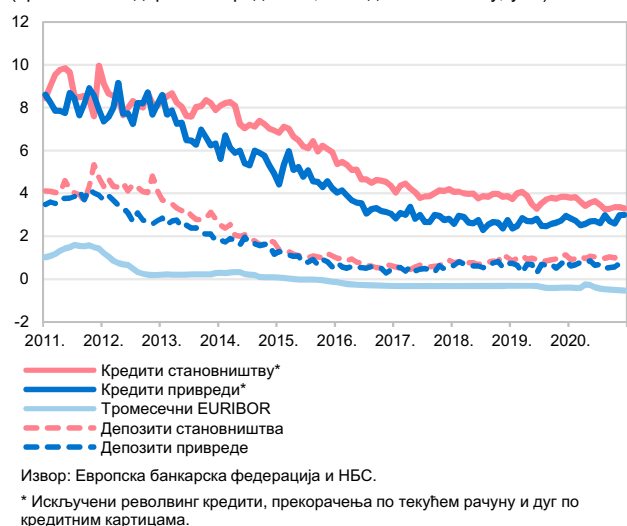
Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Просечна каматна стопа на **динарске кредите привреди** смањена је за 0,1 п.п. у односу на септембар и у децембру је износила 3,2%. Овај благи пад се готово у потпуности дугује смањењу каматних стопа на инвестиционе кредите (1,1 п.п., на 2,9%), док су каматне стопе на кредите за обртна средства и остале некатегорисане кредите биле практично непромењене током Т4 и у децембру су износиле 3,4% и 3,0%, респективно.

Код **динарских кредита становништву**, просечна каматна стопа на готовинске кредите, који су најзаступљенија категорија у новоодобреним кредитима, у децембру је, као и у септембру, износила 9,2%. Каматне стопе на остале динарске кредите становништву током Т4 смањене су и кретале су се у распону од 2,1% за потрошачке до 5,3% за остале некатегорисане кредите, тако да је просечна каматна стопа на укупне динарске кредите становништву у децембру износила 8,5%.

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



Просечна пондерисана **каматна стопа на евроиндексиране кредите и кредите у еврима привреди** повећана је у односу на септембар за 0,3 п.п., на 3% у децембру, услед раста каматних стопа на инвестиционе кредите (0,5 п.п., на 3,6%) и каматних стопа на кредите за обртна средства, које су повећане за 0,1 п.п., на 2,7%.

У складу с кретањем каматне стопе *EURIBOR*, просечна каматна стопа на стамбене кредите смањена је за 0,1 п.п., на 2,6%, што уједно представља њен најнижи ниво од успостављања упоредиве статистике. С друге стране, током Т4 каматне стопе осталих евроиндексираних кредита становништву благо су порасле, тако да је просечна пондерисана каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву била иста као у септембру, када је износила 3,3%.

Каматне стопе на **орочене депозите** током Т4 благо су порасле. Тако су камате на штедњу становништва незнатно кориговане навише, на 2,35% за штедњу у динарима, док су за штедњу у еврима повећане за 0,1 п.п., односно на 1,2% у децембру. Сличан раст је остварила и просечна каматна стопа на орочене динарске депозите привреде (на 1,4%), док је нешто већи раст регистрован код орочених депозита привреде у еврима (0,3 п.п., на 0,9% у децембру).

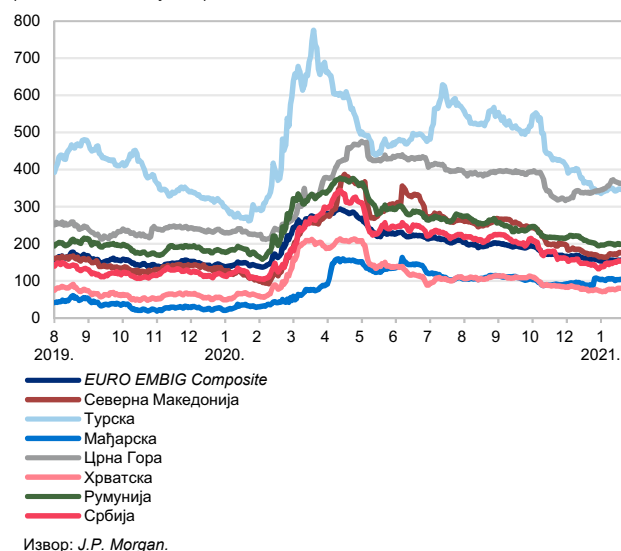
Премија ризика

Премија ризика за Србију на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, знатно је опала током Т4. Поред глобалних фактора, попут оптимизма око вакцина против вируса корона, упркос расту броја заражених и новоуведеним рестриктивним здравственим мерама, томе су допринеле и мере економске политике у Србији донете као одговор на кризу, затим опоравак домаће економске активности, као и очекиван више него потпуни опоравак од кризе у 2021. години. Услед наведених фактора, премија ризика за Србију на бази дуга у еврима пала је у Т4 за 82 б.п., на 143 б.п., чиме се поново нашла испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, која је смањена за 43 б.п., на 158 б.п. Ипак, премије ризика за дуг у еврима свих посматраних земаља региона, као и композитна мера, и даље су биле више него крајем 2019, тј. пре избијања пандемије вируса корона. Током јануара *EURO EMBIG* за Србију је незнатно повећан, на 149 б.п., при чему је и даље био испод показатеља *EURO EMBIG Composite*, који је благо снижен, на 151 б.п.

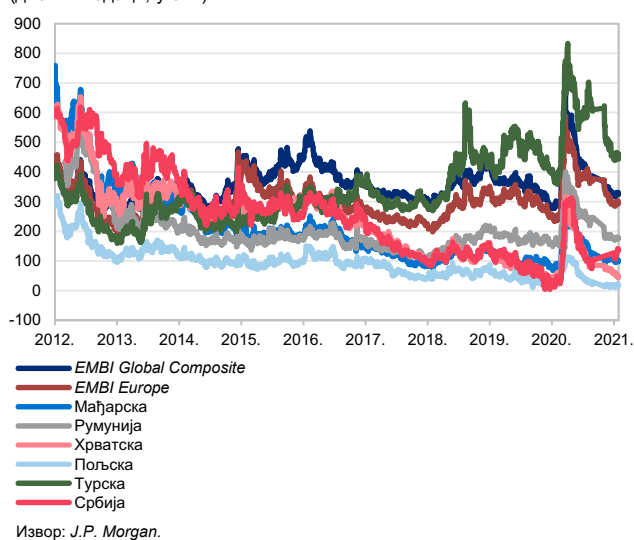
Са укључивањем нове еврообвезнице у доларима (*SRB 30*) у израчунавање индекса *EMBI* за Србију од стране *J.P. Morgan*-а, од 31. децембра 2020, након неколико месеци прекида због изласка из обрачуна еврообвезнице *SRB 2021*, поново је постао доступан податак о доларској премији ризика Србије, која је тог дана износила 128 б.п., знатно испод композитне мере, *EMBI Global Composite*, која је износила 323 б.п. Оба показатеља су бележила стабилно кретање током јануара и крајем месеца била незнатно виша у односу на крај Т4 (композитна мера износила је 324 б.п., а *EMBI* за Србију 136 б.п.).

У извештају рејтинг агенције *Standard & Poor's* из децембра наводи се да је кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, са стабилним изгледима за његово даље побољшање, резултат чињенице да је Србија у кризу изазвану пандемијом ушла са знатно бољим укупним макроекономским показатељима. Као кључни фактор који је томе допринео издваја се то што су Народна банка Србије и Влада РС у претходном периоду очувале ценовну, финансијску и фискалну стабилност, као и релативну стабилност динара према еврју. Агенција је у први план истакла и да су уређене јавне финансије и повећане девизне резерве омогућиле институцијама Републике Србије довољно простора да адекватним мерама пруже подршку економији током пандемије.

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



Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – *EMBI* (дневни подаци, у б.п.)



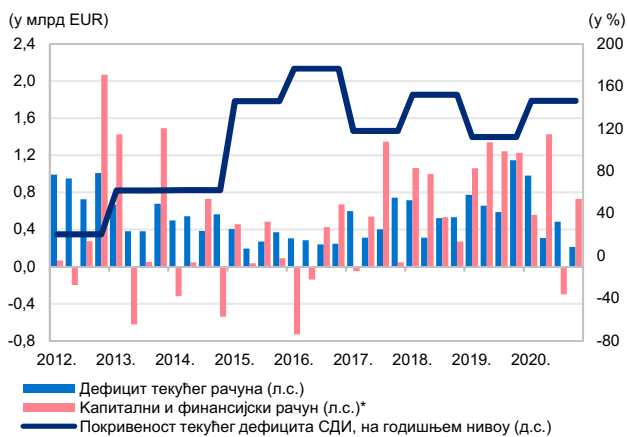
Табела IV.1.1. Кредитни рејтинг (промена рејтинга и изгледа)

	2017.	2018.	2019.	2020.
<i>S&P</i>	<i>BB</i> /стабилни ⁴⁾	<i>BB</i> /позитивни ⁴⁾	<i>BB+</i> /позитивни ⁴⁾	<i>BB+</i> /стабилни ²⁾
<i>Fitch</i>	<i>BB</i> /стабилни ⁴⁾		<i>BB+</i> /стабилни ³⁾	
<i>Moody's</i>	<i>Ba3</i> /стабилни ¹⁾		<i>Ba3</i> /позитивни ³⁾	

Извор: НБС.

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

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



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2020.

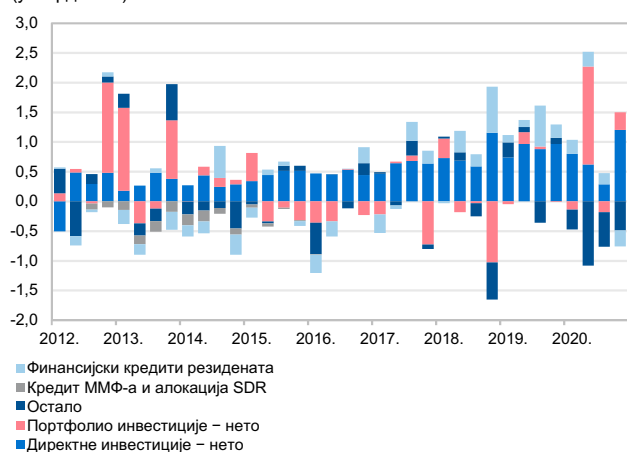
* Искључујући промене девизних резерви НБС.

Токови капитала из иностранства

На финансијском рачуну платног биланса у Т4 остварен је нето прилив капитала у износу од 736,7 млрд евра, који је резултат раста СДИ и портфолио инвестиција. С друге стране, одлив је регистрован по основу трговинских и финансијских кредита, као и услед повећања износа средстава које банке држе на рачунима у иностранству.

Током Т4 остварен је релативно висок нето прилив СДИ у Србију (1,2 млрд евра), од чега се трећина тог прилива односила на трансакцију продаје државног удела у Комерцијалној банци, чија је приватизација била и део аранжмана с ММФ-ом. Посматрано на нивоу године, нето прилив СДИ у 2020. износио је 2,9 млрд евра и у целости је покрио дефицит текућег рачуна (146,5%). У односу на 2019, нето прилив СДИ у 2020. нижи је за нешто мање од петине, што је мањи пад од просека у земљама ЕУ и региону југоисточне Европе.⁸ Поред тога, треба имати у виду да је у 2019. остварен рекордан нето прилив СДИ у Србију (3,6 млрд евра), као и да је на нижи прилив СДИ утицало првенствено смањење реинвестиране добити, што је и очекивано у условима мање профитабилности привреде услед кризе. Посматрано по делатностима, нешто више од четвртине улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију (26%), за којом следе улагања у финансијски сектор (18%), саобраћај и складиштење и грађевинарство. СДИ су претежно долазиле из европских (71%)⁹ и азијских земаља (20%).

Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2020.

Србија је на међународном финансијском тржишту током Т4 емитовала десетогодишње обвезнице у износу од 1,2 млрд долара, по до сада најповољнијим условима. Највећи део средстава прикупљен овом емисијом искоришћен је за превремену отплату већег дела преосталог дуга по основу десетогодишњих доларских обвезница емитованих 2011. по знатно вишој купонској стопи (7,25%). Током Т4 страни инвеститори повећали су улагања у динарске државне ХоВ на домаћем тржишту, а домаћи инвеститори у иностране ХоВ, тако да је по основу **портфолио инвестиција** у Т4 остварен нето прилив од 296,4 млн евра. Тиме је, посматрано на нивоу године, прилив по основу портфолио инвестиција износио 1,6 млрд евра, што указује на поверење инвеститора у одрживост макроекономске стабилности Србије и у условима повећане неизвесности и аверзије према ризику.

⁸ На основу података из јануарског издања UNCTAD-овог *Investment Trends Monitor*-а. Видети Осврт бр. 2 на стр. 26.

⁹ Већином су то улагања из ЕУ.

По основу **финансијских кредита** узетих из иностранства, током Т4 регистрован је нето одлив од 271,2 млн евра. Од тога, Влада се нето раздужила за 196,2 млн евра, банке за 65,4 млн евра, а предузећа за 9,6 млн евра. Одлив је забележен и по основу трговинских кредита (260,2 млн евра), као и по основу готовог новца и депозита (183,0 млн евра), пошто су банке повећале износе средстава на рачунима у иностранству, а нерезиденти смањили средства на рачунима код банака у земљи.

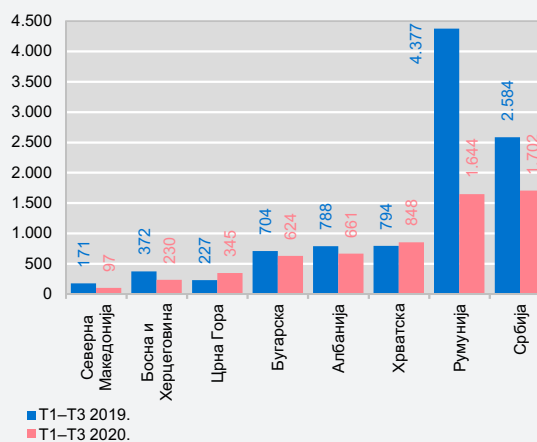
Осврт 2: Токови капитала према Србији и земљама у окружењу током пандемије

Криза изазвана ширењем вируса корона снажно се одразила на глобалне токове капитала током 2020. године. Затварање економија, донете здравствене мере и пад инвестиционог и потрошачког поверења, које је било последица изразите неизвесности у погледу утицаја пандемије на економске и финансијске токове, тј. истовремено деловање шокова и на страни понуде и на страни тражње, испољили су се одмах по избијању пандемије. Све наведено је током марта и априла за последицу имало раст улагања у тзв. сигурну активу и смањен прилив капитала у земље у успону услед смањене склоности инвеститора ка ризику. С постепеним отварањем економија и попуштањем здравствених мера, као и захваљујући обимним пакетима економске помоћи великог броја земаља, на глобалном нивоу од маја започет је постепен опоравак, што је резултирало и падом премије ризика земаља у успону и растом прилива капитала у земље у успону, али су приливи углавном остали нижи него у периоду пре избијања пандемије.

Према UNCTAD-овом *Investment Trends Monitor*-у из јануара ове године, приливи од СДИ на глобалном нивоу у 2020. смањени су за 42%, са 1,5 блн долара, колико су износили у 2019, на 859 млрд долара, колико су, према процени, износили у 2020. То је израженији пад у односу на онај забележен током две године по избијању светске финансијске кризе 2008. Процењено је да су СДИ у земље ЕУ у 2020. смањене за 71%, док је пад у региону југоисточне Европе, где се сврстава Србија, износио 28%. У *World Investment Report*-у објављеном у јуну 2020, UNCTAD је изнео пројекцију да ће СДИ у 2021. на глобалном нивоу бити смањене за додатних 5% до 10%, а да је постепени опоравак могућ тек у 2022. години. Иако је затварање економија са избијањем пандемије имало тренутан утицај и деловало је као шок на страни понуде, процењује се да је пад СДИ у 2020. и 2021. одређен пре свега шоком на страни тражње, тј. уздржавањем од инвестирања у условима повећане неизвесности.

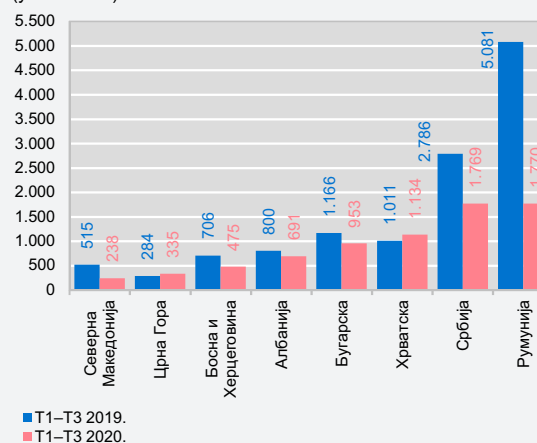
Када је реч о приливима капитала у Србију, може се констатовати да је, упркос кризи, у 2020. остварен релативно висок прилив СДИ у износу од 3,0 млрд евра, док је нето прилив износио 2,9 млрд евра. На нижи нето прилив СДИ (за 18,3%) од оствареног у 2019. утицала је пре свега мања реинвестирана добит (за 0,8 млрд евра), али треба имати у виду и да је у 2019. остварен рекордан прилив СДИ (брuto 3,8 млрд евра, нето 3,6 млрд евра). Поред тога, прилив СДИ у 2020, који је од петогодишњег просека био виши за 13%, а од десетогодишњег за 41%, остао је распрострањен и, као и раније, у највећој мери усмерен у извозно оријентисане секторе, обезбеђујући пуну покривеност дефицита текућег рачуна. По основу **портфолио инвестиција** остварен је нето прилив од 1,6 млрд евра, који је у највећој мери био резултат емисије обвезница на међународном тржишту у мају у износу од 2 млрд евра на седам година ради обезбеђења адекватне фискалне подршке

Графикон О.2.1. СДИ, нето прилив (у млн EUR)



Извор: сајтови централних банака.

Графикон О.2.2. СДИ, пасива (у млн EUR)



Извор: сајтови централних банака.

привреди у борби с пандемијом, с обзиром на то да је друга емисија еврообвезница у 2020. у највећој мери искоришћена за превремено враћање дела дуга по основу обвезница емитованих 2011. године. Нерезиденти су на домаћем тржишту почетком 2020. смањили улагања у државне ХоВ, нарочито током периода фебруар–април, тако да је по основу портфолио инвестиција у овом периоду забележен нето одлив од близу 223 млн евра, а затим и у јулу, када је погоршана епидемиолошка ситуација, да би пред крај године, с растом оптимизма у погледу глобалног економског опоравка са ширењем вести о масовнијој употреби вакцине, било знатно повећано учешће нерезидената на домаћем примарном тржишту динарских државних ХоВ. Поред тога, крајем године Србија је на међународном финансијском тржишту емитовала десетогодишњу еврообвезницу у вредности од 1,2 млрд долара, по до сада најповољнијим условима (1,066%¹ у еврима), а средства прикупљена овом емисијом искоришћена су претежно за превремену отплату дела дуга по основу скупих доларских еврообвезница емитованих 2011.

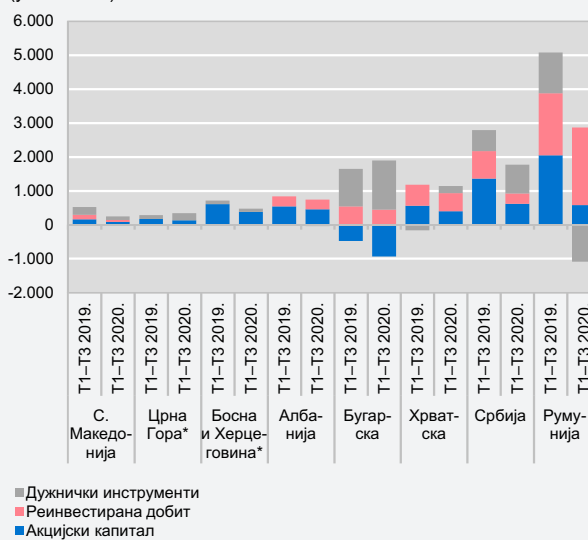
На обе аукције еврообвезница на међународном финансијском тржишту тражња инвеститора је вишеструко премашила понуду, што је, уз потврде кредитног рејтинга с позитивним изгледима (*Moody's* у септембру) и стабилним изгледима (*Fitch* у септембру и *Standard & Poor's* у децембру), доказ поверења у одрживост макроекономске стабилности Србије и у овако изазовним временима.

Посебно је важно истаћи да је 11. фебруара једна од водећих финансијских институција у свету, *J.P. Morgan*, објавила одлуку да ће од 30. јуна ове године динарске обвезнице Републике Србије укључити у реномирани индекс обвезница *J.P. Morgan GBI-EM*, што је гувернер Јоргованка Табаковић најавила још пре годину дана. Овај догађај је од велике важности с обзиром на обиме трговања ХоВ које се налазе у овом индексу и на то што је овај индекс један од најчешће праћених (реперних) за обвезнице које су у локалној валути емитовале земље у успону. На овај начин, Србија ће постати још атрактивнија инвестициона дестинација, а страним инвеститорима дат је снажан сигнал да је Србија сигурно и пожељно место за улагање и да ће тако остати и у наредном периоду.

У условима ниских каматних стопа на међународном тржишту новца и експанзивне политике ЕЦБ-а, задуживање резидената по основу **финансијских кредита** повећано је за 405,9 млн евра нето. Томе су допринеле пре свега банке, чије су нето обавезе према иностраним кредиторима повећане за 455,5 млн евра, као и предузећа, која су се задужила за 267,2 млн евра. Ипак, у односу на 2019, прилив по основу финансијских кредита нижи је за две трећине, чему је допринела и Влада, која се раздужила за 308,5 млн евра, док се у 2019. години у сличној мери задужила.

На рачуну **примарног дохотка** знатно је смањен дефицит, што је првенствено било опредељено мањим расходима по основу доходака од СДИ (који су смањени за 1,1 млрд евра, на 1,3 млрд евра), претежно услед ниже процењене реинвестиране добити која се доводи у везу са смањеном профитабилношћу компанија у иностраном власништву услед пандемије. Захваљујући задуживању по повољнијим условима у претходном периоду, смањени су и расходи по основу доходака на портфолио инвестиције (за 61,1 млн евра, на 250,6 млн евра), што је, уз мањи дефицит у размени робе и раст суфицита у размени услуга, допринело смањењу дефицита текућег рачуна за 37,3%, на 4,2% БДП-а. С друге стране, у правцу повећања текућег дефицита деловао је мањи суфицит

Графикон О.2.3. СДИ обавезе, по инструментима (у млн EUR)



Извор: сајтови централних банака.

* Подаци о реинвестираној добити приказани заједно с власничким улагањима.

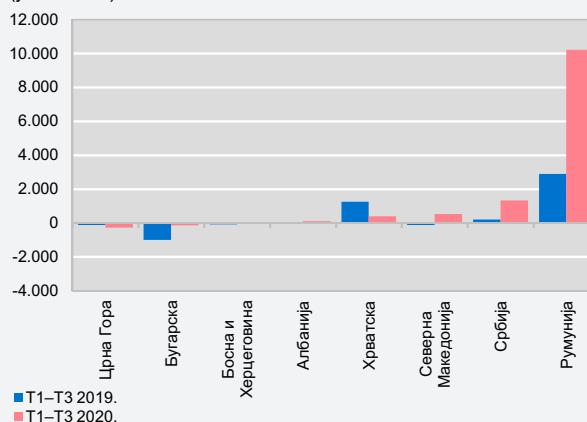
¹ Доларске обвезнице емитоване су по купонској стопи од 2,125%, након чега је путем своп трансакције извршена замена обавеза по основу ове обвезнице из долара у евро, чиме је остварена дефакто купонска стопа за финансирање у еврима од 1,066%.

на рачуну секундарног дохотка (за 357,3 млн евра), услед мањег прилива дознака, који је у условима светске кризе и смањене мобилности радне снаге смањен за 12,9%, на 2,9 млрд евра (слична смањења прилива по основу дознака забележена су и у другим земљама које традиционално имају висок прилив по овом основу).

Ако се **упореде** поједине ставке платног биланса (СДИ и портфолио инвестиције, примарни и секундарни доходак) **Србије са земљама региона** (Бугарска, Румунија, Хрватска, Северна Македонија, Црна Гора, Босна и Херцеговина и Албанија), током 2020. уочавају се сличне тенденције у токовима капитала и код посматраних земаља. Поређење је вршено на основу података за девет месеци 2020, јер су за поједине од анализираних земаља подаци доступни закључно с Т3.

С **нето приливом СДИ** од 1,7 млрд евра у девет месеци 2020, Србија је имала највећи прилив у региону, а иза ње следи Румунија, с нето приливом од 1,6 млрд евра. У условима пандемије и глобално повећане аверзије према ризику, за већину земаља (Румунија, Бугарска, Албанија, Северна Македонија, Босна и Херцеговина и Србија) нето прилив по основу СДИ нижи је него у истом периоду 2019. године, док је повећање код Црне Горе условљено мањим улагањима резидената у иностранство, а у случају Хрватске – мањим отплатама међукомпанијских кредита него у истом периоду претходне године. У поређењу са истим периодом 2019, нето прилив СДИ у Румунији нижи је за чак 62,4%, а затим следе Северна Македонија (43,4%), Босна и Херцеговина (38,3%) и Србија (34,2%). Ако се посматра само прилив по основу СДИ у анализираним земљама, уочава се да су у односу на исти период 2019. године углавном смањени власничка улагања и реинвестирана добит, док су приливи по основу међукомпанијских кредита у неким земљама чак и повећани (Бугарска, Србија, Црна Гора).

Графикон О.2.4. Портфолио инвестиције, нето прилив (у млн EUR)



Извор: сајтови централних банака.

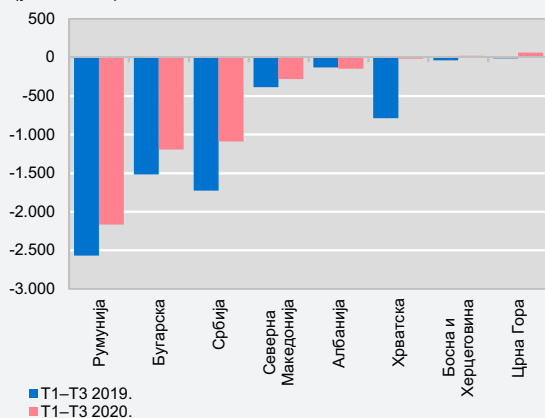
Табела О.2.1. Емисије обвезница на међународном тржишту у 2020.

	Јануар	Април	Мај	Јун	Јул	Септембар	Новембар	Децембар
Бугарска						2,5 млрд EUR		
Црна Гора								750 млн EUR
Албанија				650 млн EUR				
Северна Македонија			700 млн EUR					
Србија			2 млрд EUR				1,2 млрд USD	
Хрватска				2 млрд EUR				
Румунија	3 млрд EUR		3,3 млрд EUR		3,3 млрд USD		2,5 млрд EUR	

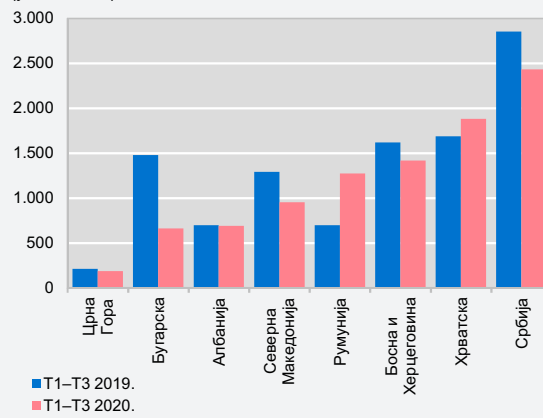
Извор: сајтови министарства финансија.

Нето прилив по основу портфолио инвестиција у девет месеци 2020. бележи се у Румунији, Србији, Северној Македонији, Хрватској и Албанији, што је резултат емисија еврообвезница на међународном финансијском тржишту. Највећи нето прилив остварен је у Румунији, која је на међународном финансијском тржишту у овом периоду 2020. емитовала еврообвезнице у вредности од преко 9 млрд евра, а затим још у новембру у вредности од 2,5 млрд евра.

Поправљање **салда примарног дохотка** у готово свим посматраним земљама – прелазак из дефицита у суфицит у Црној Гори и Босни и Херцеговини, као и смањење дефицита у осталим посматраним земљама изузев Албаније – резултат је нижих расхода од доходака од СДИ. Нижи расходи од доходака по основу СДИ преко 30%, поред Србије, евидентирани су и у Црној Гори, Северној Македонији, Хрватској и Бугарској.

Графикон О.2.5. Примарни доходак, салдо
(у млн EUR)

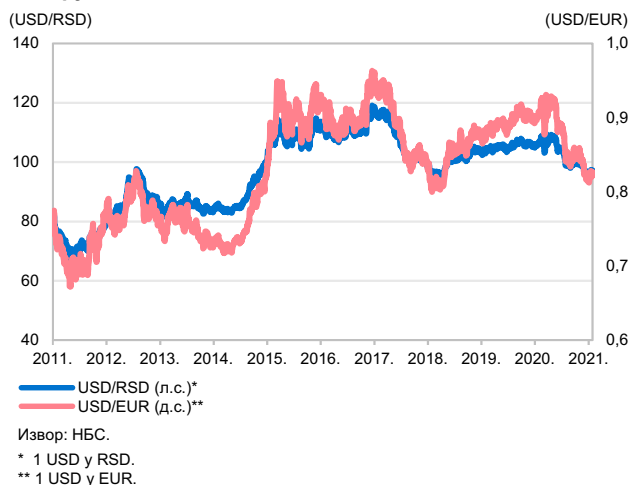
Извор: сајтови централних банака.

Графикон О.2.6. Секундарни доходак, салдо
(у млн EUR)

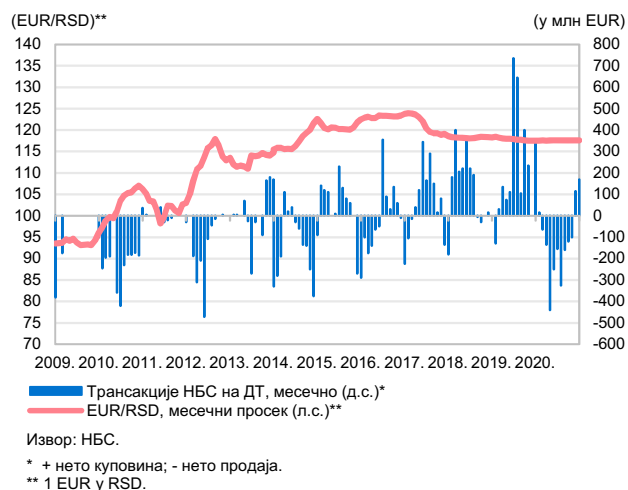
Извор: сајтови централних банака.

За разлику од салда примарног дохотка, који је поправљен, код већине земаља региона бележи се нижи суфицит секундарног дохотка у девет месеци 2020. у односу на исти период претходне године, са изузетком Румуније и Хрватске, где је већи прилив резултат раста трансфера из ЕУ владама ових држава. И поред смањења од 14,8% мг, на 2,4 млрд евра у девет месеци 2020, Србија и даље остварује највиши прилив по основу секундарног дохотка у региону. Као и у случају Србије, и у другим земљама нижи прилив по основу секундарног дохотка условљен је нижим приливом личних и осталих трансфера. Иако није расположива детаљна статистика за све посматране земље, претпостављамо да је нижи прилив личних трансфера последица нижих прилива по основу дознака радника у иностранству. Утицај пандемије на кретања дознака одвија се углавном путем два канала. Пре свега, пад БДП-а у земљама из којих се шаљу дознаке утиче на смањење расположивих средстава које људи могу да издвоје и пошаљу у матичне земље. Поред тога, и саме мере ограничавања кретања ради сузбијања ширења вируса отежавају пренос дела дознака који се не обавља путем званичних канала (део дознака које дијаспора доноси у готовини).

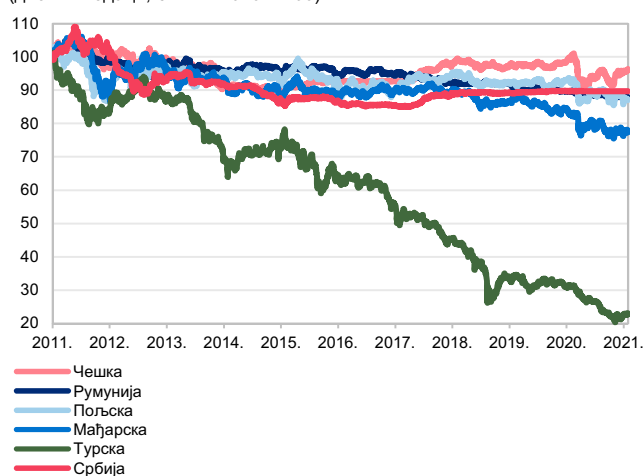
Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и евра према долару



Графикон IV.1.12. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон IV.1.13. Кретање курсева одређених националних валута према еврџ*



Кретања на девизном тржишту и курс динара

Стабилно кретање динара према еврџ настављено је и током Т4, тако да је његова вредност, посматрано и на нивоу тромесечја и на нивоу 2020. године, била готово непромењена. С друге стране, због слабљења долара према еврџ, динар је према долару у Т4 ојачао за 4,7%, а на нивоу године за 9,7%.

Депрецијацијски притисци, који су као последица пандемије били присутни од фебруара 2020. године, постепено су слабили током претходних месеци, а у новембру и децембру чак су преовладали апрецијацијски притисци. Таквим кретањима допринели су резиденти, који су, уместо уобичајене куповине, у децембру продавали девизе банкама, као и нерезиденти, који су на аукцијама у новембру и децембру били већински купци дванаестогодишњих динарских државних ХоВ. Понуда девиза повећана је и захваљујући нето куповини ефективног страног новца од грађана и мењача, као и продужењу девизне позиције банака по основу коришћења платних картица нерезидената. Иако је смањење валутно индексиране активе банака¹⁰ деловало у супротном смеру, посматрано на нивоу тромесечја, понуда девиза у Т4 надмашивала је тражњу.

Народна банка Србије је током Т4 била нето купац девиза на МДТ-у, у укупном износу од 185,0 млн евра. Посматрано на нивоу године, Народна банка Србије је нето продала 1.450,0 млн евра, чиме је у условима знатно појачане глобалне неизвесности услед кризе изазване пандемијом допринела одржању релативне стабилности курса динара према еврџ.

Обим трговања на МДТ-у¹¹ растао је током Т4 из месеца у месец и у децембру је износио 30,2 млн евра просечно дневно. Таква кретања допринела су томе да у Т4 просечан дневни промет на МДТ-у буде повећан у односу на Т3 за 5,8 млн евра, на 26,8 млн евра.

Током Т4 повећан је и обим промета на девизним своп аукцијама, услед увођења додатних аукција. Од 16. новембра уведене су додатне тромесечне своп аукције куповине девиза по методу фиксних своп поена, које се одржавају сваког понедељка. На тромесечним своп аукцијама у Т4 купљено је 262,0 млн евра (од тога

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

¹¹ Без Народне банке Србије.

207,0 млн евра по фиксним своп поенима), док је продато 55,0 млн евра. На редовним двонедељним своп аукцијама Народна банка Србије је од банака купила и продала по 67,0 млн евра.

Међу валутама земаља у региону које су у режиму циљања инфлације, током Т4 према еврџ ојачале су чешка круна (3,7%) и турска лира (1,3%). Вредност румунског леја била је непромењена, док је мађарска форинта ослабила за 0,1%, а пољски злот за 1,9%. Посматрано на нивоу године, за разлику од динара, који је у 2020. задржао своју вредност према еврџ, све поменуте валуте су ослабиле – најмање румунски леј (1,9%), а највише турска лира (26,2%).

2. Новац и кредити

У складу с нашим очекивањима, раст монетарних агрегата на мг. нивоу постепено се успорава, на шта су утицали престанак мораторијума и смањење директне државне помоћи. Домаћа кредитна активност, подржана експанзивном монетарном политиком и кредитима из гарантне шеме, трећу годину заредом остварила је готово двоцифрен раст.

Новац

Раст понуде новца настављен је током Т4 и, сезонски уобичајено, био је бржи него у Т3, што је великим делом резултат већег трошења државе у децембру. Поред тога, као и у претходном делу године, расту новчане масе позитивно је доприносила и кредитна активност. Најшири монетарни агрегат, М3, повећан је у Т4¹² за 4,0%, при чему се 70% раста дугује повећању динарске компоненте.

Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** забележили су највећи раст током Т4, када су повећани за 76,7 млрд динара. Готово половина тог раста односила се на трансакционе депозите привреде (38,1 млрд динара), а следе их депозити становништва, с повећањем од 29,8 млрд динара. Стања на рачунима осталих сектора у Т4 такође су повећана, али у знатно мањој мери.

Орочени динарски депозити немонетарних сектора у Т4 смањени су за 4,9 млрд динара, што је последица смањења стања на рачунима привреде (за 7,7 млрд

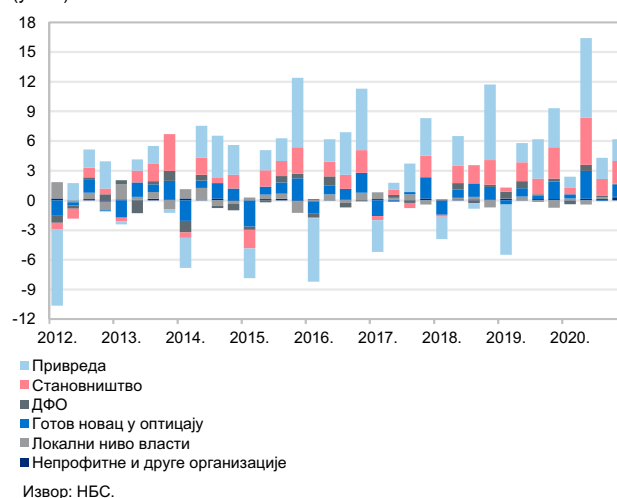
Графикон IV.2.1. **Домаћи кредити немонетарном сектору и М3**

(номиналне мг. стопе, у %)



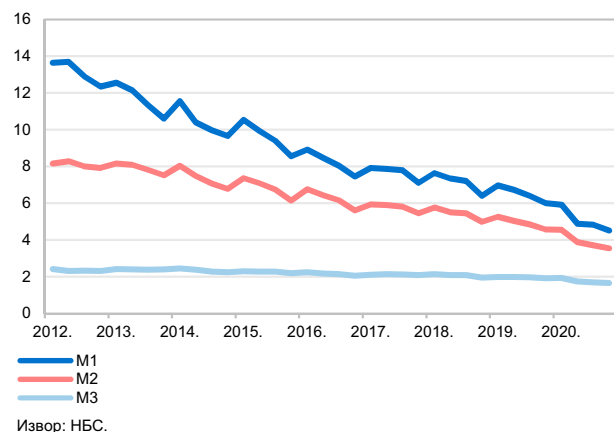
Графикон IV.2.2. **Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура**

(у п.п.)



¹² У Т3 за 3,3%.

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



динара) и локалне самоуправе (за 2,6 млрд динара). С друге стране, на ороченим динарским рачунима осталих сектора забележено је повећање стања. Највише је порасла динарска штедња становништва (резидената), која је током Т4 повећана за 3,7 млрд динара и крајем децембра је достигла рекордних 92,5 млрд динара. Посматрано од почетка године, становништво је у 2020. повећало динарску штедњу за 13,5 млрд динара, тј. за 17,1%, чиме је, трећу годину заредом, настављен њен динамични раст. То говори у прилог поверења грађана у финансијску и ценовну стабилност, с обзиром на то да је раст штедње остварен у условима кризе изазване пандемијом и повећане аверзије према ризику. Поред тога, већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе на динарску штедњу, као и њен повољнији порески третман.

Девизни депозити су у Т4 повећани за 322,1 млн евра, при чему се више од 80% раста односи на депозите становништва. На нивоу године, девизна штедња становништва повећана је за 601,1 млн евра и крајем 2020. године износила је рекордну 11,1 млрд евра.¹³ Депозити ДФО повећани су током Т4 за 42,0 млн евра, док су непрофитне организације повећале стање на девизним рачунима за 24,9 млн евра. С друге стране, девизни депозити привреде у Т4 смањени су за 16,6 млн евра.

Посматрано на мг. нивоу, раст монетарних агрегата од средине 2020. године постепено успорава¹⁴ – новчана маса М3 је у децембру успорила мг. раст на 18,1% (са 18,8% крајем Т3). Наставак сличних тенденција можемо очекивати и у наредном периоду, с обзиром на то да је изражен раст понуде новца у 2020. био повезан са убризгавањем ликвидности у домаћу привреду и растом расположивог дохотка становништва, којима су допринеле мере Народне банке Србије (ублажавање монетарне политике и ефекти мораторијума), као и значајна директна помоћ државе. Већој понуди новца допринело је и уздржавање становништва од потрошње у условима пандемије и одлагање инвестиција, које ће слабити с напретком у процесу вакцинације и побољшањем епидемиолошке ситуације.

¹³ Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају децембра износила 93,0 млрд динара, а девизна 11,4 млрд евра.

¹⁴ У складу с нашим очекивањима изнетим у Извештају о инфлацији – август 2020. године.

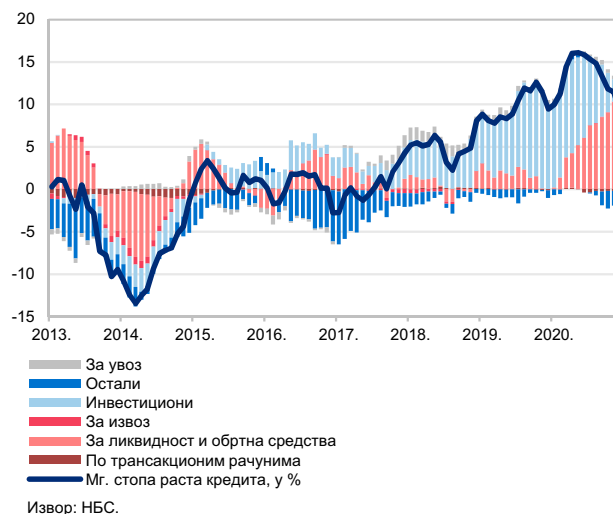
Кредити

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, уз ефекте мера којима се стимулише одрживо кредитирање становништва, одобравање кредита из гарантне шеме микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима, као и задржаних ниских каматних стопа на тржишту новца у зони евра, омогућило је наставак раста кредитне активности. Остварен раст кредитне активности на нивоу године од готово 10%, трећу годину заредом, у складу је с нашим пројекцијама, а успоравање на мг. нивоу крајем године очекивано је било последица високе базе из претходне године, као и већих доспећа од октобра, након престанка другог мораторијума.

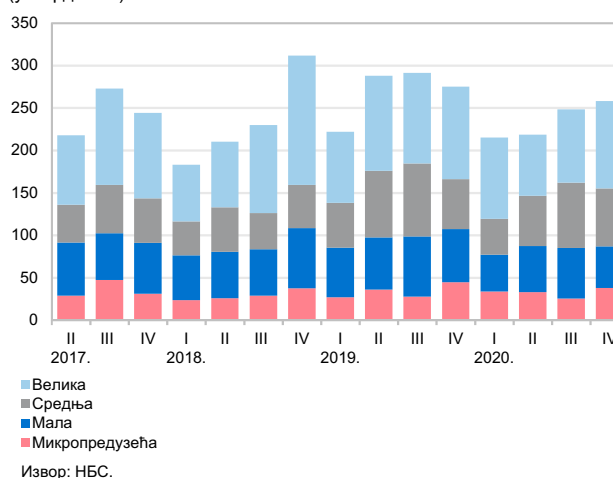
Посматрано на нивоу Т4, **кредити привреди**, по искључењу ефекта промене девизног курса, смањени су за 6,7 млрд динара, делом услед већих доспећа након престанка мораторијума. Заједно с деловањем ефекта високе базе од прошле године, ово је утицало на то да мг. раст кредита привреди успори са 13,3% у септембру на 9,1% у децембру. Посматрано на нивоу године, стање кредита привреди повећано је за 114,4 млрд динара, вођено растом кредита за ликвидност и обртна средства. У условима растуће потребе привреде за ликвидним средствима и одобравања кредита из гарантне шеме, кредити за ликвидност и обртна средства од новембра су најзаступљенија категорија кредита привреди, са учешћем од 43,7% у децембру. Следе инвестициони кредити, са учешћем од 43,0%. Посматрано по делатностима, стање кредита током Т4 повећано је код предузећа из области снабдевања електричном енергијом, пословања с некретнинама и грађевинарства, док је код осталих делатности смањено.¹⁵ Када су у питању кредити привреди према величини предузећа, на део тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа односило се 69% кредита привреди у децембру, а њихов мг. раст у децембру износио је 9,4%.

Обим новоодобрених кредита привреди у Т4 износио је 258,2 млрд динара, што је за 4,0% више него у Т3, односно за 6,1% мање него у истом периоду претходне године. Више од 50% одобрених кредита привреди током Т4 односило се на кредите за ликвидност и обртна средства, а готово две трећине ових кредита користила су микропредузећа, мала и

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



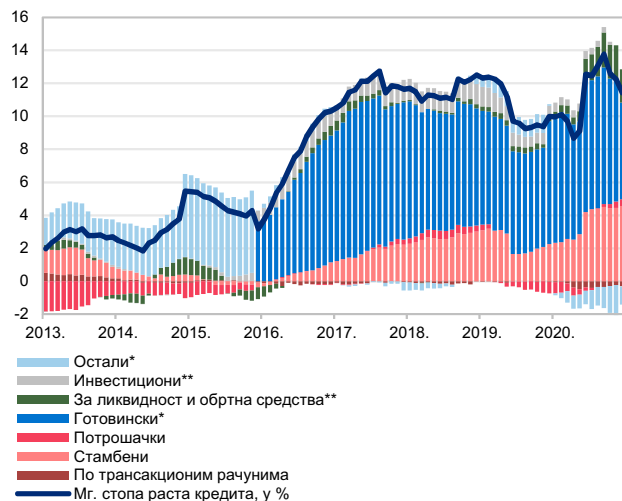
Графикон IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа (у млрд RSD)



¹⁵ Посматрано на нивоу године, стање кредита предузећа свих делатности је повећано, а највише код предузећа из области пословања с некретнинама, саобраћаја и грађевинарства.

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.

средња предузећа, којима су у оквиру гарантне шеме обезбеђени повољнији услови финансирања. Инвестициони кредити чинили су 33% нових кредита привреди у Т4, а на микропредузећа, мала и средња предузећа односиле су се две трећине одобрених кредита.

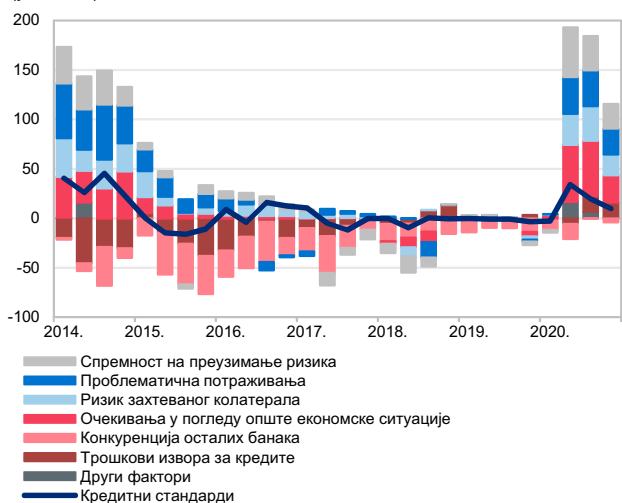
Кредити становништву су у Т4, без ефекта промене девизног курса, повећани за 7,8 млрд динара. Посматрано по наменама, раст у Т4 вођен је стамбеним кредитима (13,5 млрд динара), а у мањој мери и готовинским кредитима, док је стање некатегорисаних кредита смањено. Посматрано на нивоу године, кредити становништву повећани су за 127,0 млрд динара, а њихов м.г. раст је успорен са 13,8% у септембру на 11,4% у децембру. У структури кредита становништву у децембру најзаступљеније категорије су готовински кредити (44,4%) и стамбени кредити (36,8%).

Обим новоодобрених кредита становништву у Т4 износио је 131,5 млрд динара, што је за 9,5% више него у Т3, односно за 6,4% мање него у истом периоду прошле године. Најзаступљеније категорије кредита били су готовински кредити (60% нових кредита становништву у Т4) и стамбени кредити (23%), при чему је износ одобрених стамбених кредита у Т4 већи за 22% него у истом тромесечју 2019. године. Расту тражње за кредитима доприносе повољни услови задуживања, као и раст расположивог дохотка у условима релативно солидне понуде, на коју указује континуирани раст броја завршених станова од 2016. године.

Резултати **јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака**¹⁶ показују да су банке у условима и даље присутне повећане аверзије према ризику поштриле кредитне стандарде привреди у Т4, али у знатно мањој мери у односу на претходна два тромесечја. С друге стране, у складу са очекивањима изнетим у октобарској анкети, стандарди на кредите становништву ублажени су у Т4 као резултат позитивних изгледа на тржишту некретнина и конкуренције у банкарском сектору. Оцена банака је да је тражња за кредитима и привреде и становништва повећана у Т4, вођена потребама за ликвидним средствима и реструктурирањем обавеза, као и куповином непокретности код становништва. Очекивања за Т1 2021. показују да ће стандарди по којима ће се одобрвати кредити привреди бити непромењени

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.

¹⁶ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

укупно посматрано, док је благо поштравање могуће код сектора становништва услед веће перцепције ризика. Истовремено, банке очекују даљи раст тражње привреде и становништва за кредитима под дејством готово истих фактора као у Т4.

Динаризација пласмана привреди и становништву, мерена учешћем динарских пласмана у укупним пласманима, достигла је у децембру нови максимум од 37,3% и у односу на крај Т3 већа је за 0,7 п.п. Учешће динарских пласмана привреди повећано је у Т4 за 1,8 п.п., на 21,0% у децембру, чему је допринело одобравање динарских кредита из гарантне шеме и куповина динарских корпоративних обвезница. С друге стране, степен динаризације пласмана становништву смањен је у Т4 за 0,6 п.п., на 55,9%, делом као резултат већег раста стамбених кредита (који се највећим делом одобравају у девизном знаку) од раста готовинских кредита.

Бруто NPL показатељ повећан је током Т4 за 0,3 п.п., на 3,7% у децембру, што је једним делом последица већих доспећа кредита након престанка другог мораторијума. Истовремено, раст је забележен код NPL показатеља сектора привреде¹⁷ на 3,1%, док је код сектора становништва¹⁸ задржан на нивоу од 3,6%. Покривеност NPL и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 93,2% NPL, док је исправка вредности NPL била на нивоу од 58,5% NPL.

Показатељ адекватности капитала¹⁹ на крају Т3 2020. износио је 22,4%, што указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум износи 8,0%).

3. Агрегатна тражња

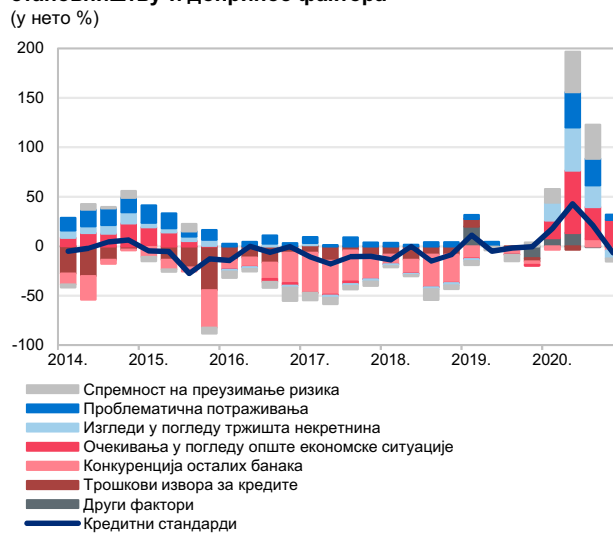
Након снажног опоравка економске активности у Т3 (6,3% дсз.), нови талас ширења епидемије вируса корона условио је већи степен рестриктивности епидемиолошких мера, што је смањило домаћу потрошњу, тако да је на тромесечном нивоу раст БДП-а успорен на 1,3% дсз. у Т4. У супротном смеру деловао је бржи опоравак извоза робе и услуга од увоза.

¹⁷ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће NPL у укупним кредитима у децембру је такође износило 3,1%.

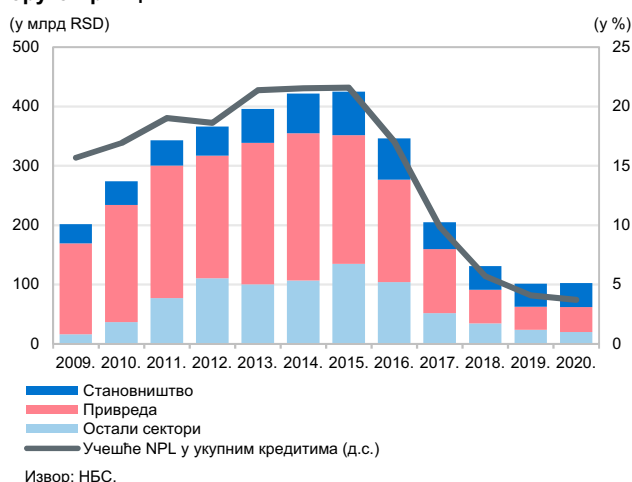
¹⁸ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће проблематичних потраживања исто је на нивоу од 3,6%.

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

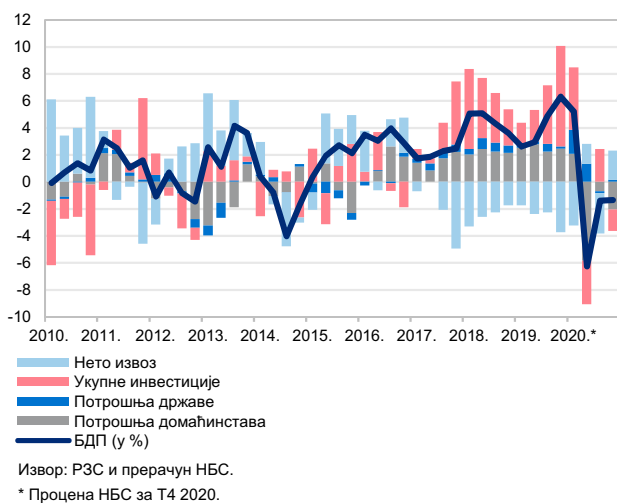
Графикон IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора



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



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.			
	T1	T2	T3	T4
Потрошња домаћинства	3,0	-8,1	-1,0	-3,0 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	10,0	0,0	5,6	2,5
Промет у угоститељству	3,9	-44,6	-25,6	-28,4 **
Број домаћих туриста	-3,5	-65,4	11,3	-36,0
Број ноћења домаћих туриста	1,5	-60,8	13,0	-28,9
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	9,5	-3,2	13,6	13,2
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	13,9	12,1	14,1	13,6 ***
Нето прилив дознака, номинално	-11,2	-31,3	-10,3	2,4
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	12,8	12,3	15,4	14,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Октобар (процена РЗС).

*** Октобар–новембар.

Домаћа тражња

Посматрано на м.г. нивоу, БДП је реално смањен за 1,3% у Т4, првенствено услед пада **приватне потрошње**, која је, према нашој процени, смањена за 3% м.г. (негативан допринос БДП-у од 2,1 п.п.), јер су ширење новог таласа вируса корона и последично поштравање здравствених мера довели до ограничавања радног времена већине услужних делатности. Највећи пад активности регистрован је у сектору туризма и угоститељства, на шта указује и смањење броја ноћења домаћих туриста од 28% м.г., као и пад реалног промета у угоститељству у октобру од преко 30% м.г. У условима новог ширења епидемије, готово је обустављена потрошња усмерена за рекреацију становништва, културне и спортске догађаје, док је знатно смањена мобилност становништва негативно утицала на активност у сектору саобраћаја. С друге стране, и током Т4 настављен је раст реалног промета у трговини на мало (2,5% м.г.), али је и он успорен у односу на Т3 (5,6% м.г.).

Захваљујући мерама државе и Народне банке Србије, извори приватне потрошње нису били смањени током пандемије, што указује на то да је редукација приватне потрошње привременог карактера. Наиме, позитивна динамика на тржишту рада задржавана је и током Т4, тако да основни извор финансирања приватне потрошње – маса зарада – бележи двоцифрен раст (13,6% м.г. у периоду октобар–новембар). Поред тога, током Т4 раст бележе и кредити намењени потрошњи, а регистрован је и раст дознака од 2,4% м.г.

Према нашој процени, благи раст **државне потрошње** у Т4 донекле је ублажио пад приватне потрошње, тако да је укупна потрошња допринела паду БДП-а са 1,9 п.п.

Раст аверзије инвеститора према ризику у условима глобалне пандемије условио је мањи ниво инвестиција. Ипак, треба истаћи да је током Т4 знатно успорен пад инвестиција у фиксне фондове, за који процењујемо да је износио око 2,0% м.г.

Смањена инвестициона активност приватног сектора (-4,2% м.г.) посебно је била изражена код набавке нове опреме предузећа, на шта указује смањење производње машина за 8,5% м.г. и увоза опреме за 12,7% м.г. С друге стране, охрабрује кретање показатеља из области грађевинарства. Наиме, раст производње и увоза грађевинског материјала од 8,7% м.г. и 12% м.г., респективно, у Т4 био је праћен и

растом броја издатих грађевинских дозвола од 22,3% м. у октобру и новембру.

Када је реч о изворима финансирања приватних инвестиција у Т4, у односу на исти период претходне године, у условима пандемије, смањена је расположивост сопствених извора финансирања инвестиција, што је делом компензовано омогућавањем мораторијума на кредите и директном подршком државе, а смањено је и узимање инвестиционих кредита. С друге стране, настављен је висок прилив СДИ, при чему је настављена реализација инвестиција у извозно оријентисане секторе које су биле најављене пре избијања кризе. У поређењу с периодом пре кризе, прилив СДИ (без прихода од приватизације Комерцијалне банке) у Т4 био је готово идентичан приливу оствареном у Т1, док је на м. нивоу био мањи за 14,1%, што се може објаснити рекордним приливом СДИ у претходној години.

Наставак реализације инфраструктурних пројеката које финансира држава резултирао је растом **државних инвестиција** од 9,0% м. у Т4, што је позитивно допринело расту БДП-а са 0,4 п.п. Треба истаћи да су државне инвестиције на нивоу целе године реално порасле за 7,4%, упркос смањеним приходима услед глобалне пандемије.

Према нашој процени, прираст **залиха** у Т4 био је нижи него у истом тромесечју прошле године, највероватније због већег извоза пољопривредних производа, што је негативно допринело расту БДП-а.

Посматрано на тромесечном нивоу, раст економске активности у потпуности се дугује нето извозу. Домаћа тражња, након искључења сезонских фактора, смањена је у односу на Т3 услед ниже потрошње, а делом и по основу трошења залиха, док су инвестиције у фиксне фондове, према нашој процени, у Т4 порасле за 3,5% дсз.

Нето екстерна тражња

Кретање обима спољнотрговинске размене у 2020. имало је облик латиничног слова *V*. Посматрано на м. нивоу, након пада реалног извоза и реалног увоза робе и услуга у Т2 од 20,5% и 19,6%, респективно, њихов пад је у Т3 најпре знатно успорио, да би у Т4 био забележен реални раст извоза од 2,6% и пад увоза од 1,1%. Израженији опоравак извоза од увоза током Т4 резултирао је позитивним доприносом нето извоза расту БДП-а од 2,2 п.п.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2020.			
	T1	T2	T3	T4
Реалне м. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	11,8	-12,9	-5,5	-2,0
Грађевинарство (нац. рачуни)	20,9	-3,7	-18,0	-4,0
Инвестиције државе	15,0	10,0	-5,3	9,0
Број издатих грађевинских дозвола	22,3	-21,0	-0,7	22,3 *
Производња грађевинског материјала	-3,1	-11,5	1,2	8,7
Вредност изведених радова	26,2	-2,1	-17,2	-8,9
Увоз опреме, номинално	27,4	-14,5	12,4	-12,7
Производња домаћих машина и опреме	-0,5	-15,0	0,3	-8,5
Залихе готових производа у индустрији	-5,1	-0,6	2,2	1,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Октобар–новембар.

Графикон IV.3.2. Кретање инвестиција у основне фондове

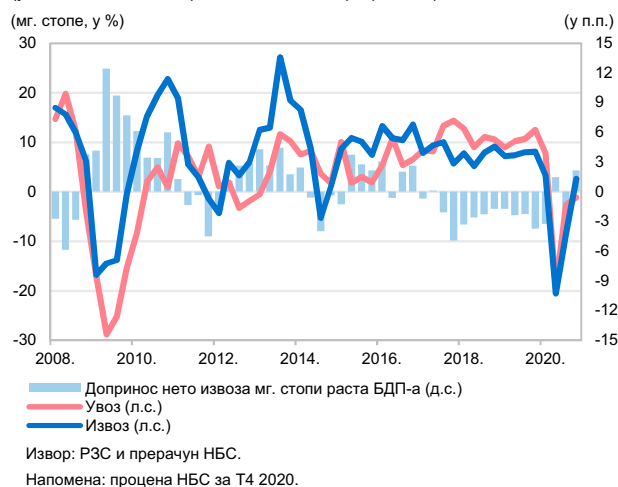
(м. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т4 2020.

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



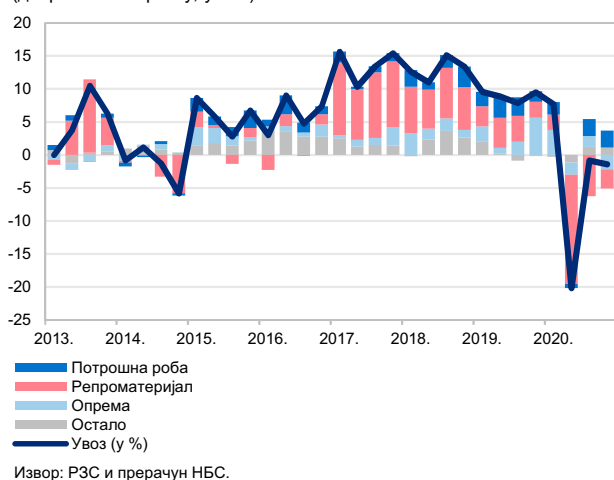
Упркос успоравању екстерне тражње, робни извоз изражен у еврима наставио је да се опоравља током Т4 и у децембру је, дсз. посматрано, био 7,1% изнад преткризног нивоа (просечне вредности у периоду јануар–фебруар). На м. нивоу, робни извоз у Т4 убрзао је раст на 7,5%.²⁰ Захваљујући опоравку извоза већине кључних грана, извоз прерађивачке индустрије у Т4 био је за 2,0% виши него у истом периоду 2019. Томе је највише допринео већи извоз електричне опреме и аутомобила, а у нешто мањој мери и хране, хемијских и металних производа, као и производа од гуме и пластике. Након још једне одличне сезоне, извоз пољопривредних производа у Т4 убрзао је раст на 42,0% м. највише услед већег извоза житарица, а позитиван утицај на извоз по овом основу може се очекивати до наредне пољопривредне сезоне. Више него раније, расту извоза у Т4 доприносио је и извоз руда метала, пре свега бакра.

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



И робни увоз је наставио да се опоравља, али током Т4 још није достигао преткризни ниво. И поред тога, м. пад робног увоза израженог у еврима у Т4 (-1,5%) био је нешто израженији него у Т3 (-0,7%)²¹, делом и због високе базе из Т4 2019. Посматрано по класификацији увоза према општим економским категоријама (BEC), тај пад је био одређен мањим увозом репроматеријала (-5,5% м.) и опреме (-12,7% м.), док је увоз потрошне робе благо успорио раст, на 13,2% м. Према класификацији увоза по намени ЕУ, на пад увоза у Т4 утицао је пре свега мањи увоз енергената, а у мањој мери и капиталних производа. С друге стране, увоз производа за потрошњу и интермедијарних производа деловао је у супротном смеру.

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



Размена услуга са иностранством бележи спорији опоравак од робне размене, о чему сведоче и дсз. вредности извоза и увоза услуга, које су у Т4 у просеку биле ниже за око 11% и 13%, респективно, него пре избијања пандемије.²² Суфицит у размени услуга са иностранством у Т4 био је за 5,4% виши у односу на исти период претходне године, што је резултат већег м. пада увоза услуга од извоза (-7,4% према -5,1%), које је било најизраженије код туризма и ИКТ услуга.

Покривеност робног увоза извозом повећана је у 2020. и износила је 75,5%, а по укључењу услуга 84,3%.

²⁰ Према платнобилансним подацима.

²¹ Према платнобилансним подацима.

²² Референтни период: просек јануар–фебруар 2020, дсз. посматрано.

4. Економска активност

Према нашој процени, економска активност у Србији у Т4, у односу на Т3, виша је за 1,3% дсз., док је на мг. нивоу нижа за исто толико, што указује на то да је настављен економски опоравак, мада споријим темпом због погоршања епидемиолошке ситуације од октобра у свету и код нас и поштравања здравствених мера.

Посматрано на годишњем нивоу, економска активност је у условима глобалне пандемије у 2020. години смањена за 1,1% (прелиминарна процена РЗС-а), што представља један од најбољих резултата у Европи.

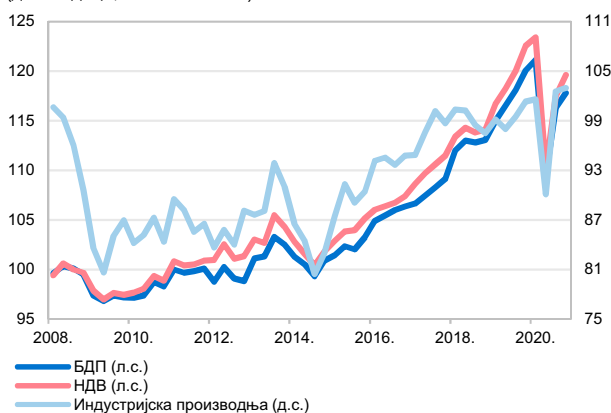
Опоравак започет у Т3, када је остварен тромесечни раст БДП-а од 6,3% дсз., настављен је у Т4, мада споријим темпом због погоршања глобалне и домаће епидемиолошке ситуације од октобра и поштравања здравствених мера. Тромесечни раст у Т4 био је вођен повећањем активности у сектору грађевинарства и индустрије, док је, за разлику од Т3, када су услужни сектори највише допринели опоравку економке активности, према нашој процени, активност у услужним секторима (укупно посматрано) у Т4 у односу на Т3 била непромењена због новог таласа вируса корона.

Посматрано на мг. нивоу, према процени РЗС-а, пад БДП-а у Т4 благо је успорен, на 1,3% мг., са 1,4% мг. у Т3. Нижа активност у поређењу с Т4 2019. последица је пада активности у услужним секторима, а у мањој мери и у грађевинарству, највише по основу високе базе из претходне године, док су пољопривреда и индустрија допринеле расту економске активности.

Према нашој процени, **индустрија** је у Т4 остварила раст од 1,5% мг. И физички обим индустријске производње у Т4 бележи исти раст, који је био вођен повећањем обима производње у сектору енергетике (8% мг.) и рударства (2% мг.), док је обим производње прерађивачке индустрије остварио нешто скромнији раст (0,2% мг.). Треба имати у виду да је услед новог таласа вируса корона у Европи повећан степен рестриктивности здравствених мера, што се одразило на смањење екстерне тражње за нашим извозом. Последице су биле посебно видљиве у производњи основних метала, која је нижа за 24,9% мг., што је

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности

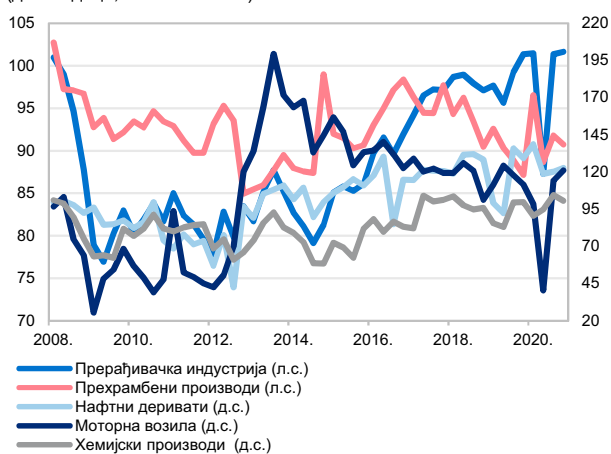
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

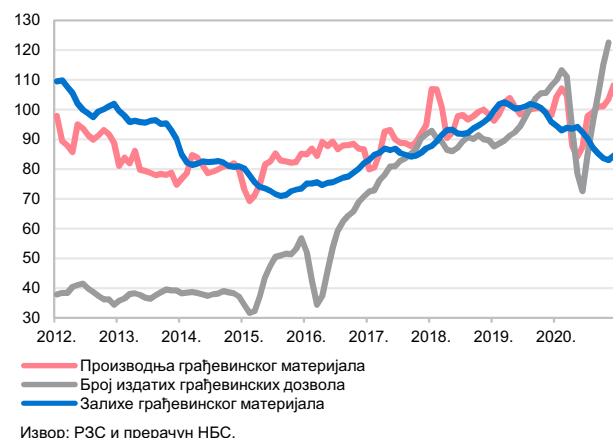
(у п.п.)

	2019.		2020.		
	T4	T1	T2	T3	T4*
БДП (у %, мг.)	6,3	5,2	-6,3	-1,4	-1,3
Пољопривреда	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Индустрија	0,6	0,9	-1,5	0,6	0,3
Грађевинарство	2,5	0,8	-0,2	-1,1	-0,2
Услуге	2,6	2,5	-3,8	-0,9	-1,9
Нето порези	0,6	0,7	-1,2	-0,2	0,1

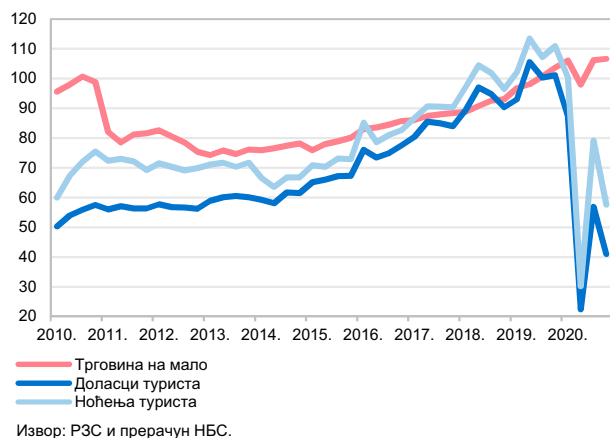
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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



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



смањило укупан обим производње прерађивачке индустрије за 1,2 п.п. Ипак, посматрано на нивоу целе прерађивачке индустрије, током Т4 је повећан обим производње код 12 од 24 делатности, при чему највећи позитиван допринос потиче од повећања обима производње прехранбених производа, електричне опреме и производа од гуме и пластике.

Кретање показатеља из области **грађевинарства** указује на убрзање грађевинске активности у Т4 у поређењу с Т3, пошто су повећани производња и увоз грађевинског материјала, а повећан је и број издатих грађевинских дозвола. Такође, и реализација капиталних пројеката од стране државе указује на то да није било успоравања грађевинске активности. Ипак, услед високе базе из претходне године, када је раст грађевинарства био посебно изражен крајем године, процењујемо да је на мг. нивоу грађевинска активност забележила пад у Т4 (до 4% мг.) и негативно допринела БДП-у са 0,2 п.п., док је на тримесечном нивоу остварен снажан раст (16,6% дсз.).

Поштравање здравствених мера током Т4, између осталог, довело је до смањења радног времена за већину услужних делатности током новембра и у првој половини децембра. Поред тога, нови талас вируса корона смањило је мобилност становништва, тако да су **услужни сектори**, збирно посматрано, регистровани пад активности у Т4 од 3,8 % мг., што је допринело паду БДП-а са око 1,9 п.п. Туризам и угоститељство спадају у секторе који су највише погођени кризом, на шта указује смањење долазака и ноћења туриста у Т4 од 58,5% мг. и 47,2% мг., респективно. И сектор саобраћаја у условима епидемије бележи знатан пад активности, као и сектори забаве, рекреације и културе. С друге стране, настављен је раст активности у трговини, али подаци о реалном промету показују да је раст успорен у односу на претходно тримесечје (са 5,6% мг. у Т3 на 2,5% мг. у Т4).

Према процени РЗС-а, у 2020. години остварен је раст пољопривреде од 4,5%, за колико процењујемо да је остварен раст и у Т4. Тако је, трећу годину заредом, забележена натпросечна пољопривредна сезона, чему је највише допринело повећање производње пшенице, кукуруза и соје.

Опоравак економске активности у Т4 огледа се и у расту прихода по основу наплаћених пореза акциза и ПДВ-а на производе, тако да нето порези, након два тримесечја у којима су били у паду због обимног пакета економске помоћи, у Т4 бележе раст од 0,5% мг., уз позитиван допринос БДП-у од 0,1 п.п.

Посматрано на годишњем нивоу, економска активност је у условима глобалне пандемије у 2020. години смањена за 1,1%, што је готово у складу с нашим проценама датим у претходним извештајима и боље од очекивања на почетку пандемије. Негативан допринос кретању БДП-а очекивано је потекао од услужног сектора (саобраћаја, туризма, угоститељства, рекреације и културе), тј. делатности које су највише биле погођене пандемијом, а у мањој мери и од грађевинарства, пре свега због високе базе из претходне године. С друге стране, раст је забележен у пољопривреди, али и у индустрији, која је захваљујући инвестицијама из претходног периода и повећаној распрострањености производње и извоза показала отпорност у условима глобалног пада економске активности.

Осврт 3: Утицај покретљивости становништва на економску активност

Због пандемије *COVID-19*, у протеклој години дана у свету је знатно смањена економска активност, кроз бројне канале на страни понуде и тражње, што се првенствено може повезати са смањеном покретљивошћу становништва. Смањена покретљивост последица је мера физичког дистанцирања, којима су владе широм света ограничавале кретање и ширење вируса, као и добровољног дистанцирања становништва ради смањења међусобних контаката.

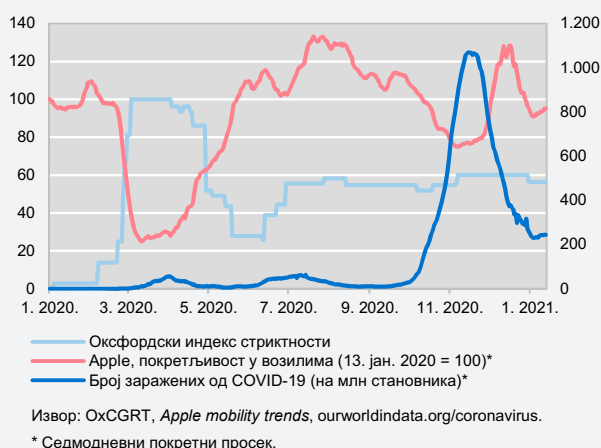
У случају Србије, уведене рестриктивне мере за здравствену заштиту средином марта резултирале су знатним падом покретљивости становништва, што се може јасно видети на основу кретања оксфордског индекса стриктности за Србију (*Oxford stringency index*) и Епловог показатеља покретљивости у возилима (*Apple driving mobility*) (Графикон О.3.1). Кретање поменутих показатеља указује на то да је с попуштањем здравствених мера расла покретљивост, да би од августа она била постепено смањивана, пре свега вођена вестима о погоршању епидемиолошке ситуације у свету и код нас.

Да бисмо квантификовали у којој је мери затварање утицало на смањену покретљивост, оцењен је *VAR* модел, који показује да раст индекса стриктности од 10 поена (појачање мера ограничавања кретања) води паду покретљивости становништва у Србији од 13% у периоду од око две недеље (Графикон О.3.2).

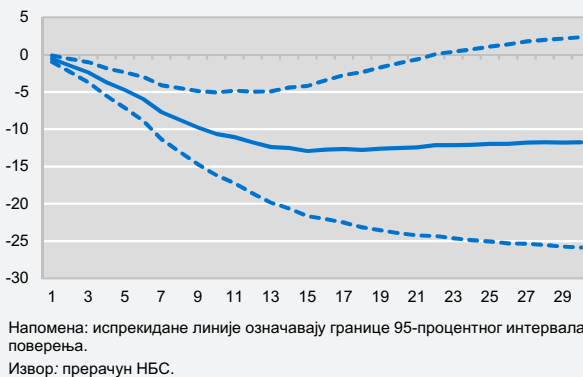
Иначе, поменути индекс стриктности, који израчунава Универзитет у Оксфорду, представља квантификацију противепидемијских мера које је применило више од 180 земаља. Овај индекс узима вредности од 0 (одсуство мера) до 100 (најстроже мере) и представља просек девет подиндекса: затварање школа, затварање радних места, отказивање јавних догађаја, ограничења јавних окупљања, затварање јавног саобраћаја, захтеви за остајање код куће, кампање јавног информисања (у вези са епидемијом), ограничења кретања и ограничења међународног саобраћаја.

Индекс стриктности за Србију пре епидемије логично је узимао вредност 0, да би најпре одређена ограничења у погледу међународног саобраћаја у јануару, затим кампање јавног информисања у фебруару и увођење ванредног стања средином марта подигли индекс стриктности на максималну вредност од 100, где се налазио месец дана. Након тога, уследило је постепено ублажавање мера до јуна, а затим поново заоштравање од јула усред погоршања епидемиолошке ситуације у том периоду.

Графикон О.3.1. Покретљивост становништва у Србији у зависности од мера државе и кретања епидемије



Графикон О.3.2. Оцењена реакција покретљивости у возилима на раст индекса стриктности од 10 поена



И поред тога што довољно добро одсликава тенденције у правцу деловања државе када је реч о примени здравствених мера, због чега се и најчешће користи у истраживачким радовима, овим индексом није могуће у потпуности сагледати степен заштравања мера. Тако нпр. подиндекс затварања радних места показује да ли су поједини сектори затворени или не, али не и у којој мери. Конкретно, овај индекс за Србију није обухватио ефекте скраћења радног времена угоститељских и трговинских објеката у току радне недеље и њиховог потпуног затварања викендом у новембру, а затим продужење рада у децембру. Како и сами творци индекса напомињу, овај индекс се не може користити за оцену ефикасности мера,¹ већ је његов задатак да укаже на правац реакције држава на ток пандемије.

Када су у питању мере покретљивости, поред поменутог Еплоговог показатеља покретљивости у возилима, за Србију су доступни Еплова покретљивост пешице (*Apple walking mobility*), као и више Гуглових показатеља покретљивости који мере присуство становништва на радним местима, самопослугама и апотекама, малопродајним и рекреативним објектима (између осталог, укључује угоститељске објекте), транзитним станицама, парковима и становима.

Сви наведени показатељи покретљивости показују знатан пад покретљивости становништва у пролећним месецима, када су мере затварања биле најјаче, затим узлазну тенденцију у току лета и на крају, с новим таласом епидемије, нови пад крајем претходне године, али знатно мањи него у марту и априлу.

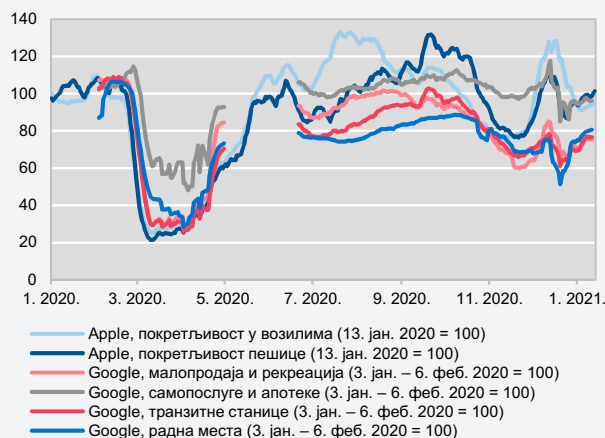
Не случајно, веома сличну тенденцију имали су разни показатељи економске активности, јер су увођење здравствених мера и осцилације у кретању становништва у последњој години дана очигледно имали доминантан утицај на економску активност.

С обзиром на то да су серије показатеља покретљивости расположиве тек од почетка 2020. године, испитивање везе између њих и показатеља економске активности (прерађивачка индустрија, трговина на мало и број ноћења туриста) за сада је у почетној фази и извођење чврстих закључака о јачини ове везе биће могуће у наредном периоду. Еплови показатељи за Србију расположиви су од 13. јануара, а Гуглови показатељи од 15. фебруара, с тим да нису расположиви за период од 19. маја до 2. јула, што додатно отежава анализу. Прерачунао на месечни просек, на располагању практично имамо 12 података, при чему смо недостајући податак за јун за Гуглове показатеље интерполирали на основу кретања Еплових показатеља. То свакако није довољно за поуздану економетријску анализу, али с обзиром на високе осцилације серија, те неоспорно јаку везу између показатеља покретљивости и економске активности у току прошле године, одређени закључци могу се извући.

У Табели О.3.1. може се видети да показатељи економске активности показују изузетно висок степен корелације с

Графикон О.3.3. Показатељи покретљивости становништва

(7-дневни покретни просек)



Извор: *Apple mobility trends, Google mobility trends.*

Табела О.3.1. Коефицијенти корелације између стопа раста показатеља економске активности и стопа раста показатеља покретљивости

Економска активност	Показатељи Гугла			Показатељи Епла		
	Малопродаја и рекреација	Самопослуге и апотеке	Транзитне станице	Радна места	Кретање у возилима	Кретање пешице
Прерађивачка индустрија	0,92	0,94	0,91	0,92	0,92	0,89
Трговина на мало	0,95	0,94	0,92	0,95	0,86	0,91
Домаћи туризам	0,98	0,98	0,97	0,96	0,96	0,96

¹ <https://www.bsg.ox.ac.uk/sites/default/files/2020-12/BSG-WP-2020-032-v10.pdf>.

показатељима покретљивости за Србију у свим посматраним комбинацијама.

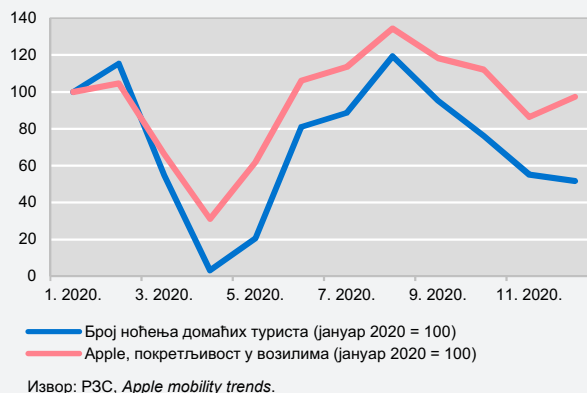
Имајући ипак у виду недовољну дужину временске серије за поуздану економетријску оцену, урадили смо и панел-анализу на истом временском периоду за Србију и још шест земаља у окружењу за које су доступни показатељи покретљивости (Мађарска, Румунија, Хрватска, Бугарска, Босна и Херцеговина и Северна Македонија), чиме смо повећали број опсервација за оцену. Урадили смо укупно 18 модела, укрштајући шест показатеља покретљивости с три показатеља економске активности.

Конкретно, регресирали смо диференце (логаритма) економске активности $\Delta e_{i,t}$ на константу α , диференцу (логаритма) показатеља покретљивости $\Delta m_{i,t}$ и вештачке варијабле за земље, тзв. фиксни ефекат f_j :

$$\Delta e_{i,t} = \alpha + \beta \Delta m_{i,t} + f_j + \varepsilon_{i,t},$$

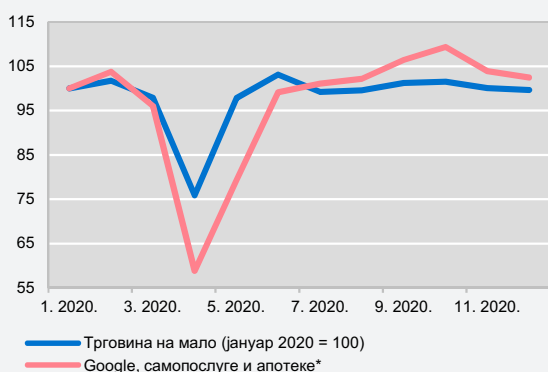
где i означава земљу, t период (месец), док су $\varepsilon_{i,t}$ резидуали из регресије.

Графикон О.3.4. Веза покретљивости у возилима и домаћег туризма



Извор: РЗС, Apple mobility trends.

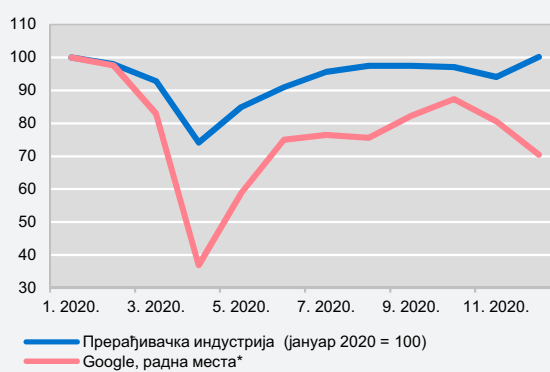
Графикон О.3.5. Веза трговине на мало и посета самопослугама и апотекама



Извор: РЗС, Google mobility trends.

* Недостају подаци за период од 19. маја до 2. јула.

Графикон О.3.6. Веза прерађивачке индустрије и одлазака на радно место



Извор: РЗС, Google mobility trends.

* Недостају подаци за период од 19. маја до 2. јула.

Табела О.3.2. Оцењени коефицијенти везе економске активности и покретљивости (β) из панел-модела¹

Економска активност	Показатељи Гугла				Показатељи Епла	
	Малопродаја и рекреација	Самопослуге и апотеке	Транзитне станице	Радна места	Кретање у возилима	Кретање пешице
Прерађивачка индустрија	0,27 *** (0,60)	0,59 *** (0,62)	0,30 *** (0,63)	0,40 *** (0,63)	0,16 *** (0,40)	0,17 *** (0,55)
Трговина на мало	0,24 *** (0,70)	0,52 *** (0,68)	0,25 *** (0,64)	0,35 *** (0,70)	0,13 *** (0,39)	0,12 *** (0,41)
Домаћи туризам	2,58 *** (0,61)	5,41 *** (0,58)	2,85 *** (0,63)	3,35 *** (0,50)	1,93 *** (0,68)	1,76 *** (0,70)

¹ У заградама су приказани коефицијенти детерминације R^2 из оцењених једначина.

* p -вредност < 0,1; ** p -вредност < 0,05; *** највећа статистичка значајност, тј. p -вредност < 0,01.

Како у случају Еплових показатеља нису доступни подаци за Босну и Херцеговину и Северну Македонију, у регресијама које садрже ову варијаблу радили смо са узорком од пет земаља. У Табели О.3.2. приказане су оцене коефицијента β и коефицијент детерминације R^2 за свих 18 комбинација показатеља економске активности и показатеља покретљивости.

У свих 18 комбинација показало се да покретљивост становништва веома добро објашњава економску активност, на шта указује висока статистичка значајност оцењеног коефицијента β . Може се приметити и да Гуглови показатељи боље објашњавају кретање прерађивачке индустрије и трговине на мало у нашем региону од Еплових показатеља (показујући виши коефицијент детерминације и вишу оцењену еластичност), док су се Еплови показатељи кретања у возилима и пешице показали статистички значајнијим од Гуглових у случају домаћег туризма.

Код сва три показатеља економске активности, оцењени коефицијент β узима највишу вредност у случају самопослуга и апотека, што се вероватно може објаснити мањим осцилацијама овог показатеља у току пандемије.

Ако се посматра по показатељима економске активности, осцилације у покретљивости највише су погодиле туризам. Оцењени коефицијенти еластичности показују да смањена покретљивост од 1% умањује број ноћења туриста у нашем региону за између 1,8–5,4%, у зависности од показатеља покретљивости.

Треба додати и да се фиксни ефекти (по земљама) нису показали статистички значајним, те да њихово искључивање из регресије не прави готово никакву разлику у приказаним оценама.

Исти панел-модел оценили смо и са индексом стриктности као објашњавајућом променљивом да бисмо оценили директан утицај мера затварања на економску активност у посматраним земљама (Табела О.3.3). Коефицијент еластичности је очекивано негативан и, слично као код покретљивости, највећи у случају туризма (–3,6), а знатно мањи у случају прерађивачке индустрије и трговине на мало (–0,35). Овакве оцене су очекиване, с обзиром на то да су мере држава у највећој мери биле усмерене на ограничење кретања ван радног времена и затварања угоститељских објеката и трговинских објеката који се не баве продајом основних животних намирница, док је производни сектор био под знатно мањим ограничењима.

У складу с добијеним резултатима, брзина опоравка економске активности у наредном периоду у великој мери зависиће од развоја епидемиолошке ситуације. Наша пројекција БДП-а заснована је на претпоставци постепеног слабљења епидемије, као резултат масовне имунизације, што би требало да резултира попуштањем мера затварања од стране државе и растом покретљивости становништва, а тиме и убрзању економске активности и достизању преткризног нивоа. Томе у прилог иде чињеница да је по броју подељених доза вакцина од 7,3 на 100 становника (закључно са 2. фебруаром) Србија тренутно у светском врху.

Табела О.3.3. **Оцена везе економске активности и индекса стриктности (β) из панел-модела¹**

Економска активност	Резултати оцене
Прерађивачка индустрија	-0,36 *** (0,49)
Трговина на мало	-0,35 *** (0,52)
Домаћи туризам	-3,62 *** (0,48)

¹ У заградама су приказани коефицијенти детерминације R^2 из оцењених једначина.

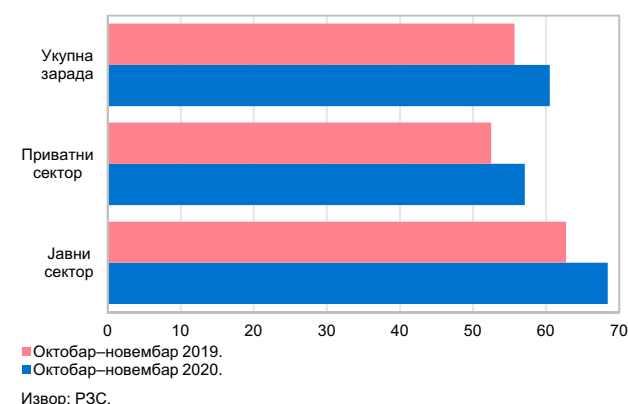
* p -вредност < 0,1; ** p -вредност < 0,05; *** највећа статистичка значајност, тј. p -вредност < 0,01.

5. Кретања на тржишту рада

Раст зарада и запослености очуван је и у приватном и у јавном сектору, уз даље смањење незапослености, што показује отпорност домаћег тржишта рада и у условима поновног ширења вируса корона од октобра.

Зараде и продуктивност рада

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

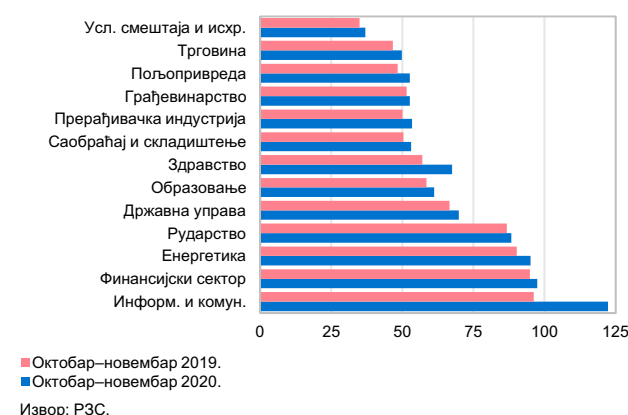


Просечна номинална нето зарада у октобру и новембру износила је 60.518 динара (тј. 515 евра), остваривши м.г. раст од 8,7%, којем су допринеле више просечне зараде и у приватном и у јавном сектору. Подржане програмом економских мера, **зараде у приватном сектору** у октобру и новембру оствариле су м.г. раст од 8,8% (колико је износио и у ТЗ). У истом периоду, **зараде у јавном сектору**, услед деловања базног ефекта,²³ успориле су м.г. раст на 9,0% (са 11,4% у ТЗ), што је утицало на нешто спорији м.г. раст просечне номиналне нето зараде на нивоу целе привреде од 8,7% у просеку у октобру и новембру (након 9,4% у ТЗ). Према процени РЗС-а, просечна номинална нето зарада на нивоу 2020. порасла је за 9,4%.

Иако споријим темпом него у месецима пред избијање пандемије, у октобру и новембру је настављено м.г. повећање просечне номиналне нето зараде у свим **привредним делатностима**. Највећи м.г. раст зарада остварен је у ИКТ сектору (27,1%) и у областима здравства и социјалне заштите (18,3%), за којима следе пољопривреда (8,8%), индустрија (7,0% збирно) и трговина (6,6%). Више зараде у октобру и новембру у односу на исти период прошле године регистроване су и у делатностима угоститељства и туризма (6,0%) и саобраћаја и складиштења (5,4%). Поред тога, одлуком Владе РС у децембру је исплаћена још једна минимална зарада угоститељским и туристичким организацијама (шеста по реду), с обзиром на то да су ове делатности највише погођене пандемијом.

Повећање номиналних зарада и формалне запослености определили су м.г. раст **укупне номиналне нето масе зарада** од 13,6% у октобру и новембру, која представља доминантан извор личне потрошње и домаће тражње.

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



²³ На основу одлуке Владе РС, зараде у јавном сектору су у новембру 2019. повећане у распону од 8% до 15%.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** забележила је м.г. пад од 3,6% у Т4 (након -3,4% у Т3) услед ширења новог таласа пандемије од октобра и поштравања здравствених мера.

Запосленост

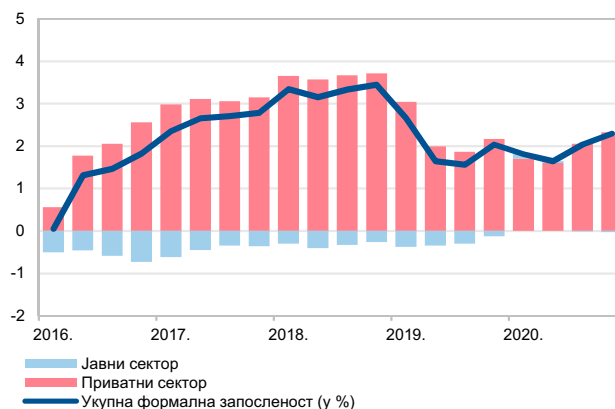
Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, **укупан број формално запослених** у Т4 повећан је за око 28 хиљада лица на тромесечном нивоу и око 51 хиљаду лица на м.г. нивоу. То показује да је укупна формална запосленост, упркос поновном ширењу пандемије, **убрзала м.г. раст на 2,3% у Т4** (са 2,0% у Т3), чему је пресудно допринела свеобухватна и благовремена економска подршка државе, усмерена пре свега на очување пословне активности и радних места у привреди. С тим у вези, у Т4 је забележен даљи м.г. раст броја запослених код правних лица и предузетника – за скоро 56 хиљада лица у просеку, док је број индивидуалних пољопривредника смањен за око 5 хиљада лица у просеку (слично као у Т3).

Укупно м.г. повећање формалне запослености у Т4 остварено је у делатностима којима доминира **приватни сектор**, пре свега у прерађивачкој индустрији (око 19 хиљада лица) и трговини на велико и мало (око 12 хиљада лица), а потом у грађевинарству (око 8 хиљада лица) и ИКТ сектору (око 7 хиљада лица). Попуштање здравствених мера од маја и државна помоћ утицали су на то да се повећа и број запослених у делатностима угоститељства и туризма и саобраћаја и складиштења (за близу 9 хиљада лица збирно у односу на исти период претходне године), с тим да је од новембра број запослених у овим делатностима благо смањен. Поред тога, у Т4 је забележен и незнатан пад м.г. запослености у **јавном сектору**, уз најаве да ће почетком 2021. године бити ублажена контрола запошљавања код корисника јавних средстава. Законском регулативом предвиђено је да јавне институције, установе и предузећа без посебних дозвола и сагласности могу запослити до 70% лица којима је престао радни однос у претходној години.²⁴

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **укупан број незапослених** од септембра први пут се налази испод нивоа од 500 хиљада и у **децембру је износио 491.347 лица**, што је

Графикон IV.5.3. Структура м.г. раста укупне формалне запослености

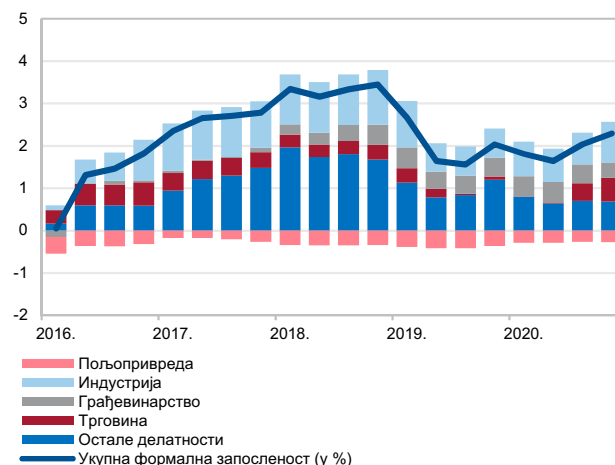
(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.4. Допринос м.г. расту укупне формалне запослености по делатностима

(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела IV.5.1. Кретања формалне запослености и незапослености

(м.г. стопе раста, просек периода)

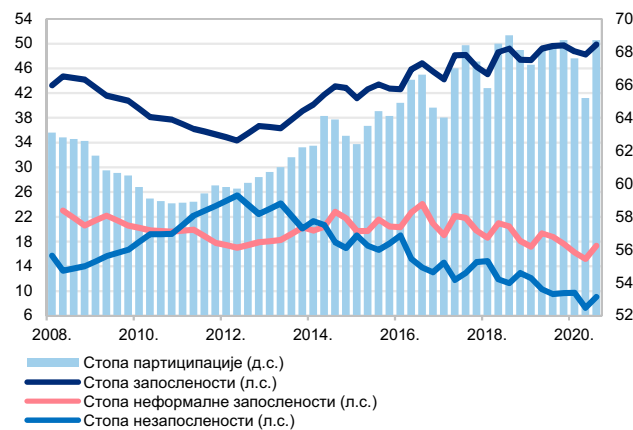
	2020.			
	T1	T2	T3	T4
Укупан број формално запослених	1,8	1,6	2,0	2,3
Запослени код правних лица	2,4	2,2	2,3	2,5
Приватни предузетници и запослени код њих	1,0	1,1	2,7	3,2
Индивидуални пољопривредници	-7,4	-7,8	-7,6	-7,8
Незапослени	-9,1	-3,3	-0,4	-1,9
Први пут траже запослење	26,3	11,3	12,3	8,9
Били у радном односу	-28,5	-14,8	-11,4	-12,0

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

²⁴ У складу са Законом о изменама и допунама закона о буџетском систему.

Графикон IV.5.5. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази

(у %)



Извор: РЗС.

за око 15,5 хиљада мање незапослених него годину дана раније. Иако је током Т4 убрзан м.г. пад регистроване незапослености, са $-0,8\%$ у септембру на $-3,1\%$ у децембру, он је и даље спорији него у периоду пре избијања пандемије. Смањење незапослености у Т4 у односу на исти период претходне године забележено је у скоро свим групама занимања, а највише у онима која припадају сектору индустрије (за око 6 хиљада у просеку), као и у делатностима трговине, угоститељства и туризма (за око 1 хиљаду лица у просеку). Мањи број незапослених у Т4 евидентиран је и у занимањима повезаним с делатностима пољопривреде, грађевинарства и саобраћаја (за готово 2 хиљаде лица збирно).

Доступни резултати **Анкете о радној снази** такође говоре у прилог отпорности домаћег тржишта рада, с обзиром на то да је стопа незапослености и у Т3 задржана на једноцифреном нивоу од $9,0\%$. У исто време, стопа активности становништва радног узраста (15–64 године) достигла је свој преткризни ниво од $68,7\%$, док је стопа запослености од $49,9\%$ премашила свој преткризни ниво из Т4 2019. На сличне закључке упућују и додатни показатељи из Анкете о радној снази, који пружају детаљнији увид о стању на тржишту рада у условима пандемије.²⁵

²⁵ За више информација видети Осврт 4, стр. 49.

Осврт 4: Тржиште рада у Србији у условима пандемије вируса корона

У околностима здравствене и економске кризе изазване пандемијом вируса корона, која је почетком 2020. захватила готово све земље света, носиоци економске политике у Србији акценат су ставили на обезбеђење потребне ликвидности предузећима, очување производних капацитета и радних места. Народна банка Србије и Влада РС благовремено и координирано донеле су и спровеле бројне економске мере за подршку привреди и становништву, захваљујући којима је домаће тржиште рада избегло теже последице глобалне кризе и при томе наставило да бележи повољне трендове из претходних година. У прилог томе говоре подаци с формалног сегмента тржишта рада, као и основни и додатни показатељи из Анкете о радној снази, који дају ширу слику о стању на тржишту рада за време пандемије.

Када се посматра **формални сегмент тржишта рада**, у периоду од фебруара (месец пред проглашење пандемије) до децембра укупан број формално запослених повећан је за око 59 хиљада лица, на око 2,3 млн лица у просеку у Т4, што је највиши ниво у протеклих шест година (Графикон О.4.1). Притом, готово целокупан раст запослености остварен је у приватном сектору, који броји преко 1,65 млн запослених и већ три године чини више од 70% укупне формалне запослености у Србији. **Највећи број новозапослених у посматраном периоду регистрован је у прерађивачкој индустрији** (око 19 хиљада лица), трговини на мало и велико (скоро 16 хиљада лица), делатностима информисања и комуникација (око 9 хиљада лица) и грађевинарству (близу 6 хиљада лица). Упоредо с повећањем формалне запослености, током 2020. настављен је и **тренд смањења регистроване незапослености, која се у септембру 2020. први пут спустила испод 500 хиљада лица** и у децембру је износила 491.347 лица, што је најнижи ниво откад постоје статистички упоредиви подаци. Притом, незапосленост је од фебруара до децембра смањена у свим групама занимања, пре свега у онима унутар сектора индустрије и грађевинарства (за око 9 хиљада лица), а затим и у занимањима услужног сектора – трговина, угоститељство, туризам и саобраћај (за око 3 хиљаде лица). Оваква кретања потврђују да су очувана постојећа и отворена нова радна места у већини привредних делатности, чему је у великој мери допринела свеобухватна економска подршка домаћој привреди од почетка пандемије.

Отпорност домаћег тржишта рада потврђују и резултати **Анкете о радној снази** (Графикон О.4.2). Тако је **стопа запослености** износила 49,9% у Т3, чиме се наша изнад свог преткризног нивоа из Т4 2019, док се у исто време **стопа активности становништва радног узраста (15–64 године)** од 68,7% у Т3 вратила на свој преткризни ниво. Тиме је надомештен пад ових показатеља у Т2, који је у највећој мери био изазван отежаним условима проналажења посла током трајања ванредног стања и смањеним ангажовањем

Графикон О.4.1. Динамика формалне запослености и незапослености у периоду 2015–2020.

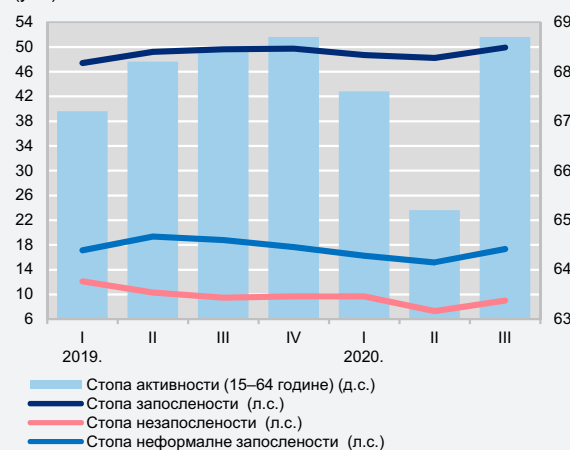
(у хиљадама лица, тромесечни просек)



Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Графикон О.4.2. Главни показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази

(у %)



Извор: РЗС.

неформално запослених лица. Конкретно, стопа активности становништва старог 15 и више година у односу на Т2 повећана је за 2,8 п.п. (161,5 хиљада лица), од чега је већи део (92,4 хиљаде лица) прешао у категорију запослених. Након пада на 7,3% у Т2 (због пада стопе активности), **стопа незапослености је и у Т3 задржана на једноцифреном нивоу** и износила је 9,0%, што је за 0,5 п.п. ниже него у истом периоду претходне године.

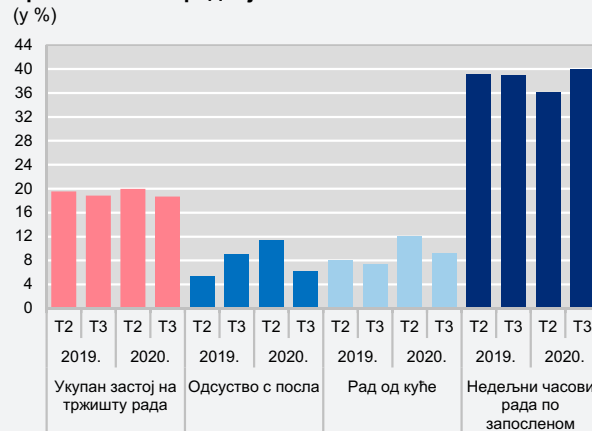
Последице пандемије највише су се осетиле на неформалном сегменту тржишта рада, где је број запослених без формалног уговора о раду у Т2 смањен за 16,7% у односу на Т4 2019, док је у Т3 тај пад знатно ублажен (смањење од 1,8% у односу на крај прошле године). То је допринело опоравку стопе неформалне запослености на 17,3% у Т3, чиме се ова стопа приближила преткризном нивоу.

Како би се потпуније обухватила кретања на тржишту рада у складу с препорукама Eurostat-а, Анкетом о радној снази се прате и додатни показатељи¹ (Графикон О.4.3) који се односе на: 1) застој на тржишту рада, 2) одсуство с посла, 3) рад од куће и 4) извршене часове рада. У обрачуну показатеља укупног застоја на тржишту рада (енгл. *total labour market slack*) полази се од нових категорија – **проширене радне снаге**, у коју, поред укупног броја запослених и незапослених лица на тржишту рада, улази и тзв. **потенцијална радна снага**, која обухвата а) лица која могу да раде, али не траже посао и б) лица која траже посао, али не могу одмах почети да раде.

Када се потенцијална радна снага, заједно с категоријом запослених који раде краће од пуног радног времена и свим незапосленима, стави у однос с проширеном радном снагом, долази се до процентуално израженог **застоја на тржишту рада**, који указује на незадовољене потребе за запошљавањем. Према доступним подацима из Анкете о радној снази, **укупан застој на тржишту рада у Т2 достигао је 19,9%**, што је за 0,4 п.п. више него годину дана раније, првенствено услед повећања броја лица која су могла да раде (за око 153 хиљаде), али су у томе била спречена новонасталом ситуацијом. Међутим, већ у Т3 број привремено неактивних лица знатно је смањен, упоредо с постепеним ублажавањем рестриктивних здравствених мера. Управо захваљујући томе, стопа активности је порасла, док је **укупан застој на тржишту рада у Т3 снижен за 1,2 п.п., на 18,7%** (Графикон О.4.3), **чиме је незадовољена потреба за запошљавањем враћена на преткризни ниво.**

Будући да је од половине марта до почетка маја на снази било ванредно стање, **показатељ одсуства с посла** (мерен учешћем запослених који одсуствују с главног посла у укупном броју запослених) **достигао је максимум од 11,4% у Т2**, при чему је око 204 хиљаде лица одсуствовало по основу смањеног обима пословања из техничких или економских разлога. Остали запослени као разлоге одсуства с главног и додатног посла наводили су привремену неспособност, повреду или болест (око 33 хиљаде лица), коришћење годишњег одмора (око 26 хиљада лица) и друге разлоге. Током лета пословна активност у нашој земљи се обновила и убрзала, услед чега је **показатељ одсуства с посла знатно смањен – на 6,2% у Т3**. Уз то је број одсутних због техничких или економских разлога пао на око 22 хиљаде лица. Премда су доминантан разлог одсуства с посла током Т3 били сезонски уобичајени годишњи одмори, њих је користило за око 90 хиљада запослених мање него у истом периоду прошле године. На сличне закључке упућује и **показатељ рада од куће**, према којем је учешће запослених који су ангажовани од куће у укупном броју запослених **најпре порасло на 12,1% у Т2, након чега је пало на 9,3% у Т3**, услед попуштања претходно уведених мера здравствене заштите. И поред тога, показатељ рада од куће у Т3

Графикон О.4.3. Додатни показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази



Извор: РЗС.

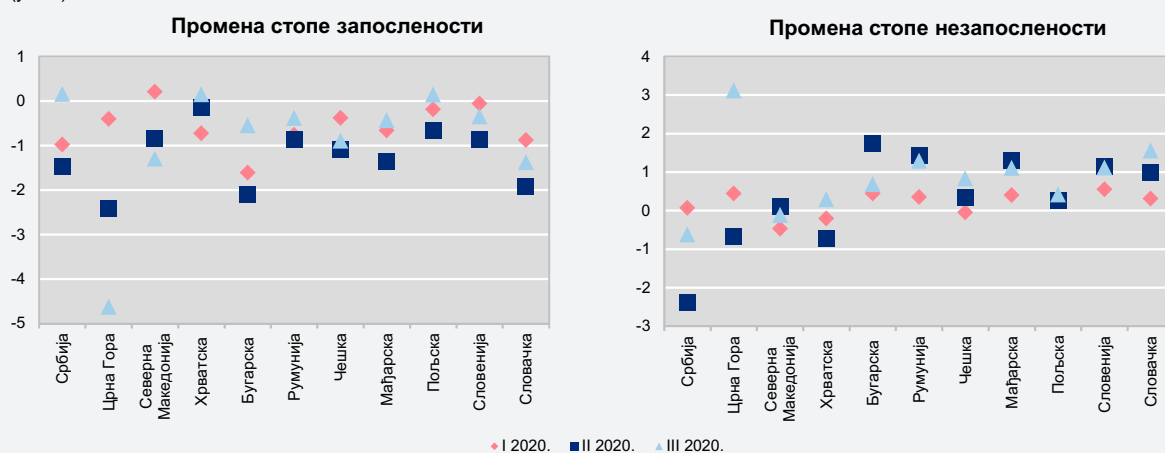
¹ Подаци из Анкете о радној снази јавно су доступни за Т2 и Т3 2020. године, као и за исти период 2019. године.

био је за 1,9 п.п. изнад нивоа од пре годину дана, што указује на све заступљенију пословну праксу компанија да запосленима омогуће обављање дужности ван радног места.

Додатни показатељ смањеног обима пословања под утицајем пандемије представља пад **недељног просека часова рада по запосленом** са око 39 часова недељно у Т2 2019. на око 36 часова недељно у Т2 2020. на нивоу целе привреде. Због природе посла који обављају, очекивано највећи мг. пад извршених часова рада по запосленом у Т2 забележен је у компанијама из делатности угоститељства и туризма (за 26,0%), као и у делатностима уметности, забаве и рекреације (за 21,4%). Током Т3 уследило је оживљавање пословне активности и мање одсуство запослених с посла из техничких или економских разлога, тако да је повећан **недељни просек часова рада по запосленом, на око 40 часова недељно у Т3**, што је за 10,2% више него у Т2 и за 2,6% више него у истом периоду прошле године.

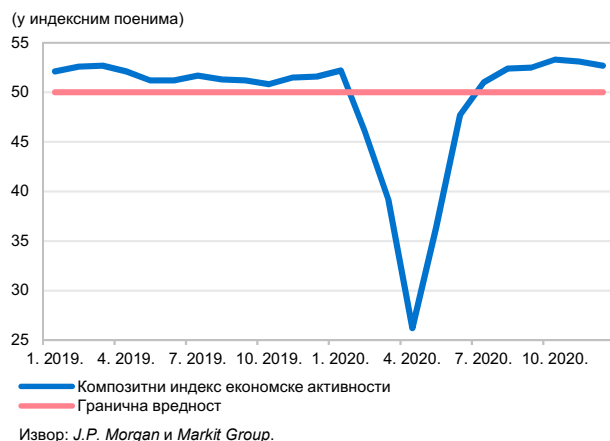
Кретање наведених показатеља који прате утицај пандемије на тржиште рада путем четири повезане перспективе једнозначно наводи на закључак да је у Т2 дошло до краткорочног поремећаја егзогене природе, а да су већ током Т3 у знатној мери саниране последице привременог застоја на тржишту рада и активности су се вратиле на преткризни ниво. У томе је пресудна била проактивна економска подршка државе у настојању да сачува резултате који су постигнути у протеклих шест година у погледу повећања активности и запослености, уз даље смањење броја незапослених.

Графикон О.4.4. Промена стопе запослености и стопе незапослености у Србији и земљама средње и југоисточне Европе у односу на преткризни ниво (Т4 2019) (у п.п.)

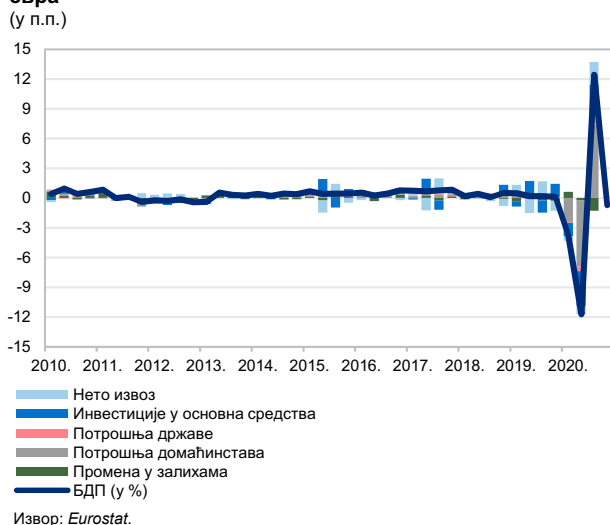


Извор: Eurostat и прерачун НБС.

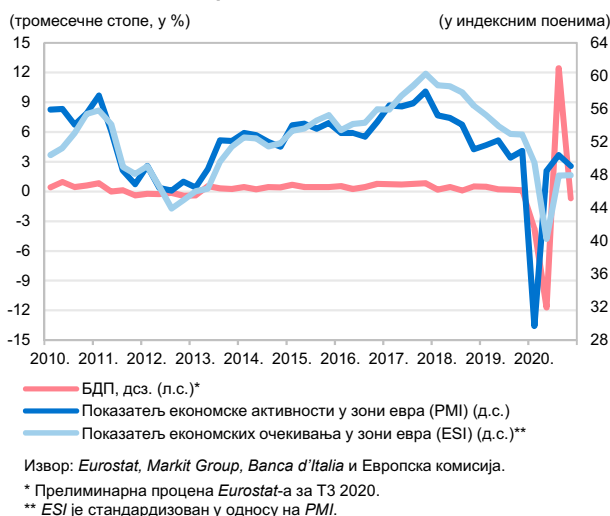
И компаративно посматрано, **уочава се да је тржиште рада у Србији остало релативно отпорно на кризу**. На то указује динамика кључних показатеља тржишта рада у поређењу с другим земљама средње и југоисточне Европе у периоду од Т4 2019. до Т3 2020. године, где се примећује да су у Србији стопа запослености и стопа незапослености очувани на преткризном нивоу (Графикон О.4.4), упркос негативним ефектима пандемије вируса корона.

Графикон IV.6.1. Водећи *PMI* индекс глобалне економске активности током 2019. и 2020.

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



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



6. Међународно окружење

Започети опоравак светске привреде од средине 2020. успорило је поновно ширење вируса корона од октобра, које је условило враћање рестриктивних здравствених мера у многим земљама. Међутим, остварени привредни раст у зони евра и САД у Т3, уз даљи раст кинеске привреде, и повољна динамика водећих показатеља активности током Т4 сугеришу да су економске последице другог таласа пандемије знатно мање него у првом таласу, делом захваљујући и томе што су се многа предузећа прилагодила измењеним условима пословања, али и снажним монетарним и фискалним стимулансима у великом броју земаља.

Вести о напретку у погледу развоја и доступности вакцина против вируса корона крајем године повећале су изгледе за глобални економски опоравак и одразиле се на смањење неизвесности на међународном финансијском тржишту и већу спремност инвеститора за улагања у ризичнију активу, као и на раст цена примарних производа на светском тржишту по основу веће очекиване тражње.

Економска активност

Започети економски опоравак у Т3 успорен је услед ширења вируса од октобра и увођења рестриктивних здравствених мера у многим земљама. То је за последицу имало пад активности у услужном сектору, док је активност у производном сектору наставила да расте. Крајем године, с вестима о развоју и доступности вакцина, повећан је оптимизам у погледу изгледа за глобални привредни раст. Према јануарском издању *WEO*, ММФ процењује да је **на нивоу 2020. регистрован пад светске привреде од 3,5%** (што је за 0,9 п.п. изнад октобарске пројекције), услед бољих резултата од очекиваних у Т2 у развијеним економијама и снажног опоравка кинеске привреде. Прогноза привредног раста ММФ-а за 2021. благо је ревидирана навише – за 0,3 п.п., на 5,5%, по основу очекивања шире употребе вакцине и додатне подршке привредном расту у великим економијама. Ипак, неизвесност у погледу тока пандемије и даље је присутна. Забрињава и појава нових сојева вируса, а у многим земљама, пре свега у Европи, продужене су рестриктивне здравствене мере и на почетку ове године, што би могло да успори очекивани економски опоравак, пре свега у Т1. Према јануарској процени Светске банке, **на нивоу 2020. забележен је пад светске привреде од 4,3%**, што је

бољи резултат од првобитно очекиваног (за 0,9 п.п. изнад јунске пројекције), с обзиром на то да су развијене економије избегле трајнију контракцију, док се за земље у успону и развоју очекује нешто већи пад БДП-а него раније (–2,6% у 2020). За ову годину Светска банка је пројектовала стопу глобалног привредног раста од 4,0%, при чему су ризици пројекције и даље асиметрични наниже.

После снажне контракције у Т2 (–11,7% дсз.), **привреда зоне евра** је у Т3 остварила раст од 12,4% дсз., захваљујући пре свега повећаној потрошњи домаћинстава и инвестицијама у основна средства (уз збирни допринос расту БДП-а од 10,3 п.п.), као и опоравку нето извоза (уз допринос од 2,3 п.п.). Остварени дсз. раст БДП-а у Т3 био је доминантно одређен опоравком производног сектора, а у мањој мери и услужног сектора, при чему је био широко географски распрострањен – у Француској је раст достигао чак 18,5%, у Шпанији 16,4%, у Италији 16,0%, док је у Немачкој²⁶ износио 8,5% (али је Немачка забележила и мањи пад у Т2 од наведених земаља).

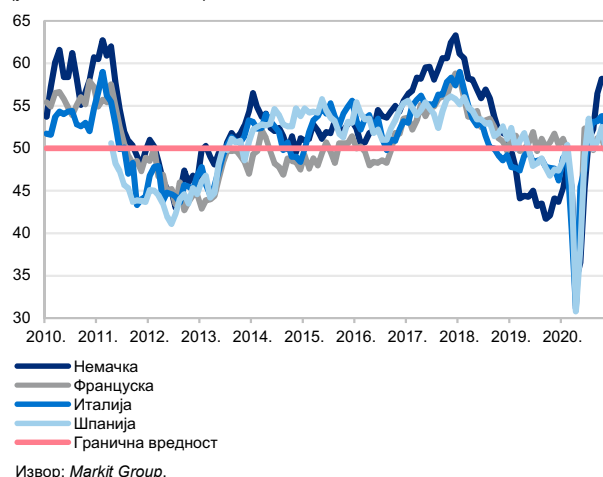
Иако је други талас пандемије узроковао враћање заштитних мера од средине октобра 2020, **ЕЦБ је у децембру проценила да ће економска активност у зони евра бити у паду у Т4, али знатно мањем него у Т2.** Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, стопа раста БДП-а зоне евра у Т4 износила је –0,7% дсз. На то је указивала и динамика водећег показатеља економских очекивања (*Economic Sentiment Indicator*)²⁷ за зону евра, који је током Т4 наставио да се приближава изласку из фазе привредне контракције и у децембру је износио 92,4 поена, што је далеко изнад нивоа који је бележио током Т2. На сличне закључке упућивало је и кретање композитног индекса економске активности у зони евра (*Eurozone PMI Composite*),²⁸ који је у Т4 у просеку износио 48,1 поен, што је изнад просека у Т2 (31,3 поена). То је у највећој мери резултат раста активности производног сектора (*PMI Manufacturing* од 55,2 поена у децембру), док је активност услужног сектора и даље под јаким утицајем мера физичког дистанцирања (*PMI Services* од 46,4 поена у децембру). У односу на септембар, ЕЦБ је у децембру ревидирала навише пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2020. (за 0,7 п.п.,

²⁶ Немачка и Италија су најважнији спољнотрговински партнери Србије унутар зоне евра.

²⁷ Вредност индекса изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

²⁸ Вредност индекса изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод 50 на привредну контракцију.

Графикон IV.6.4. **Водећи показатељи сектора производње по земљама – PMI Manufacturing** (у индексним поенима)



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



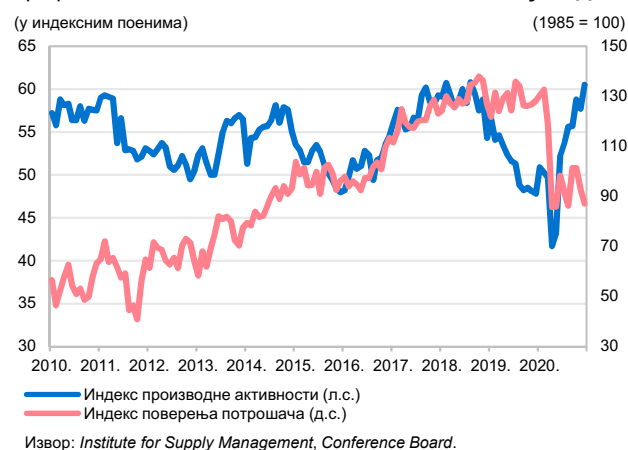
на $-7,3\%$), док је према прелиминарној процени Eurostat-а стопа раста износила $-6,8\%$. Прогноза раста за 2021. коригована је наниже (са $5,0\%$ у септембру на $3,9\%$ у децембру) због вишег базног ефекта, при чему се претпоставља да ће раст привреде зоне евра водити напредак у процесу вакцинације, као и ефекти предузетих мера монетарне и фискалне политике.

Ситуација на тржишту рада зоне евра донекле је побољшана по основу раста стопе активности и стопе запослености, као и повећања укупног броја извршених часова рада по запосленом за $14,6\%$ у Т3 (након пада од $13,6\%$ у Т2). На започети опоравак указује и пад стопе незапослености у зони евра, на $8,3\%$ у децембру (са $8,6\%$ у септембру), као и смањење броја корисника шема са скраћеним радним временом, које су, заједно са обимним фискалним мерама, знатно допринеле очувању радних места у привреди. Опоравак тржишта рада отежава други талас пандемије, о чему сведочи водећи показатељ очекивања запослености (*Employment Expectations Indicator*)²⁹ у зони евра, који је у децембру износио 90,4 поена, што је изнад нивоа у јуну (84,5 поена), али испод нивоа у септембру (92,7 поена).

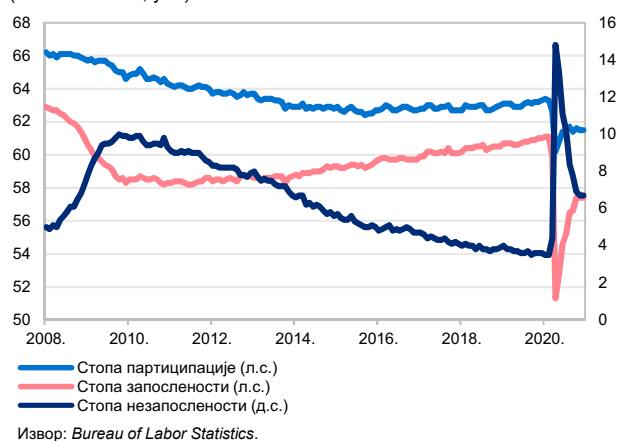
Након оштрог пада у Т2 ($-9,0\%$ дсз.), **привреда САД** је у Т3 забележила раст од $7,5\%$ дсз., тј. $33,4\%$ на годишњем нивоу, доминантно као резултат знатно повећане потрошње домаћинстава и инвестиција приватног сектора, док је негативан допринос потекао од ниже потрошње државе и нето извоза. Упркос важећим мерама физичког дистанцирања и још увек слабом поверењу потрошача, композитни индекс производне активности (*ISM Manufacturing PMI*) већ се од јуна вратио у зону експанзије и у децембру је достигао 60,5 поена, указујући на вишемесечни раст физичког обима производње и нових извозних поруџбина. С обзиром на бржи економски опоравак од очекиваног, **ФЕД је у децембру проценио да ће се у Т4 наставити опоравак економије**. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, стопа раста БДП-а САД у Т4 износила је $1,0\%$ дсз. ФЕД-ове последње пројекције показују да се за целу 2020. очекује пад БДП-а од $-2,4\%$ (за 1,3 п.п. изнад септембарске пројекције), док је за 2021. прогнозиран привредни раст од $4,2\%$.

Тржиште рада у САД наставило је да се опоравља, подржано фискалним подстицајима и бенефицијама

Графикон IV.6.6. **Водећи економски показатељи у САД**



Графикон IV.6.7. **Кретања на тржишту рада у САД**
(месечне стопе, у %)



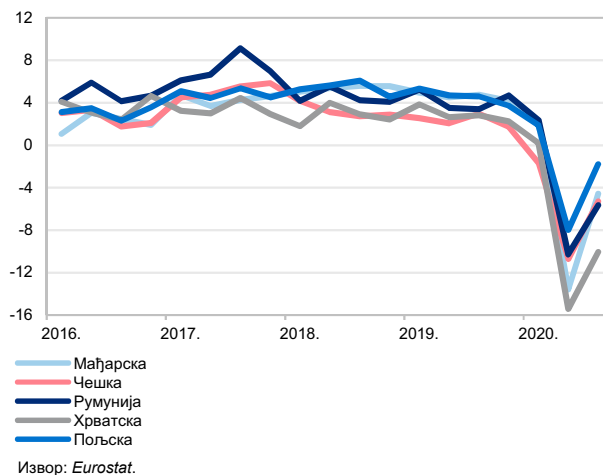
²⁹ Вредност индекса изнад 100 поена указује на планове већег запошљавања, а испод 100 на планове мањег запошљавања.

за незапослене. Број незапослених је смањен за 1,8 млн лица у Т4, чиме се стопа незапослености спустила на 6,7% у децембру (са 7,8% у септембру). Иако је укупан број запослених ван пољопривреде у децембру смањен за око 140 хиљада лица на месечном нивоу (прелиминарно), њихов број је повећан за око 850 хиљада лица на тромесечном нивоу, тако да је стопа запослености порасла на 57,4% у децембру (са 56,6% у септембру). Узимајући претходно у обзир, ФЕД је у децембру спустио пројектовану стопу незапослености у 2020. на 6,7% (након 7,6% у септембру).

У земљама региона средње и југоисточне Европе у великој мери је ублажен мг. пад економске активности, и то са $-10,2\%$ у Т2 на $-3,8\%$ у Т3, првенствено због смањења негативног доприноса потрошње домаћинства и инвестиција у основна средства, уз благи опоравак државне потрошње и нето извоза. **Као и у Т2, најмањи мг. пад БДП-а у Т3 забележиле су Србија ($-1,3\%$) и Пољска ($-1,8\%$), а највећи Хрватска ($-10,0\%$).** Поновно ширење вируса корона током Т4 успорило је започети економски опоравак региона, о чему сведочи кретање водећих индекса економске активности. Према оценама водећих аналитичара, темпо опоравка посматране групе земаља највише ће зависити од отпорности домаће тражње, али и од опоравка привреде зоне евра, као најважнијег спољнотрговинског партнера. Упоредо с набавком вакцине, очекује се да земље региона и у 2021. наставе с пружањем подршке својим привредама, што доприноси повољнијим изгледима на плану привлачења инвестиција и повећања извоза.

Привреда Кине је, после мг. раста од $4,9\%$ у Т3, убрзала раст на $6,5\%$ у Т4, пре свега као резултат знатног опоравка услужног сектора, у којем је водећи индекс активности (*PMI Services*) додатно порастао – са 54,8 поена у септембру на 56,3 поена у децембру. При томе, активност је највише порасла у ИКТ сектору, по основу развоја савремених софтвера и електронске трговине, а затим у делатностима саобраћаја и складиштења, по основу значајних улагања у инфраструктурне пројекте. Истовремено, водећи индекс производне активности (*PMI Manufacturing*) задржао се у зони експанзије и у децембру је износио 53,0 поена. Имајући у виду стабилан економски опоравак, који је подржан координисаним мерама монетарне и фискалне политике и развојем домаће вакцине, Национални статистички биро Кине процењује да ће раст кинеског БДП-а у 2020. износити $2,3\%$.

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



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



У Русији је у Т3 ублажен м.г. пад БДП-а, на $-3,6\%$ (након $-8,0\%$ у Т2), услед споријег пада активности у индустрији и грађевинарству и опоравка пољопривреде и трговине. На основу тога, централна банка Русије проценила је да је руска привреда 2020. годину завршила са стопом раста од око -4% , након чега очекује да се врати у позитивну зону током 2021, чему ће битно допринети примена домаће вакцине против *COVID-19*.

Кретање инфлације

Инфлација у зони евра од краја Т3 налазила се на нивоу од $-0,3\%$ м.г. Негативан допринос инфлацији током Т4 потицао је пре свега од цена енергената, а м.г. пад бележиле су и цене индустријских производа без енергије. С друге стране, позитиван допринос потицао је од прехранбене инфлације, која је у децембру успорила раст на $1,4\%$, вођена нижим ценама непрерађене хране, али је то компензовано успоравањем м.г. пада цена енергената (на $-6,9\%$ м.г.), као резултат раста цене нафте на светском тржишту, па је укупна м.г. инфлација остала непромењена. **Базна инфлација** се од септембра налази на нивоу $0,2\%$ м.г., што је најнижа вредност овог показатеља од када га Eurostat прати. Специфични фактори, укључујући привремене промене индиректних пореза, наставили су да играју важну улогу у недавним кретањима укупне инфлације у зони евра и њеним краткорочним изгледима. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, м.г. инфлација у **Немачкој**, мерена променом хармонизованог ИПЦ-а, од августа је негативна и снижена је са $-0,4\%$ м.г. у септембру на $-0,7\%$ у децембру, при чему највећи негативан допринос инфлацији потиче од смањења стопе ПДВ-а од јула до децембра 2020, као дела фискалних мера услед пандемије. У **Италији** је м.г. пад цена успорен са $-1,0\%$ у септембру на $-0,3\%$ у децембру, пре свега због мањег негативног доприноса цена енергената.

Инфлација у САД такође је остала ниска услед и даље релативно ниске агрегатне тражње и негативног доприноса цена енергената, при чему је у Т4 додатно снижена. Укупна м.г. инфлација у САД, мерено индексом издатака за личну потрошњу, снижена је са $1,4\%$ у септембру на $1,3\%$ у децембру, док је испод циља била и инфлација по искључењу цена хране и енергије, која је преферирана мера ФЕД-а ($1,5\%$).

Графикон IV.6.10. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама

(м.г. стопе, у %)



Извор: Eurostat.

Инфлација у посматраним земљама средње и југоисточне Европе смањена је током Т4, а дезинфлаторно дејство у свим посматраним земљама бележило се по основу нижих цена хране, док је, у складу с кретањима светске цене нафте, м.г. пад цена нафтних деривата у децембру успорен. Највише су смањене м.г. стопе инфлације у Чешкој и Пољској, које су у оба случаја смањене са 3,2% у септембру на 2,3% м.г. у децембру. Инфлација у Мађарској у Т4 снижена је за 0,7 п.п., на 2,7% у децембру, док је инфлација у Румунији пала за 0,4 п.п., на 2,1%. Са изузетком Чешке, крајем Т4 инфлација се у осталим посматраним земљама налазила испод централне вредности циља. Базна инфлација је у свим посматраним земљама и даље знатно изнад укупне и у децембру се кретала у распону од 3,3% у Румунији до 4,0%, колико је износила у Мађарској.

Инфлација је у већини земаља Западног Балкана смањена током Т4. Након што је у октобру порасла на 2,0%, м.г. инфлација у Албанији је у наредна два месеца падала, на 1,1% у децембру. Инфлација у Црној Гори је током Т4 поново прешла у негативну зону, при чему је м.г. пад цена у децембру износио 0,9%. Даљи пад у негативну зону забележила је и м.г. инфлација у Босни и Херцеговини, која је у децембру износила -1,6%. Једино је у Северној Македонији у Т4 порасла инфлација – са 1,9% у септембру на 2,3% у децембру, што је највиши ниво у претходне три године, као последица раста прехранбене инфлације и цена услуга становања и комуналних услуга.

Након стабилног кретања током Т3 (11,8%) и у октобру (11,9%), м.г. инфлација у Турској је у наредна два месеца расла под притиском слабљења лире у претходном периоду. У децембру је инфлација износила 14,6%, што је њен највиши ниво у претходних више од годину дана.

Монетарна политика

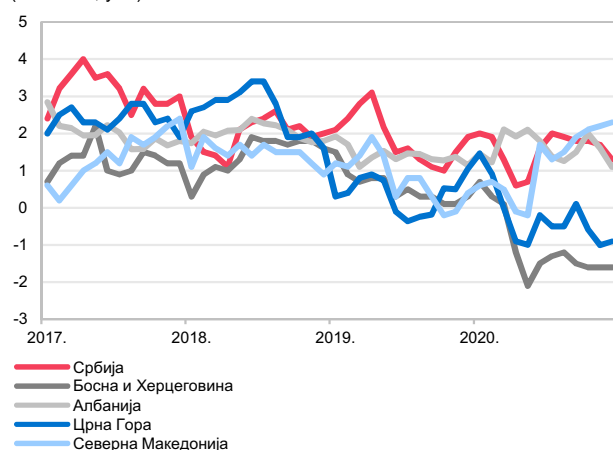
Током Т4 ЕЦБ је задржала каматне стопе на постојећим нивоима – референтну на 0%, каматну стопу на кредитне олакшице на 0,25% и каматну стопу на депозитне олакшице на -0,50%, при чему очекује да оне остану на тренутном или нижем нивоу све док у својим пројекцијама не буде очекивала инфлацију од нешто испод 2%. Ипак, у складу са очекивањима, на састанку у децембру извршено је прилагођавање других инструмената монетарне политике. Донета је одлука да се средства намењена

Графикон IV.6.11. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у 2020. (м.г. стопе, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

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



Извор: статистички заводи појединих земаља.

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

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	1,3	3,0 ± 1,5	1,00
Пољска	2,3	2,5 ± 1,0	0,10
Чешка	2,3	2,0 ± 1,0	0,25
Мађарска	2,7	3,0 ± 1,0	0,60
Румунија	2,1	2,5 ± 1,0	1,25
Турска	14,6	5,0 ± 2,0	17,00

Извор: веб-сајтови централних банака.

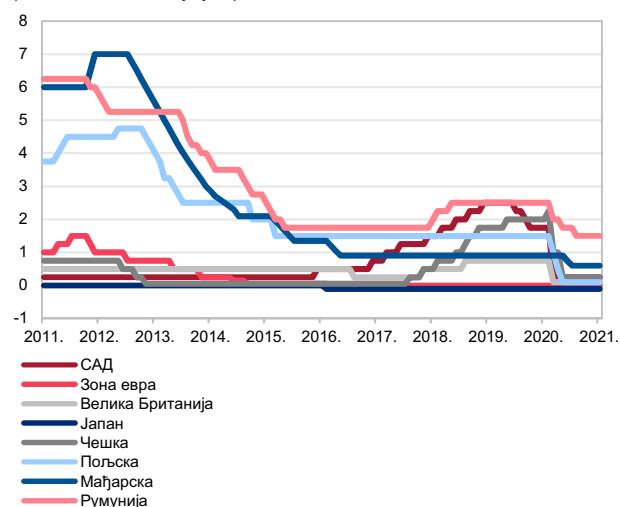
* ИПЦ, мг. стопе у децембру.

** Крај јануара 2021.

привременом програму куповине активе (*PEPP*) повећају за 500 млрд евра, па ће укупан обим овог програма износити 1.850 млрд евра. Овај износ не мора бити искоришћен за куповину активе у целости ако се финансијска ситуација побољша, али, у супротном, може бити и повећан. Куповине ће трајати најмање до краја марта 2022. (претходно јун 2021), односно све док ЕЦБ не процени да је криза изазвана вирусом корона завршена, а продужен је и период реинвестирања доспелих ХоВ, које ће се вршити најмање до краја 2023. (претходно до краја 2022). 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 реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа ЕЦБ-а. Повољнији услови дугорочних кредита банака у оквиру програма *TLTRO III* важиће до јуна 2022. (претходно јун 2021), а одлучено је и да програм дугорочног рефинансирања банака *PELTRO*, који је уведен ради подршке ликвидности током пандемије, буде настављен и током 2021. године. Трајање привремених репо операција с другим централним банкама земаља изван зоне евра продужено је до марта 2022. Донете мере монетарне политике имају за циљ да омогуће повољне услове финансирања током пандемије, као и подршку привредном расту и ценовној стабилности у средњем року.

Графикон IV.6.13. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

Једногласним одлукама чланова *FOMC*-а, **ФЕД** је током Т4 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 је достигла 2% и има тенденцију да неко време благо премашује тај ниво, што ће, у складу са измењеном монетарном стратегијом, ФЕД вероватно и толерисати. Такође, задржана је и постојећа динамика куповине активе у оквиру програма квантитативних олакшица – месечна куповина државних ХоВ у износу од 80 млрд долара и агенцијских хипотекарних обвезница у износу од 40 млрд долара, али је на састанку у децембру измењен начин саопштавања о квантитативним олакшицама. Тако се уместо досадашње формулације „у наредним месецима”, истиче да ће се куповина ХоВ наставити док не буде постигнут знатан напредак на пољу остваривања максималне запослености и достизања инфлационог циља, чиме се сигнализира спремност да куповина ХоВ буде повећана у случају да се за тим укаже потреба.

Централне банке земаља средње и југоисточне Европе нису мењале референтне каматне стопе током Т4, али су неке од њих прилагодили друге инструменте монетарне политике. Централна банка **Мађарске** је задржала референтну стопу на 0,6%, али је извршила ревизију програма куповине државних ХоВ у домаћој валути, тако што је повећала обим ХоВ које у оквиру њега може да купи. Донета је и одлука о повећању програма подршке банака сектору микропредузећа, малих и средњих предузећа, који је уведен ради ублажавања негативних ефеката пандемије вируса корона обезбеђивањем јефтиних извора финансирања. Референтну стопу током Т4 није мењала ни централна банка **Румуније** (1,5%), али је смањила стопу девизне обавезне резерве, при чему аналитичари процењују да ће се овом мером ослободити око 350 млн евра на тржишту. На састанку у јануару, референтна стопа је снижена на 1,25%, што је њен нови најнижи ниво, при чему су тржишни учесници очекивали задржавање на нивоу од 1,5%. Централна банка **Пољске** је током Т4 задржала референтну стопу на 0,1%, али је, први пут од априла 2010, интервенисала куповином девиза на девизном тржишту како би спречила јачање пољског злата. Централна банка **Чешке** такође није мењала референтну стопу (0,25%), као ни друге инструменте своје монетарне политике.

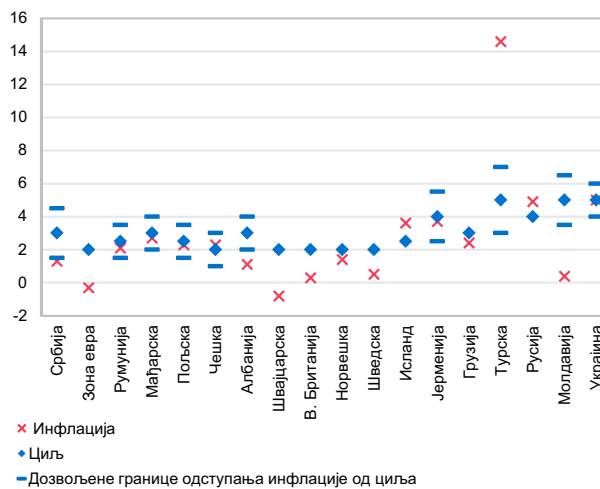
На састанку у октобру референтна каматна стопа централне банке **Турске** није мењана, супротно очекивањима аналитичара, али је зато повећана стопа на кредитне олакшице (*Late Liquidity Window*), на 14,75%, чиме је ефективно проширила коридор каматних стопа. Потом је у новембру референтна стопа повећана за 475 б.п., на 15%, а затим у децембру на 17%, с циљем стабилизације инфлације и инфлационих очекивања, на које се одразило оштро слабљење лире према долару у претходном периоду. Такође, донета је одлука да се банкама у наредном периоду ликвидност обезбеђује искључиво по референтној стопи (на редовним репо аукцијама).

Финансијска и робна тржишта

Крајем октобра неизвесност на светском финансијском тржишту расла је као последица погоршања епидемиолошке ситуације на глобалном нивоу, услед чега су поједине земље увеле нове рестриктивне мере. Такође, у појединим периодима на повећану неизвесност утицала су и дешавања у вези с председничким изборима у САД, као и преговори око новог пакета фискалне помоћи у САД.

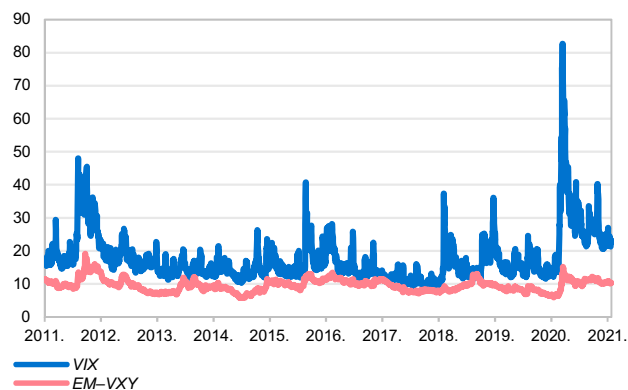
Графикон IV.6.14. **Инфлација и циљ по земљама у децембру 2020.**

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Eurostat и веб-сајтови централних банака.

Графикон IV.6.15. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта*



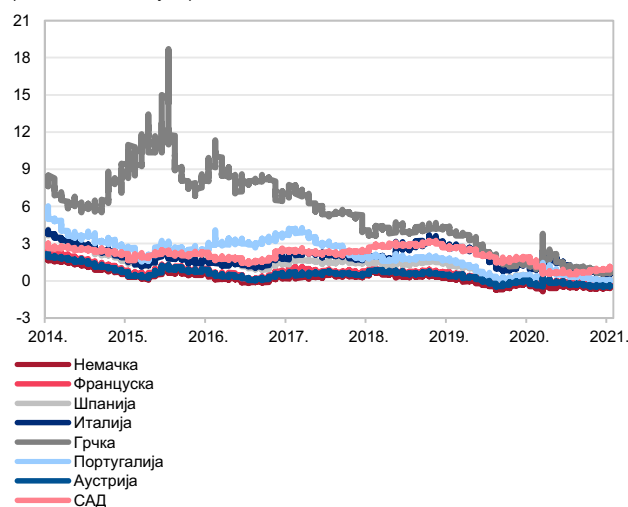
Извор: Блумберг.

* *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.

Оптимизам на глобалном нивоу је у целини јачао вођен позитивним вестима о вакцинама против вируса корона, као и очекивањима солидног глобалног економског опоравка. Међутим, забринутост инвеститора поново је расла током децембра услед повећања броја заражених у САД и Европи, као и појаве новог соја вируса корона у Великој Британији. Ипак, с постизањем договора око пакета фискалне помоћи у САД, после преговора, који су трајали неколико месеци, као и договора између Велике Британије и ЕУ о будућим односима, оптимизам на тржишту поново је растао крајем године, а с њим и спремност инвеститора за преузимање ризика. Тако је имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (*VIX*) током Т4 снижена за 3,6 п.п., на 22,8%, док је волатилност валута земаља у успону, мерено индексом *EM-VXY*, пала за 1,1 п.п., на 10,7%. Током јануара *VIX* је порастао за 10,3 п.п. (на 33,1%), као последица спекулативне трговине појединим акцијама на америчкој берзи крајем месеца, док је *EM-VXY* пао за додатна 0,4 п.п., на 10,4%.

Графикон IV.6.16. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама

(дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Приноси на десетогодишње државне ХоВ већине развијених европских земаља током Т4 смањени су услед повећане тражње за сигурном активом, али је тај пад у великој мери ублажен с растом оптимизма на тржишту крајем 2020. Током Т4 највише су смањени приноси на десетогодишње државне обвезнице Грчке (за 0,4 п.п., на 0,6%), али су они и даље били позитивни, као и приноси на италијанске обвезнице (0,5%), док су приноси на шпанске и португалске државне обвезнице исте рочности готово пали на нулу. Приноси на десетогодишње обвезнице Немачке остали су скоро непромењени, -0,6%, док су приноси на обвезнице Аустрије и Француске исте рочности додатно пали у негативну зону (на -0,4% и -0,3%, респективно). С друге стране, приноси на десетогодишње државне ХоВ САД у Т4 благо су порасли (за 0,2 п.п., на 0,9%), чему је додатно допринео раст оптимизма због усвајања новог пакета фискалне помоћи. Код већине посматраних земаља приноси су благо порасли током јануара (у просеку за 0,1 п.п.), чему је допринео оптимизам услед започете масовније вакцинације становништва.

Јачање евра према долару настављено је и у току Т4. Након релативно стабилног курса евра према долару током октобра, оптимизам који је преовладао допринео је томе да долар, као валута сигурног уточишта, ослаби у новембру. У условима веће склоности према ризику, евро је наставио да јача према долару и у току децембра, када је достигао

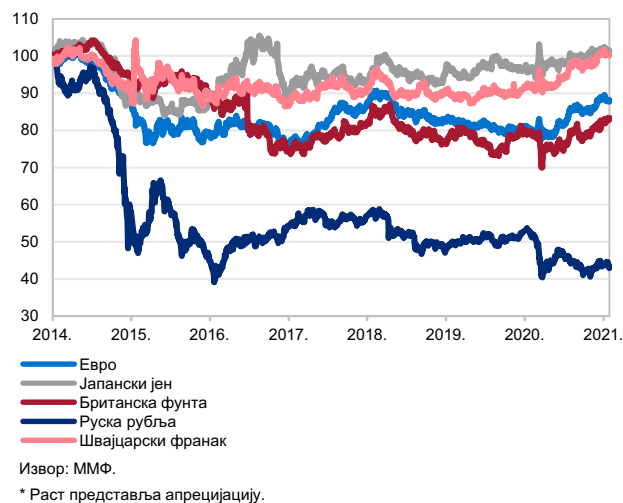
највиши ниво од априла 2018. године (1,23 долара за евр), при чему је крајем Т4 био јачи за 4,7% према долару него крајем Т3. Долар је у Т4 ослабио и према другим водећим светским валутама. Током јануара долар је повратио део своје вредности према евр (за 1,6%), чему је допринео раст приноса на државне обвезнице САД услед очекивања снажне фискалне потрошње.

Цена злата је током октобра била релативно стабилна на нивоу од око 1.900 долара по унци, да би у новембру уследио њен пад на 1.763 долара по унци, подстакнут позитивним вестима о развоју вакцина и очекивањима бржег економског опоравка по том основу, што је подстакло инвеститоре да улажу у ризичније класе активе. Међутим, цена злата поново је расла у децембру, чему је, поред погоршања епидемиолошке ситуације у свету, допринео пад вредности долара. Иако је током Т4 знатно осцилирала, цена злата је крајем Т4 износила 1.888 долара по унци, што је готово иста вредност као на крају Т3. Током јануара цена злата је благо опала, за 1,3%, на 1.864 долара по унци, у условима јачања долара.

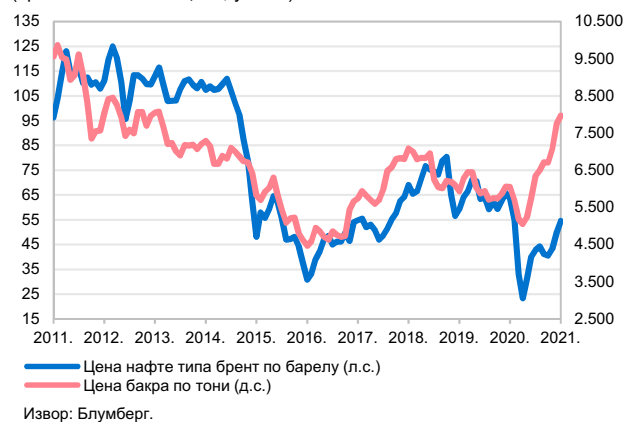
Цена нафте на светском тржишту првобитно је смањена током октобра, за близу 10%, на 36,9 долара по барелу, као последица погоршања здравствене ситуације у САД и најаве нових рестриктивних мера у Европи, повећања производње у Либији и Ираку и података о расту залиха у САД. Након тога уследио је њен раст, чему су у новембру допринели позитиван сентимент на тржишту, слабљење долара, подаци о паду залиха сирове нафте у САД, проширивање санкција према Ирану и санкције САД према Венецуели. Почетком децембра *OPEC* и Русија договорили су се да од 1. јануара 2021. повећају дневну производњу за 500 хиљада барела дневно, што је мање него што је првобитно договорено (2 млн барела дневно), због чега је цена нафте додатно порасла. Такође, растао је оптимизам инвеститора у погледу тражње за нафтом, а тиме и њена цена, па је крајем Т4 она износила 51,2 долара по барелу, што је за 25% више него крајем Т3. Током јануара цена нафте је наставила да расте (за 7,2%, на 54,9 долара по барелу), чему је допринела и одлука Саудијске Арабије да у фебруару и марту добровољно снизи своју производњу за 1 млн барела дневно.

Услед опоравка светске индустријске производње, пре свега у Кини, као и повремених застоја у производњи у Јужној Америци због ширења вируса, **цене метала и минерала** наставиле су да расту, па су

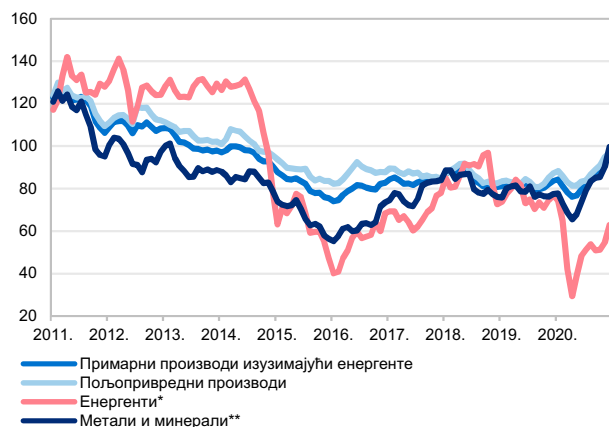
Графикон IV.6.17. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



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



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



Извор: Светска банка.

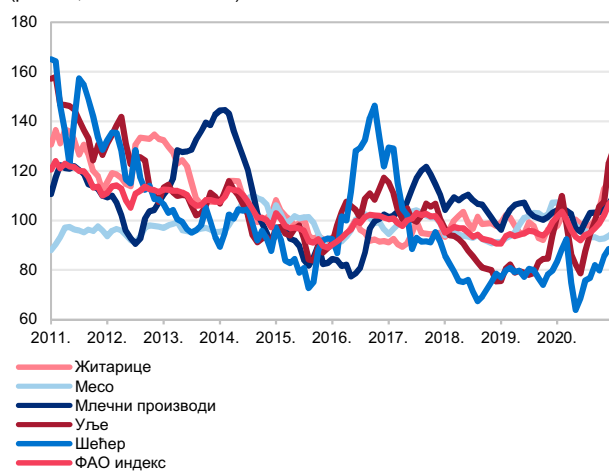
* Сирова нафта, природни гас и угљ.

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

крајем Т4 биле за 17,1% више него крајем Т3, при чему су све компоненте овог подиндекса Светске банке расле. Цена руде гвожђа порасла је за 25,6% и током децембра достигла је највиши ниво од октобра 2011. Вишегодишњи максимум достигла је и цена бакра, при чему је у Т4 њен раст износио 15,9%, док је цена алуминијума била за 15,5% виша него крајем Т3. У Т4 порасле су и цене никла, цинка, олова и калаја. Поред постепеног опоравка светске производње, расту цена метала допринели су и побољшање сентимента на светским финансијским тржиштима и слабљење долара.

Светске цене хране, мерено **индексом ФАО**, такође су наставиле да расту, за 9,8% током Т4, при чему су све компоненте овог индекса расле, а многе од њих достигле су вишегодишње максимуме. И у Т4, као и у Т3, највећи раст, од 22,0%, забележиле су цене уља, које су у децембру достигле највиши ниво у претходних више од осам година. То је, пре свега, последица раста цене палминог уља услед смањења залиха у земљама које су главни произвођачи, као и наглог раста извозне царине у Индонезији, водећем светском произвођачу палминог уља. Цене житарица наставиле су раст започет у Т3 и у Т4 су порасле за 11,2%, достигавши у децембру највиши ниво од јула 2013. Раст цене пшенице дугује се смањењу залиха у главним земљама извозницама, лошијим изгледима производње у САД и Русији и увођењу извозних ограничења од стране Русије. Цене кукуруза порасле су услед лошијих изгледа жетве у Јужној Америци, као и раста цене соје, која се прелила на раст тражње за кукурузом. Цена шећера је у Т4 порасла за 10,2%, пре свега услед снажног раста увоза из Кине, која је други највећи светски увозник шећера, као и раста увозне тражње из Индонезије. Цене млечних производа у Т4 порасле су за 6,5%, док су цене меса порасле у односу на крај Т3 за 3,1%, али су и даље биле знатно ниже од нивоа које су бележиле током П2 2019. и почетком 2020.

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



Извор: ФАО, УН.

Осврт 5: Утицај пандемије на јавни дуг и декомпозиција промене јавног дуга у Србији

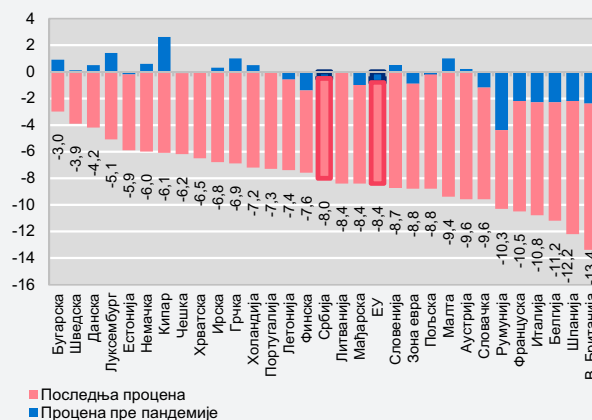
Пандемија је довела до снажне реакције фискалне политике земаља широм света, како би се подржао здравствени систем и ограничио негативан утицај на потрошњу и привредни раст. Таква подршка економији, заједно с нижим фискалним приходима услед контракције економске активности, довела је до раста фискалног дефицита и јавног дуга у готово свим земљама света. Неподељено је мишљење стручне јавности да је фискална интервенција потпуно оправдана, јер су наступиле ванредне околности, у којима је било неизбежно привремено погоршање фискалних показатеља зарад заштите здравља људи и ограничавања негативног утицаја на економију.

ММФ процењује да су до сада предузете фискалне мере на глобалном нивоу вредне близу 14 хиљада млрд долара (око 12% глобалног БДП-а), што је довело до раста глобалног јавног дуга на близу 98% БДП-а крајем 2020. (пре пандемије процењивало се да ће он износити 84% БДП-а).¹ Око половине ових мера подразумева додатну потрошњу или одрицање државе од прихода (укључујући привремено смањење пореза), а друга половина – подршку ликвидности привреди, укључујући кредите, гаранције и убризгавање власничког капитала. ММФ процењује да су мере резултирале растом фискалног дефицита и јавног дуга у БДП-у у 2020. години на 13,3% и 123%, респективно, у развијеним земљама, 10,3% и 63% у земљама у успону и земљама средњег дохотка (у које спада Србија), односно 5,7% и 49% у земљама ниског дохотка.

Посматрано по земљама, предузете фискалне мере биле су различите, обликоване у зависности од фискалног простора које су владе земаља имале на располагању и могућности повољног финансирања, као и од јачине утицаја пандемије. Све земље ЕУ, без изузетка, премашиле су своје планиране фискалне резултате и пројектоване нивое јавног дуга пре пандемије. Очекујући таква кретања у овим, ванредним околностима, Европска комисија је марта 2020. предложила, а министри финансија земаља чланица ЕУ одобрили, активирање клаузуле којом се привремено суспендују фискална правила у ЕУ (дефицит и јавни дуг од максималних 3% БДП-а и 60% БДП-а, респективно, као и правила прилагођавања). Притом, клаузулом се суспендују правила, али не и саме процедуре, тако да ће Европска комисија и даље предузимати неопходне мере координације, али уз одступања од фискалних захтева који би иначе важили.

¹ Fiscal Monitor Update, ММФ, јануар 2021.

Графикон О.5.1. Пројектовани фискални резултат у земљама ЕУ и Србији у 2020. (у % БДП-а)

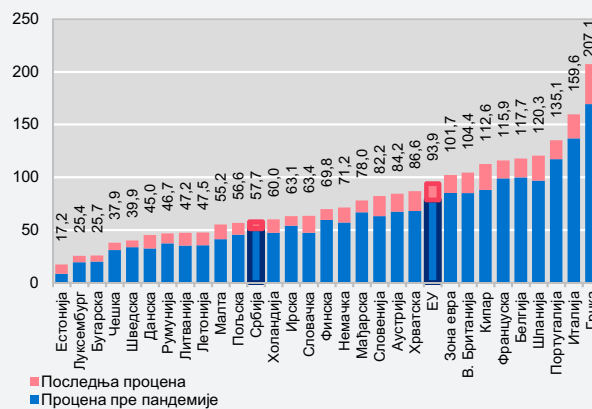


■ Последња процена
■ Процена пре пандемије

Извор: Пројекције Европске комисије, новембар 2019. и новембар 2020. за Србију пројекције из Фискалне стратегије за 2020. и 2021. годину.

Напомена: цифре показују пројекције крајем 2019. пре пандемије и последње расположиве пројекције.

Графикон О.5.2. Пројектовани јавни дуг опште државе у земљама ЕУ и Србији у 2020. (у % БДП-а)



■ Последња процена
■ Процена пре пандемије

Извор: Пројекције Европске комисије, новембар 2019. и новембар 2020. за Србију пројекције из Фискалне стратегије за 2020. и 2021. годину.

Напомена: цифре показују пројекције крајем 2019. пре пандемије, и последње расположиве пројекције.

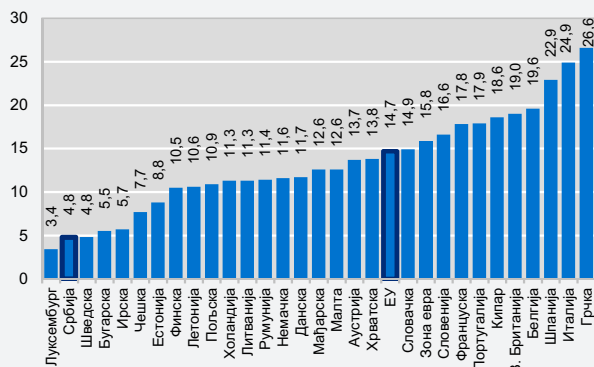
Фискална правила у ЕУ већ неколико година изложена су критици, с којом се у принципу слаже и Европска комисија. Она је непосредно пре избијања пандемије, јануара 2020, покренула јавну расправу о ревизији фискалних правила, како би се дошло до ефикаснијих решења која ће обезбедити дугорочну одрживост јавног дуга и подржати контрацикличну фискалну политику. Пандемија је овај план одложила, али је интензивирала дискусију о фискалној политици и јавном дугу, због тога што су земље које су и пре пандемије имале знатно већи јавни дуг од 60% током 2020. тај дуг додатно повећале за 20–25 п.п. БДП-а (Италија на близу 160%, а Грчка на преко 200% БДП-а). Пандемија још није окончана, што даље повећава неизвесност у погледу стања јавних финансија у наредном периоду.

Ипак, ММФ оцењује да водеће развијене земље још увек имају фискалног простора да подржавају тражњу уколико буде потребно. Дебату о улози фискалне политике подстакао је и пре пандемије Оливије Бланшар², истичући да пројекције указују на то да ће каматне стопе у развијеним земљама бити ниже од стопе раста БДП-а у наредних 20 година и да су, ако то буде тако, импликације за фискалну политику изузетно важне, јер су у том случају знатно мањи трошкови јавног дуга и фискални ризици. У исто време расте оптимални ниво јавних инвестиција и улога фискалне политике постаје значајнија у стабилизацији економске активности (због ограничења које ниске каматне стопе намећу монетарној политици). Бројне анализе указују на то да су фискални мултипликатори већи у фази рецесије него експанзије и да су посебно високи за инфраструктурне пројекте, који побољшавају изгледе за дугорочни раст. Поред тога, већина јавних инвестиција има већи утицај на тражњу него друге категорије јавних расхода.³

Када су у питању земље у успону, иако је њихов фискални простор мањи него што је то случај у развијеним земљама, више њих, укључујући и Србију, од јесени прошле године успело је да оствари и знатно боље услове задуживања на глобалном тржишту дуга него раније, што је констатовано и на презентацији јануарског Фискалног монитора ММФ-а.

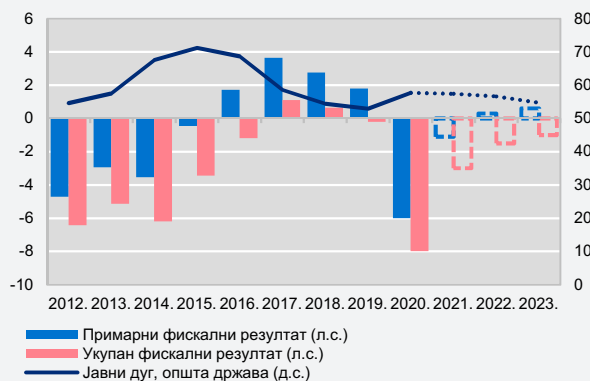
Повољни услови финансирања, уз снажан опоравак економске активности и постепено фискално прилагођавање, биће кључни фактори стабилизације, а потом и смањења учешћа јавног дуга Србије у БДП-у. Његово привремено повећање у 2020. години, за 4,8 п.п., на 57,7% БДП-а на нивоу опште државе (на 56,8% БДП-а за централни ниво власти) било је међу најмањима у Европи и вођено снажном реакцијом фискалне политике (уз дефицит опште државе од око 8,0 БДП-а), како би се негативни ефекти пандемије свели на најмању могућу меру. **Значајан фискални простор за интервенцију обезбеђен је у претходним**

Графикон О.5.3. Процена повећања јавног дуга опште државе у 2020. у односу на 2019. годину у земљама ЕУ и Србији (у п.п. БДП-а)



Извор: подаци за 2019. и пројекције за 2020. Европске комисије, новембар 2020, за Србију подаци Министарства финансија.

Графикон О.5.4. Укупни и примарни фискални резултат и јавни дуг Србије (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија РС.

² Olivier Blanchard (2019), Public debt and low interest rate, *American Economic Review*, Vol. 109, No. 4, April.

³ European Fiscal Board (2019), Assessment of EU fiscal rules.

годинама одговорном фискалном политиком и мерама консолидације, обезбеђеним повољним условима финансирања и привредним растом, као и ниском инфлацијом и стабилним девизним курсом, чиме је растућа путања јавног дуга у БДП-у преокренута 2016. године. Опадајућа путања је трајала све до почетка пандемије и резултирала је смањењем јавног дуга опште државе у БДП-у од чак 18,3 п.п. у односу на крај 2015. године, на 52,9% на крају 2019.

Да је у 2020. години јавни дуг у БДП-у привремено повећан и да следи његова стабилизација, а потом и пад, може се видети на основу декомпозиције фактора који утичу на динамику јавног дуга у БДП-у:

- 1) разлике између реалне каматне стопе на јавни дуг и стопе реалног раста БДП-а и
- 2) учешћа примарног фискалног резултата у БДП-у (укупан фискални резултат умањен за отплате камата).

Ако се пође од једначине декомпозиције фактора промене јавног дуга у БДП-у у периоду t у односу на претходни период $t-1$:⁴

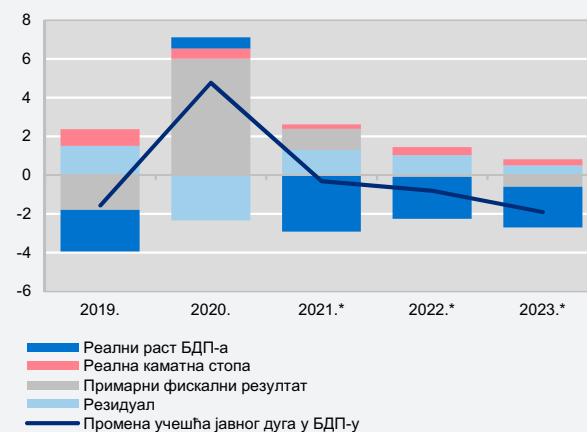
$$d_t - d_{t-1} = \frac{r_t}{1+g_t} d_{t-1} - \frac{g_t}{1+g_t} d_{t-1} - pb_t + sf_t,$$

могуће је праћење доприноса најважнијих фактора: реалне каматне стопе (r), реалне стопе привредног раста (g) и учешћа примарног фискалног резултата у БДП-у (pb). У једначину је додат израз sf , који је у практичном прерачунавању резидуал, а односи се на прилагођавање јавног дуга, тј. укључује трансакције и/или друге факторе који утичу на стање јавног дуга, а нису исказани у примарном фискалном билансу (*stock-flow adjustments*).

Претходна једначина јасно истиче чињеницу да је разлика између каматне стопе и стопе привредног раста (*interest rate-growth differential*) кључни концепт у оцени фискалне одрживости, јер је позиција јавних финансија знатно повољнија када је она негативна (тј. када је камата мања од стопе привредног раста). У том случају, држава има могућност да, и уз извесни примарни дефицит буџета, заустави па чак и смањи учешће јавног дуга у БДП-у. Држава ће смањење тог учешћа додатно појачати ако уместо примарног дефицита ипак остварује суфицит, као што из декомпозиције динамике јавног дуга Србије видимо да је био случај 2019. године (Графикон О.5.5). И не само 2019. **Неколико година пре пандемије, Србија је успела да постигне негативан диференцијал каматне стопе и стопе раста БДП-а, захваљујући пуној координацији монетарне и фискалне политике, што је обезбедило повољне услове финансирања државе и привреде и релативно високе реалне стопе раста БДП-а.** Позитивно је и то што је учешће дуга с фиксном каматном стопом повећано на преко 86%, што представља осигурање у случају изненадних промена услова финансирања на међународном финансијском тржишту.

Са избијањем пандемије, **диференцијал камате и привредног раста у 2020. години привремено је био позитиван** због ванредних околности, што је и уобичајено за периоде криза, у којима долази до контракције економске активности. **Ипак, и у условима кризе његова позитивна вредност била је релативно мала, а тиме и утицај на раст јавног дуга у БДП-у.** То је постигнуто адекватним мерама економске политике, уз структуру економије с мањим учешћем сектора „осетљивих” на пандемију, што је ограничило контракцију економске

Графикон О.5.5. Доприноси промени јавног дуга Србије (у % БДП-а)



Извор: НБС.

* Пројекција.

⁴ Детаљније: Escolano, J. (2010), A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates, *IMF Technical Notes and Manuals*.

активности на 1,1% (прелиминарна процена РЗС-а), која је међу најмањима у Европи. Захваљујући томе, **до раста јавног дуга у БДП-у у 2020. дошло је пре свега због доприноса примарног фискалног дефицита** (од око 6,0% БДП-а). Супротно томе, у већини других земаља, поред великог доприноса примарног дефицита расту дуга, велик је и допринос диференцијала камате и раста, због знатно већег пада економске активности. Тако су нпр. у зони евра ова два фактора готово подједнако утицала на раст дуга у БДП-у. **То објашњава зашто је јавни дуг Србије у БДП-у мање повећан него у другим земљама које су имале сличан обим пакета економске помоћи услед пандемије и раст фискалних дефицита.**

Уз претпоставке о кретању основних макроекономских показатеља, декомпоновали смо факторе који ће утицати на промену јавног дуга у БДП-у у периоду 2021–2023. Претпоставили смо кретање фискалних показатеља, стопа раста БДП-а и инфлације, као и каматних стопа на јавни дуг Србије у складу са актуелном Фискалном стратегијом, као и пројекцијама Народне банке Србије и проценама ММФ-а⁵. Напомињемо да је пројектовани јавни дуг у БДП-у у периоду 2021–2023. на nižем нивоу у односу на Фискалну стратегију, јер је њом био предвиђен већи раст јавног дуга у БДП-у у 2020. од оствареног.

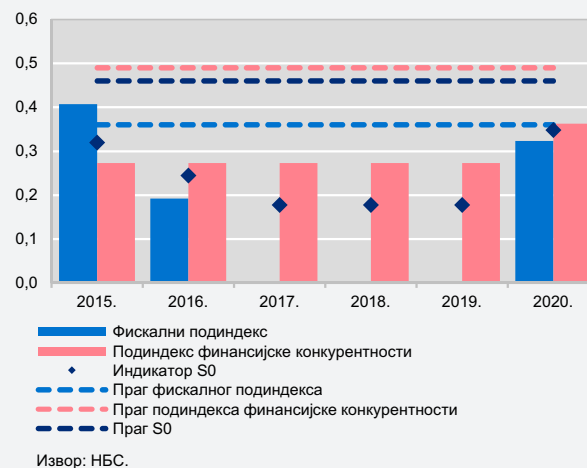
На Графикону О.5.5. види се да ће стабилизацији учешћа јавног дуга у БДП-у у 2021, а затим и његовом смањењу у наредним годинама допринети знатно мањи планирани примарни дефицит у 2021. (1,1% БДП-а), као и прелазак у суфицит након тога. Ипак, кључни допринос смањењу учешћа јавног дуга **имаће очекивани негативан диференцијал између каматне стопе и стопе раста БДП-а**, чему доприноси више него потпун опоравак економске активности у овој години, са стопом раста БДП-а у распону од 5% до 6%, а затим стабилна путања раста БДП-а од око 4% годишње у наредним годинама, као и повољни услови финансирања на домаћем и међународном тржишту.

Може се закључити да је јавни дуг Србије одржив и далеко од нивоа који би могао довести до кризе и да његов раст у 2020. години не представља ризик по његову одрживост. Притом, он је у поређењу с већином других земаља ЕУ забележио умерен раст, не прелазећи ни у 2020. матришки критеријум од 60%, нити критичне вредности индикатора S0, који за чланице ЕУ прати Европска комисија (Графикон О.5.6).

Индикатор S0 је композитни показатељ краткорочне фискалне одрживости. Он у суштини обухвата све релевантне фискалне и макроекономске индикаторе како би се идентификовало потенцијално постојање фискалне и макроекономске рањивости јавних финансија која може бити окидач фискалног стреса у наредној години, остављајући последице и на средњорочну и на дугорочну фискалну одрживост. Иако су вредности обају подиндекса овог индикатора (фискални подиндекс и подиндекс финансијске конкурентности) очекивано порасле у 2020, пре свега као последица експанзивне фискалне политике и пада реалног БДП-а због пандемије, оне нису прешле критичне вредности, тако да индикатор S0 не антиципира фискални стрес ни у 2021. години.

Наћи оптималну меру током пандемије између краткорочне подршке здрављу људи и економији, с једне стране, и обезбеђења средњорочне одрживости јавних финансија, с друге стране, свакако је један од највећих изазова фискалне политике свих земаља. Иако вакцинација улива оптимизам, поготово то што је Србија међу водећим земљама у свету по броју вакцинисаних у односу на број становника, пандемија још увек није завршена. Стога је важна пажљива процена фискалног простора и, ако он постоји, избегавање прераног поопштравања фискалне

Графикон О.5.6. Индикатор S0, фискални подиндекс и подиндекс финансијске конкурентности за Србију од 2015. до 2020.



⁵ IMF Country Report No. 20/270, Republic of Serbia, август 2020.

политике (барем годину-две након пада БДП-а), како би се додатно подржао одрживи опоравак од кризе, поготово ако се има у виду то да су каматне стопе на историјски ниским нивоима. **У том светлу посматрамо недавно најављен још један пакет економске подршке државе привреди и становништву, у вредности од око 2,0 млрд евра**, како би се додатно подстакло раст домаће тражње и осигурао што бржи опоравак привреде Србије. Сматрамо да фискални простор за додатне мере постоји, јер оне не нарушавају одрживост јавних финансија или макроекономску стабилност економије. Имајући у виду претходну анализу декомпозиције фактора који утичу на кретање учешћа јавног дуга у БДП-у, ценимо да кључну улогу у динамици дуга има негативан диференцијал каматне стопе и привредног раста који ће бити присутан и у овој години и који ће обезбедити да се учешће јавног дуга у БДП-у креће око 60% и у случају нешто већег примарног фискалног дефицита.

V. Пројекција

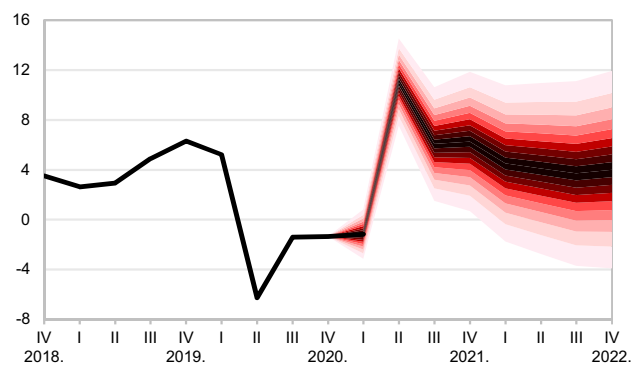
Ове године очекујемо више него потпун економски опоравак од кризе, уз стопу раста БДП-а у распону од 5% до 6%. Тај раст ће бити вођен домаћом тражњом и извозом, чему би требало да кључно допринесе масовна вакцинација, која се код нас и у свету очекује у овој години, затим правовремен и адекватан одговор 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. Ризици пројекције за ову годину и даље су изражени, пре свега у првој половини године, али их укупно посматрано оцењујемо као симетричне, а у највећој мери повезани су с брзином вакцинације и њеном ефикасношћу у сузбијању пандемије. Притом, по основу фактора из међународног окружења ризици су асиметрични наниже, због поновног ширења вируса од октобра и веће рестриктивности здравствених мера у многим земљама Европе, које су продужене и на почетку ове године. Истовремено, по основу фактора из домаћег окружења ризици су асиметрични навише, пре свега по основу најављеног пакета економске помоћи и брзог темпа вакцинације у нашој земљи. Реализација новог пакета економске помоћи допринела би расту домаће тражње бржем од очекиваног, а наставак интензивне вакцинације могао би додатно да подстакне опоравак услужног сектора.

Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће се мг. инфлација у овој и наредној години кретати у доњој половини циљаног распона. Притом, најављени раст цена електричне енергије и очекивани раст цена нафтних деривата, као последица раста светске цене нафте, у највећој мери ће утицати на то да инфлација ове године буде виша него у 2020. То су истовремено и кључни разлози што је нова пројекција инфлације нешто виша од претходне. И поред очекиваног опоравка, процењујемо да ће БДП расти брже од потрошње, тако да ће инфлаторни притисци по основу тражње у хоризонту пројекције остати ниски, што ће, уз базни ефекат код цена хране и енергената, утицати на то да се инфлација у 2022. нађе на нижем нивоу него ове године. 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 брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Пројекција БДП-а

Опоравак започет у Т3, када је остварен тромесечни раст БДП-а од 6,3% дсз., настављен је у Т4, мада споријим темпом, што је последица погоршања епидемиолошке ситуације у свету и код нас од октобра и поштравања здравствених мера. На мг. нивоу економска активност у Т4 била је нижа за 1,3% (наспрам -1,4% мг. у Т3), тако да је на нивоу године остварена стопа раста БДП-а од -1,1%, што је незнатно ниже од наших очекивања из октобра. Негативан допринос кретању БДП-а у 2020. очекивано је потекао од услужног сектора (саобраћаја, туризма, угоститељства, рекреације и културе), тј. делатности које су највише биле погођене пандемијом, а у мањој мери и од грађевинарства, пре

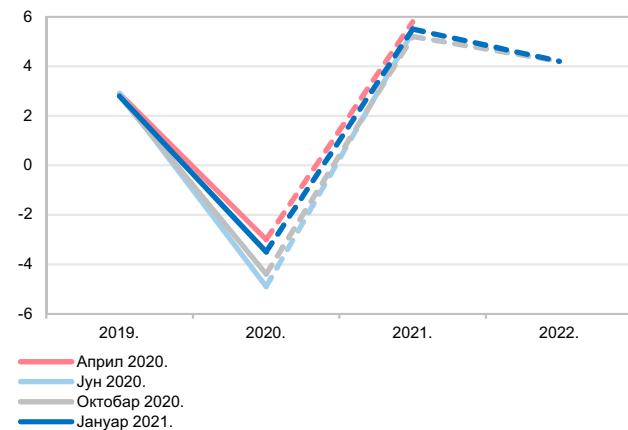
Графикон V.0.1. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.2. Пројекције глобалног реалног привредног раста ММФ-а за 2021. и 2022.

(у %)



Извор: ММФ WEO и WEO Updates.

свега због високе базе из претходне године. С друге стране, раст је на нивоу године забележен у пољопривреди, али и у индустрији, услед инвестиција из претходног периода и повећане производне и извозне диверсификације. Посматрано с расходне стране, смањени су потрошња домаћинства и фиксне инвестиције, али је захваљујући отпорности тржишта рада и обимном пакету економске помоћи, њихов пад био мањи од процењеног.

Ове године очекујемо стопу раста БДП-а у распону од 5% до 6%, при чему ћемо бити једна од ретких земаља у Европи која ће већ у овој години достићи преткризни ниво економске активности (према нашој процени у T2). Тај раст ће бити вођен домаћом тражњом и извозом, чему ће кључно допринети масовна вакцинација, која се очекује код нас и у свету у овој години, 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, према нашој оцени, обезбедиће повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње у наредним годинама.

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	5,2	5,5	4,2	4,2
Зона евра	5,2	4,2	3,1	3,6
Немачка	4,2	3,5	3,1	3,1
Италија	5,2	3,0	2,6	3,6
САД	3,1	5,1	2,9	2,5
Русија	2,8	3,0	2,3	3,9
Кина	8,2	8,1	5,8	5,6

Извор: ММФ WEO (октобар 2020) и ММФ WEO Update (јануар 2021).

Оцена ММФ-а је да су изгледи глобалног привредног раста за ову годину повољнији него што се очекивало у октобру, чему је пре свега допринео повећан оптимизам након вести о напретку у развоју вакцина и почетку њихове дистрибуције, као и одобрени пакети фискалне подршке у САД и Јапану. Пројекција **глобалног привредног раста** за ову годину сада износи 5,5%, што је за 0,3 п.п. повољније од очекивања из октобра, чему највише доприносе повољнија очекивања за САД, док се за наредну годину процењује раст од 4,2%. Ипак, истакнуто је да је погоршање епидемиолошке ситуације од октобра, као и појава нових сојева вируса корона, који се брже шире, утицало на поштравање здравствених мера, што изазива забринутост око брзине глобалног економског опоравка у овој години. Такође, у јануарским пројекцијама ММФ-а приметна је и дивергенција претпостављене брзине опоравка када се посматрају најразвијеније земље – за САД и Јапан се очекује бржи опоравак у односу на претходне пројекције, док су стопе раста ревидиране наниже за зону евра и Велику Британију.

У јануарском издању извештаја о глобалним економским изгледима, Светска банка има нижу пројекцију глобалног привредног раста за ову годину и она износи 4%, и то под претпоставком да вакцина буде широко дистрибуирана током године, док се за

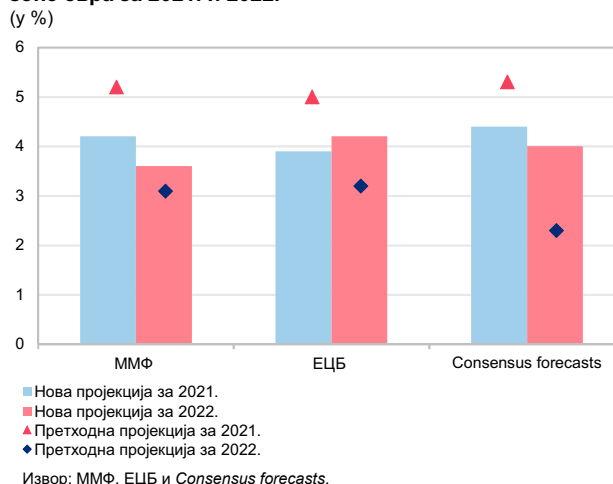
наредну годину пројектује раст од 3,8%. Оцењују да је такав опоравак спор, осим ако носиоци економске политике одлучно не крену у борбу с пандемијом и не спроведу реформе за повећање инвестиција.

Други талас пандемије узроковао је враћање рестриктивних здравствених мера од средине октобра 2020. у већини земаља **зоне евра**. Динамика водећих показатеља економске активности за Т4 за производни сектор остала је у фази експанзије, пре свега захваљујући мерама ЕЦБ-а, пакетима фискалне помоћи у већини чланица зоне евра и опоравку екстерне тражње из Кине. За разлику од производног сектора, у сектору услуга активност је смањена под утицајем мера физичког дистанцирања. Ипак, наведена кретања указују на закључак да су ефекти другог таласа пандемије мањи него током првог таласа. С друге стране, продужење рестриктивних здравствених мера и на прве месеце ове године, пре свега у Немачкој, која је највећа економија зоне евра и појединачно посматрано наш најзначајнији трговински партнер, као и ефекат више базе из 2020. због оствареног опоравка бржег од очекиваног у периоду мај–септембар, утичу на корекцију наниже изгледа за привредни раст зоне евра у овој години. Тако је ЕЦБ у децембру ревидирала навише пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2020. (за 0,7 п.п. у односу на септембар, на -7,3%), док је прогноза раста у 2021. коригована наниже (са 5,0% у септембру на 3,9% у децембру). Слична су и очекивања ММФ-а, који је у јануарском издању *WEO* кориговао наниже пројекцију раста зоне евра за 2021. годину на 4,2% (са 5,2% у октобру). Нешто виша очекивања за ову годину у погледу раста БДП-а има *Consensus Forecasts* (4,4%), али је и ова пројекција нижа у поређењу са октобарском. Раст привреде зоне евра водиће напредак у процесу вакцинације и ефекти предузетих мера монетарне и фискалне политике, тако да се по оба основа очекује опоравак домаће тражње, што би, уз раст екстерне тражње, требало да резултира растом зоне евра наредне године у распону од 3,6% (ММФ) до 4,2% (ЕЦБ).

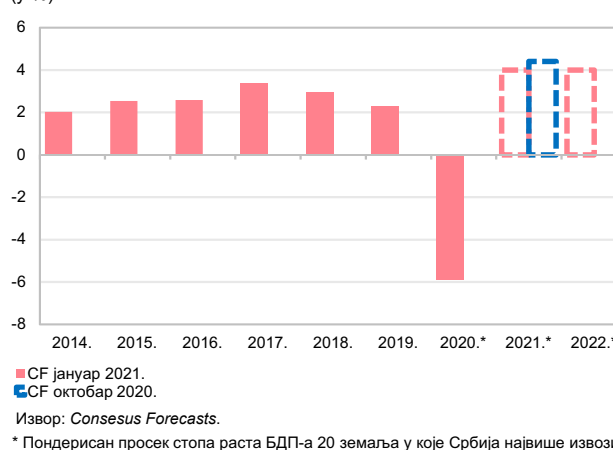
У складу с пројекцијом *Consensus Forecasts*-а, у новој пројекцији претпоставили смо да ће зона евра ове године забележити раст економске активности од око 4,4%, вођен домаћом тражњом, тј. очекиваним опоравком инвестиција и потрошње, који ће, услед деловања базног ефекта, наредне године благо успорити на око 4%.

У односу на претходни извештај, и за већину **осталих важних трговинских партнера Србије** *Consensus Forecasts* кориговао је наниже раст БДП-а за ову

Графикон V.0.3. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2021. и 2022.



Графикон V.0.4. Показатељ екстерне тражње (у %)

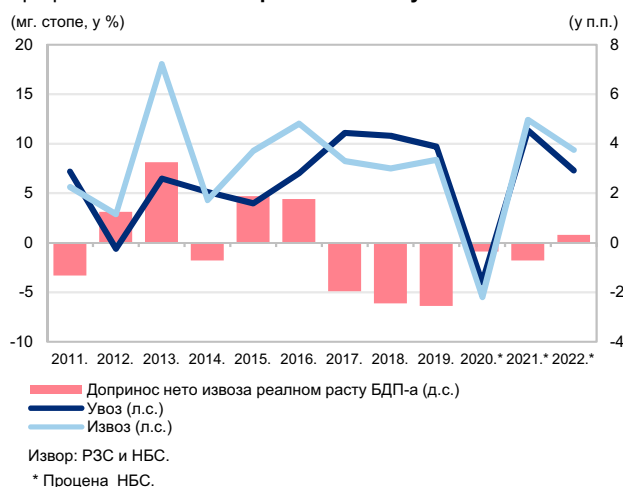


Табела V.0.2. Процена привредног раста по земљама (реални раст, у %)

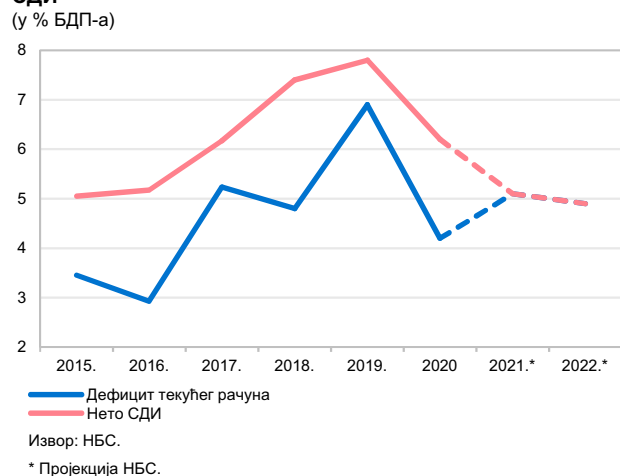
	Октобар 2020.		Јануар 2021.	
	2021.	2021.	2021.	2022.
Пољска	4,2	4,1	4,1	4,6
Чешка	4,6	3,6	3,6	4,9
Мађарска	4,8	4,4	4,4	4,6
Румунија	4,4	4,0	4,0	4,9
Словачка	6,0	4,7	4,7	4,4
Словенија	4,8	4,7	4,7	4,0
Хрватска	5,1	4,7	4,7	5,0
Бугарска	3,9	3,0	3,0	4,0
Албанија	5,5	5,4	5,4	4,8
БиХ	3,9	3,8	3,8	4,2
С. Македонија	4,7	4,2	4,2	3,7

Извор: *Consensus Forecasts*.

Графикон V.0.5. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.6. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ



годину, уз оцену да у већини земаља неће бити достигнут преткризни ниво. Брзина опоравка региона средње и југоисточне Европе у наредном периоду пре свега ће зависити 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.

Пројектовани раст зоне евра ће се, пре свега преко трговинског, али и финансијског канала, одразити на раст нашег БДП-а. Конкретно, 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 у овој години. Ипак, очекивани раст увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије с наставком инвестиционог циклуса, уз очекивани опоравак потрошње, за последицу ће највероватније имати нешто бржи раст увоза од извоза, односно негативан допринос **нето извоза** БДП-у (око $-0,7$ п.п.). У наредним годинама пак, услед раста извозних капацитета и даљег опоравка екстерне тражње, очекујемо прелазак доприноса нето извоза у позитивну зону. У складу са оваквом проценом нето извоза и опоравка домаће тражње, као и уз нешто неповољније односе размене због очекиваног раста цена нафте, очекујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у овој години износити око $5,1\%$ БДП-а. 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 испод 5%), уз и даље пуну покривеност нето приливима СДИ, као што је то био случај и у протеклих шест година.

Када је реч о **домаћој тражњи**, очекујемо да се она убрзано опоравља током ове године, чему ће допринети:

- слабљење пандемије и нормализација економских токова захваљујући започетом процесу вакцинације,
- наставак инвестиционог циклуса, који је био успорен током пандемије,
- раст расположивог дохотка привреде и грађана,
- очувано тржиште рада по основу обимног пакета економске помоћи (укључујући и мере Народне банке Србије).

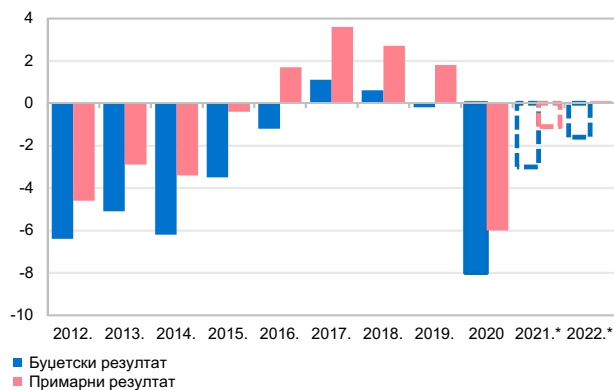
Притом, по броју подељених доза вакцина од $7,3$ на 100 становника (закључно са $2.$ фебруаром) Србија се тренутно налази у светском врху.

Иако је обиман пакет економске помоћи у 2020. привремено повећао јавни дуг опште државе, он је на крају године износио 57,7% и остао испод мастринског критеријума од 60% БДП-а. Наставак подршке **фискалне политике** привреди у борби с пандемијом, али у мањој мери него претходне године, очекује се и у овој години. Према Фискалној стратегији за 2021. са пројекцијама за 2022. и 2023. годину, уз планирани дефицит опште државе од око 3% БДП-а, као и уз знатно бржи пројектовани номинални раст БДП-а, очекује се да од наредне године уследи силазна путања учешћа јавног дуга. Планиране капиталне издатке, као и издатке за плате у јавном сектору, пензије и куповину робе и услуга из поменуте фискалне стратегије, користили смо као претпоставке и у нашој текућој пројекцији раста БДП-а. Међутим, треба имати у виду да се најављује доношење додатног пакета помоћи државе привреди у борби с пандемијом од око 2,0 млрд евра у овој години, што би, према нашој оцени, додатно подржало опоравак домаће тражње. Иако би доношење оваквог пакета утицало на то да ниво јавног дуга у овој години највероватније износи око 60% БДП-а, то према нашој оцени не би угрозило одрживост јавних финансија, јер су трошкови сервисирања јавног дуга и даље ниски (захваљујући повољним условима финансирања и на домаћем и на међународном тржишту), при чему се, након привременог и оправданог раста јавног дуга, очекује смањење његовог учешћа у БДП-у у наредним годинама.

Ове године очекујемо опоравак **приватне потрошње** (уз допринос расту БДП-а од око 3 п.п.), чему би требало да допринесу очуване зараде и запосленост у већини делатности, раст расположивог дохотка становништва по основу омогућеног мораторијума у отплати кредитних обавеза и повољних услова узимања нових и отплате постојећих кредита, као и раст потрошачког поверења с напретком у процесу вакцинације и 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 се очекује од државне потрошње (0,5 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** (2,8 п.п. ове године). Томе ће допринети опоравак

Графикон V.0.7. **Фискални и примарни резултат буџета опште државе** (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

* Пројекција из Фискалне стратегије за 2021. са пројекцијама за 2022. и 2023. годину.

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



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

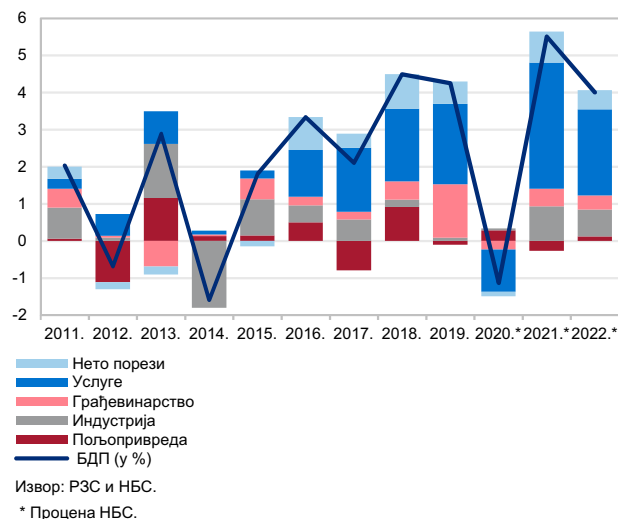
Графикон V.0.9. **Кретање инвестиција у основне фондове** (мг. раст, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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



приватних инвестиција по основу очуване макроекономске стабилности, смањене аверзије према ризику услед очекиваног напретка у процесу вакцинације и сузбијања пандемије, задржаних повољних услова финансирања и глобалног економског опоравка, који би требало да допринесе расту прилива по основу СДИ, који је и током пандемије остао солидан. Поред тога, позитиван допринос очекује се и по основу планираних инвестиционих пројеката државе, пре свега у саобраћајну инфраструктуру. На то указује планиран раст капиталних издатака државе, који би у овој години, према фискалној стратегији, требало да достигну 5,5% БДП-а, а наредне године и да се додатно повећају.

Очекивани раст инвестиција, очувани производни капацитети и радна места у већини делатности, као и наставак структурних реформи и планирана даља системска унапређења пословног амбијента, доприносиће расту **производног потенцијала** у наредном периоду.

Посматрано с **производне стране**, ове године очекујемо раст и више него потпуни опоравак активности и у услужним и у производним секторима, изузев пољопривреде, где смо претпоставили просечну сезону. 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. Убрзање раста активности очекује се и у услужним секторима по основу задржаних позитивних трендова на тржишту рада захваљујући предузетим економским мерама, као и услед очекиваног раста домаће тражње. 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, благ негативан допринос расту БДП-а очекујемо од пољопривреде.

Ризике пројекције БДП-а заједно посматрано оцењујемо као изражене, пре свега у П1, и симетричне. Они и даље у највећој мери потичу од **неизвесности у погледу тока пандемије** на светском нивоу и ефикасности у њеном сузбијању. Брзина опоравка светске економије зависиће и од тога да ли ће бити примењене нове експанзивне мере фискалне

политике и какви ће бити њихови домети, с обзиром на то да је ипак сада простор за контрациклично деловање фискалне политике у многим земљама сужен. У складу с претпоставком ММФ-а изнетом у јануарском *WEO*, у основном сценарију претпоставили смо да ће трансмисија вируса слабити током године како буде расла употреба вакцине. Како и ММФ наводи, требало би да већа производња и дистрибуција вакцине пандемију сведу на прихватљиве оквире и подстакну бржи од очекиваног опоравак потрошачког и инвестиционог поверења, а тиме и бржи привредни раст од претпостављеног у основном сценарију. Расту потрошње, инвестиција и запослености допринели би и додатни пакети фискалне помоћи. С друге стране, потешкоће у процесу производње и дистрибуције вакцине, с којима се већ суочавају поједине развијене земље, и појава нових сојева вируса, који се брже шире, могли би да продуже трајање рестриктивних здравствених мера и тиме успоре опоравак.

За Србију ће бити посебно важна епидемиолошка ситуација у **зони евра и земљама средње и југоисточне Европе**. Пооштравање здравствених мера у многим земљама у Европи, које су продужене и у првим месецима ове године, умањује изгледе за раст наших важних спољнотрговинских партнера, пре свега у првом тромесечју ове године, **по ком основу ценимо и да су ризици пројекције БДП-а за ову годину израженији наниже**. 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. Ипак, важно је нагласити да је, захваљујући инвестицијама из претходног периода, пре свега у разменљиве секторе, укупан извоз мање погођен смањеном екстерном тражњом из зоне евра. Поред тога, релативно повољну околност у новом таласу пандемије представља то што је индустријски сектор у зони евра, за који је преко глобалних ланаца производње везан и наш извоз, остао релативно отпоран.

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 додатно ублажене у условима ширења пандемије. Притом, централне банке су изразиле спремност да предузму додатне мере ако се за тим укаже потреба. 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.

Ризици пројекције БДП-а односе се и на **кретање цена примарних производа**. Претходних месеци **цене нафте** су бележиле раст, на шта је пре свега утицао раст оптимизма вођен вестима о доступности вакцина. У складу с кретањем фјучерса, процењујемо да би цене нафте требало да 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 биле у порасту, при чему су неке од њих 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 обратно.

Када је реч о **ризицима из домаћег окружења**, ценимо да су они израженији навише. У основном сценарију претпоставили смо да ће утицај пандемије слабити захваљујући започетом процесу вакцинације. С једне стране, евентуално **погоршање епидемиолошке ситуације у свету и код нас** могло би да изазове **уздржавање од потрошње и инвестиција** још неко време и одложи њихов опоравак у очекиваном обиму, док би, с друге стране, убрзана вакцинација имала супротан ефекат.

Реализација најављеног новог пакета економске помоћи државе у вредности од око 2,0 млрд евра, сачувани производни капацитети и зараде и запосленост у највећем делу привреде, раст расположивог дохотка захваљујући претходно

Табела V.0.3. Кључни ризици пројекције БДП-а

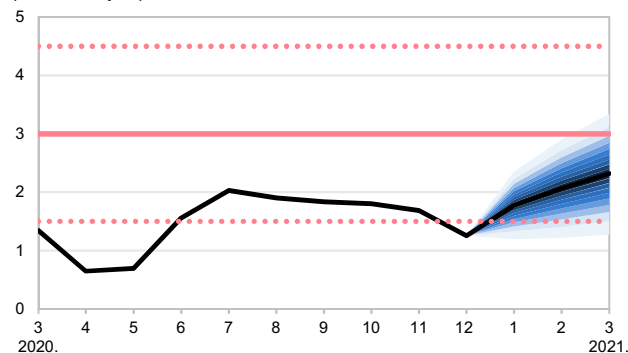
Ризик	Могући канали утицаја на БДП у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
Међународно окружење		
Неизвесност у погледу тока пандемије и утицаја на глобални привредни раст	Спорији глобални опоравак утицао би на успоравање екстерне тражње, мањи извоз Србије и спорији раст прерађивачке 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 смањили/повећали би прилив инвестиција и повећали/смањили 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.	↕
Домаће окружење		
Неизвесност у погледу тока пандемије	Погоршање епидемиолошке ситуације могло би да изазове уздржавање од потрошње још неко време и одложи њен опоравак, док би бржи напредак у вакцинацији имао супротан ефекат.	↕
Реализација најављеног новог пакета економске помоћи државе у вредности од око 2,0 млрд евра	Пакет економске помоћи допринеће већем расположивом доходу, тј. расту средстава за инвестиције и потрошњу, а тиме и бржем опоравку домаће тражње од очекиваног.	↑
Пољопривредна сезона	Већи/мањи раст пољопривредне производње од очекиваног доприноси расту/паду извоза и прерађивачке индустрије.	↕

Напомена: ↑ означава повољнији исход по БДП у односу на основни сценарио, ↓ неповољнији исход, а ↕ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.

предузетим мерама Владе РС и Народне банке Србије – резултирали би опоравком домаће тражње бржим од очекиваног. Притом, **раст капиталних издатака државе** изнад планираног, као што је то био случај у претходне три године, утицао би и 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. Како су приватне инвестиције претежно усмерене у разменљиве секторе, њихово веће активирање требало би да допринесе и убрзању раста извоза посматрано с расходне стране, односно раста прерађивачке индустрије посматрано с производне стране.

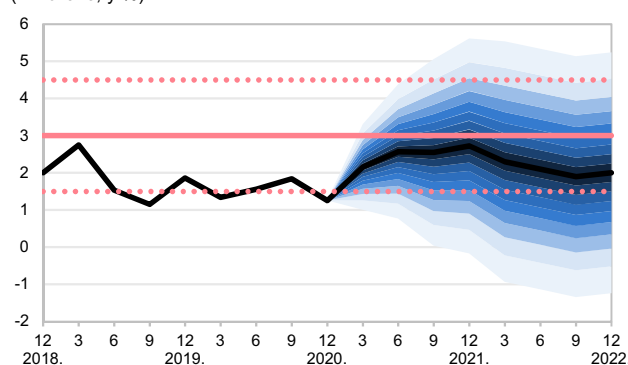
У мањој мери, ризик пројекције БДП-а односи се и на кретање **пољопривредне производње**, за коју смо претпоставили да ће ове године бити просечна и да ће, с обзиром на прошлогодишњу одличну сезону, негативно допринети БДП-у. И овде су могућа одступања у оба смера, при чему би боља пољопривредна сезона 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 смањивала.

Графикон V.0.11. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

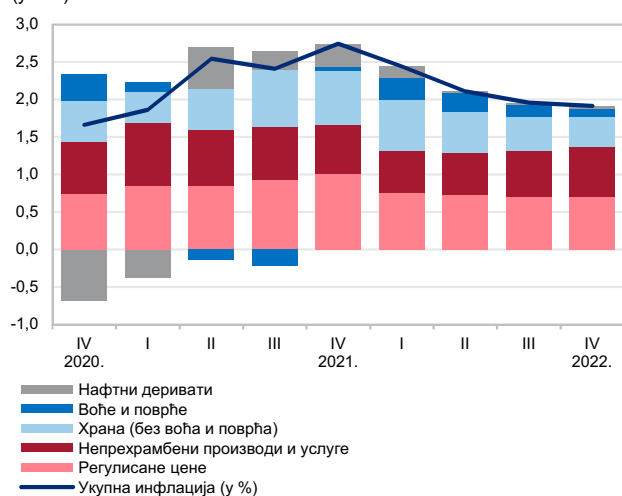
Графикон V.0.12. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикана 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 тромесечја бити изван распона на графикону износи 10%.

Графикон V.0.13. Доприноси мг. инфлацији по компонентама (у п.п.)



Извор: НБС.

Пројекција инфлације

У првим месецима 2021. године очекујемо нешто вишу мг. инфлацију у односу на 2020, али она према централној пројекцији неће прелазити централну вредност циља. Главни разлог више инфлације јесу цене енергената, чији ће се допринос након годину дана вратити у позитивну зону. Требало би да изврстан раст доприноса забележе и цене воћа и поврћа.

Када је у питању базна инфлација, очекујемо да она крајем Т1 буде нешто нижа него почетком године, услед изласка из мг. обрачуна поскупљења услуга фиксне телефоније (у фебруару).

Ризици пројекције у кратком року односе се, пре свега, на кретање цена воћа и поврћа у наредном периоду, као и на кретање светских цена нафте и примарних пољопривредних производа.

Средњорочна пројекција инфлације

Према фебруарској централној пројекцији, мг. инфлација ће се и ове и наредне године кретати у доњој половини циљаног распона. Притом, очекујемо да ће она ове године бити на нешто вишем нивоу него претходне године, под утицајем привремених фактора, уз присуство дезинфлаторних притисака у средњем року. Главни разлози више инфлације у 2021. јесу најављени раст цена електричне енергије и раст светске цене нафте, а тиме и цена нафтних деривата на домаћем тржишту. То су истовремено и кључни разлози што је нова пројекција инфлације нешто виша од претходне. Дејство привремених фактора ће ослабити крајем године, па у 2022. очекујемо нижу инфлацију, и поред очекиваног економског опоравка. Процењујемо да ће БДП расти брже од потрошње, тако да ће инфлаторни притисци по основу тражње остати ниски, што ће утицати на то да се инфлација у 2022. нађе на нижем нивоу него ове године.

Посматрано по појединачним компонентама, профил инфлације ће највише бити одређен регулисаним ценама и ценама нафтних деривата. Када су у питању **регулисане цене**, очекујемо да ће њихов раст ове године бити нешто виши (5,6%) због корекције цена електричне енергије и укључивања накнаде за обновљиве изворе енергије у обрачун ИПЦ-а. За наредну годину, као и до сада, претпоставили смо да ће њихов раст износити око 4%.

Због раста цена нафте на светском тржишту од новембра прошле године, очекујемо и раст **цена**

нафтних деривата на домаћем тржишту, пре свега током Т1, и прелазак доприноса цена нафтних деривата из негативне у позитивну зону, где ће се задржати до краја периода пројекције. Притом, њихов допринос инфлацији биће највећи у Т2, због ниске базе из прошле године, када је због здравствених мера услед пандемије дошло до колапса светске цене нафте, што се пренело на пад цена нафтних деривата на домаћем тржишту. До краја периода пројекције не очекујемо знатнији раст светских цена нафте, а тиме ни цена нафтних деривата на домаћем тржишту.

С друге стране, када су у питању **цене воћа и поврћа**, крајем прошле године изостао је сезонски уобичајен раста цена поврћа, а и раст цена воћа је био спорији од сезонски уобичајеног. Претпостављајући њихово задржавање око текућег нивоа, који је благо испод неутралног, не очекујемо да ће знатније утицати на раст инфлације. Због тежње да се ове цене врате на свој неутрални ниво, почетком наредне године очекујемо да ће њихов допринос инфлацији бити нешто већи.

Код **цена хране (без воћа и поврћа)** очекујемо изванредан раст, пре свега због базног ефекта код цена меса, које су прошле године биле неуобичајено ниске. Такође, и недавни раст светских цена примарних пољопривредних производа могао би се одразити на цене хране на домаћем тржишту. Ипак, у средњем року очекујемо да ће раст цена хране бити умерен и првенствено одређен постепеним растом тражње.

Као и у претходној пројекцији, очекујемо умерен раст **цена непрехрамбених производа и услуга**, у складу с постепеним опоравком тражње и ниском увозном инфлацијом.

Посматрано по факторима инфлације, као и наше претходне три пројекције, и ову пројекцију инфлације определила је чињеница да су **глобална понуда и тражња** још увек под снажним утицајем пандемије. Иако је након иницијалног скока глобалне активности средином прошле године, опоравак светске привреде успорен од октобра, започета масовна вакцинација у многим земљама повећала је очекивања да ће глобална трговина и привреда ускоро бити на одрживој путањи раста. Ипак, пандемија и даље наставља да отежава функционисање светске привреде и повећава јединичне трошкове производње. С друге стране, тражња је још увек ограничена спорим опоравком запослености, зарада и инвестиција, као и уздржавањем становништва од потрошње и растом штедње из предострожности.

Табела V.0.4. Најважније претпоставке пројекције

	2021.		2022.	
	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији				
Раст БДП-а у зони евра	5,3%	4,4%	3,0%	4,0%
Инфлација у зони евра (просек)	1,0%	1,0%	1,3%	1,1%
EURIBOR 3М (децембар)	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-4,6%	1,6%	3,0%	-5,9%
Цена нафте типа брент по барелу (децембар, у USD)	44	53	45	52
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,0%	5,6%	4,0%	4,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

Графикон V.0.14. Пројектовано кретање производног јаза (у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази НДВ-а.

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



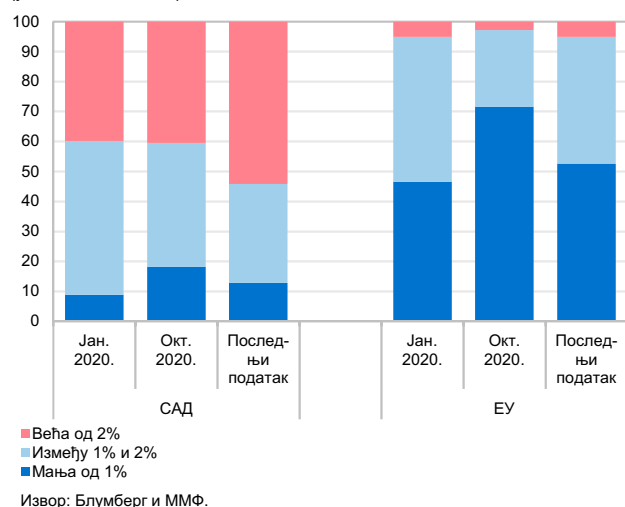
Нови талас ширења вируса током зиме успорио је започет опоравак нашег најважнијег трговинског партнера, **зоне евра**, па се у овој години очекује нижа стопа раста (4,4%) него пре три месеца (5,3%). У наредној години раст зоне евра требало би да износи 4,0%. Спорији опоравак зоне евра значи да би и раст тражње за производима и услугама предузећа из Србије могао бити спорији, што би могло да има дезинфлаторне ефекте на домаћем тржишту. Ипак, очекујемо да се производни јаз зоне евра неће у пуној мери одразити на **производни јаз Србије**, због концентрације негативних ефеката пандемије пре свега у неразмљивим секторима. Наш производни јаз ће се благо продубити почетком 2021, након чега би требало да настави да се смањује, чиме ће дезинфлаторни утицај тражње на инфлацију постепено слабити. Процењујемо да ће производни јаз крајем ове године износити око $-1,7\%$ и да ће се, са опоравком домаће тражње и постепеним растом екстерне тражње, смањити на око -1% крајем наредне године. Опоравак домаће тражње биће подржан мерама фискалне политике, као и експанзивном монетарном политиком и повољним условима финансирања привреде и грађана.

Графикон V.0.16. **Претпоставка о инфлацији у зони евра**
(мг. раст, у %)



Поред позитивног ефекта ублажавања монетарне политике Народне банке Србије на домаћу тражњу, позитиван ефекат би требало да имају и очекиване изузетно ниске каматне стопе у зони евра до краја периода пројекције. **ЕЦБ** је у децембру неконвенционалним монетарним мерама, укључујући обимне куповине активе до краја марта 2022, додатно повећала експанзивност монетарне политике. Фјучерси указују на то да ће тромесечни *EURIBOR* бити у негативној зони не само до краја наше пројекције већ чак и до краја 2026. године ($-0,1\%$).

Графикон V.0.17. **Тржишно имплицирана вероватноћа исхода инфлације**
(у %, за пет година)



Иако су у многим земљама донете изразито експанзивне монетарне и фискалне мере, **инфлација на глобалном нивоу била је релативно ниска**. Већа изненађења по питању инфлације не очекују се ни у наредном периоду. Инфлација би требало да буде нешто виша у САД, због снажне фискалне потрошње и очекивања да ће монетарна политика и даље бити експанзивна, што би требало да има стимулативни ефекат и на глобалну економију. У зони евра требало би да инфлација и даље буде релативно ниска – у нашој пројекцији смо претпоставили стопе инфлације од 1,0% и 1,1% ове и наредне године. И у **већини земаља нашег региона**, које су нам такође важни трговински партнери, инфлација би требало да буде релативно ниска у наредном периоду. Имајући то у виду, очекујемо да ће инфлаторни притисци по основу

увозних цена изражених у динарима бити ниски до краја периода пројекције.

Када су у питању увозне цене, најзначајнија је **светска цена нафте**, која од новембра прошле године расте, па су и наше претпоставке на вишем нивоу у односу на пројекцију од пре три месеца. Ипак, не очекујемо да ће светска цена нафте у просеку расти изнад текућег нивоа (око 55 долара по барелу). Наиме, иако се очекује раст глобалне потрошње и производње нафте током 2021. и 2022. године, као и наставак пада глобалних залиха нафте током тог периода због раста глобалног БДП-а и постепеног опоравка путовања (посебно крајем 2021. и у 2022. години), повратак глобалне потрошње нафте на ниво из 2019. не предвиђа се пре почетка 2022. године. У складу с нафтним фјучерсима, у новој пројекцији смо претпоставили да ће светска цена нафте бити на нивоу од 53 долара по барелу у децембру 2021, а затим 52 долара по барелу у децембру 2022. године. У складу с тим, након очекиваног раста током Т1, не би требало да буде знатнијих корекција цена нафтних деривата на домаћем тржишту у наредном периоду.

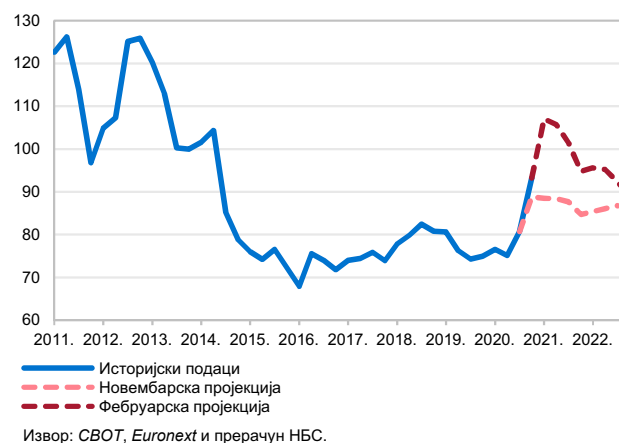
Већина **цена примарних производа** се опоравља од средине прошле године, након колапса због пандемије, а у складу с постепеним попуштањем рестриктивних здравствених мера и јачањем тражње, посебно из Кине. Када су у питању за нас важне **светске цене примарних пољопривредних производа**, у пројекцији смо користили податке о фјучерсима на светским берзама. Према тим подацима, кориговали смо навише претпоставку о расту тих цена за ову годину (на 1,6%, у поређењу са -4,6% у претходној пројекцији), а наниже за наредну годину (на -5,9%, у поређењу са 3,0%). У складу с тим, **очекујемо да ће се и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту,³⁰ које прате кретање светских цена, слично кретати.**

У условима ниске и стабилне инфлације седму годину заредом, очекиваних ниских инфлаторних притисака, као и стеченог кредибилитета Народне банке Србије, очекујемо да ће **инфлациона очекивања остати стабилна до краја периода пројекције**. Такође, претпоставка наше пројекције је и даљи пад премије ризика земље. Она је на бази дуга у еврима знатно опала током Т4, а с даљим напретком у контроли пандемије и опоравком глобалне економске активности, очекује се њен даљи пад.

Графикон V.0.18. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Графикон V.0.19. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



³⁰ Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

Графикон V.0.20. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа* (Т4 2013 = 100)



Извор: Продуктна берза Нови Сад, СВOT, Euronext и прерачун НБС.
* Мерино композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације у кратком року односи се пре свега на кретање светске цене нафте и цена воћа и поврћа. 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, светских цена примарних пољопривредних производа, као и на токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције односе се и на брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Изгледи за опоравак глобалне трговине и привредног раста у највећој мери ће одредити кретања на међународном робном тржишту, а пре свега кретање **цене нафте и других примарних производа**. На страни тражње, постоје ризици да би раст светске привреде могао бити и бржи и спорији од очекиваног, у зависности од тока пандемије, што ће се одразити на кретање тражње за примарним производима, а тиме и њихове цене. Када су у питању фактори на страни понуде, они су специфични за сваки примарни производ. Иако тржишни учесници, према фјучерсима, очекују да ће светска цена нафте остати око текућег нивоа (55 долара по барелу) и у наредном периоду, померања су могућа у оба смера. Као што је једнострано смањење производње од стране Саудијске Арабије неочекивано смањило глобалну понуду и одразило се на цене почетком ове године, такве епизоде се могу очекивати и у наредном периоду. Процењујући да ће залихе нафте у земљама *OECD*-а пасти испод петогодишњег просека до јуна ове године, земље *OPEC+* истичу да ће оне бити посвећене брзом ребалансирању тржишта и избегавању поремећаја на глобалном тржишту нафте. Међутим, неизвесно је у којој мери ће се договор међу земљама чланицама поштовати, те су померања цене нафте могућа у оба смера.

Када су у питању **цене воћа и поврћа**, ради се о категорији инфлације чије је кретање најтеже предвидети, јер на род, а тиме и цену, у великој мери утичу временске прилике. Будући да се ради о најволатилнијој категорији инфлације, код које су одступања могућа у оба смера, ценимо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

Неизвесност у средњем року и даље се у највећој мери односи на кретања у међународном окружењу, која ће у великој мери бити одређена ефикасношћу у производњи и дистрибуцији вакцина на глобалном

нивоу. Од тога ће у највећој мери зависити **брзина опоравка глобалне трговине и привредног раста, као и раст зоне евра, а тиме и темпо опоравка наше екстерне тражње, као и ниво увозне инфлације.** С једне стране, опоравак би могао бити бржи од очекиваног ако процес вакцинације буде брз и распрострањен, а управљање пандемијом ефикасно. С друге стране, неефикасна контрола пандемије и ширење нових сојева вируса, праћени проблемима у производњи и дистрибуцији вакцина, могли би да доведу до споријег привредног раста од очекиваног. Имајући у виду интензивирање другог таласа ширења вируса и увођење додатних здравствених мера у бројним земљама зоне евра почетком ове године, процењујемо да је ризик њеног привредног раста и инфлације у наредном периоду асиметричан наниже.

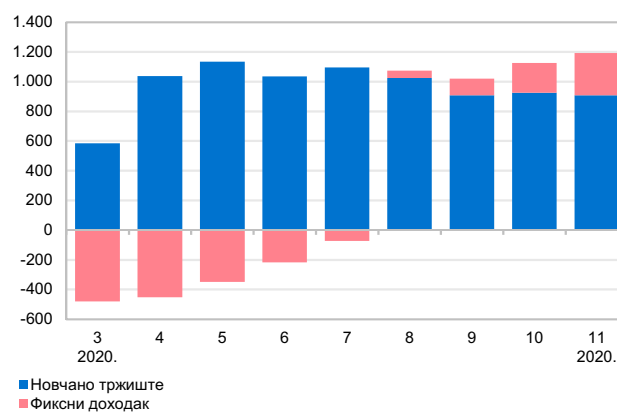
Светске **цене примарних пољопривредних производа** у великој мери зависе од кретања цена нафте, пре свега преко трошкова у производњи. Такође, цене енергената утичу и на тражњу за инпутима у производњи етанола и биогорива, а тиме и на цене пољопривредних производа попут кукуруза, шећера и уља, што додатно повећава неизвесност у погледу њиховог кретања у наредном периоду. Најновије пројекције светске производње житарица коригују се навише, али се с друге стране очекује и оштар пад залиха и раст трговинске размене. Имајући у виду неизвесност у погледу кретања светских цена примарних производа, процењујемо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

Обимне монетарне и фискалне мере водећих економија света и започета масовна вакцинација ублажиле су **неизвесност на међународном финансијском тржишту.** Приливи у глобалне инвестиционе фондове су настављени, захваљујући побољшању тржишне климе. Спорија дистрибуција вакцина у многе земље у успону није спречила инвеститоре да улажу. Приливи капитала у земље у успону су повећани, након значајних одлива у почетној фази пандемије, што је допринело стабилизацији њихових девизних тржишта. Ипак, неизвесност на међународном финансијском тржишту у наредном периоду, а тиме и токови капитала, у великој мери ће бити одређени успешношћу у контроли пандемије на глобалном нивоу. Имајући то у виду, процењујемо да су ризици пројекције инфлације по том основу симетрични.

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину опоравка домаће тражње.** Евентуално погоршање епидемиолошке ситуације могло би да успори

Графикон V.0.21. Приливи у глобалне инвестиционе фондове

(млрд USD, кумулативно од марта 2020)



Извор: Morningstar, дато према ММФ-у, *Global Financial Stability Update*, јануар 2021.

опоравак економске активности. Међутим, сачувани производни капацитети, радна места и зараде у највећем делу привреде, као и раст расположивог дохотка и повољни услови финансирања, захваљујући предузетим мерама монетарне и фискалне политике, могли би да резултирају и бржим економским опоравком од очекиваног, нарочито имајући у виду да је Србија успешно започела вакцинацију и по броју вакцинисаних у односу на број становника налази се међу водећим земљама на свету. Такође, најављен додатни пакет фискалних мера подршке привреди и становништву за ову годину, вредан 2,0 млрд евра, требало би да додатно подстакне домаћу тражњу. Поред тога, даљи раст капиталних издатака државе могао би да буде већи од очекиваног, као што је то био случај у претходне две године, што би такође допринело бржем опоравку економске активности. Имајући то у виду, ценимо да би по основу домаће тражње производни јаз могао бити и брже затворен него што је пројектовано, тј. да

Табела V.0.5. Кључни ризици пројекције инфлације

Ризик	Могући канали утицаја на инфлацију у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
Кратак рок		
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.	↕
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 доноси расту/паду тражње и може имати инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↕
Средњи рок		
Темпо опоравка зоне евра	– Спорији опоравак зоне утиче на успоравање раста екстерне тражње, мањи извоз Србије, већу понуду на домаћем тржишту и тиме има дезинфлаторне ефекте. Обрнуто, бржи од очекиваног раст зоне евра повећао би извоз и смањило дезинфлаторне притиске; – 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 утиче на већу експанзивност монетарне политике зоне евра, што води нижим каматним стопама на кредите у еврима, а затим, преко раста кредита и расположивог дохотка, и расту тражње и инфлаторним притисцима.	↓
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. Оне расту/падају у случају раста/пада тих цена на светском тржишту, које на тај начин имају 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 депресијацију/ап्रेसијацију домаће валуте и тиме на раст/пад цена.	↕
Темпо опоравка домаће тражње	Погоршање епидемиолошке ситуације могло би да успори почетак опоравка економске активности и тражње, што би имало дезинфлаторне ефекте. Међутим, сачувани производни капацитети, радна места и зараде у највећем делу привреде, 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 инфлаторнији утицај у односу на основни сценарио, ↓ дезинфлаторнији утицај, а ↕ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.		

су ризици пројекције инфлације по основу домаће тражње асиметрични навише.

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 **ризички у погледу остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, симетрични до краја периода пројекције.**

Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретање и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка. У том смислу пратиће се реализација до сада донетих мера, разматрати њихов обим и оптимална усклађеност, како би се пружила потребна подршка опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности.

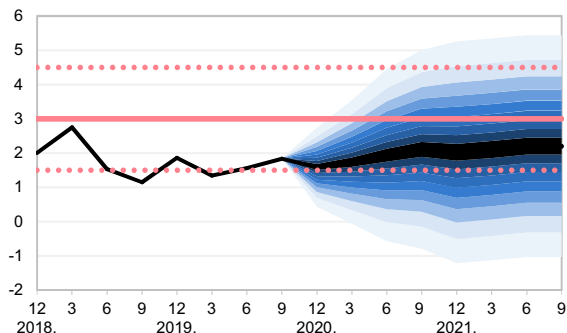
Поређење актуелне с претходном пројекцијом

Под утицајем привремених фактора, нова средњорочна пројекција инфлације у овој години на нешто је вишем нивоу у поређењу с новембарском пројекцијом, али се очекује задржавање инфлације у доњој половини циљаног распона до краја периода пројекције. У средњем року и даље преовлађују дезинфлаторни притисци.

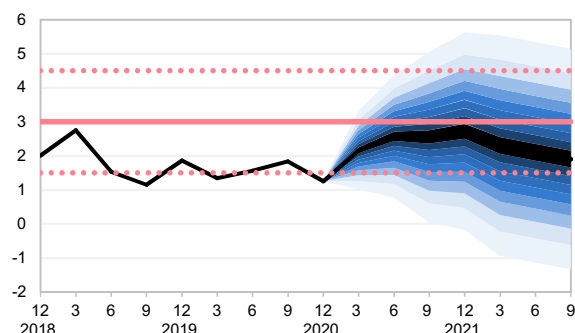
У односу на пројекцију од пре три месеца, нешто виши ниво пројектоване инфлације у наредној години дана последица је, пре свега, **повећања цена електричне енергије и веће светске цене нафте.**

Графикон V.0.22. **Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације**

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Због корекције цена електричне енергије и укључивања накнаде за обновљиве енергетске изворе у обрачун ИПЦ-а, раст **регулисаних цена** у 2021. биће већи него што смо претпостављали у претходној пројекцији. У 2022. години очекујемо исти раст регулисаних цена као и у новембарској пројекцији.

Раст цена нафте на светском тржишту од новембра прошле године главни је разлог што током Т1 ове године очекујемо више **цене нафтних деривата** у односу на претходну пројекцију. За наредни период, према текућем кретању фјучерса, претпоставили смо да светске цене нафте неће знатније порастати у односу на текући ниво, па је пројектовани м.г. раст цена нафтних деривата у 2022. години сличан као у новембарској пројекцији.

На другој страни, мањи допринос укупној инфлацији током 2021. године даће **цене воћа и поврћа**, за које претпостављамо да ће се током Т1 кретати око текућег нивоа, који је нижи од очекиваног приликом израде новембарске пројекције. Због тежње да се ове цене врате на свој неутрални ниво, почетком наредне године очекујемо нешто већи раст него у претходној пројекцији.

Када су у питању цене хране (без воћа и поврћа), као и цене непрехрамбених производа и услуга, очекујемо да ће оне умерено расти, слично као у новембарској пројекцији, у складу с постепеним опоравком тражње.

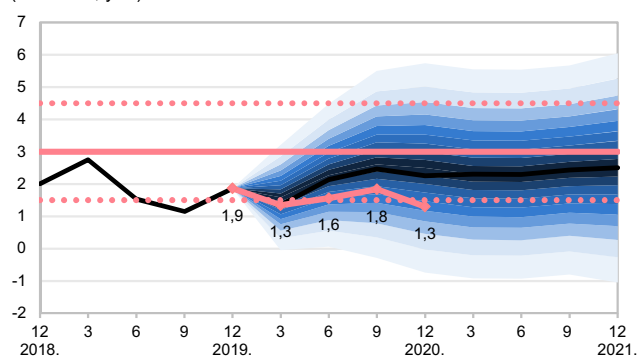
Остварење пројекције инфлације од пре годину дана

Готово целе протекле године м.г. инфлација се кретала испод централне вредности наше пројекције објављене у Извештају о инфлацији – фебруар 2020. године – око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Главни разлог ниже остварене инфлације јесте **избијање пандемије**, чије размере у време израде наше пројекције у фебруару прошле године нисмо могли да предвидимо. Пандемија је довела до драстичног пада глобалне трговине и економске активности, који је на **светском тржишту нафте** резултирао изразитом неравнотежом између прекомерне понуде и драстично смањене тражње. Убрзо је уследио колапс светске цене нафте, која је у априлу била нижа за преко 70% у односу на крај 2019. Иако се светска цена нафте након тога опоравила, она се до краја 2020. налазила знатно испод нивоа из 2019. године, што се прелило на пад цена нафтних деривата

Графикон V.0.23. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2020.

(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

на домаћем тржишту, па је њихов дезинфлаторни утицај био већи него што смо претпостављали пре годину дана.

Драстичан пад светске цене нафте и **ниска агрегатна тражња због уведених здравствених мера** – главни су фактори ниже инфлације у међународном окружењу него што се очекивало у време израде наше фебруарске пројекције. **Ниска инфлација, али и дефлација у П2, била је посебно присутна у зони евра**, вођена пре свега падом цена енергената. Дефлација је посебно била присутна у највећој економији зоне евра и нашем најзначајнијем трговинском партнеру, Немачкој, у великој мери и због смањења ПДВ-а од јула до децембра 2020, као дела стимулативног пакета фискалних мера усмерених на смањење негативних ефеката пандемије.

Пад екстерне тражње није се у потпуности прелио на **домаћу тражњу**, а њен знатнији пад, а тиме и јаче дезинфлаторне притиске, ограничиле су **правремене и снажне монетарне и фискалне мере** подршке привреди и становништву, захваљујући којима су домаћа економија и тржиште рада избегли теже последице глобалне кризе.

Поред тога, и одступање од претпоставке стабилног односа евра према долару током године, тј. јачање евра према долару, допринело је нижем остварењу инфлације у односу на пројекцију од пре годину дана.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1
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	272,9	205,2 ²⁾
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	28,8
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	8,1 ³⁾
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	17,1 ³⁾
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,5	66,4 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	10,7	13,7 ³⁾
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	139,6 ³⁾
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,6	103,4
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	45.967	46.925 ⁴⁾
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	30.722 ³⁾
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	961 ³⁾
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
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	2.449 ³⁾
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
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан./Март/Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ./Дец.	Мај
<i>S&P</i>	BB- /стабилан	BB- /позитиван	BB- /стабилан	BB- /негативан	BB- /стабилан		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан
<i>Fitch</i>	BB- /стабилан			BB- /негативан		BB- /стабилан		BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан			BB+ /стабилан
<i>Moody's</i>									B1 /стабилан			B1 /позитиван	Ba3 /стабилан			Ba3 /позитиван

Методолошка објашњења:

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

¹⁾ Према методологији ЕСА 2010.

²⁾ По оригиналној рочности.

³⁾ Податак за ТЗ.

⁴⁾ Процена НБС.

Напомене:

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

приказани су према претходној методологији.

4. Од 1. јануара 2010. РСЗ региструје извоз и увоз 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. Упоредиве податке РСЗ је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

5. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (465,6 млн евра), искоришћене у децембру 2009. док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (915,6 млн евра, од чега се 411,2 млн евра односи на домаће банке, 504,4 млн евра на домаћа предузећа).

6. Отплата спољног дуга за 2019. не укључује превремену отплату дуга по основу еврообвезница.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
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	-1,1 ⁹⁾
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
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
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
– 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
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
– 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
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
– 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	-4,2
Незапосленост по Анкети (у %)⁶)	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 ¹⁰⁾
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	506,1
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	-8,3
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁸)	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁸)	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,7	57,8	53,6	52,0	56,8
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	103,01
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
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
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
МЕМОРАНДУМ:																
БДП (у млн евра)⁹)	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	45.967	46.925 ¹¹⁾

¹) У сталним ценама претходне године.

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 (ВРМБ)*. Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз 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. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007. 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

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.

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 2020. је просек једанаест месеци.

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

⁹) Флеш процена РЗС-а.

¹⁰) Податак за ТЗ.

¹¹) Процена НБС.

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 у 2020.	11
III.0.2.	Доприноси 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	18
IV.1.1.	Динарска ликвидност	19
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	20
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	20
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	21
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	22
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>	23
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	23
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	24
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	24
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	30
IV.1.12.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	30
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	30
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	31
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	31
IV.2.3.	Брзина оптицаја новца	32
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	33
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	33
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	34
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	34
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	35
IV.2.9.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	35
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	36
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	37
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	38
IV.3.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	38
IV.3.5.	Кретање главних компонената увоза	38
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	39
IV.4.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	39
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	40
IV.4.4.	Показатељи активности сектора услуга	40
IV.5.1.	Просечна номинална нето зарада	46
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	46
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	47
IV.5.4.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	47
IV.5.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	48
IV.6.1.	Водећи <i>PMI</i> индекс глобалне економске активности током 2019. и 2020.	52
IV.6.2.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	52
IV.6.3.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	52
IV.6.4.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	53

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	55
IV.6.9.	Водећи показатељи активности у секторима производње и услуга у Кини	55
IV.6.10.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	56
IV.6.11.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у 2020.	57
IV.6.12.	Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан	57
IV.6.13.	Кретање референтних стопа по земљама	58
IV.6.14.	Инфлација и циљ по земљама у децембру 2020.	59
IV.6.15.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	60
IV.6.16.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	60
IV.6.17.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	61
IV.6.18.	Кретање цена нафте и бакра	61
IV.6.19.	Индекс цена примарних производа	62
IV.6.20.	Индекс светских цена хране	62
V.0.1.	Пројекција раста БДП-а	69
V.0.2.	Пројекције глобалног реалног привредног раста ММФ-а за 2021. и 2022.	70
V.0.3.	Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2021. и 2022.	70
V.0.4.	Показатељ екстерне тражње	71
V.0.5.	Реални раст извоза и увоза	71
V.0.6.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	72
V.0.7.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	72
V.0.8.	Доприноси реалном расту БДП-а	73
V.0.9.	Кретање инвестиција у основне фондове	73
V.0.10.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	74
V.0.11.	Краткорочна пројекција инфлације	78
V.0.12.	Пројекција инфлације	78
V.0.13.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	78
V.0.14.	Пројектовано кретање производног јаза	79
V.0.15.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	80
V.0.16.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	80
V.0.17.	Тржишно имплицирана вероватноћа исхода инфлације	80
V.0.18.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	81
V.0.19.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	81
V.0.20.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	82
V.0.21.	Приливи у глобалне инвестиционе фондове	83
V.0.22.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	85
V.0.23.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2020.	86

Табеле

II.1.	Одговор Народне банке Србије на <i>COVID-19</i>	10
III.0.1.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т4 2020.	12
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	23
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	36
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	37
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	39
IV.5.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	47
IV.6.1.	Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	58
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2021. и 2022. ММФ-а	70
V.0.2.	Процена привредног раста по земљама	71
V.0.3.	Кључни ризици пројекције БДП-а	77
V.0.4.	Најважније претпоставке пројекције	79
V.0.5.	Кључни ризици пројекције инфлације	84

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	88
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	89

Графикони у освртима

О.1.1. Доприноси појединих група производа и услуга укупној мг. инфлацији	13
О.1.2. Доприноси појединих група производа и услуга мг. базној инфлацији	13
О.1.3. Укупна инфлација и показатељи базне инфлације	14
О.1.4. Детерминанте базне инфлације на бази модела	15
О.1.5. Базна инфлација и њена оцена и пројекција на бази модела	15
О.2.1. СДИ, нето прилив	26
О.2.2. СДИ, пасива	26
О.2.3. СДИ обавезе, по инструментима	27
О.2.4. Портфолио инвестиције, нето прилив	28
О.2.5. Примарни доходак, салдо	29
О.2.6. Секундарни доходак, салдо	29
О.3.1. Покретљивост становништва у Србији у зависности од мера државе и кретања епидемије	42
О.3.2. Оцењена реакција покретљивости у возилима на раст индекса стриктности од 10 поена	42
О.3.3. Показатељи покретљивости становништва	43
О.3.4. Веза покретљивости у возилима и домаћег туризма	44
О.3.5. Веза трговине на мало и посета самопослугама и апотекама	44
О.3.6. Веза прерађивачке индустрије и одлазака на радно место	44
О.4.1. Динамика формалне запослености и незапослености у периоду 2015–2020.	49
О.4.2. Главни показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	49
О.4.3. Додатни показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	50
О.4.4. Промена стопе запослености и стопе незапослености у Србији и земљама средње и југоисточне Европе у односу на преткризни ниво (Т4 2019)	51
О.5.1. Пројектовани фискални резултат у земљама ЕУ и Србији у 2020.	63
О.5.2. Пројектовани јавни дуг опште државе у земљама ЕУ и Србији у 2020.	63
О.5.3. Процена повећања јавног дуга опште државе у 2020. у односу на 2019. годину у земљама ЕУ и Србији	64
О.5.4. Укупни и примарни фискални резултат и јавни дуг Србије	64
О.5.5. Доприноси промени јавног дуга Србије	65
О.5.6. Индикатор S0, фискални подиндекс и подиндекс финансијске конкурентности за Србију од 2015. до 2020.	66

Табеле у освртима

О.1.1. Оцењени коефицијенти модела за базну инфлацију	14
О.2.1. Емисије обвезница на међународном тржишту у 2020.	28
О.3.1. Коефицијенти корелације између стопа раста показатеља економске активности и стопа раста показатеља покретљивости	43
О.3.2. Оцењени коефицијенти везе економске активности и покретљивости (β) из панел-модела	44
О.3.3. Оцена везе економске активности и индекса стриктности (β) из панел-модела	45

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

2020. година

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

2021. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
14. јануар	1,00	0
11. фебруар	1,00	0
11. март		
13. април		
13. мај		
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, 10. 12. 2020.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да настави са ублажавањем монетарне политике и референтну каматну стопу снизио је за 25 базних поена, на ниво од 1%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор пружа додатну подршку домаћој економији, имајући у виду размере кризе у свету изазване пандемијом, поновно погоршање епидемиолошке ситуације и успоравање привредног опоравка на глобалном нивоу, посебно у Европи. Ова додатна подршка 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.

Референтна каматна стопа се додатним смањењем налази на нивоу који је за 1,25 процентних поена нижи него пре избијања пандемије. Извршни одбор очекује да ће даље ублажавање монетарне политике, уз претходне снажне мере Народне банке Србије и Владе, као и најављене додатне мере фискалне политике, наставити повољно да делује на услове финансирања привреде и грађана и раст њиховог расположивог дохотка.

Истовремено, Народна банка Србије је одлучила да сузи коридор својих основних каматних стопа, са $\pm 1,0$ процентних поена, на $\pm 0,9$ процентних поена у односу на референтну каматну стопу. Тиме је каматна стопа на депозитне олакшице смањена за 15 базних поена, на 0,1%, а стопа на кредитне олакшице за 35 базних поена, на 1,9%.

Адекватна подршка Народне банке Србије и Владе привреди Србије у великој мери је допринела мањем паду економске активности у другом тромесечју од иницијално очекиваног, као и бољим резултатима економског опоравка након тога. Имајући то у виду, Народна банка Србије очекује повољнију стопу раста бруто домаћег производа ове године у односу на очекивања на почетку пандемије, $-1,0\%$ уместо $-1,5\%$, иако је епидемиолошка ситуација и у свету и код нас погоршана од октобра. Бољем резултату посебно доприноси опоравак инвестиција, који је бржи од очекиваног, пре свега услед очувања производних капацитета и запослености у условима пандемије, убрзања реализације инфраструктурних пројеката, као и обезбеђених повољнијих услова финансирања. Подаци с тржишта рада о расту стопе запослености и задржаној једноцифреној стопи незапослености потврђују значај пакета економских мера, захваљујући којем су настављена повољна кретања, упркос изазовима пандемије. Очекујемо да задржане позитивне средњорочне перспективе наше земље и мере Владе и Народне банке Србије допринесу опоравку домаће тражње, што ће, уз даљу нормализацију екстерне тражње, утицати на више него потпун опоравак наше привреде у следећој години, уз стопу раста бруто домаћег производа од око 6%.

Извршни одбор наглашава да је инфлација у Србији остала чврсто под контролом, као што је то била и у протеклих седам година. Важан фактор ниске и стабилне инфлације била је и остала обезбеђена релативна стабилност девизног курса, као и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, што потврђује кредибилитет монетарне политике. Инфлација у октобру остала је на нивоу из септембра од 1,8% међугодишње, што је у складу са очекивањима Народне банке Србије. И поред наставка раста зарада и запослености у већини делатности, притисци на страни тражње и даље су релативно ниски, о чему сведочи кретање базне инфлације на ниском и стабилном нивоу. Према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће се и у наредном периоду кретати у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља, а са очекиваним даљим опоравком тражње, током 2022. године почеће постепено да се приближава централној вредности циља од 3%.

Иако је опоравак глобалне економске активности од маја био бржи него што се очекивало, забрињава убрзано ширење вируса од октобра, пре свега у Европи, што би у кратком року могло да успори опоравак нашег најважнијег трговинског и финансијског партнера, зоне евра, а тиме и екстерну тражњу за нашим извозом. Управо таква данашња одлука Извршног одбора Народне банке Србије има за циљ да ублажи евентуално преливање негативног економског утицаја поменутих кретања из зоне евра. Ипак, охрабрују позитивне вести о вакцини, али се још са сигурношћу не зна када ће вакцина бити доступна и којом брзином ће бити дистрибуирана. Због релативно спорог опоравка светске привреде не очекују се знатнији инфлаторни притисци по основу инфлације у међународном окружењу, али је потребан опрез због могуће повећане волатилности цена

примарних производа и цена хране у условима неизвесности око тока пандемије. Међутим, Извршни одбор истиче значајну отпорност наше економије на шокове из међународног окружења, као резултат одговорног вођења економске политике у претходним годинама и адекватног одговора на актуелну светску кризу. Томе у прилог говори и податак да је на међународном финансијском тржишту Србија постигла најнижу цену финансирања у еврима до сада, која на рок од десет година износи 1,066%.

Извршни одбор је констатовао да ће и у наредном периоду, посебно током предстојеће зиме, бити присутни изазови у погледу тока пандемије и утицаја на глобална и домаћа економска кретања. Због тога ће у фокусу носилаца економске политике бити обезбеђење подршке даљем опоравку наше привреде, очување производних капацитета, запослености и даљи раст извозног сектора, као и подстицање домаћих инвестиција и прилива страних директних инвестиција. 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. Континуирано ћемо процењивати све до сада донете мере како би се пружила подршка даљем опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности. Народна банка Србије ће наставити да банкама ставља на располагање јефтину динарску ликвидност путем додатних своп аукција куповине девиза и аукција репо куповине хартија од вредности. На тај начин ће се подстаћи и даљи раст кредитне, а тиме и економске активности.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио Меморандум о циљаним стопама инфлације до 2023. године, којим се циљана стопа инфлације задржава на нивоу од $3,0 \pm 1,5\%$ до краја 2023. године.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 14. јануара 2021. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 14. 1. 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 имао у виду пре свега остварене ефекте претходних снажних мера монетарне и фискалне политике, као и очекивана макроекономска кретања за наредни период, односно да ће правремено предузете економске мере наставити повољно да делују на услове финансирања привреде и грађана и раст њиховог расположивог дохотка.

Адекватна подршка Народне банке Србије и Владе привреди Србије у великој мери је допринела повољнијем резултату економске активности у претходној години него што се то очекивало на почетку пандемије, уз стопу реалног раста бруто домаћег производа, која је, према оцени Републичког завода за статистику, износила $-1,1\%$. Извршни одбор очекује да ће задржане повољне средњорочне перспективе наше земље и мере Владе и Народне банке Србије допринети даљем опоравку домаће тражње. То ће, уз нормализацију екстерне тражње, утицати на више него потпун опоравак наше привреде у овој години и њен даљи снажан раст у наредном периоду. Основу за оптимизам представљају очувани производни капацитети и запосленост у условима пандемије, убрзање реализације инфраструктурних пројеката, прилив страних директних инвестиција, који је остао релативно висок и пројектно распрострањен, обезбеђени повољни услови финансирања, као и очекивано побољшање епидемиолошке ситуације захваљујући започетој вакцинацији. Подаци с тржишта рада о расту стопе запослености и задржаној једноцифреној стопи незапослености потврђују значај пакета економских мера, захваљујући којем су настављена повољна кретања, упркос изазовима пандемије.

Извршни одбор истиче да је почела осма година како је инфлација у Србији чврсто под контролом, на ниском и стабилном нивоу. Инфлација се током 2020. кретала у складу с пројекцијама Народне банке Србије и у просеку је износила 1,6%, док је у децембру износила 1,3% међугодишње. 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 потврђује кредибилитет монетарне политике. Притисци на страни тражње и даље су релативно ниски, и поред наставка раста зарада и запослености у већини делатности, о чему сведочи и кретање базне инфлације. Према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће се и у наредном периоду кретати у доњој половини циљаног распона, а са очекиваним даљим опоравком тражње, током 2022. године почеће постепено да се приближава централној вредности циља од 3%.

Иако је убрзано ширење вируса од октобра прошле године, пре свега у Европи, претило да успори започети економски опоравак, до сада расположиви подаци за четврто тромесечје указују на задовољавајућу отпорност економске активности на глобалном нивоу, укључујући и зону евра, која је наш најважнији трговински и

финансијски партнер. У наредном периоду очекује се постепено смиривање пандемије захваљујући започетој вакцинацији становништва, што ће, уз донете стимулативне мере Европске централне банке, као и фискалне подстицаје великог броја земаља, допринети опоравку зоне евра, а тиме и наше екстерне тражње. Опредно вођење монетарне политике налаже и даље присутна неизвесност на међународном финансијском тржишту, као и кретања на међународном робном тржишту, првенствено тржишту нафте, чија је цена у порасту услед појачаних очекивања да је светска привреда на путањи постепеног опоравка. Ипак, Извршни одбор истиче отпорност наше привреде на шокове из међународног окружења, као резултат одговорног вођења економске политике у претходним годинама и адекватног одговора на актуелну светску кризу.

Извршни одбор је констатовао да ће и у наредном периоду, а посебно током ове зиме, бити присутни изазови у погледу тока пандемије и утицаја на глобална и домаћа економска кретања. Због тога ће у фокусу носилаца економске политике бити обезбеђење подршке даљем опоравку наше привреде, очување производних капацитета и запослености, даљи раст извозног сектора, као и подстицање домаћих инвестиција и прилива страних директних инвестиција. 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. Континуирано ћемо процењивати све до сада донете мере како би се пружила подршка даљем опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. фебруара 2021. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 2. 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 и даље подстицајно делују претходно донете мере монетарне и фискалне политике, као и то да је најављен додатни 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.

Снажна подршка Народне банке Србије и Владе нашим предузећима и грађанима обезбедиће достизање преткризног нивоа економске активности у другом тромесечју ове године. Индустриска производња, промет у трговини на мало и извоз већ су достигли преткризни ниво, а с даљим напретком у процесу вакцинације, који је по досадашњем успеху Србију сврстао међу најбоље земље на свету, очекујемо да ће се активност и у осталим услужним секторима потпуно опоравити. Опоравку домаће тражње допринеће настављена реализација инфраструктурних пројеката, повољни услови финансирања постигнути претходним ублажавањем монетарне политике, као и очувано тржиште рада и у условима пандемије. На отпорност тржишта рада и значај пакета економских мера указују раст запослености и задржавање једноцифрене стопе незапослености током пандемије. Према оцени Извршног одбора, реализација најављеног пакета фискалних мера пружиће додатни подстицај домаћој тражњи и убрзаће економски опоравак. Поред тога, Извршни одбор наглашава да је прилив капитала у Србију по основу страних директних инвестиција од 3,0 милијарди евра у 2020. био највиши у региону и претежно усмерен у разменљиве секторе, што, уз очекиван опоравак екстерне тражње, треба да допринесе двоцифреном расту извоза ове године.

Извршни одбор је истакао да је почела осма година како је инфлација у Србији чврсто под контролом, на ниском и стабилном нивоу. Према пројекцији Народне банке Србије, међугодишња инфлација ће се кретати у доњој половини циљаног распона до краја периода пројекције, при чему ће њен очекивани благи раст у кратком року у највећој мери бити резултат поскупљења електричне енергије и нафтних деривата по основу више светске цене нафте. 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.

Неизвесност и даље потиче из међународног окружења и у највећој мери се односи на ефикасност у управљању пандемијом, производњу и дистрибуцију вакцина на глобалном нивоу, што ће одредити брзину опоравка светске привреде и кретања на међународном финансијском и робном тржишту. Обимне монетарне и фискалне мере водећих економија света и започета масовна вакцинација ублажиле су неизвесност на међународном финансијском тржишту. Ипак, опрезно вођење монетарне политике потребно је због раста светске цене нафте од новембра прошле године, као и других примарних производа, услед раста очекивања да је светска привреда на путањи опоравка.

Извршни одбор истиче да ће у фокусу носилаца економске политике и даље бити обезбеђење подршке што бржем опоравку наше привреде, очувању производних капацитета, запослености и 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. Континуирано ће процењивати све до сада донете мере како би се пружила подршка даљем опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији, који ће бити објављен 18. фебруара. Поред нове 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 11. марта 2021. године.

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