



Народна банка Србије

2020  
август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2020  
август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**Београд, Краља Петра 12**

**Тел. 011/3027-100**

**Београд, Немањина 17**

**Тел. 011/333-8000**

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

**Тираж: 80 примерака**

**ISSN 1820-9408**

## Уводна напомена

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

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

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

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

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. августа 2020. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

**БДП** – бруто домаћи производ  
**б.п.** – базни поен  
**д.с.** – десна скала  
**дсз.** – десезонирано  
**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  
**НРЛ** – проблематични кредити  
**ОРЕС** – Организација земаља извозница нафте  
**П** – полугодиште  
**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 31. јула.

# Садржај

<b>I. Резиме</b>	1
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији</b>	7
<i>Осврт 1: Поређење макроекономске позиције Србије уочи претходне светске економске кризе и кризе изазване пандемијом вируса корона</i>	10
<b>III. Кретање инфлације</b>	15
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	19
1. Кретања на финансијском тржишту	19
2. Новац и кредити	26
<i>Осврт 2: Микропредузећа, мала и средња предузећа – реализација кредита из гарантне шеме и услови финансирања</i>	31
3. Агрегатна тражња	34
4. Економска активност	37
<i>Осврт 3: Очекивана и остварена макроекономска кретања у Т2</i>	40
5. Кретања на тржишту рада	45
6. Међународно окружење	47
<i>Осврт 4: Утицај пандемије на инфлацију</i>	60
<b>V. Пројекција</b>	65
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	85
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	86
Списак графикана и табела	87
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	90
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	91





## I. Резиме

По избијању пандемије вируса корона и увођењу мера за здравствену заштиту становништва, светска економија суочила се с кризом без преседана. У највећем броју земаља ефекти кризе су се највише осетили у марту и априлу, да би се, с побољшањем епидемиолошке ситуације и постепеним попуштањем здравствених мера, од маја појавили сигнали **економског опоравка, подржаног и експанзивним мерама фискалне и монетарне политике великог броја земаља**. Наставак опоравка очекује се и у наредном периоду, али ће ниво економске активности и даље бити далеко испод прошлогодишњег. Према актуелним проценама водећих међународних организација, изгледи глобалног привредног раста додатно су погоршани у односу на претходни извештај, уз наглашавање да су ризици пројекције и даље изражени и асиметрични наниже, с обзиром на наставак ширења вируса у многим земљама света. Када је реч о зони евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, опоравак је започет у мају и, према водећим показатељима економске активности, настављен је и у јуну и јулу, али су изгледи раста такође кориговани наниже због оцене да су ефекти пандемије већи од раније процењених.

**Волатилност на светском финансијском тржишту** у периоду од претходног извештаја смањена је захваљујући монетарним и фискалним подстицајима водећих светских економија, а на већу спремност инвеститора за улагања утицали су и попуштање мера физичког дистанцирања и назнаке економског опоравка. То је резултирало и **смањењем премије ризика земаља у успону**, укључујући и Србију. С друге стране, **повећана је волатилност светских цена примарних производа**, пре свега нафте. Цена нафте има узлазни тренд од маја, али је и даље знатно нижа него крајем претходне године, што се у протеклим месецима одразило и на успоравање глобалне инфлације. У појединим земљама цене хране расту и јачају трошковни притисци у условима смањене економске активности, али и даље преовладавају очекивања да ће инфлаторни притисци глобално остати ниски због ниже агрегатне тражње.

Како размере кризе у свету захтевају додатну подршку домаћој економији да би се негативни ефекти те кризе свели на најмању могућу меру и обезбедио што бржи

*С постепеним попуштањем здравствених мера, од маја су се појавили сигнали економског опоравка на глобалном нивоу, подржаног и експанзивним мерама фискалне и монетарне политике великог броја земаља, али су због поновног ширења вируса, према оценама релевантних међународних институција, изгледи опоравка за наредни период кориговани наниже.*

*У периоду од претходног извештаја, смањена је волатилност на међународном финансијском тржишту, што је резултирало већом спремношћу инвеститора за улагања и падом премије ризика земаља у успону. И поред присутног тренда раста цена нафте, и даље преовладавају очекивања да ће инфлаторни притисци глобално остати ниски због смањене агрегатне тражње.*

*Народна банка Србије наставила је да ублажава монетарну политику с циљем да се негативни ефекти вируса корона на економску активност и*

*запосленост сведу на најмању могућу меру и обезбеди што бржи опоравак наше привреде.*

опоравак наше привреде, Извршни одбор Народне банке Србије наставио је са **ублажавањем монетарне политике, уз истовремено очување ценовне и финансијске стабилности**. У јуну је референтна каматна стопа смањена за додатних 25 базних поена, на 1,25%, чиме је она, заједно с претходним смањењима у марту и априлу, нижа за укупно 100 базних поена у односу на њен ниво пре избијања пандемије. Поред смањења референтне каматне стопе, Народна банка Србије је, ради подршке реалном сектору, обезбедила значајан износ ликвидности – путем директних репо операција и билатералне куповине динарских државних хартија од вредности од банака, као и своп аукција девиза. Повољнијим условима динарског финансирања привреде требало би да допринесе и одлука Народне банке Србије донета на ванредној седници у јулу да се банкама које клијентима одобравају динарске кредите из гарантне шеме по нижим каматним стопама од максималне (једномесечни *BELIBOR* + 2,5 процентних поена), и то за најмање 50 базних поена, плаћа виша стопа ремунарације за 50 базних поена на износ издвојене обавезне резерве у динарима који одговара износу одобрених кредита по нижим стопама.

*Услови кредитирања су били повољни током другог тромесечја, што је допринело наставку раста кредитне активности.*

Наставак ублажавања монетарне политике определио је даљи пад каматних стопа на **међубанкарском тржишту новца и динарских кредита**, чиме је подстакнут **наставак раста кредитне активности**. Убрзању раста кредитне активности, на 13,9% међугодишње у јуну, допринели су и кредити из гарантне шеме намењени микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима, као и омогућавање мораторијума на отплату кредитних обавеза, који је у међувремену продужен за још два месеца. И даље већи допринос расту кредитне активности дају кредити привреди, чије је стање у јуну за 15,9% веће него пре годину дана. Том расту и даље у већој мери доприносе инвестициони кредити, и поред тога што последњих месеци већи раст бележе кредити за ликвидност и обртна средства. До краја јуна у оквиру гарантне шеме одобрено је преко 630 милиона евра кредита, од чега је преко половине било у динарима, што је допринело расту степена динаризације пласмана на 34,6%, на највиши ниво до сада. Уз Владине мере подршке приватном сектору у борби с пандемијом, раст кредитне активности и омогућавање мораторијума (застоја на отплату кредитних обавеза) резултирали су знатним растом средстава привреде и становништва код банака, не доводећи до јачања инфлаторних притисака.

*Планирано једнократно повећање дефицита и јавног дуга у овој години ради обезбеђења*

Првобитни програм мера који је Влада донела крајем марта у износу од око 11% бруто домаћег производа

(по основу ког би дефицит на консолидованом нивоу ове године био повећан на око 7% бруто домаћег производа) додатно је проширен у јулу, за још око 1,2 процентна поена бруто домаћег производа, и намењен је сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа и предузетника. Највећи део планираних мера помоћи, а које се директно одражавају на буџет Републике Србије, већ је спроведен, што је резултирало фискалним дефицитом на консолидованом нивоу од око 311 милијарди динара у шест месеци (од чега се близу 4/5 односи на друго тромесечје). Посматрано у односу на исти период 2019, јавни приходи у шест месеци нижи су за 7,5% реално, као последица смањене економске активности у другом тромесечју и донетих антикризних мера. Највећи ефекат на ниже приходе имало је одложено плаћање аконтације пореза на добит у другом тромесечју, а затим нижи непорески приходи, док су друге категорије оствариле стагнацију или незнатан раст. Јавни расходи су за 23,2% већи у односу на исти период 2019, највише због једнократне исплате помоћи пунолетним лицима, као и исплате минималних зарада привредницима. Раст у односу на исти период претходне године бележе и капитални расходи, што указује на то да радови на инфраструктурним пројектима нису прекидани ни током пандемије. Средства за финансирање дефицита и отплату редовних обавеза обезбеђена су успешном емисијом еврообвезнице на међународном финансијском тржишту у износу од 2 милијарде евра, као и емисијама динарских хартија од вредности на домаћем тржишту, што је утицало на повећање јавног дуга на 57,3% бруто домаћег производа у јуну, при чему се очекује да то учешће на крају године износи око 60%. Према нашој оцени, наведено једнократно повећање дефицита и јавног дуга не доводи у питање одрживост јавних финансија Србије, а доприноси мањем паду и убрзаном економском опоравку, који ће у наредном периоду генерисати и веће приходе државе.

У условима ниже екстерне тражње, затварања економија и примене мера за здравствену заштиту, **спољнотрговинска размена Србије** очекивано је смањена током другог тромесечја, уз бржи пад увоза робе и услуга (20,9% међугодишње) од извоза (20,3% међугодишње). Уз нижи дефицит примарног дохотка, то је допринело смањењу дефицита текућег рачуна, посматрано од почетка године за 11,0% међугодишње, на 1,3 милијарде евра. Дефицит текућег рачуна више је него у пуној мери био покривен нето приливом страних директних инвестиција, који је у шест месеци ове године износио близу 1,5 милијарди евра. По основу портфолио инвестиција забележен је исто

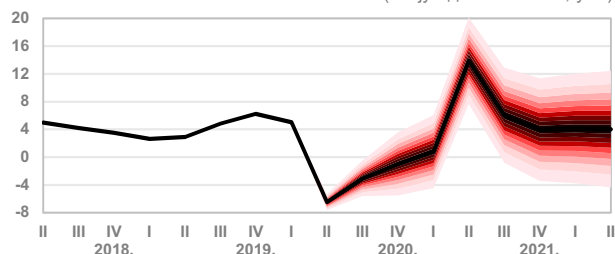
*адекватне подршке привреди и грађанима у борби с пандемијом не доводи у питање одрживост јавних финансија Србије.*

*У складу с нашим очекивањима, као последица кризе изазване вирусом корона, у другом тромесечју редукован је дефицит текућег рачуна платног биланса.*

*Највећи негативни ефекти пандемије код нас осетили су се у априлу, а од маја је уследио опоравак, подстакнут предузетим мерама монетарне и фискалне политике, који је у већини производних и услужних делатности био бржи од наших очекивања.*

*Пројекцију привредног раста српске привреде за 2020. годину задржали смо на  $-1,5\%$ . Имајући у виду да је одговор носилаца економске политике у Србији био правовремен и адекватан, као и задржану повољну средњорочну перспективу наше земље, у наредној години очекујемо више него потпуни опоравак од кризе, уз стопу привредног раста од око  $6\%$ .*

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



толики нето прилив, који је пре свега резултат емисије еврообвезнице на међународном финансијском тржишту. Према нашој процени, на нивоу године пад екстерне тражње и ограничења на страни понуде условиће пад извоза, али ће услед смањене домаће тражње увоз више пасти. То ће, уз повољне односе размене по основу ниже цене нафте, допринети смањењу дефицита текућег рачуна на око  $5\%$  бруто домаћег производа ове године. У средњем року, по основу повећаних извозних капацитета и очекиваног глобалног економског опоравка треба очекивати благо смањење учешћа текућег дефицита у бруто домаћем производу, при чему ће темпо тог смањења зависити од динамике инвестиционог циклуса у наредном периоду.

Пад екстерне тражње и предузете мере за заштиту здравља становништва одразили су се на смањену **економску активност** током другог тромесечја, али кретања расположивих показатеља указују на то да су негативни ефекти пандемије били мањи него што смо проценили у мају, чему су допринеле правовремене и опсежне мере монетарне и фискалне политике. Бржи опоравак него што смо очекивали у мају, посматрано с производне стране, бележи се у већини производних и услужних делатности. Према процени Републичког завода за статистику, економска активност у другом тромесечју смањена је за око  $6,5\%$  у односу на исти период претходне године, односно за  $10\%$  десезонирано у односу на претходно тромесечје, наспрам  $-8\%$  међугодишње и  $-10,9\%$  десезонирано, што су била наша претходна очекивања. Посматрано с расходне стране, мањи негативан допринос од процењеног потекао је од приватне потрошње.

У наставку године требало би да уследи **даљи економски опоравак**, потпомогнут донетим и најављеним мерама Владе и Народне банке Србије и постепеним опоравком екстерне тражње, на који упућују водећи показатељи економске активности у зони евра и који указују на то да се она у јулу нашла у фази експанзије. Упркос бољој пољопривредној сезони, донетим додатним економским мерама и чињеници да су негативни ефекти пандемије на домаћу економску активност у другом тромесечју били мањи од процењених, задржали смо пројекцију из маја да ће бруто домаћи производ ове године реално бити нижи за  $1,5\%$ , имајући у виду да се због поновног ширења вируса, према оценама релевантних међународних институција, у наставку године очекује спорији глобални опоравак него пре три месеца. Према нашој новој пројекцији, негативан допринос, посматрано с производне стране, потицаће од

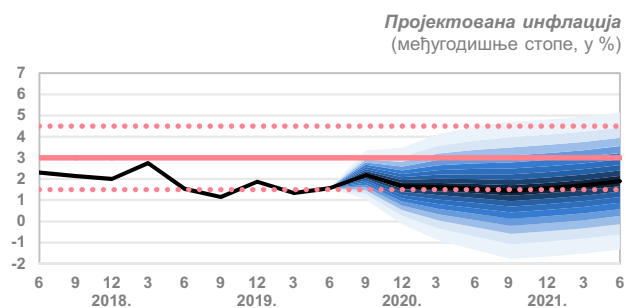
услужних и производних сектора, изузев пољопривреде. Посматрано с расходне стране, домаћа тражња ће се смањити, док ће позитивно допринети нето извоз услед очекиваног већег пада увоза од извоза. Наредне године уследиће убрзан опоравак економске активности и раст од око 6%, вођен домаћом тражњом и извозом, чему доприноси правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и задржана повољна средњорочна перспектива наше земље, што ће обезбедити повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње. Ризици пројекције бруто домаћег производа у највећој мери потичу од неизвесности у погледу трајања пандемије на светском нивоу и брзине глобалног економског опоравка, који ће одредити и кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Ризици пројекције за ову годину који потичу из међународног окружења асиметрични су наниже, пре свега у погледу брзине опоравка зоне евра, док су ризици који потичу из домаћег окружења асиметрични навише због могућег бржег опоравка домаће тражње од очекиваног.

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, **међугодишња инфлација** се током априла и маја кретала испод доње границе циља, а у **јуну се вратила у границе циља и износила 1,6%**. На првобитно успоравање инфлације утицао је пре свега ефекат више базе из истог периода претходне године код цена поврћа, који је у априлу био максималан, да би у јуну у потпуности ишчезао. Негативан допринос инфлацији потицао је и од знатног појевљења нафтних деривата, које је присутно од фебруара као последица пада светске цене нафте у условима лошијих изгледа за глобални привредни раст због пандемије. С друге стране, нешто већи допринос у јуну него у марту дале су цене воћа, док је допринос услуга, прерађене хране и непрехрамбених индустријских производа био готово непромењен. Претходно наведено указује на то да је и у условима промењене структуре тражње изазване пандемијом обезбеђена пуна снабдевеност тржишта робом, тако да нису ојачали инфлаторни притисци. То потврђује и **базна инфлација**, која је током другог тромесечја остала стабилна и **у јуну је износила 1,4% међугодишње**.

Према августовској централној пројекцији, **међугодишња инфлација** ће се и у остатку ове, као и у наредној години, кретати у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља. Таквом кретању инфлације допринеће релативно ниска агрегатна тражња, инфлација у међународном окружењу и

*Међугодишња инфлација се од почетка године креће у складу са очекивањима Народне банке Србије, а њену динамику током другог тромесечја одредили су базни ефекат код цена поврћа, као и цене нафтних деривата.*

*У поређењу с мајском, нова пројекција инфлације је на вишем нивоу у кратком року, пре свега због виших цена воћа и поврћа од очекиваних у мају, а у средњем року на нижем нивоу услед дезинфлаторнијег деловања тражње, пре свега из међународног окружења.*



светске цене примарних пољопривредних производа, док ће ефекти пада светске цене нафте постепено ишчезнути. Постепено кретање инфлације ка централној вредности циља очекује се у 2022. години услед очекиваног опоравка тражње, којем доприносе донете експанзивне мере монетарне и фискалне политике. Ипак, очекујемо да се у хоризонту пројекције, тј. у наредне две године, инфлација задржи испод централне вредности циља од 3%. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на брзину глобалног привредног раста и трговине, токове капитала према земљама у успону и цене нафте и других примарних производа. 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. У складу с тим, **одлуке монетарне политике** у наредном периоду, поред процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике, зависиће и од очекиваног кретања кључних фактора из домаћег и међународног окружења и њиховог утицаја на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка. Извршни одбор истиче да је Народна банка Србије спремна да реагује у складу са евентуалним додатним ефектима пандемије у домаћем и међународном окружењу.

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

*Процењујући да размере кризе у свету изазване вирусом корона захтевају додатну подршку монетарне политике опоравку привреде, Извршни одбор Народне банке Србије смањio је референтну каматну стопу у јуну за 25 б.п., на 1,25%, што је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Додатна подршка монетарне политике привреди и становништву, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности, била је могућа због тога што је Србија ову кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској позицији него претходне кризе.*

*У јулу и августу Извршни одбор није мењао висину референтне стопе, имајући у виду пре свега да, у амбијенту високе ликвидности банака, претходна смањења настављају да делују на кретања у финансијском и реалном сектору и доприносе очувању повољних услова финансирања привреде и грађана и расту њиховог расположивог дохотка. Такође, Извршни одбор је узео у обзир и очекиване ефекте обимног пакета фискалних мера, којим је обезбеђена подршка приватном сектору како би се подстакло што бржи опоравак наше привреде од ефеката пандемије. Извршни одбор је у јулу предузео активности којима се обезбеђују још повољнији услови кредитирања привреде у оквиру гарантне шеме Владе Републике Србије.*

*Извршни одбор је истакао да је Народна банка Србије, у координацији с Владом, спремна да реагује у складу са евентуалним додатним ефектима пандемије у домаћем и међународном окружењу.*

**У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, референтна каматна стопа додатно је смањена у јуну, за 25 б.п., на 1,25%, што је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације.** Заједно с претходним смањењима у марту и априлу, референтна каматна стопа смањена је за укупно 100 б.п. од почетка кризе, с циљем да се негативни ефекти вируса корона на економску активност и запосленост сведу на најмању могућу меру и обезбеди што бржи опоравак наше привреде. Поред смањења референтне каматне стопе, Народна банка Србије је, ради подршке банкарском и реалном сектору, обезбедила знатан износ динарске и девизне ликвидности – путем директних репо операција, своп аукција и билатералне куповине динарских државних обвезница од банака.

Доносећи одлуку о смањењу референтне каматне стопе у јуну, Извршни одбор је имао у виду да размере кризе у свету изазване пандемијом захтевају додатну подршку монетарне политике домаћој економији како би се ублажили њени негативни ефекти и подстакло привредни раст у наредном периоду. Извршни одбор је имао у виду претходно донете мере знатног

ублажавања монетарне политике и фискалне подстицаје, али и то што је, захваљујући одговорном вођењу економске политике, **Србија ову кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској позицији него раније кризе** – са стопом привредног раста од 4,3% у просеку у претходне две године, ниском и стабилном инфлацијом седму годину заредом, елиминисаном фискалном неравнотежом и знатно смањеном екстерном неравнотежом, као и девизним резервама земље на највишем нивоу од када се прате. То је отворило простор да се додатно повећа експанзивност монетарне политике и пружи подршка привредном опоравку земље.

Извршни одбор је посебно истакао да ће додатним смањењем референтне каматне стопе, заједно с претходно донетим мерама монетарне и фискалне политике, ефекти пандемије на привреду Србије бити знатно ублажени. Готово је извесно да су се највећи ефекти кризе, као и у већини других европских земаља, у Србији осетили у априлу, али и да ће у наредним месецима уследити опоравак, подстакнут предузетим мерама монетарне и фискалне политике, који ће водити расту БДП-а у 2021. години од најмање

6%. Монетарна политика и јавне финансије Србије имају капацитет да се изборе са актуелном кризом без угрожавања постигнуте ниске и стабилне инфлације, као и других показатеља макроекономске стабилности.

Извршни одбор је одлуку о додатном смањењу референтне каматне стопе донео у условима обезбеђене ниске и стабилне инфлације. Као што је и очекивано, успоравање инфлације је настављено, највише под утицајем ефекта високе базе код цена поврћа из прошле године и нижих текућих цена нафтних деривата услед знатног пада светске цене нафте. Извршни одбор је истакао да би инфлација у остатку године требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља ( $3 \pm 1,5\%$ ) у условима ниже агрегатне тражње, као и нижих увозних цена. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у средњем року, чему би требало да допринесе опоравак тражње, подстакнут мерама монетарне и фискалне политике.

Одлука о смањењу референтне каматне стопе била је одређена и тиме што је све извесније било да ће отварање светске економије бити постепено, а тиме и њен опоравак, због чега су смањене пројекције привредног раста за многе развијене земље, као и за земље у успону. За нас је посебно важан опоравак зоне евра, који би између осталог требало да буде подстакнут донетим мерама ЕЦБ-а којима се повећава ликвидност и подржавају повољни услови финансирања. Координисане акције монетарне и фискалне политике и додатни пакети помоћи у многим земљама света требало би да допринесу повољнијим условима финансирања и подстицању опоравка привреде у наредном периоду. Доносећи одлуку о додатном ублажавању монетарне политике, Извршни одбор је имао у виду и да се због лошијих изгледа за глобални привредни раст очекује да ће цене примарних производа на светском тржишту, пре свега цене нафте, остати на релативно ниском нивоу и у наредном периоду.

**На седници у јулу и августу, Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе, имајући у виду пре свега да ће претходна смањења референтне каматне стопе наставити да и у наредном периоду, у амбијенту високе ликвидности банака, делују на кретања у финансијском и реалном сектору и допринесе очувању повољних услова финансирања привреде и грађана и расту њиховог расположивог дохотка. Такође, томе треба додати и очекиване ефекте обимног пакета фискалних мера (у укупном**

износу од преко 12% БДП-а), којим је обезбеђена подршка приватном сектору како би се подстакло што бржи опоравак наше привреде од ефеката пандемије.

Кретања у међународном окружењу и даље је карактерисала неизвесност, иако је након почетне фазе пандемије уследило постепено ублажавање здравствених мера и започет постепени опоравак економске активности. Неизвесност се пре свега односила на ток пандемије на глобалном нивоу и брзину опоравка светске привреде у наредном периоду, а додатно су је повећавале и економске тензије између САД и Кине. За Србију је посебно важан започет опоравак зоне евра, који би требало да буде подстакнут предузетим мерама ЕЦБ-а у правцу повећања ликвидности и пружања подршке повољним условима финансирања. Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Извршни одбор је имао у виду и неизвесност на робном тржишту, нарочито у погледу кретања светских цена примарних производа, посебно цене нафте, која је и даље на нижем нивоу него прошле године, али се од маја бележи тренд њеног раста.

У ситуацији глобалне неизвесности изазване пандемијом вируса корона, Народна банка Србије је успоставила **превентивну репо линију са ЕЦБ-ом**, путем које би се, у случају потребе, домаћем финансијском систему могла обезбедити додатна ликвидност у еврима. Истакнуто је да ни динарска ни девизна ликвидност домаћег банкарског сектора нису угрожене и да висок ниво девизних резерви земље представља више него довољан потенцијал за одговор на евентуалне поремећаје девизне ликвидности. Превентивна репо линија са ЕЦБ-ом представља још један вид сигурности ако би се јавила потреба да се српским финансијским институцијама обезбеди додатна ликвидност у еврима. Тиме је Народна банка Србије показала да предузима све што је могуће како би се пружила подршка домаћој економији и сачувала макроекономска стабилност у условима високе глобалне неизвесности због пандемије.

**На ванредној седници у јулу** Извршни одбор донео је одлуку да се банкама које клијентима одобравају динарске кредите из гарантне шеме по нижим каматним стопама од максималне (која износи једномесечни *BELIBOR* + 2,5 п.п.), и то за најмање 50 б.п., плаћа виша стопа ремунације на износ издвојене обавезне резерве у динарима за 50 б.п., и то на износ одобрених кредита под повољнијим условима. То би требало да допринесе повољнијим условима динарског кредитирања привреде, а тиме и



расту степена динаризиције и додатном јачању финансијске стабилности.

Извршни одбор је истакао да је Народна банка Србије спремна да реагује у складу са евентуалним додатним ефектима пандемије у домаћем и међународном окружењу. Као и до сада, пуна координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена,

што ће умањити евентуалне даље негативне утицаје из међународног окружења и последице ширења вируса корона на домаћу привреду. У координацији с Владом, Народна банка Србије је применила и примениће све неопходне мере како би се очувала постигнута ценовна и финансијска стабилност и олакшала позиција грађана и привреде у овим екстремним околностима.

### Осврт 1: Поређење макроекономске позиције Србије уочи претходне светске економске кризе и кризе изазване пандемијом вируса корона

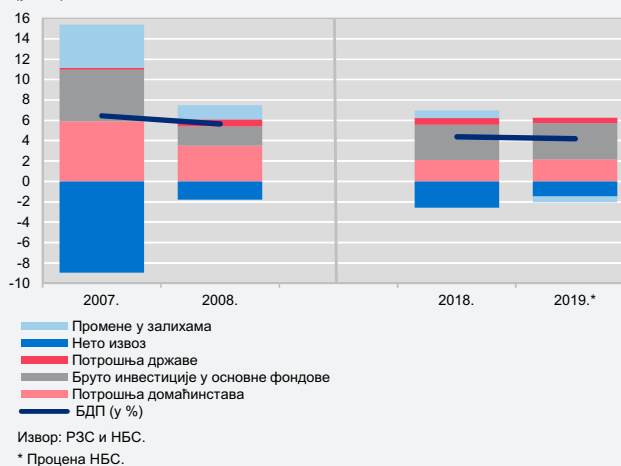
Након светске економске и финансијске кризе 2008–2009, светску економију је почетком 2020. године захватила криза изазвана пандемијом вируса корона. За разлику од кризе из 2008, која се појавила у финансијском сектору и потом пренела на реалну економију, новонастала криза је најпре погодила реални сектор по увођењу мера здравствене заштите и физичке дистанце, а онда се проширила и на финансијски сектор услед знатног пораста аверзије инвеститора према ризику и преусмеравања пласмана у сигурније облике активе. Светска финансијска криза је изазвала негативан шок на страни тражње, пре свега на тржишту кредита и непокретности, док је пандемија вируса корона изазвала егзогени шок и на страни понуде и на страни тражње. Оно што је заједничко обема кризама јесте то што су се централне банке поставиле као важан стуб одбране од негативних ефеката кризе, настојећи да очувају финансијску и ценовну стабилност и обезбеде потребну ликвидност приватном сектору.

Актуелна криза, означена као „велико закључавање”, јединствена је по два основа: 1) изазвана је смањењем, па и обустављањем активности у појединим секторима како би се сачували људски животи и спречило даље ширење вируса корона; 2) предузете су свеобухватне мере фискалне, монетарне и пруденцијалне политике, које су по обиму и дубини премашиле мере којима се реаговало на светску финансијску кризу. То је у случају Србије било могуће јер смо ову кризу дочекали у знатно бољој макроекономској и фискалној позицији, захваљујући смањењу унутрашње и спољне неравнотеже, као и спроведеним структурним реформама у претходном периоду.

У годинама непосредно пред светску економску кризу, привредни раст у Србији био је релативно висок – око 6,0% годишње у периоду 2007–2008. године, али је његова структура била неповољна, с обзиром на то да је највећим делом био вођен растом финалне потрошње. Раст домаће тражње премашивао је раст БДП-а, а разлику је покривао увоз, пре свега потрошних добара, који је финансиран претежно задуживањем приватног сектора (директним узимањем кредита из иностранства или преко домаћих банака, чији је опет значајан извор средстава за кредитну активност потицао из иностранства), док су СДИ покривале мање од 50% дефицита текућег рачуна платног биланса. То је кулминирало рекордно високим спољнотрговинским и текућим платнобилансним дефицитом (од око 24% и 19%, респективно, у просеку у 2007. и 2008), при чему је избијање светске економске кризе крајем септембра 2008, које је довело до снажног заокрета у токовима капитала, за последицу имало релативно снажно прилагођавање дефицита текућег рачуна већ током 2009. године (на 6,3% БДП-а). Другим речима, макроекономске слабости настале у преткризном периоду током светске економске кризе додатно су дошле до изражаја.

Фискална политика је у преткризном периоду имала процикличан карактер. Приватизациони приходи углавном су се користили за финансирање потрошње уместо за враћање дугова и штедњу, што је онемогућило ефикасније деловање аутоматских (фискалних) стабилизатора и смањило простор за њено контрациклично деловање у време кризе. Иако се услед високих стопа привредног раста и реалне апрецијације динара, као и постизања договора с међународним финансијским институцијама и Лондонским и Париским клубом поверилаца о отпису већег дела дуга бивше Југославије, учешће јавног дуга у БДП-у смањило на око 27% крајем 2008. године, у овом периоду јавни дуг је био снажно изложен девизном ризику, будући да је валутна структура јавног дуга била изузетно

Графикон О.1.1. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



неповољна. Преко 97% укупног дуга било је у страниј валути, чак и највећи део унутрашњег дуга. Ситуација у погледу одрживости јавног дуга драстично се мења од 2009. године. Убрзан раст јавног дуга и велика изложеност девизном ризику отворили су питање његове одрживости, што је за последицу имало и погоршање кредитног рејтинга земље и знатан пораст премије ризика, мерене показатељем *EMBI* (на преко 1.300 б.п. у децембру 2008).

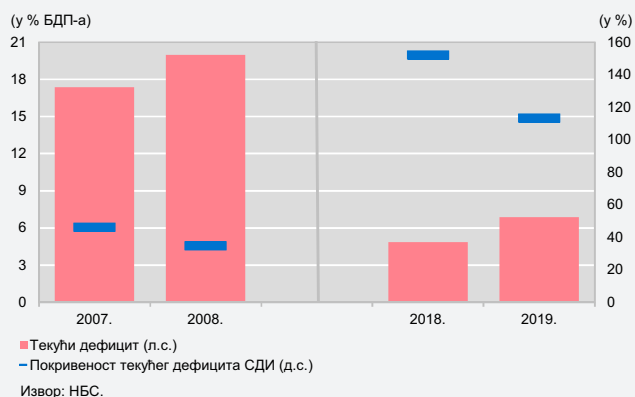
Раст потрошње подржавала је и кредитна активност, која је прекомерно расла (по годишњој стопи од 37,8% у 2007. и 25,6% у 2008) и, мерено учешћем у БДП-у, кретала се изнад тренда, и то упркос каматним стопама на динарске кредите од око 20%, а на евроиндексиране кредите од око 10%. У таквим околностима, мере монетарне политике у периоду пре светске економске кризе биле су усмерене пре свега на ограничавање кредитног раста и усидравање инфлационих очекивања како би се обуздали инфлаторни притисци, што се одразило на раст референтне каматне стопе на близу 18% крајем 2008. Са ескалацијом кризе уследили су пад економске активности и смањена расположивост средстава за финансирање кредитне активности, што је за последицу имало раст учешћа *NPL* у укупним кредитима за 4,4 п.п. само током 2009, при чему је учешће *NPL* и крајем 2008. било релативно високо (11,3%). Могућност знатнијег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије у периоду кризе, како би се подстакло економски опоравак, ограничавала је знатна валутна неусклађеност биланса привреде, становништва и државе, уз високо учешће девизних и девизно индексираних обавеза у укупним обавезама, релативно висок преносни ефекат девизног курса на инфлацију, неразвијеност финансијског тржишта, неусидрена инфлациона очекивања, као и отварање питања одрживости јавних финансија.

Немогућност снажнијег контрацикличног деловања фискалне и монетарне политике током кризе утицала је на то да привредни раст у Србији у првим годинама после кризе буде слаб и да се продубе екстерна и интерна неравнотежа, што је 2012. кулминирало с дефицитом текућег рачуна од 11% БДП-а и фискалним дефицитом од 6,4% БДП-а. Поред тога, покривеност текућег дефицита СДИ у 2012. години износила је свега око 20%, што је за последицу имало и снажне депрецијацијске притиске и преливање слабљења домаће валуте према евр у инфлацију, која је у једном тренутку достигла 12,9%.

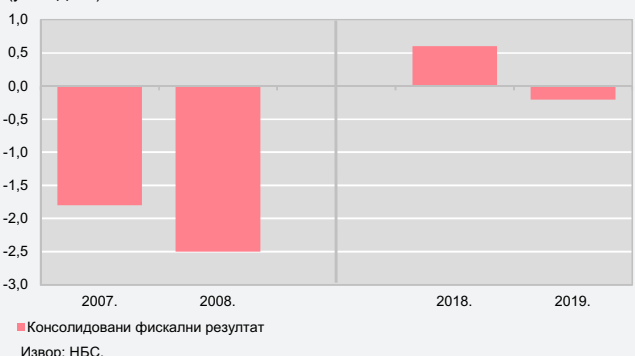
Захваљујући одговорној и адекватној економској политици, а пре свега пуној координацији монетарне и фискалне политике, спроведеној фискалној консолидацији и структурним реформама, током претходних осам година Србија се трансформисала у растућу економију с ниском инфлацијом, уравнотеженом фискалном позицијом, опадајућим учешћем јавног дуга у БДП-у, мањом екстерном неравнотежом и опоравком тржишта рада, што је нашој економији помогло да спремно одговори на изазове пандемије.

Током 2018. и 2019. године, као и у претходних шест година, инфлација је била ниска и стабилна и у просеку је износила 2%, а у границама циља Народне банке Србије ( $3 \pm 1,5\%$ ) кретала су се и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања. Важну улогу у успостављању и одржавању ценовне стабилности и усидравању инфлационих

Графикон О.1.2. Текући дефицит и покривеност текућег дефицита СДИ



Графикон О.1.3. Фискални резултат



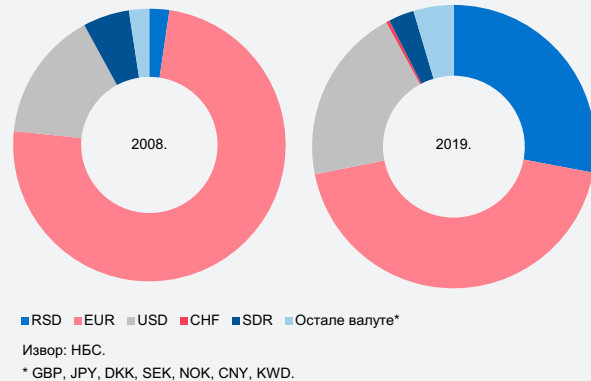
очекивања имала је обезбеђена релативна стабилност девизног курса, која је истовремено допринела и јачању финансијске стабилности.

Јачање домаће економије било је у основи релативне стабилности девизног курса и најјачавало је негативне ефекте турбуленција на међународном финансијском тржишту. Народна банка Србије је интервенисала на девизном тржишту искључиво ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, без намере да утиче на његов тренд. Како су од 2017. године већи и чешћи били притисци у правцу јачања динара, интервенције на девизном тржишту у већој мери биле су на страни куповине девиза, што је резултирало растом бруто девизних резерви на највиши ниво откад се прате (крајем 2019. износиле су 13,4 млрд евра), чиме је створен адекватан систем заштите у случају евентуалних екстерних потреса.

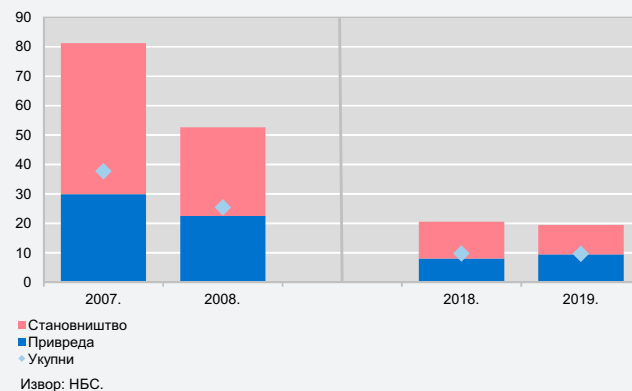
Повољнијој екстерној позицији Србије допринело је и смањено учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у (4,8% у 2018. и 6,9% 2019), који је у 2019. пету годину заредом, у потпуности био покривен нето приливом СДИ са рекордних 3,8 млрд евра. При томе, прилив СДИ већ дуже време је пројектно распрострањен и усмерен у претежно разменљиве секторе, што такође доприноси екстерној одрживости земље. Упркос успоравању екстерне тражње од П2 2018, раст извоза робе и услуга и у 2018. (9,6%) и у 2019. (10,5%) остао је релативно висок захваљујући новим производним капацитетима и новим извозним дестинацијама. Уз то је, захваљујући повећаној географској и производној распрострањености извоза, Србија смањила своју изложеност поремећајима на појединачним сегментима екстерне тражње. Упоредо с растом извоза бележи се и повећање увоза (13,0% у 2018. и 10,7% у 2019), подстакнуто пре свега растом производње и инвестиција, при чему се више од 70% тог раста односило на увоз репроматеријала и опреме, што је у складу с текућим инвестиционим циклусом.

Стављањем инфлације под контролу на трајној основи омогућено је и ублажавање монетарне политике од средине 2013. године, које је доношењем кредибилног програма фискалне консолидације крајем 2014. године, а затим и његовим спровођењем, додатно интензивирани. Ублажавање монетарне политике кључно је определило снажан пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, а тиме и на динарске кредите приватном сектору,

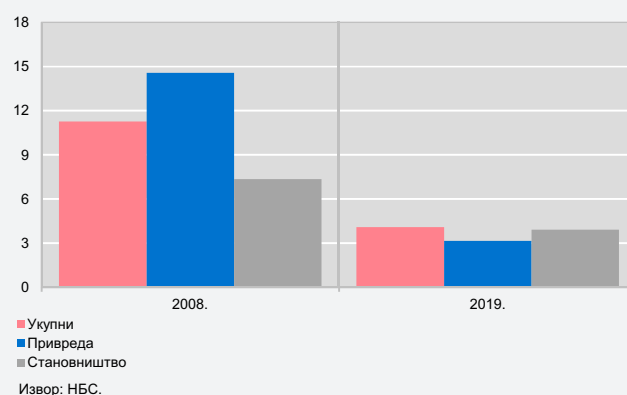
Графикон О.1.4. Валутна структура јавног дуга (у %)



Графикон О.1.5. Доприноси стопи раста укупних кредита (у %)



Графикон О.1.6. Учешће NPL у укупним кредитима (у %)



које су од средине 2013. године до краја 2019. снижене за преко 12 п.п. При томе, пад каматних стопа на тржишту новца одразио се не само на нижу цену нових кредита и већу расположивост кредита већ и на ниже трошкове отплате постојећих кредита. То је допринело нижим трошковима пословања привреде и обезбеђењу средстава за нове инвестиције и већем расположивом доходу становништва, чиме се додатно подстицао привредни раст.

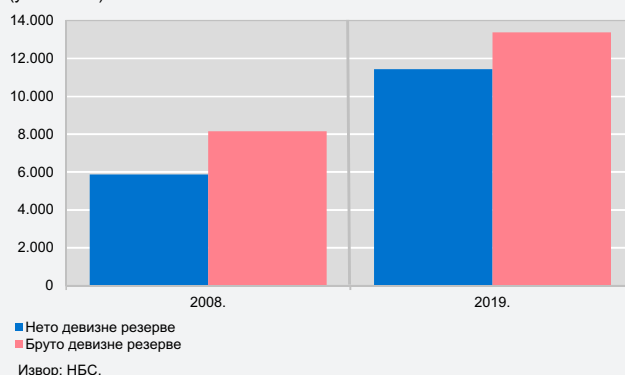
Спроведене структурне реформе и унапређење пословног и инвестиционог амбијента по том основу, повећано улагање у инфраструктурне пројекте, знатан прилив СДИ, који је претежно усмерен у разменљиве секторе, и повољнији услови финансирања утицали су на то да су инвестиције у фиксне фондове постале главни носилац привредног раста у периоду 2018–2019. Инвестиције у фиксне фондове одределе су три четвртине привредног раста, који је у просеку износио 4,3% годишње. Важно је нагласити да је раст потрошње домаћинства у овом периоду био спорији од раста укупног БДП-а. Са учешћем од око 68% у 2019, потрошња домаћинства представља доминантну компоненту БДП-а Србије, али је ово учешће знатно ниже него пре светске економске кризе, када је износило близу 80% БДП-а.

Привредни раст знатно подржава кредитна активност – готово целокупан раст кредита привреди од преко 100 млрд динара у 2019. односио на инвестиционе кредите, који су на нивоу године повећани за преко 25% и крајем године достигли су готово 5 млрд евра. Захваљујући доношењу и успешној примени Стратегије за решавање питања проблематичних кредита, као и одрживом расту кредитне активности, учешће *NPL* у укупним кредитима снижено је на 4,1% крајем 2019, што је за преко 18 п.п. мање него пре почетка примене Стратегије.

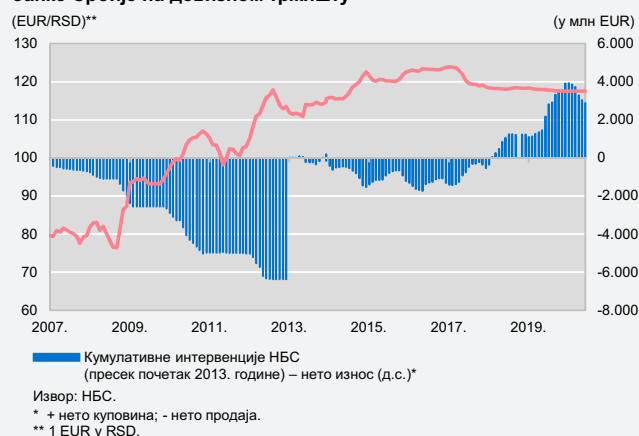
Резултат успешно спроведене фискалне консолидације и пуне координације мера монетарне и фискалне политике јесте елиминисана фискална неравнотежа, што потврђују суфицит на консолидованом нивоу од 0,6% БДП-а у 2018. и незнатан дефицит у 2019. (од 0,2% БДП-а). Позитивним фискалним кретањима у овом периоду допринесли су и раст економске активности, повећана профитабилност привреде у протеклих пет година и позитивна кретања на тржишту рада, где је стопа незапослености крајем 2019. први пут откад постоје упоредиви подаци спуштена на једноцифрен ниво. Захваљујући елиминисању фискалне неравнотеже, учешће јавног дуга у БДП-у сведено је у одрживе оквири и на крају 2019. дуг централног нивоа власти износио је 52,0% БДП-а. Не мање важно, смањен је валутни ризик и ризик рефинансирања дуга државе, услед већег задуживања државе на домаћем тржишту емисијом дугорочних динарских ХоВ, доспећа и превремене отплате дела дуга по основу еврообвезница емитованих у доларима, као и постигнутих нижих каматних стопа на задуживање, што је резултирало растом учешћа динарског дуга на близу 28% крајем 2019.

Премија ризика Србије и у 2018. и 2019. била је међу најнижим у региону (крајем 2019. износила је 19 б.п.). Паду премије ризика земље допринесли су глобални, али у још већој мери и домаћи фактори, повољна макроекономска перспектива земље, смањена интерна и екстерна неравнотежа и ојачана финансијска стабилност.

Графикон О.1.7. Девизне резерве Народне банке Србије (у млн EUR)



Графикон О.1.8. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



Поред тога, агенције *Fitch* и *Standard & Poor's* повећале су кредитни рејтинг Србије на корак од инвестиционог, истичући у својим извештајима доказану оперативну независност Народне банке Србије и раст кредибилитета монетарне политике као један од фактора повећања рејтинга.

Узимајући у обзир специфичности светске економске кризе и кризе изазване пандемијом вируса корона, као и економска кретања и показатеље у периоду уочи избијања тих криза, можемо констатовати да је Србија актуелну кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској и фискалној позицији. Томе су највише допринели остварени резултати на пољу постизања и очувања укупне макроекономске стабилности у протеклим годинама, којима је, са своје стране и у координацији с Владом Републике Србије, доприносила и Народна банка Србије, чувајући ценовну и финансијску стабилност и подржавајући привредни раст. На тај начин створени су чврсти темељи и простор за суочавање с бројним изазовима које носи новонастала криза, а све с циљем очувања производних капацитета и запослености, као и животног стандарда наших грађана.

### III. Кретање инфлације

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, мг. инфлација је најпре успорена испод доње границе циљаног распона, највише под утицајем деловања ефекта више прошлгодишње базе код цена поврћа и појефтињења нафтних деривата у условима знатног пада светске цене нафте у прва четири месеца ове године, да би се у јуну вратила у границе циља и износила 1,6%. На ниске инфлаторне притиске указује и стабилна базна инфлација (1,4% мг. у јуну), као и инфлациона очекивања финансијског сектора, која се и за годину и за две године унапред налазе у доњем делу циљаног распона.

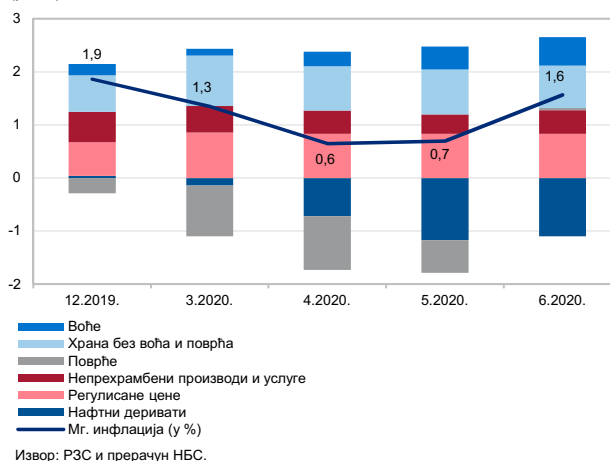
Раст потрошачких цена од 0,4% у Т2 определиле су више цене хране и услуга, док је у супротном смеру највише деловао снажан пад цена нафтних деривата.

#### Кретање инфлације у Т2

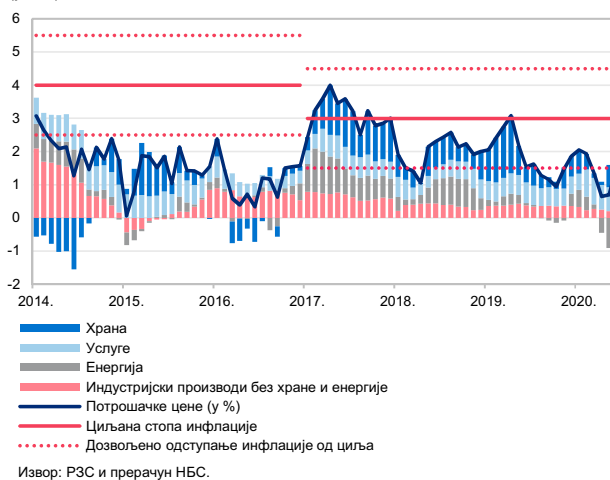
У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, мг. инфлација се током априла и маја кретала испод доње границе циља, а затим се у јуну вратила у границе циља и износила 1,6%. На првобитно успоравање мг. инфлације утицао је пре свега ефекат више базе из истог периода претходне године код цена поврћа, који је у априлу био максималан (допринос цена поврћа мг. инфлацији износио је -1,0 п.п.), да би у јуну у потпуности ишчезао. У истом смеру деловало је и знатно појефтињење нафтних деривата, које је присутно од фебруара (уз допринос мг. инфлацији у јуну од -1,1 п.п.), као последица пада светске цене нафте у условима лошијих изгледа за глобални привредни раст због пандемије, а током априла и услед непостизања договора између Саудијске Арабије и Русије о ограничењу производње. С друге стране, током Т2 убрзавао се раст цена воћа (уз допринос јунској мг. инфлацији од 0,5 п.п.), а позитиван и стабилан допринос од око 0,8 п.п. потицао је и од осталих категорија хране. Претходно наведено указује на то да је и у условима промењене структуре тражње изазване пандемијом обезбеђена пуна снабдевеност тржишта робом, тако да нису ојачали инфлаторни притисци. То потврђује и **базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу цене хране, нафтних деривата, алкохола и цигарета), која је током Т2 остала стабилна и у јуну је износила 1,4% мг.

**Потрошачке цене у Т2 порасле су за 0,4%, вођене вишим ценама хране и безалкохолних пића за 2,7%**

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



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

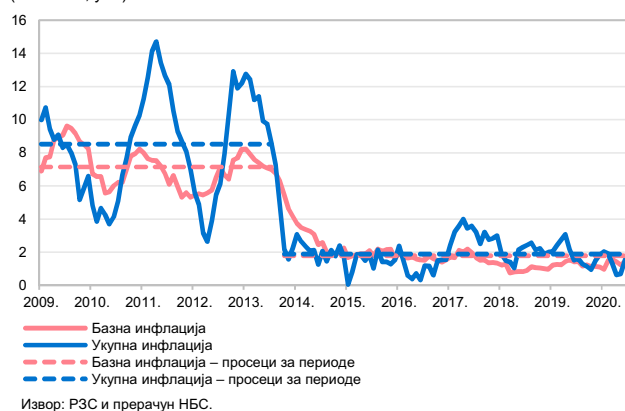


Табела III.0.1. Раст и доприноси компонента расту потрошачких цена у Т2 2020. (тримесечне стопе)

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
<b>Потрошачке цене (ИПЦ)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Непрерађена храна	6,6	0,7
Прерађена храна	0,7	0,2
Индустријски производи без хране и енергије	0,4	0,1
Енергија	-5,5	-0,8
Услуге	1,2	0,3
<b>ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>
<b>Регулисане цене</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

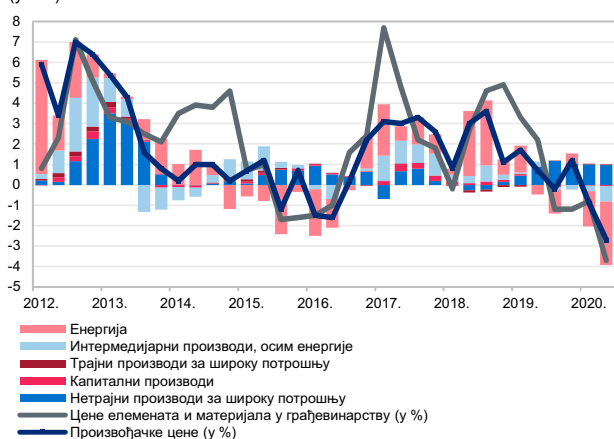
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

(уз допринос тримесечној инфлацији од 0,9 п.п.). У оквиру цена хране, већи допринос инфлацији потекао је од цена **непрерађене хране** (0,7 п.п.), услед виших цена свежег воћа (26,5%) и поврћа (4,3%), на супрот нешто нижим ценама свежег меса (-0,4%), док су у оквиру **прерађене хране** највећи допринос инфлацији дале више цене месних прерађевина, као и млека и млечних прерађевина.

**Цене услуга** у Т2 порасле су за 1,2% (уз допринос тримесечној инфлацији од 0,3 п.п.), што је доминантно било одређено претпостављеним сезонским поскупљењем туристичких-пакет аранжмана<sup>1</sup> од 28,9% (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.). Остале категорије услуга нису битније допринеле инфлацији у Т2.

**Цене у групи индустријских производа (без хране и енергије)** у Т2 благо су порасле (0,4%, уз допринос тримесечној инфлацији од 0,1 п.п.), највише по основу сезонски виших цена одеће и обуће (1,6%), док су у супротном смеру деловале нешто ниже цене возила и њихових делова (-0,3%).

Највећи негативан допринос тримесечном расту потрошачких цена у Т2 потекао је од смањења **цена енергије** за 5,5% (уз допринос инфлацији од -0,8 п.п.), које је готово у целини последица снажног пада цена нафтних деривата на домаћем тржишту (-14,9%). Поред тога, у Т2 су благо снижене и цене гаса и чврстих горива (-0,3%).

**Регулисане цене** су на нивоу Т2 стагнирале, док је њихов мг. раст од 4,6% током целог тримесечја био одређен, пре свега, повећањем цена цигарета и поскупљењем фиксне телефоније у фебруару.

**Цене у оквиру базе инфлације** у Т2 порасле су за 0,9% (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), по основу сезонског поскупљења одеће и обуће и виших цена туристичких пакет-аранжмана.

## Произвођачке и увозне цене

**Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** додатно су снижене, за 2,7% мг. у јуну (после пада од 0,9% мг. у марту), што показује да су трошковни притисци, у условима застоја у глобалним ланцима снабдевања, остали ниски. Такво

<sup>1</sup> Као што је то био случај и у другим земљама, због немогућности њиховог потпуног обухвата током Т2 због пандемије, за ову врсту услуга РЗС је користио стопу раста из истог месеца претходне године.



кретање укупних произвођачких цена определио је снажан м.г. пад **цена у производњи енергије** у Т2 (првенствено домаће сирове нафте и њених деривата), уз истовремено смањење цена интермедијарних и капиталних производа. Насупрот томе, у Т2 је забележен м.г. раст **цена нетрајних производа за широку потрошњу**, вођен пре свега вишим ценама у производњи хране и пића. **Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** смањене су за 3,7% м.г. у јуну (након -0,8% м.г. у марту), што је показатељ ниских трошковних притисака и у сектору грађевинарства.

По избијању пандемије вируса корона, **увозне цене изражене у динарима**<sup>2</sup> (као показатељ динамике цена робе и услуга које се увозе у Србију) бележе снажан м.г. пад, који је, након -2,4% у марту, у јуну износио -2,7%. Смањење тих цена на м.г. нивоу у највећој мери дугује се знатно нижој светској цени нафте исказаној у доларима (уз допринос укупним увозним ценама од -1,6 п.п. у јуну). Негативан допринос (-0,9 п.п.) потекао је и од м.г. пада извозних цена Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала), као и од ниже светске цене хране исказане у доларима (-0,2 п.п.). С друге стране, потрошачке цене у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга) у јуну су остале на готово истом нивоу као годину дана раније.

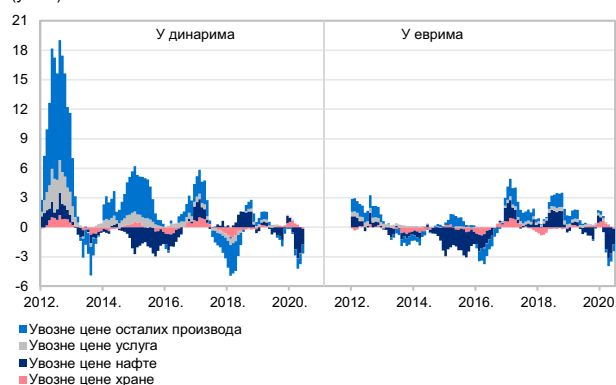
## Инфлациона очекивања

**Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде задржана су на ниском и стабилном нивоу и током Т2 – тржишни учесници очекују да ће ценовна стабилност бити очувана и у наредном периоду.**

Резултати анкете агенције Ипсос показују да су **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана** наставила током Т2 и јула да се крећу у оквиру граница циља Народне банке Србије ( $3 \pm 1,5\%$ ), у распону од 1,6% до 2,0%. Резултати анкете агенције Блумберг упућују на исти закључак, при чему су краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора постепено снижавана, са 2,3% у априлу на 1,7% у јулу. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ готово седам година (тј. од октобра 2013) очекује кретање

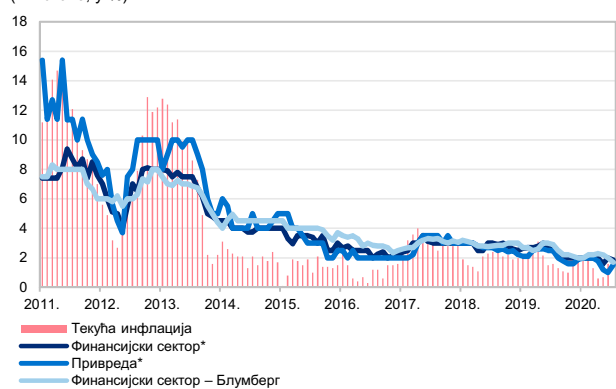
<sup>2</sup> Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, која спада у најзначајније спољнотрговинске партнере Србије.

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



Извор: Destatis, FAO, Bloomberg, Eurostat, P3C и прерачун НБС.

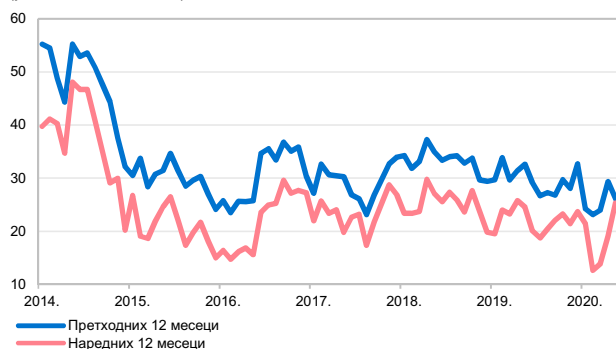
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (м.г. стопе, у %)



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

\* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

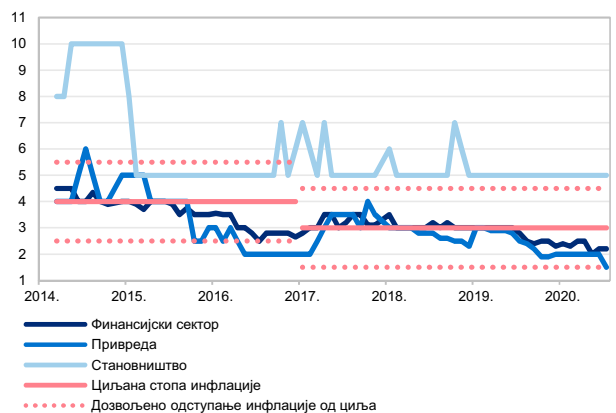
Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва\* (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

инфлације у оквиру граница циља, што доприноси расту кредибилитета Народне банке Србије.

**Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред** снижавана су током Т2 (са 1,8% у априлу на 1,0% у јуну), вероватно услед нижих цена нафте и очекивања да ће се пандемија вируса корона одразити на нижу потрошачку тражњу, док су у јулу повећана на 1,5%. При томе, преко 70% анкетираних представника привреде не очекује промену цена инпута у производњи у наредних 12 месеци.

**Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред**, уобичајено виша од очекивања осталих сектора, током Т2 била су стабилна на нивоу од 5,0%, колико су износила и у готово целој претходној години дана.<sup>3</sup> У прилог очекиваном очувању стабилности цена говоре и резултати квалитативне анкете,<sup>4</sup> који показују да је индекс очекиване инфлације наставио да бележи ниже вредности од индекса перципиране инфлације. Такво кретање указује на то да становништво сматра да ће инфлација у наредној години дана бити нижа него у претходних 12 месеци.

**Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред**<sup>5</sup> усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и током Т2 кретала су се у распону 2,0–2,5%, док су **очекивања сектора привреде** стабилна на нивоу од 2,0% од децембра 2019. **Инфлациона очекивања становништва за две године унапред** стабилна су на нивоу од 5,0% последњих 20 месеци.

<sup>3</sup> Привремено повећање на 8,0% у марту 2020. може се довести у везу са ширењем вируса корона и бојазни да ће бити несташница основних животних намирница, док је на повећање од 7,0% у јулу вероватно утицао актуелни раст цена горива.

<sup>4</sup> Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

<sup>5</sup> Резултати јулске анкете показују да су средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и становништва непромењена у односу на јун и износила су 2,2% и 5,0%, респективно. Истовремено, очекивања привредника су смањена на 1,5%.

## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на финансијском тржишту

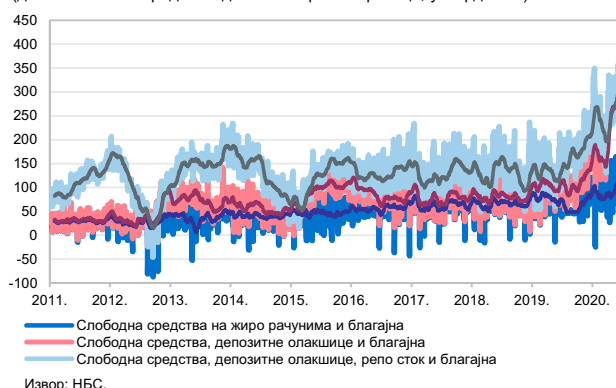
Наставак ублажавања монетарне политике определио је даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита, чиме је додатно подстакнут економски опоравак. Пандемија вируса корона знатно је повећала потребу државе за задуживањем, која је, у условима повећане неизвесности на финансијским тржиштима, успешно задовољена додатним емисијама динарских обвезница на домаћем тржишту и емисијом еврообвезница на међународном тржишту. Истовремено, стабилно кретање динара према евр у настављено је и током Т2.

#### Каматне стопе

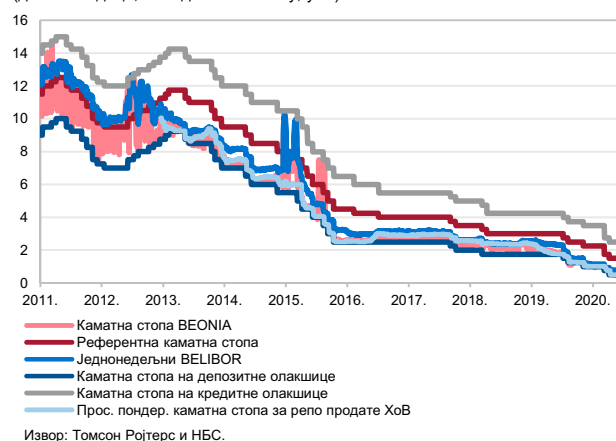
Референтна каматна стопа током Т2 смањена је у два наврата за по 0,25 п.п. и у јуну је износила 1,25%, што уједно представља њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. И просечна стопа на репо аукцијама Народне банке Србије смањена је за 0,5 п.п., тако да је крајем јуна била изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице Народне банке Србије (0,25%).

Мере монетарне политике током Т2 директно су утицале на даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, а индиректно су допринеле додатном повећању вишкова динарске ликвидности. О томе сведоче кретања на међубанкарском преконоћном тржишту новца, на коме је смањен просечан промет са 3,2 млрд динара у Т1 на 1,8 млрд динара у Т2, при чему је каматна стопа *BEONIA* смањена за 0,6 п.п. и крајем јуна била је готово изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице (0,26%). И каматне стопе *BELIBOR* свих рочности биле су у паду, који је био нешто израженији за краће рочности (0,4 п.п. наспрам 0,3 п.п. за рочност од шест месеци) и крајем јуна су се кретале у распону од 0,45% до 1,24%.

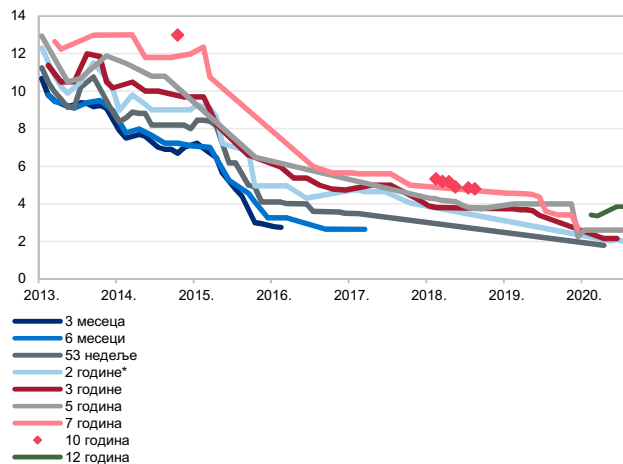
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност  
(дневна стања и тридесетодневни покретни просеци, у млрд RSD)



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



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



Извор: Министарство финансија.

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

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Пад каматних стопа на примарном тржишту државних ХоВ, који је био присутан у претходном периоду, заустављен је током Т2, услед раста неизвесности на финансијским тржиштима проузроковане пандемијом вируса корона. Тако су каматне стопе на петогодишње обвезнице биле непромењене на три аукције одржане током Т2 (2,6%), док је извршна стопа на аукцији динарских ХоВ рочности од 12 година повећана у односу на март за 0,5 п.п., на 3,85% у јуну.

Поред тога, држава је током Т2 емитовала трезорске записе рочности од 53 недеље (први пут од 2017) и обвезнице рочности од две и три године, при чему су се остварене стопе кретале у распону од 1,79% до 2,15% и биле су потврђене на поново одржаним аукцијама током маја и јуна.

Упркос расту неизвесности на тржиштима, држава је продајом динарских ХоВ током Т2 успела да амортизује доспеће првих реперних трогодишњих обвезница емитованих 2017. и седмогодишњих обвезница, у укупном износу од 83,4 млрд динара, и да се додатно задужи за 75,1 млрд динара, тако да је стање продатих ХоВ крајем јуна повећано на 889,3 млрд динара.

Повећана неизвесност на финансијским тржиштима и последици глобални раст аверзије према ризику утицали су на смањење улагања нерезидената у динарске ХоВ у периоду март–мај. Ипак, у јуну је преокренут тај тренд и стање продатих ХоВ у власништву нерезидената повећано је за 4,3 млрд динара, на 215,8 млрд динара.

Раст извршне стопе на аукцији динарских ХоВ рочности од 12 година био је праћен и растом приноса дужих рочности остварених у секундарном трговању, тако да су се стопе приноса до доспећа током јуна кретале у распону од 1,7% за преосталу рочност од 11 месеци до 3,8% за преосталу рочност од 12 година. Током Т2 регистрована је и мања активност на секундарном тржишту, а укупан промет динарским ХоВ смањен је за 31,8%.

Србија је средином маја, међу првим земљама у Европи, успешно реализовала нову емисију еврообвезница. Наиме, у условима повећаног ризика на међународном финансијском тржишту, Србија је емитовала и продала седмогодишње обвезнице у номиналном износу од 2 млрд евра, по стопи од 3,375% (купонска стопа 3,125%), при чему су прикупљена средства искоришћена за финансирање програма подршке реалном сектору ради ублажавања

негативних ефеката економске кризе изазване вирусом корона.

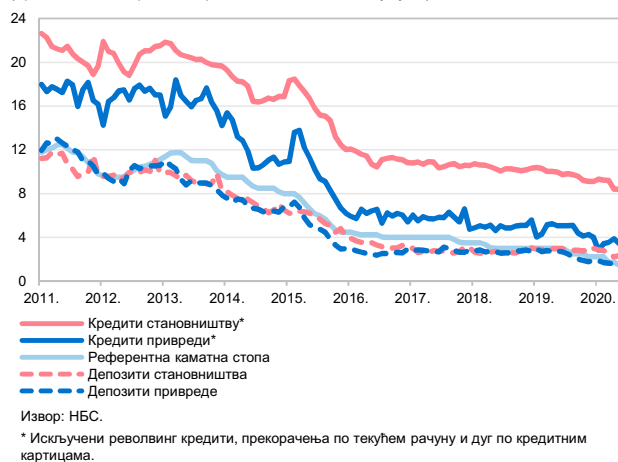
Емисија еврообвезница на међународном тржишту знатно је смањила потребу државе за задуживањем, тако да током маја и јуна нису организоване аукције за продају **ХоВ у еврима на домаћем тржишту**. Претходно, у априлу је одржана једна аукција, на којој су продате двогодишње ХоВ у еврима у номиналном износу од 40,1 млн евра, по непромењеној стопи од 0,5%. Доспеће раније продатих ХоВ у еврима било је незнатно веће од продаје у Т2 (7,2 млн евра), тако да је стање продатих ХоВ у еврима на домаћем тржишту остало на готово непромењеном нивоу од 2,8 млрд евра.

Каматне стопе **на нове динарске кредите становништву** током Т2 смањене су за 1,2 п.п. и у јуну су износиле 8,0%, што уједно представља њихов најнижи ниво од успостављања упоредиве статистике. У структури новоодобрених динарских кредита становништву приметан је пад каматних стопа на остале некатегорисане кредите, са 7,8% у марту на 5,5% у јуну, што се може приписати кредитирању предузетника с прописаном максималном каматном стопом (једномесечни *BELIBOR* + 2,5 п.п.), на основу уредбе о утврђивању гарантне шеме као подршке привреди за ублажавање последица пандемије. С друге стране, просечна каматна стопа на готовинске кредите, који су и најзаступљенији кредити у новоодобреним динарским кредитима становништву, била је непромењена у односу на март и у јуну је износила 9,3%.

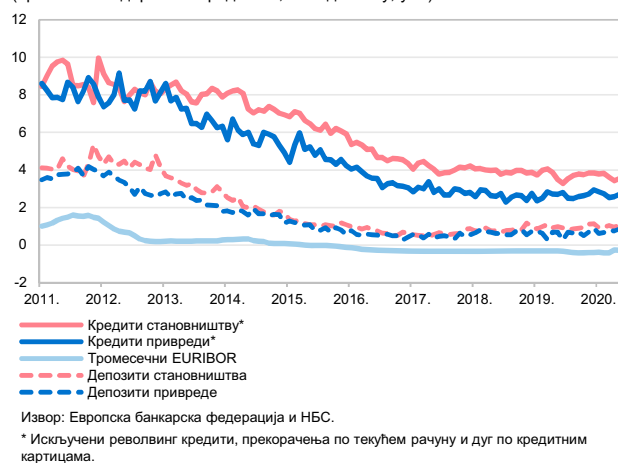
Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди смањена је за 0,2 п.п., на 3,4%, чему је допринео пад каматних стопа на инвестиционе кредите, док су каматне стопе на кредите привреди за обртна средства и остале некатегорисане кредите током Т2 остале непромењене. У оквиру кредита за обртна средства, смањене су каматне стопе за сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа, док су за велика предузећа повећане.

Просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву остала је на непромењеном нивоу у односу на март и у јуну је износила 3,6%, при чему је и каматна стопа на евроиндексиране стамбене кредите током Т2 бележила непромењене вредности у односу на март (2,7%). Каматне стопе на кредите привреди у еврима током Т2 благо су порасле (0,2 п.п.) и у јуну су у просеку износиле 2,7%. Томе је највише допринео раст каматних стопа на инвестиционе кредите привреди, које су током Т2 повећане за 0,4 п.п., на

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



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



3,2%, док су каматне стопе на кредите за обртна средства смањене за 0,1 п.п., на 2,4%.

**Каматне стопе на динарску штедњу становништва** смањене су до јуна за 0,2 п.п., на 2,45%, док су каматне стопе на штедњу становништва у еврима остале готово непромењене и у јуну су, као и у марту, износиле 1%. Непромењене су биле и каматне стопе на орочене депозите привреде у еврима (0,65%), док су каматне стопе на динарске орочене депозите привреде смањене за 0,4 п.п., на 1,3%.

## Премија ризика

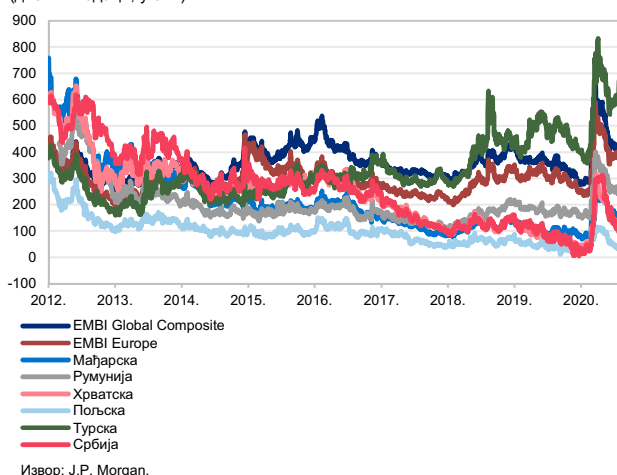
Након раста током марта, који је, као и у другим земљама региона, био вођен растом глобалне неизвесности изазване пандемијом вируса корона, премија ризика Србије за дуг у доларима задржала се на просечном нивоу од око 300 б.п. током априла, да би од почетка маја уследио њен пад. Овај пад је био вођен повећаном спремношћу инвеститора да поново улажу у земље у успону, пре свега услед мера водећих централних банака, које су обезбедиле незапамћене количине ликвидности као одговор на кризу, али и попуштања мера физичког дистанцирања. Тако је крајем Т2 *EMBI* показатељ за дуг у доларима за Србију био више него двоструко нижи него на крају Т1 и износио је 137 б.п., а наставио је да пада и током јула, на 99 б.п., што је знатно ниже од *EMBI Global Composite* и међу најнижим премијама ризика за дуг у доларима у региону.

Под утицајем глобалних фактора, током марта и априла расла је и премија ризика Србије за дуг у еврима. Након што је почетком маја достигао 344 б.п., показатељ *EURO EMBIG*<sup>6</sup> за Србију је опадао, чему је, поред обимних мера водећих централних банака, допринело и попуштање рестриктивних мера уведених ради сузбијања пандемије, као и појава сигнала да се светска привреда полако опоравља. Посматрано крајем Т2, премија ризика Србије за дуг у еврима остала је готово непромењена у односу на крај Т1 и износила је 257 б.п.,<sup>7</sup> док је током јула падала, на 236 б.п. крајем месеца.

У оквиру ванредних процена рејтинга на глобалном нивоу, које је због кризе изазване пандемијом спровела рејтинг агенција *Standard & Poor's*, Србији

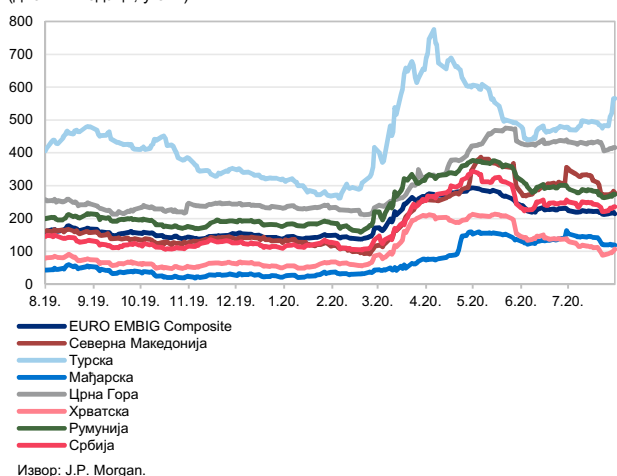
Графикон IV.1.7. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – **EMBI**

(дневни подаци, у б.п.)



Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – **EURO EMBIG**

(дневни подаци, у б.п.)



<sup>6</sup> Више о *EURO EMBIG* премији ризика видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2020.

<sup>7</sup> У обрачун *EURO EMBIG* за Србију 30. јуна ушла је седмогодишња еврообвезница у еврима.

је у мају задржан кредитни рејтинг на нивоу *BB+*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање. У односу на претходну оцену, када су изгледи за повећање рејтинга Србије били позитивни, агенција истиче да је промена опредељена избијањем глобалне пандемије вируса корона и њеног утицаја на светску привреду и финансијске токове. Након тога, у оквиру својих редовних активности на процени рејтинга, агенција *Standard & Poor's* у јуну је задржала рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз потврђивање стабилних изгледа за његово даље повећање у наредном периоду. Упркос повећаним ризицима изазваним пандемијом вируса корона, стабилни изгледи за даље повећање рејтинга задржани су захваљујући знатном повећању отпорности Србије, које је резултат смањених неравнотежа, битно ојачаних девизних резерви и створеног фискалног простора, што је омогућило брзу реакцију носилаца економске политике у условима пандемије.

## Прилив капитала из иностранства

Захваљујући успешној емисији еврообвезница на међународном тржишту, највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса у Т2 односио се на портфолио инвестиције. Поред тога, прилив је остварен и по основу СДИ и финансијских кредита које су резиденти узели у иностранству.

И поред повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту, настављен је прилив СДИ у Србију, који је, према прелиминарним подацима, у Т2 износио 665,1 млн евра нето. Тиме је нето прилив СДИ у П1 достигао 1.461,5 млн евра, чиме је обезбеђена пуна покривеност дефицита текућег рачуна (108,4%). Посматрано по делатностима, скоро трећина улагања била је усмерена у прерађивачку индустрију, а значајни износи уложени су и у саобраћај и складиштење и грађевинарство. Као и раније, највише улагања потицало је из европских земаља (скоро 80%), али расту и улагања из азијских земаља, на које се односило 17% прилива СДИ.

Захваљујући успешној емисији еврообвезница у Т2, по основу **портфолио инвестиција** остварен је нето прилив у износу од 1.650,1 млн евра. У амбијенту светске економске кризе изазване пандемијом вируса корона, Србија је у мају емитовала 2 млрд евра седмогодишњих еврообвезница, по купонској стопи од 3,125%. При томе, тражња инвеститора вишеструко је премашила планирани и реализовани

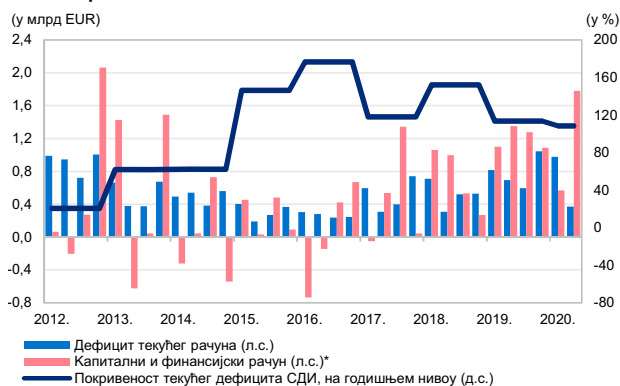
Табела IV.1.1. Кредитни рејтинг  
(промена рејтинга и изгледа)

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

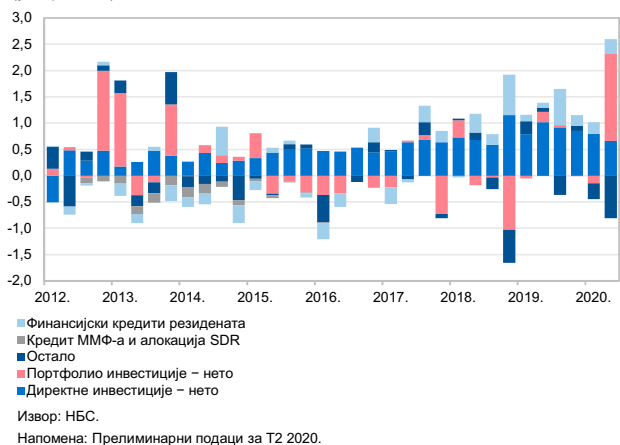
Извор: НБС.

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

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



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



износ емисије, захваљујући чему је цена задуживања током аукције смањена за 50 б.п. Истовремено, на домаћем тржишту, у условима глобалне аверзије према ризику, страни инвеститори су смањили улагања у динарске државне ХоВ.

Обавезе резидената по основу **финансијских кредита** из иностранства повећане су током Т2 за 286,8 млн евра нето. Од тога, нето обавезе банака према страним кредиторима повећане су за 197,2 млн евра, предузећа за 83,0 млн евра, а Владе за 6,6 млн евра. С друге стране, одлив је забележен по основу трговинских кредита (567,0 млн евра), као и по основу готовог новца и депозита (233,3 млн евра) под утицајем раста средстава које су банке држале у иностранству.

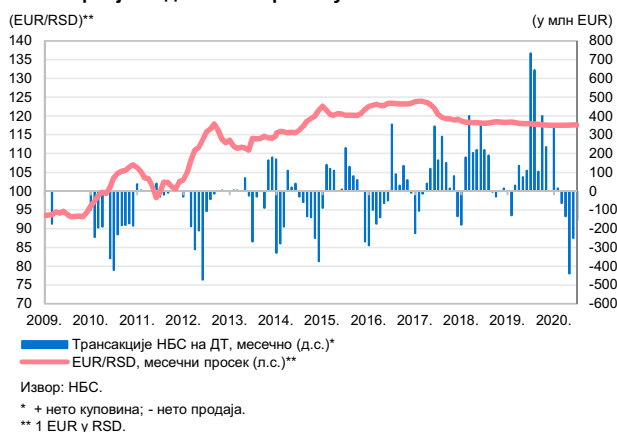
Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и евра према долару



## Кретања на девизном тржишту и курс динара

Стабилно кретање динара према еврџу настављено је током Т2 и у условима појачане неизвесности услед кризе изазване пандемијом вируса корона, чему је допринела Народна банка Србије, обезбеђујући банкама потребну девизну ликвидност у условима смањене понуде девиза и ефикасног страног новца. Посматрано крајем периода, вредност динара према еврџу била је готово непромењена у Т2 (депрецијација од 0,1%), док је, због слабења долара према еврџу, динар према долару ојачао за 2,0%. Стабилно кретање курса динара према еврџу настављено је и у јулу, тако да је његова вредност, посматрано и на нивоу месеца и од почетка ове године, била готово непромењена.

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



Током Т2 домаћа предузећа била су значајан фактор на страни нето тражње за девизама, једним делом и услед мање понуде девиза у условима смањене економске активности у међународним оквирима током пандемије. Неизвесност на међународном финансијском тржишту одразила се на тражњу за девизама од стране нерезидената у априлу, а затим и у мају, али у знатно мањој мери. У јуну су нерезиденти били нето продавци девиза, услед повећаних улагања у динарске државне ХоВ на домаћем тржишту.

Као фактор на страни тражње за девизама, током Т2 бележи се нето продаја ефикасног страног новца грађанима и мењачима уместо уобичајене нето куповине, чему су допринели мањи прилив дознака и



изостанак туристичких посета услед пандемије. С друге стране, на страни понуде девиза деловало је све веће валутно индексирано кредитирање привреде и становништва, тј. раст валутно индексиране активне банака,<sup>8</sup> а у мањој мери и продужење позиције банака по основу коришћења платних картица нерезидената.

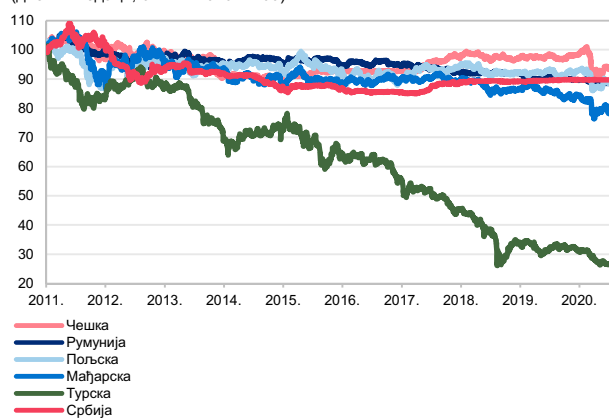
Ради одржања релативне стабилности на домаћем девизном тржишту, Народна банка Србије је током Т2 у активностима на МДТ-у нето продала 845,0 млн евра. Више од половине тог износа односило се на нето продају у априлу (440,0 млн евра), када су били и најизраженији ефекти појачане неизвесности на међународном финансијском тржишту.

У Т2 забележен је мањи обим трговања девизама међу банкама него у Т1 – промет на МДТ-у<sup>9</sup> у Т2 у просеку дневно је износио 25,1 млн евра, што је за 5,7 млн евра ниже него у Т1. При томе, највећа вредност промета остварена је у јуну (26,5 млн евра просечно дневно).

Народна банка Србије наставила је да пружа подршку ликвидности домаћем финансијском систему путем редовних девизних своп аукција током Т2, при чему је обим промета на овим аукцијама повећан у односу на Т1. У јуну су се ове аукције поново обављале по методу варијабилних вишеструких своп поена,<sup>10</sup> уз једнаке износе куповине и продаје. Посматрано на нивоу Т2, на двонедељним аукцијама Народна банка Србије је од банака своп купила 57,0 млн евра и банкама своп продала 193,5 млн евра, док је на тромесечним аукцијама своп купила 169,0 млн евра и своп продала 180,0 млн евра.

Валуте земаља у региону које су у режиму циљања инфлације бележиле су дивергентна кретања током Т2. Посматрано крајем периода, према еврџу су ојачали чешка круна (2,2%), пољски злот (1,9%) и мађарска форинта (0,7%), док су ослабили турска лира (6,4%) и румунски леј (0,3%). Ипак, и поред опоравка које су неке валуте забележиле у Т2, све валуте су крајем јуна и даље биле слабије него на крају 2019. године.

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



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.  
\* Раст представља апрецијацију.

<sup>8</sup> У настојању да уравни те своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

<sup>9</sup> Без Народне банке Србије.

<sup>10</sup> Редовне аукције по фиксним своп поенима, уз принцип да износ своп куповине и своп продаје не мора бити идентичан, одржаване су од краја марта до краја маја 2020.

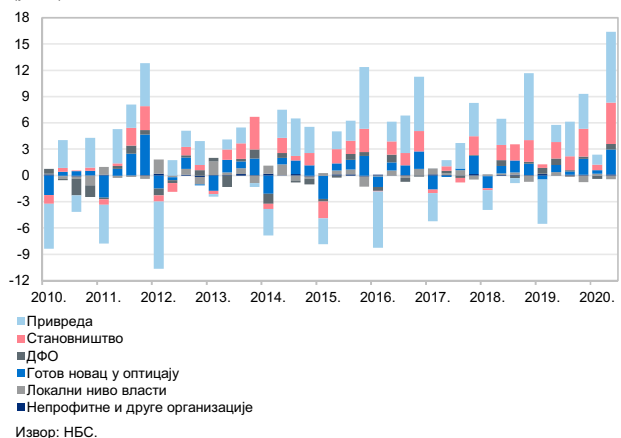
## 2. Новац и кредити

*Стабилан раст кредитне активности и економске мере подршке приватном сектору у борби с пандемијом доприносили су знатном расту монетарних агрегата током Т2. Укупни домаћи кредити убрзали су м.г. раст на 13,9% у јуну захваљујући одличној реализацији у Т1, од априла делом због ефеката мораторијума, а од маја захваљујући и кредитима из гарантне шеме.*

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



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



### Монетарни агрегати

Стабилан раст кредитне активности и повећано трошење државе у складу с Програмом економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса *COVID-19* и подршку привреди Србије позитивно су доприносили расту монетарних агрегата током Т2. Најшира новчана маса М3 повећана је у Т2 за 8,9%, при чему се три четвртине раста дугује повећању динарске компоненте.

Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** повећани су за 149,3 млрд динара. У смеру раста понуде новца немонетарних сектора деловале су пре свега мере државе за повећање ликвидности привреде – одлагање плаћања пореских обавеза, субвенције привреди у виду уплате минималне зараде запосленима, кредити из гарантне шеме и др., као и омогућавање мораторијума на отплату кредитних обавеза за привреду и грађане. У складу с тим, највећи раст је остварен на трансакционим депозитима привреде (за 94,6 млрд динара), а затим и становништва (за 55,6 млрд динара). Раст је забележен и на рачунима свих осталих сектора.

**Орочени динарски депозити** немонетарних сектора у Т2 повећани су за 9,9 млрд динара, уз раст депозита свих сектора осим локалне самоуправе. Динарска штедња становништва повећана је у Т2 за 1,9 млрд динара, чиме је достигла свој нови максимум од 85,0 млрд динара у јуну. Такво кретање штедње показатељ је поверења становништва у банкарски систем и домаћу валуту, чији значај посебно долази до изражаја у условима растуће неизвесности услед пандемије. Поред тога, већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе, као и њен повољнији порески третман.

**Девизни депозити** су у Т2 повећани за 506,6 млн евра, највише захваљујући расту девизних депозита привреде (за 326,7 млн евра), чему су, поред

предузетих мера у борби против негативних последица пандемије, допринели и приливи девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству. Девизна штедња становништва порасла је за 168,9 млн евра, достигавши 10,6 млрд евра<sup>11</sup> крајем јуна.

Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе М3 убрзан је на 19,0% у јуну, пре свега вођен убрзањем њене динарске компоненте, на 36,1% у јуну. Међутим, према нашој оцени, овај раст новца не доприноси расту инфлаторних притисака, с обзиром на то да је повезан с растом ликвидности привреде и уздржавањем становништва од потрошње у условима пандемије. Поред тога, веза новца и инфлације генерално је ослабљена и анализе указују на то да ова веза углавном постоји у дугом року, а не и у кратком року. За наредни период очекујемо да ће се новчана маса смањити због плаћања пореских обавеза, које су захваљујући мерама Владе биле одложене током пандемије, као и услед очекиваног раста инвестиција и потрошње, али да неће јачати инфлаторни притисци по том основу.

## Кредити

**Домаћа кредитна активност** наставила је током 2020. године да бележи двоцифрене мг. стопе раста захваљујући одличној реализацији кредита у Т1, ефектима мораторијума од априла, а позитиван допринос од маја пружају и кредити из гарантне шеме. Укупни домаћи кредити у јуну забележили су мг. раст од 13,9%, при чему је структура кредита остала повољна са становишта доприноса расту економске активности.

Посматрано на нивоу Т2, **кредити привреди**, без ефекта промене девизног курса, повећани су за 45,3 млрд динара, а њихов мг. раст убрзан је са 14,5% у марту на 15,9% у јуну. Посматрано по наменама, инвестициони кредити наставили су да буду доминантна категорија кредита привреди, са учешћем од 44,4% у јуну, а њихово стање је током Т2 повећано за 13,0 млрд динара. Следе их кредити за обртна средства,<sup>12</sup> чије учешће у укупним кредитима привреди у условима растуће потребе за ликвидним средствима последњих месеци расте и у јуну је износило 40,7%. Стање кредита повећано је на

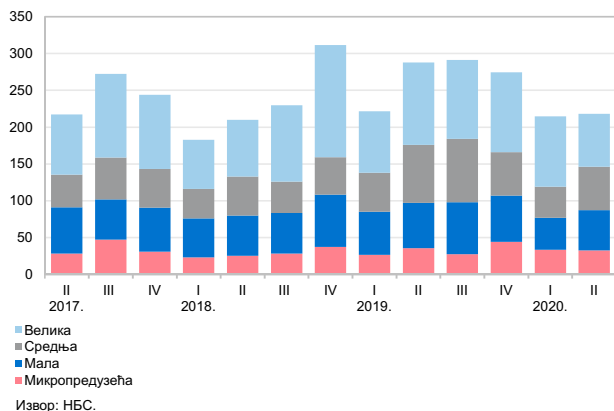
Графикон IV.2.3. Доприноси мг. расту кредита привреди (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



<sup>11</sup> Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају јуна износила 85,5 млрд динара, а девизна 11,0 млрд евра.

<sup>12</sup> У Т2 повећани за 32,5 млрд динара.

Графикон IV.2.4. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа (у млрд RSD)



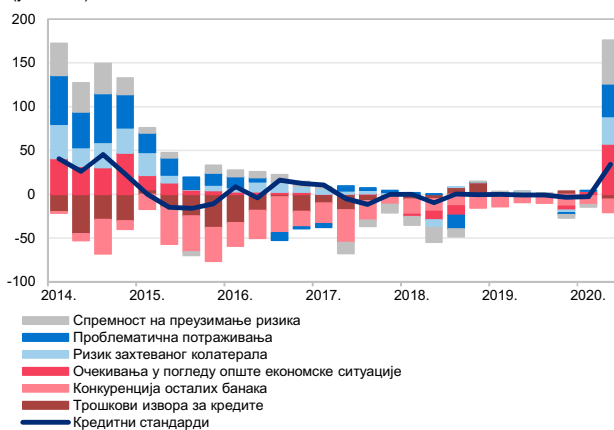
рачунами предузећа свих делатности, а највише код предузећа из области грађевинарства, пословања некретнинама и саобраћаја.

**Обим новоодобрених кредита привреди** у Т2 износио је 218,3 млрд динара, при чему је више од 50% овог износа одобрено у јуну захваљујући кредитима из гарантне шеме. У односу на исти период прошле године, овај износ је мањи за 24,2%, односно за 21,1% ако искључимо кредите рефинансиране код исте банке. Највећи део нових кредита привреди у Т2 односио се на кредите за обртна средства (130,5 млрд динара), при чему је сегменту тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа одобрено 70% ових кредита. Тај део тржишта користио је и 75% нових инвестиционих кредита<sup>13</sup> у Т2.

**Кредити становништву** су у Т2, без ефекта промене девизног курса, повећани за 50,7 млрд динара, при чему је њихов м.г. раст убрзао на 12,6% у јуну (са 9,7% у марту), што је делом резултат мораторијума на отплату кредита, који је јулском одлуком Извршног одбора додатно продужен за два месеца, почевши од 1. августа. У структури кредита становништву највећа учешћа имају готовински кредити (44,2% у јуну) и стамбени кредити (36,2% у јуну). Делујући проактивно с циљем ублажавања последица кризе и стварања услова за додатну потрошњу становништва, Народна банка Србије је у јулу усвојила нове прописе који би требало да грађанима олакшају услове отплате готовинских, потрошачких или других врста кредита (осим стамбених кредита и минуса по текућем рачуну). Конкретно, банке ће од дана ступања прописа на снагу бити подстакнуте да дужницима понуде рефинансирање или промену датума доспећа последње рате потрошачких, готовинских и осталих кредита (који није стамбени кредит ни минус по текућем рачуну) одобрених до 18. марта 2020, и то за додатне две године у односу на тренутно важећи режим рокова отплате ових кредита (који подразумева рок отплате до седам година у току ове године, до шест година у току 2021, а до осам година за потрошачке кредите одобрене за куповину моторних возила неvezано за годину). Поред тога, Народна банка Србије у јуну је донела одлуку да се снизи минимално учешће за куповину првог стана на 10%, што би такође требало да олакша терет кризе.

**Обим новоодобрених кредита становништву** у Т2 износио је 75,0 млрд динара, од чега се на готовинске

Графикон IV.2.5. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



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

<sup>13</sup> Током Т2 одобрено је 55,2 млрд динара инвестиционих кредита.

кредите односило 47%, а на стамбене 23%. У односу на исти период прошле године, обим нових кредита становништву мањи је за 52,6%, односно за 40,7% по искључењу ефекта кредита рефинансираних код исте банке.

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака<sup>14</sup> показују да су банке, у складу са очекивањима изнетим у априлској анкети, поопштриле стандарде по којима су одобравале кредите привреди и становништву током Т2. Такво кретање последица је раста аверзије према ризику у условима неизвесности изазване пандемијом вируса корона, која је била присутна у одговорима код већине банака. С друге стране, конкуренција у сектору и динарски извори финансирања препознати су као фактори који су деловали у смеру ублажавања стандарда, што је великим делом резултат смањења референтне каматне стопе Народне банке Србије. Банке оцењују да је тражња привреде за кредитима повећана у Т2, и то за кредитима за обртна средства и реструктурирање постојећих обавеза. Истовремено, тражња становништва за кредитима смањена је током Т2, што се може довести у везу и с предузетим мерама за здравствену заштиту становништва.

**Степен динаризације пласмана привреди и становништву**, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима, повећан је у Т2 за 1,4 п.п., на 34,6% крајем јуна – што је до сада највиши забележени ниво динаризације. Динаризација пласмана привреди повећана је на 16,4% крајем Т2 (са 14,7% крајем Т1) услед готово двоструко већег раста динарских кредита од раста кредита у еврима, чему је допринела и реализација динарских кредита из гарантне шеме. Истовремено, раст је забележила и динаризација пласмана становништву, за 0,7 п.п., на 55,8% крајем Т2.

Бруто **NPL** показатељ наставио је да се смањује током Т2<sup>15</sup> и у јуну је износио 3,7%, што је до сада најнижи ниво овог показатеља квалитета активе. Истовремено, **NPL** показатељи сектора привреде и становништва смањени су током Т2 за 0,2 п.п. и 0,3 п.п., на 2,8%<sup>16</sup> и 3,8%<sup>17</sup> у јуну, респективно.

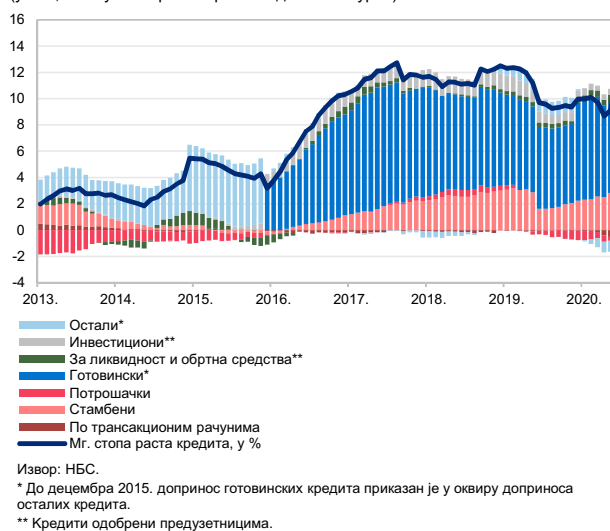
<sup>14</sup> Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

<sup>15</sup> Делом и због ефекта мораторијума.

<sup>16</sup> Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће **NPL** у укупним кредитима у јуну износило је 3,1%, што је за 0,2 п.п. мање него на крају Т1.

<sup>17</sup> Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је, такође, смањено за 0,3 п.п., 3,8%.

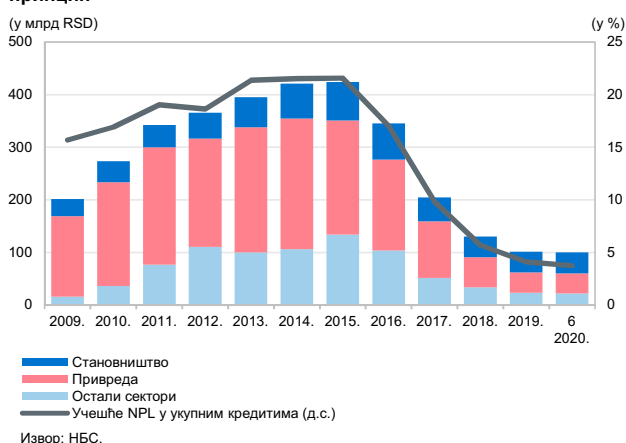
Графикон IV.2.6. Доприноси мг. расту кредита становништву (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



Графикон IV.2.8. Учешће **NPL** у укупним кредитима, бруто принцип



Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 91,6% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 62,6% *NPL*.

Према последњим расположивим подацима, **показатељ адекватности капитала**<sup>18</sup> крајем Т2 2020. износио је 22,7%, што је непромењено у односу на крај Т1 и указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

---

<sup>18</sup> Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

## Осврт 2: Микропредузећа, мала и средња предузећа – реализација кредита из гарантне шеме и услови финансирања

Имајући у виду растуће потребе предузећа за ликвидним средствима у условима пандемије вируса корона, подршку коју кредити обезбеђују економској активности, као и то што је глобално повећана аверзија према ризику услед пандемије, Влада Републике Србије усвојила је Уредбу о утврђивању гарантне шеме као меру подршке привреди за ублажавање последица пандемије болести COVID-19 изазване вирусом SARS-CoV-2.<sup>1</sup> Ова уредба има за циљ да олакша приступ и услове кредитирања сегменту тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа и предузетници, с обзиром на то да је управо овај део привреде осетљивији на економске последице пандемије вируса корона, при чему је истовремено и значајан генератор БДП-а и радних места.

Гарантна шема пружа могућност пословним банкама да уз гаранцију државе укупно одобре микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима до 2 млрд евра кредита за ликвидност и набавку обртних средстава под условом да буду пуштени у оптицај најкасније до краја јануара 2021. године. Максимални износ гаранције на нивоу осигураног портфолија банке износи 480 млн евра, док се највиши износ појединачне гаранције обрачунава као производ вредности осигураног портфолија банке, стопе покрића (80%) и стопе максималне гаранције (30%). Такође, како би се додатно подстакла економска активност, прописан је и услов да најмање 50% кредита на које се односи гарантна шема морају бити нови кредити, док се највише 50% гарантне шеме може искористити за рефинансирање постојећих обавеза. Како би се обезбедио и равноправан

Табела О.2.1. Гарантна шема, 2020.

Кредит	Кредит за финансирање ликвидности и обртних средстава намењен предузетницима, микро, малим и средњим привредним друштвима у складу са законом којим се уређује рачуноводство.
Структура финансирања	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Банке обезбеђују износ до 2 млрд евра, при чему максимални износ гаранције државе износи 480 млн евра (стопа максималне гаранције од 30% x стопа покрића од 80%);</li> <li>– Износ до 50% гарантне шеме (за нове кредитне) додељује се банкама сразмерно учешћу на тржишту кредита предузетницима, микро, малим и средњим привредним друштвима на дан 29. фебруара 2020.</li> </ul>
Услови	<ul style="list-style-type: none"> <li>– За кредитне у динарима: максимална к.с. једномесечни BELIBOR + 2,5 п.п.;</li> <li>– За кредитне у еврима: максимална к.с. тромесечни EURIBOR + 3,0 п.п.;</li> <li>– Максимална рочност: 36 месеци укључујући грејс период од 9 до 12 месеци;</li> <li>– Минимум 50% укупног износа кредита на који се односи гарантна шема је нов кредит;</li> <li>– Максимум 50% укупног износа кредита на који се односи гарантна шема може бити зановљен кредит који доспева након 29 фебруара 2020, а најкасније 31. јануара 2021.</li> </ul>
Намена	Кредит за финансирање ликвидности и обртних средстава.
Максимални износ кредита који корисник може да оствари код свих банака	<p>Мањи износ од два износа:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– 25% оствареног прихода корисника кредита оствареног у 2019. години према финансијским извештајима достављеним Агенцији за привредне регистре за статистичке сврхе;</li> <li>– 3.000.000 евра за кредитне одобрене у еврима, односно динарска противвредност износа од 3 млн евра по средњем курсу НБС важећем на дан закључења уговора о кредиту за кредитне одобрене у динарима.</li> </ul>
Додатни услови	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Кредит одобрен најкасније 31. децембра 2020, а пуштен у тецај на касније 31. јануара 2021;</li> <li>– Отплата кредитима врши се месечним ануитетима;</li> <li>– Инструмент обезбеђења кредита је меница корисника и већинског власника корисника кредита (директно учешће у власништву најмање 25%);</li> <li>– Корисник кредита не сме да исплаћује дивиденде, нити да врши повраћај позајмица оснивача у првој години дана након закључења уговора о кредиту;</li> <li>– Корисник кредита не сме да током трајања грејс периода превремено отплати постојеће кредитне исте намене код било које друге банке, а који нису укључени у осигурани портфолио.</li> </ul>
Пропис	Уредба о утврђивању гарантне шеме као мера подршке привреди за ублажавање последица пандемије болести COVID-19 изазване вирусом SARS-CoV-2 („Службени гласник РС”, бр. 57/20).

<sup>1</sup> „Службени гласник РС”, бр. 57/20.

положај свих банака на тржишту, одређено је и да се половина укупног износа гарантне шеме (до 1 млрд евра) додели сразмерно тржишном учешћу банке (у сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа и предузетника). Након што достигне 90% искоришћености максималног осигураног портфолија, банка може конкурисати за његово повећање, с тим да сваки појединачни захтев не може бити мањи од 5 млн евра, нити већи од 25 млн евра. Кредити могу бити одобрени у динарима или еврима, а утврђена је и максимална каматна стопа, која је у случају динарских кредита првобитно била једнака стопи једномесечног *BELIBOR*-а увећаној за 2,5 п.п., односно по стопи тромесечног *EURIBOR*-а увећаној за 3,0 п.п. за кредите у еврима.

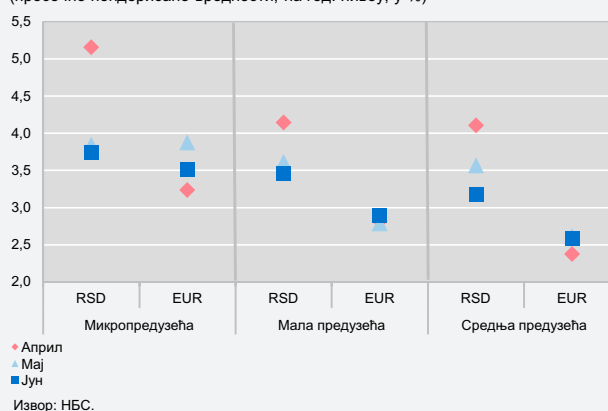
Кредити одобрени делу тржишта које се односи на сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа чине већи део укупних кредита привреде, са учешћем од преко 65% у јуну, уз стабилан тренд раста, који је већ више од годину дана двоцифрен – у јуну је износио 12,5% м.г. С обзиром на то да је сегменту тржишта микропредузећа, малих и средњих предузећа одобрено готово 65% нових кредита за ликвидност и обртна средства у 2020. години, кредити из гарантне шеме представљају значајну подршку за несметани наставак кредитне и економске активности овог дела тржишта.

Током маја и јуна, сегменту тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа и предузетници одобрено је 638,4 млн евра кредита за ликвидност и обртна средства у оквиру гарантне шеме.<sup>2</sup> Имајући у виду да се 86,9% укупно одобрених кредита односи на нове кредите, у наредном периоду можемо очекивати да они позитивно утичу на економску активност. Такође, валутна структура одобрених кредита говори у прилог расту интересовања привреде за динарским кредитима, јер се 56,4% укупно одобрених кредита односи на кредите у домаћој валути. То истовремено доприноси расту степена динаризације, а тиме и ефикасности монетарне политике и јачању финансијске стабилности. Додатни подстицај већем коришћењу динарских кредита пружа и одлука Извршног одбора донета на ванредној седници у јулу да се банкама које клијентима одобравају динарске кредите из гарантне шеме по нижим каматним стопама од максималне за најмање 50 б.п. плаћа виша стопа ремунације на износ издвојене обавезне резерве у динарима за 50 б.п. (која тренутно износи 0,1%). Износ на који се обрачунава виша каматна стопа ремунације утврђује се у висини просечног дневног стања динарских кредита из гарантне шеме под условом да је сваки појединачни кредит који је укључен у то стање одобрен по горенаведеној нижој каматној стопи.

Стање кредита микропредузећима, малим и средњим предузећима током Т2 повећано је за 27,9 млрд динара, при чему је цео раст остварен у мају и јуну (укупно за 46,8 млрд динара), великим делом захваљујући кредитима из гарантне шеме. Према прелиминарним подацима, до краја јула одобрена је готово половина укупно планираног износа гарантне шеме, што указује на то да је

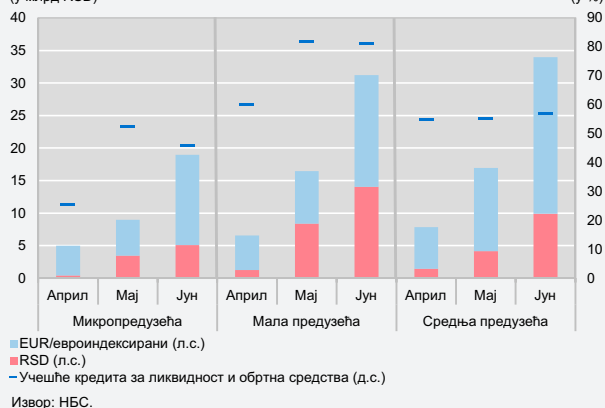
Графикон О.2.1. Каматне стопе на новоодобрене кредите микропредузећима, малим и средњим предузећима током Т2 2020.

(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Графикон О.2.2. Новоодобрени кредити микропредузећима, малим и средњим предузећима током Т2 2020.

(у млрд RSD)



<sup>2</sup> Закључно са 30. јуном 2020. реализовано је готово 90% одобрених кредита, односно 558,5 млн евра.

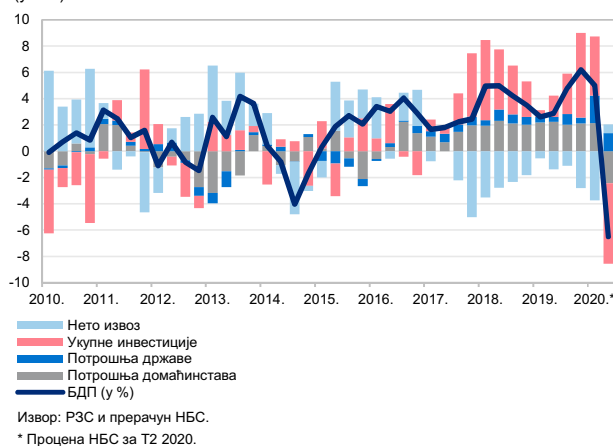


тражња за овим кредитима била велика и да је донета мера била правовремена и адекватна са становишта подстицаја кредитне активности и убрзања економског опоравка.

И услови финансирања микропредузећа, малих и средњих предузећа и предузетника остали су повољни током Т2. Упркос очекиваном расту у априлској анкети о кредитној активности у условима повећане аверзије према ризику, смањене су каматне стопе на динарске кредите микропредузећима, малим и средњим предузећима, чему је допринело ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, као и прописани повољни услови кредитирања из гарантне шеме. Тако су каматне стопе на нове динарске кредите микропредузећима смањене са 5,5% марту на 3,8% у јуну, вођене нижим каматним стопама на кредите за обртна средства за готово 2 п.п. Слично је и с каматним стопама на динарске кредите малим предузећима, које су под утицајем нижих стопа на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите снижене за 1,2 п.п., на 3,5% у јуну, док су каматне стопе на кредите средњим предузећима биле ниже за 0,7 п.п. и у јуну су износиле 3,2%. За разлику од динарских каматних стопа, каматне стопе на нове кредите у еврима за сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа благо су кориговане навише током Т2 и у јуну су износиле 3,5% за микропредузећа, 2,9% за мала и 2,6% за средња предузећа. Снижене су и динарске каматне стопе на кредите предузетницима (са 7,2% у марту на 3,9% у јуну), док су каматне стопе на кредите у евро знаку повећане и биле су на вишем нивоу него динарске стопе.

Раст кредитне активности и повољни услови финансирања доприносе расту расположивог дохотка овог највиталнијег и најфлексибилнијег дела привреде, што, заједно с другим економским мерама подршке овом делу привреде, треба да допринесе очувању њиховог производног потенцијала, укључујући и радна места, као и убрзаном опоравку од кризе.

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



### 3. Агрегатна тражња

Према прелиминарној процени РЗС-а, пад БДП-а у Т2 2020. износио је 6,5% м.г. и у потпуности је последица пада домаће тражње. Ефекти кризе највише су били изражени код инвестиција, а у нешто мањој мери и у приватној потрошњи, док је потрошња државе повећана услед набавке робе и услуга неопходних за борбу с вирусом корона. Допринос нето извоза очекивано је био позитиван, јер је, поред извоза, погођеног нижом екстерном тражњом, и увоз био смањен у условима нижих потреба индустрије за репроматеријалом, а мања приватна потрошња и ниже инвестиције одразиле су се и на мањи увоз потрошне робе и опреме.

#### Домаћа тражња

Пандемија вируса корона и проглашење ванредног стања у великој мери су допринели паду **потрошње домаћинства**, од 3,5% м.г. у Т2. Наиме, током априла већина услужних делатности била је у потпуности суспендована, изузев трговине, где је реални промет смањен за 18,4% м.г. Укидање ванредног стања у мају довело је до постепеног враћања економије у нормалне токове, при чему је потпуни опоравак остварен у трговини на мало – реални промет већ у мају остварио је раст од 4,7% м.г., а у јуну је убрзан на 11,5% м.г. Ефекти кризе и даље су били видљиви у сектору туризма, где је број ноћења домаћих туриста у јуну био нижи за 17,2% м.г., а на нивоу Т2 за близу 61% м.г. Када је реч о изворима потрошње, током Т2 остварен је раст масе зарада у приватном сектору од 10% м.г. (април–мај), што се пре свега може приписати мерама Владе за подршку привреди које су биле усмерене на очување радних места субвенционисањем плата до износа минималне зараде. Поред тога, на раст расположивог дохотка становништва утицала је и мера Народне банке Србије која се односи на застој у отплати кредита у периоду од три месеца, коју је користило око 90% дужника. С друге стране, ново кредитирање становништва било је готово заустављено током априла, док се од маја бележи раст новоодобрених кредита намењених потрошњи, па су током јуна они већ достигли преткризни ниво. И дознаке су биле у паду, који је у условима кризе био убрзан са -11,2% м.г. у Т1 на -31,3% м.г. у Т2, што се може довести у везу са знатним падом економске активности у европским земљама и мањом мобилношћу радне снаге. Извор потрошње током Т2 била је и обезбеђена помоћ становништву у износу од 100 евра, за коју се пријавило преко 6 млн грађана.

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

	2019.		2020.	
	Т3	Т4	Т1	Т2
<b>Потрошња домаћинства</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>-3,5 *</b>
<b>Показатељи</b>				
Промет у трговини на мало	8,6	11,4	10,2	-0,7
Промет у угоститељству	9,7	10,2	5,7	-93,3 **
Број домаћих туриста	7,1	10,5	-3,5	-65,4
Број ноћења домаћих туриста	5,5	13,6	1,5	-60,8
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	15,9	8,0	9,2	-3,5
<b>Извори</b>				
Маса укупних зарада, номинално	14,6	15,4	13,9	10,4 ***
Нето прилив дознака, номинално	2,5	-3,4	-11,2	-31,3
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	13,9	13,2	12,8	12,3

Извор: РЗС и прерачун НБС.  
\* Процена НБС.  
\*\* Април (процена РЗС).  
\*\*\* Април–мај.

Ефекти пада приватне потрошње делом су амортизовани растом **државне потрошње** (8% мг.), пре свега по основу набавке роба и услуга неопходних за борбу с вирусом корона. На тај начин укупна финална потрошња током Т2, према нашој процени, смањена је за 1,2% мг., уз допринос БДП-у од -1,0 п.п.

Отежани услови пословања с којима се привреда суочила током Т2, као и раст неизвесности везаних за опоравак појединих привредних делатности, условили су **пад инвестиција** приватног сектора, за који процењујемо да ће у Т2 износити 9,9% мг. То потврђује кретање готово свих показатеља доступних на месечном нивоу. Тако је током Т2 смањена производња капиталних производа за 25,4% мг., док је увоз опреме био мањи за 14,5% у односу на исти период претходне године. Пад бележе и издате грађевинске дозволе (31,1% мг. април-мај), као и производња и увоз грађевинског материјала за 11,5% мг. и 9,1% мг., респективно. У условима смањених прихода и глобално повећане аверзије према ризику, смањени су и извори финансирања инвестиција, о чему сведочи нижи нето прилив СДИ од 38,7% мг. у Т2, као и нижи прираст инвестиционих кредита од 32% мг.

Реализација инфраструктурних пројеката из области саобраћаја и енергетике финансираних од стране државе настављена је и током пандемије, тако да су, према нашој процени, **државне инвестиције** забележиле благи раст од око 2% у односу на Т2 2019, чиме су укупне инвестиције током Т2 смањене за 8% мг., уз допринос БДП-у од -1,8 п.п.

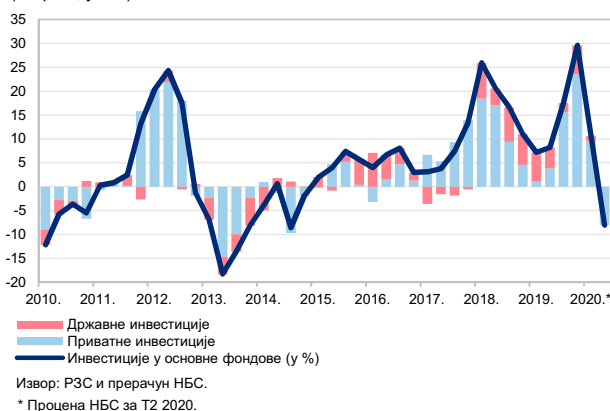
Отежана набавка репроматеријала у условима прекинутих ланаца снабдевања проузроковала је знатно трошење залиха, што је допринело паду БДП-а у Т2 са 4,3 п.п.

Посматрано и на тромесечном нивоу, укупна потрошња била је готово непромењена, пошто је, према нашој процени, раст државне потрошње од 2,7% дсз. у потпуности компензовао пад приватне потрошње од 0,8% дсз. С друге стране, инвестиције у фиксне фондове смањене су за 13,8% дсз., првенствено по основу смањења приватних инвестиција, док је додатан допринос паду БДП-а потекао од смањења залиха.

## Нето екстерна тражња

Криза изазвана пандемијом вируса корона снажно се одразила на спољнотрговинску размену током Т2.

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

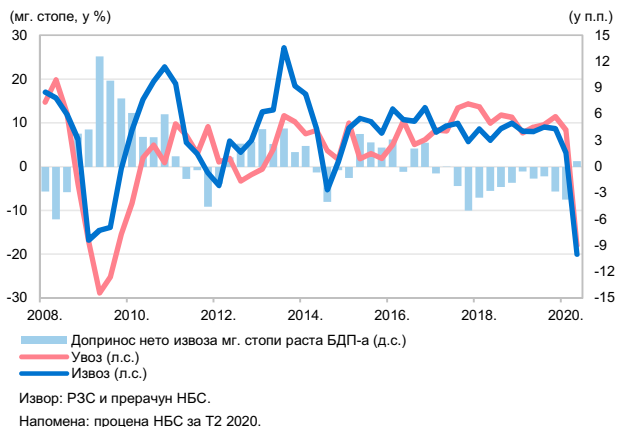


Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2019.		2020.	
	Т3	Т4	Т1	Т2
<b>Реалне мг. стопе раста (у %)</b>				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)*	17,5	29,6	10,7	-8,0
Грађевинарство (нац. рачуни)*	36,0	48,3	19,6	-3,5
Инвестиције државе	10,6	30,8	5,0	2,0
Број издатих грађевинских дозвола	18,4	18,4	22,3	-31,1 **
Производња грађевинског материјала	3,4	0,1	-3,1	-11,5
Вредност изведених радова	45,1	61,8	24,4	-0,8
Увоз опреме, номинално	16,0	42,5	27,2	-14,5
Производња домаћих машина и опреме	-6,8	10,7	-0,5	-15,0
Залихе готових производа у индустрији	-3,2	-3,8	-5,1	-0,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.  
\* Процена НБС за Т2 2019.  
\*\* Април-мај.

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



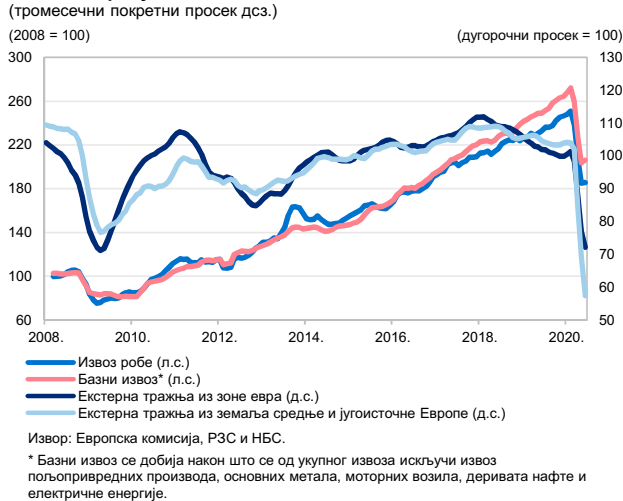
Извоз робе и услуга смањен је реално за 20,0% мг., а увоз за 18,0% мг., при чему је, због већег учешћа увоза од извоза, допринос нето извоза кретању БДП-а у Т2 био позитиван и износио је 0,7 п.п.

Здравствене мере и оштар пад екстерне тражње изазван пандемијом вируса корона утицали су на то да извоз робе изражен у еврима, према платнобилансним подацима, у Т2 забележи мг. пад од 20,4%. Пад извоза у потпуности се односио на прерађивачку индустрију, чији је извоз у Т2 смањен за 22,0% мг., док је извоз пољопривреде и у кризним околностима бележио раст (13,0% мг.). Негативни ефекти кризе на извоз, који су почели да се испољавају у марту, били су најизраженији у априлу. С постепеним попуштањем здравствених мера и отварањем економија, у мају је започет опоравак, што потврђују и позитивне дсз. стопе раста, које су забележене у 16 од 23 гране прерађивачке индустрије. Од кључних извозних грана, раст извоза електричне опреме, гуме и пластике и аутомобила, делова и прибора за возила започет је у мају и настављен је у јуну, када је забележено и повећање извоза основних метала и металних производа.<sup>19</sup>

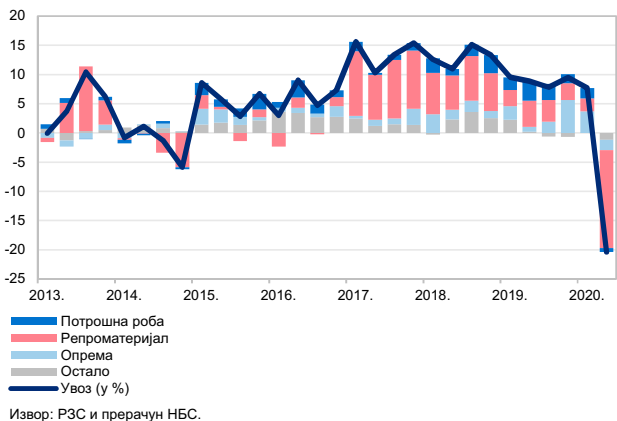
Пад економске активности одразио се на снажан пад робног увоза, чији је износ изражен у еврима у Т2 смањен за 19,9% мг. Томе је, према класификацији ЕУ, пре свега допринео нижи увоз индустријских инпута за потребе извоза (интермедијарни производи -19,5% мг.), капиталних добара (-27,0% мг.), као и енергената (-57,2% мг.), на који је поред мањих потреба индустрије утицала и нижа цена нафте. У истом смеру, мада у знатно мањој мери, деловао је и мањи увоз потрошних добара. На иста кретања указује и класификација увоза према општим економским категоријама (BEC), где је на пад увоза пре свега утицао смањен увоз репроматеријала (-29,5% мг.), а у мањој мери опреме (-14,5% мг.) и потрошне робе (-3,5% мг.). Увоз је почео да се опоравља у мају, вођен увозом опреме и репроматеријала, што је настављено и у јуну.

Суфицит у размени услуга са иностранством у Т2 виши је него у истом периоду претходне године, јер је већи пад забележен код увоза услуга (-24,6% мг.) него код извоза (-20,1% мг.). Највећи негативан допринос и код извоза и увоза услуга потиче од туризма, који је био израженији код увоза, а затим од транспорта.

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



Графикон IV.3.5. Кретање главних компонента увоза  
(доприноси мг. расту, у п.п.)



<sup>19</sup> Видети Осврт 3, стр. 40.

Покривеност робног увоза извозом<sup>20</sup> готово да се није променила у односу на март и у јуну је износила 73,7%, а по укључењу услуга 83,5%.

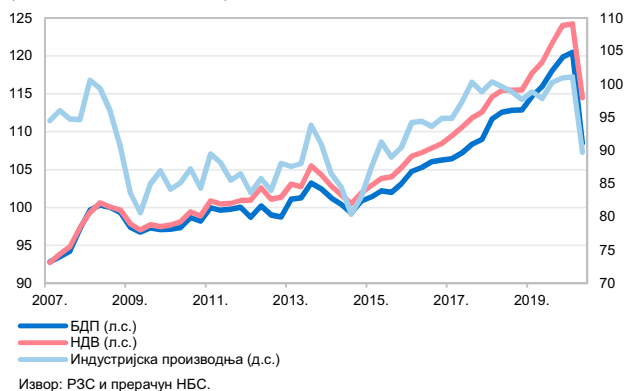
#### 4. Економска активност

*Након раста од 5% мг. у Т1, који је био највећи међу европским земљама, економска активност у Т2 опала је за 6,5% мг. (10% дсз.) услед негативних ефеката пандемије вируса корона, који су довели до пада тражње, застоја ланца снабдевања и затварања економија. Ефекти кризе најизраженији су били у априлу, да би с попуштањем здравствених мера и код нас и у свету, од маја уследио опоравак, који је настављен и у јуну.*

Знатан пад екстерне тражње, уз отежану транспортну комуникацију и привремени прекид у глобалним ланцима снабдевања, као и проглашење ванредног стања током априла, утицали су на мању искоришћеност производних капацитета, тако да је, према нашој процени, у Т2 **индустријска производња** смањена за око 8% мг., уз негативан допринос БДП-у од 1,6 п.п.

На пад индустрије указује смањење физичког обима индустријске производње у Т2 од 7,8% мг., при чему је прерађивачка индустрија остварила нешто већи пад (8,3% мг.), док је, с друге стране, сектор рударства био најмање погођен кризом, о чему сведочи минимална корекција производње током Т2 (-1,4% мг.). У оквиру прерађивачке индустрије, пад производње посебно је био изражен у аутомобилској индустрији, која је доминантно оријентисана ка извозу, као и код осталих извозно оријентисаних делатности – производње електричне опреме и робе широке потрошње (намештај, одевни предмети, производи од коже). Поред тога, смањена је производња примарних производа, изузев у производњи нафтних деривата и хемијских производа, где је, услед ниске базе проузроковане ремонтом нафтних и хемијских постројења, током Т2 остварен раст од 24,3% мг. и 13,5% мг., респективно. С друге стране, прехранбена индустрија је остварила знатно мањи пад од осталих делатности (-1,6% мг.), док је већа тражња у условима пандемије определила раст обима производње фармацеутских производа од 15,0% мг.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



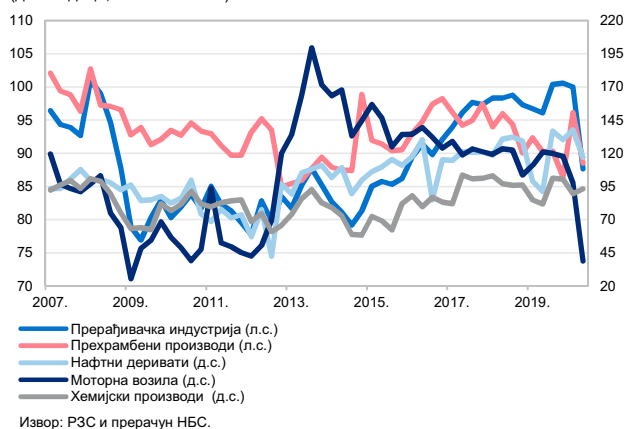
Табела IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а (у п.п.)

	2019.			2020.	
	Т2	Т3	Т4	Т1	Т2*
<b>БДП (у %, мг.)</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>-6,5</b>
Пољопривреда	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Индустрија	-0,5	0,4	0,7	1,0	-1,6
Грађевинарство	0,7	1,7	2,3	0,7	-0,1
Услуге	2,0	2,1	2,5	2,7	-1,2
Нето порези	0,5	0,5	0,5	0,7	-3,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

Графикон IV.4.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



<sup>20</sup> Мерено 12-месечним покретним просеком.

Потребно је истаћи да је опоравак индустрије започет у мају, када је пад успорен на 9,4% мг. (са -16,7% мг. у априлу), и да је већ у јуну остварен раст обима индустријске производње од 2,6% мг., који се у потпуности дугује повећању обима производње прерађивачке индустрије од 4,1% мг. Позитивна кретања у оквиру прерађивачке индустрије током јуна била су широко распрострањена међу делатностима, пошто је повећање обима производње на мг. нивоу регистровано у 16 од 24 делатности.

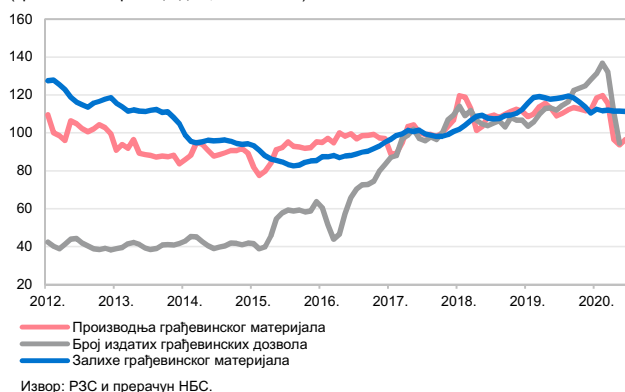
Мањи пад приватне потрошње од очекиваног довео је до готово потпуног опоравка промета **трговине на мало**, који је већ у мају остварио раст од 4,2% мг., док је у јуну убрзан на 11,5% мг. Остале услужне делатности које су биле више погођене увођењем ванредног стања и спровођењем мера ради очувања здравља грађана, **туризам, угоститељство и саобраћај**, од маја су оствариле спорији опоравак. Услед и даље присутних неизвесности проузрокованих пандемијом, авио-саобраћај је само делимично опорављен, док се промет у туризму, након пада у мају од преко 80% мг., делимично опоравио у јуну, пре свега по основу активности домаћих туриста, тако да је укупан број ноћења у јуну смањен за 43,3% мг. Имајући то у виду, процењујемо да су услужне делатности, збирно посматрано, у Т2 забележиле пад од 2,2% мг., уз негативан допринос БДП-у од 1,2 п.п.

Кретање показатеља из области **грађевинарства** указује на то да је ванредно стање проузроковано вирусом корона успорило грађевинску активност. Производња грађевинског материјала у Т2 је смањена за 11,5% мг., док је број издатих грађевинских дозвола у периоду април–мај смањен за 31,1% мг. Ипак, услед интензивне реализације инфраструктурних пројеката, процењујемо да је грађевинска активност у Т2 смањена у мањој мери него остале делатности (-2,0% мг.), уз минимални негативан допринос БДП-у од 0,1 п.п.

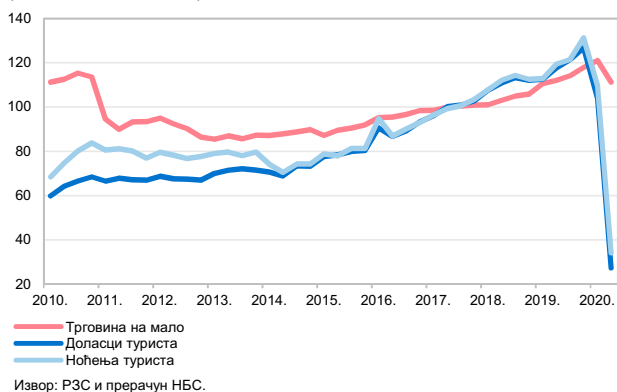
Због донетог пакета мера фискалне подршке, негативан допринос БДП-у потекао је од **нето пореза**.

Према нашим проценама, једини позитиван допринос (од 0,1 п.п.) у Т2 дала је **пољопривреда**, с обзиром на то да, на основу првих оцена о производњи пшенице и података о засејаним површинама кукуруза и индустријског биља, процењујемо да ће пољопривреда и ове године остварити раст активности, који ће, због високе базе тј. натпросечних резултата остварених у претходној години, износити око 1%.

Графикон IV.4.3. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



Графикон IV.4.4. Показатељи активности сектора услуга (дсз. подаци, 2017 = 100)



На тромесечном нивоу, процењујемо пад економске активности од око 10% услед смањења активности у свим секторима изузев пољопривреде. То је боље од наших очекивања из претходног извештаја, јер су се од маја брже опоравиле прерађивачка индустрија и трговина на мало, а мањи пад од пројектованог забележен је и у грађевинарству.

### Осврт 3: Очекивана и остварена макроекономска кретања у Т2

У претходном Извештају о инфлацији истицали смо да ће се негативни ефекти пандемије на домаћу економију највише осетити у априлу, а да би с постепеним попуштањем мера за здравствену заштиту становништва у наредним месецима требало да уследи постепени опоравак економије, подржан и донетим економским мерама Народне банке Србије и Владе. Тада смо истицали да би, према нашим првим проценама, економска активност у Т2 могла бити нижа за око 8% м.г., односно за близу 11% дсз. посматрано у односу на Т1. Пад активности очекиван је у готово свим услужним делатностима, што је у том тренутку објашњавало преко половине пројектованог пада економске активности посматрано на м.г. нивоу, а највише у области саобраћаја, туризма и угоститељства. Негативан допринос очекивао се и од индустријске и пољопривредне производње због претпоставке о просечној пољопривредној сезони, као и од грађевинарства, делом и због високе базе из претходне године.

Према првој процени РЗС-а, смањење економске активности у Т2 било је мање од наше пројекције. Пад БДП-а износио је 6,5% м.г., док у односу на Т1 то смањење износи 10,0% дсз. Мањи пад од очекиваног резултат је бољих остварења у скоро свим производним и услужним секторима. Пољопривредна сезона ће готово извесно бити боља од претходне, пад активности у области грађевинарства је минималан, док је смањење активности у индустрији и у појединим услужним секторима мање од пројектованог.

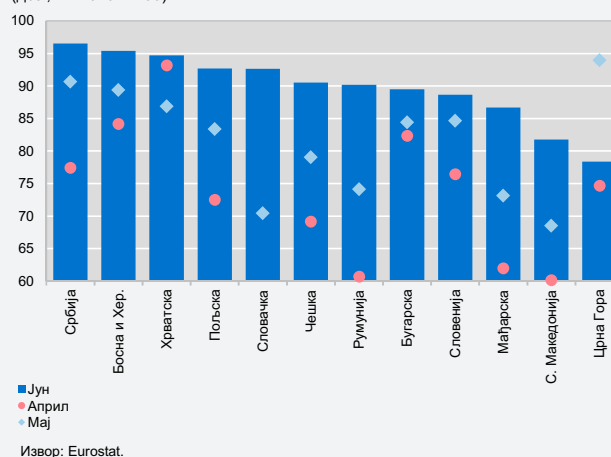
Кретање физичког обима **индустријске производње** током Т2 било је доминантно одређено динамиком активности у прерађивачкој индустрији, која је у априлу забележила оштар пад услед смањеног обима производње, проузрокован застојима/прекидима у производним ланцима, падом екстерне тражње и мерама усмереним на очување здравља становништва. Те мере су привремено затвориле економије широм света, што је проузроковало пад тражње. Укидање ванредног стања у нашој земљи почетком маја довело је до опоравка прерађивачке индустрије у мају, док је раст активности у јуну додатно неутралисао негативне ефекте економске кризе проузроковане пандемијом. Притом, и у мају и у јуну опоравак индустрије био је бржи од иницијалних очекивања.

Потребно је истаћи да је слична динамика прерађивачке индустрије остварена у готово свим земљама средње и југоисточне Европе – пад у априлу, а затим опоравак у мају и јуну. Ипак, интензитет месечних промена био је повољнији у Србији него у осталим земљама у региону средње и југоисточне Европе, о чему сведочи ниво производње у јуну, који указује на то да је Србија у односу на Т1 претрпела најмањи пад обима производње прерађивачке индустрије (-3,5%, дсз.), док се код осталих земаља пад кретао у распону од 4,6% дсз. у Босни и Херцеговини до преко 20% дсз. у Црној Гори.

Посматрано у односу на Т1, пад физичког обима индустријске производње у априлу износио је 18,9% дсз., док је у мају надокнађено

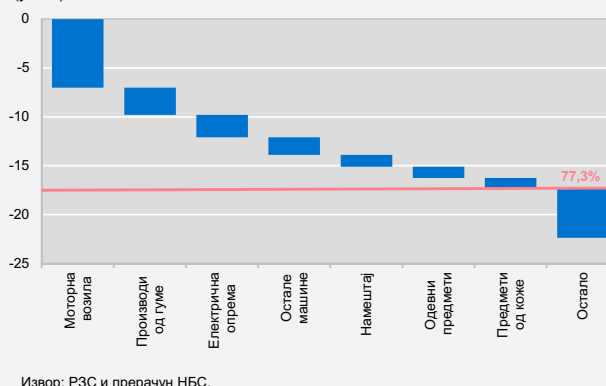
Графикон О.3.1. Промена физичког обима производње прерађивачке индустрије током Т2 2020.

(дсз., Т1 2020 = 100)



Графикон О.3.2. Допринос тромесечном паду извоза прерађивачке индустрије у Т2 2020.

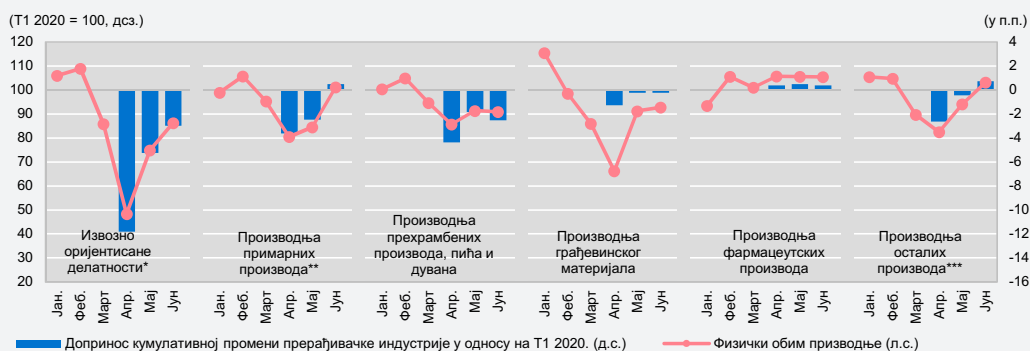
(у п.п.)





више од половине тог пада. Пад активности у априлу забележен је у 20 од 24 области прерађивачке индустрије, а исто толико области бележи опоравак у мају. У структури прерађивачке индустрије може се уочити група од седам извозно оријентисаних делатности (производња моторних возила и приколица, производа од гуме, машина, електричне опреме, намештаја, одевних предмета и производа од коже), које су генерисале преко половине регистрованог пада производње у прерађивачкој индустрији током априла и маја. Наиме, смањење екстерне тражње за последицу је имало пад извоза прерађивачке индустрије од 23,3% дсз. у Т2, при чему се скоро 80% пада дугује смањењу извоза аутомобилске индустрије, машина и опреме и робе широке потрошње. Приметно је да су извозно оријентисане делатности већ током марта забележиле већи пад обима производње од осталих делатности прерађивачке индустрије, при чему је тај јаз додатно продубљен у априлу, када је обим производње извозно оријентисаних делатности смањен за 43,6% дсз., чему је највише допринео пад обима производње моторних возила од 76,3% дсз. У мају је започет опоравак, који је настављен и у јуну, када је ниво производње извозно оријентисаних делатности достигао 86% остварене просечне месечне производње током Т1.

Графикон О.3.3. Физички обим производње прерађивачке индустрије по делатностима у 2020.



Извор: Eurostat.

\* Производња моторних возила, машина и опреме, електричне опреме, намештаја, производа од гуме, одевних предмета и производа од коже.

\*\* Производња основних метала, хемијских производа, нафтних деривата, текстила и прерада дрвета.

\*\*\* Производња папира, осталих саобраћајних средстава, рачунара, опреме, штампање аудио и видео записа и др.

Смањење екстерне тражње одразило се и на нижу активност у делатностима производње примарних производа – основних метала, хемијских производа, нафтних деривата, текстила и прераде дрвета. Иако је производња примарних производа регистровала мањи пад активности у априлу од делатности повезаних са аутомобилском индустријом и производњом машина и електричне опреме, у мају је уследио спорији опоравак, који је убрзан у јуну, чиме је физички обим производње примарних производа надмашио ниво из Т1 за 1,2%.

Прехрамбена индустрија и производња пића и дувана оствариле су знатно мањи пад активности у априлу, што се може довести у везу са нееластичном домаћом тражњом за овим производима. Након укидања ванредних мера, производња прехранбених производа, пића и дувана благо се опоравила, али је остварени ниво производње у јуну и даље мањи од оствареног просека у Т1 за 9%, што се може довести у везу са отежаним пласманом робе на извозна тржишта, о чему сведочи пад извоза ових производа у Т2 од 12,8% дсз.

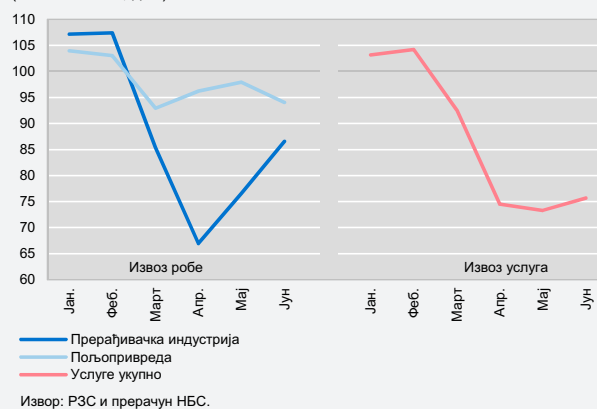
За разлику од осталих делатности, раст тражње за медицинским средствима определио је раст обима производње фармацеутских производа у априлу од 4,7% дсз. У мају и јуну ниво производње остао је готово непромењен, чиме је на нивоу тромесечја остварен раст од 5,7% дсз., уз допринос расту прерађивачке индустрије од 0,4 п.п.

Иако током ванредног стања нису обустављани радови на инфраструктурним пројектима, спровођење мера за заштиту становништва од ширења вируса корона довело је до њихове спорије реализације. Поред тога, током априла успорена је динамика отварања нових градилишта, о чему сведочи и пад броја издатих дозвола од 38,4% дсз., што је све заједно довело до пада обима производње грађевинског материјала од 23% дсз. Ипак, опоравак активности у области грађевинарства од маја, подржан већим бројем издатих грађевинских дозвола (14,0% дсз.), резултирао је снажним растом обима производње грађевинског материјала (37,8% дсз.), док је у јуну остварен додатни раст од 1,7% дсз.

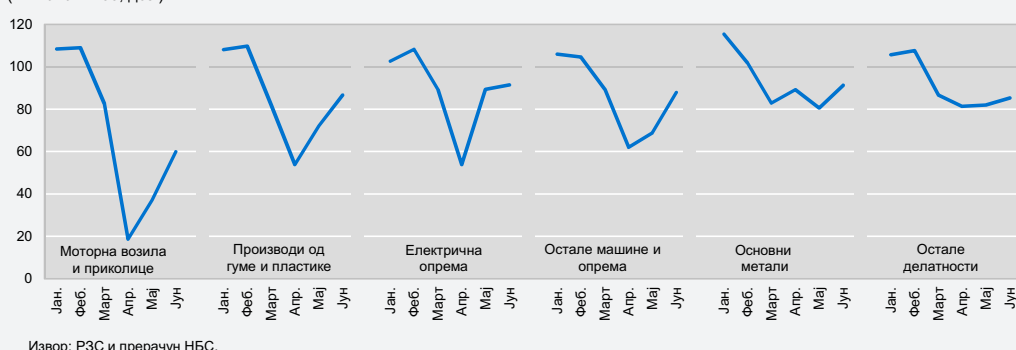
Укидање ванредних мера почетком маја омогућило је поново отварање трговинских објеката, што је, уз раст домаће тражње, који је био подстакнут и фискалним мерама подршке привреди и становништву ради смањивања негативних ефеката пандемије вируса, довело до готово потпуног опоравка **реалног промета у трговини** већ у мају. Наиме, реални раст од 30,1% дсз. у мају у потпуности је неутралисао пад из априла (-23,6% дсз.), што је било изнад наших очекивања. У јуну реални промет повећан је за додатна 6,4% дсз., тако да је у односу на Т1 он био већи за 3,7% дсз.

Када је реч о **угоститељству и туризму** – у складу с нашим очекивањима, промета у овим областима током априла готово да није било, да би, са отварањем економије и ублажавањем мера за здравствену заштиту становништва, у мају постепено растао промет и у овим областима.

Графикон О.3.4. **Извоз робе и услуга у 2020.**  
(Т1 2020 = 100, дсз.)

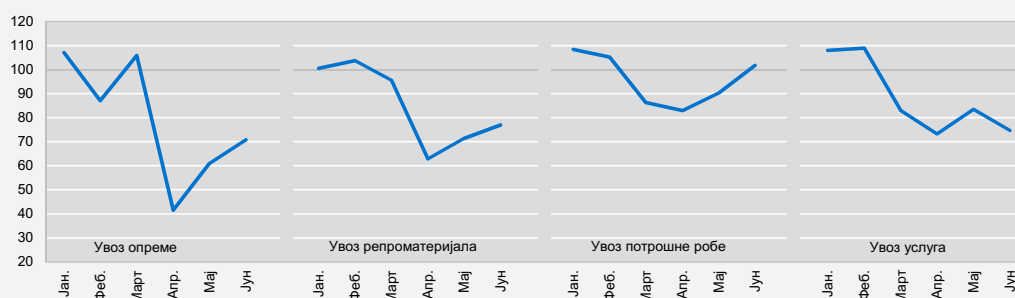


Графикон О.3.5. **Извоз прерађивачке индустрије у 2020.**  
(Т1 2020 = 100, дсз.)



Пандемија вируса корона и здравствене мере донете ради спречавања ширења вируса снажно су утицале на динамику текућег дефицита у Т2. **Текући дефицит** у Т2 2020. смањен је са 977,3 млн евра у Т1 на 371,0 млн евра (за скоро 47% у односу на Т2 2019), услед смањења дефицита робне размене и дефицита на рачуну примарног дохотка, као и благог побољшања салда услуга, док је мањи прилив дознака деловао у супротном смеру. Након марта, када су забележени први негативни ефекти на **робну размену**, најснажнији утицај здравствених мера и затварања економија осетио се у априлу, када су извоз и увоз робе забележили дсз. месечни пад од 19,7% и 28,5%, респективно. С постепеним отварањем економија у мају, започет је опоравак спољнотрговинске размене, али је он ипак био спорији од опоравка производње, што указује на то да се домаћа тражња брже опорављала од екстерне тражње. Робни извоз је у мају повећан за 14,2% дсз., вођен опоравком извоза прерађивачке индустрије (14,4% дсз.) и већине њених кључних извозних области (електрична опрема, ауто-кластер, гума и пластика). С друге стране, иако је раст извоза забележен у 16 од 23 области прерађивачке индустрије, поједине значајне области попут металског комплекса и прехранбене и дуванске индустрије и даље су бележиле мањи извоз. Истовремено, опоравак производње утицао је и на раст увоза у мају (за 12,5% дсз.), о чему сведочи и његова структура, пошто је претежно био вођен растом увоза опреме (46,8% дсз.) и репроматеријала (13,6% дсз.), а у мањој мери увозом потрошне робе, који је повећан за 8,9% дсз. Опоравак робне размене настављен је у јуну, уз раст извоза од 11,3% дсз., при чему је расту извоза прерађивачке индустрије (13,0% дсз.) допринио и извоз метала и металних производа, док је раст увоза (10,4% дсз.) и даље био претежно вођен увозом средстава за производњу, али уз нешто већи допринос увоза потрошних добара.

Графикон О.3.6. **Увоз робе и услуга у 2020.**  
(Т1 2020 = 100, дсз.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

И **размена услуга** са иностранством била је снажно погођена ефектима пандемије, при чему се извоз нешто брже опорављао од увоза, што је резултирало благим побољшањем салда у трговини услугама. Након што је у мају дсз. раст извоза забележен само код туристичких и ИКТ услуга, он је у јуну проширен и на друге врсте услуга, док се спорији опоравак увоза услуга пре свега дугује изостанку туристичких путовања у иностранство. **Салдо примарног дохотка** поправљен је по основу мањих расхода на СДИ и портфолио инвестиције, док је **суфицит секундарног дохотка** смањен пре свега по основу нижег прилива дознака из иностранства, који је у условима глобалног успоравања економске активности и смањене покретљивости радне снаге био и очекиван.

Прилив капитала на **финансијском рачуну** у Т2 2020. (1,8 млрд евра) био је за скоро 30% већи него у истом периоду претходне године. Томе је, пре свега, допринела успешна емисија седмогодишњих еврообвезница у мају, захваљујући којој је по основу портфолио инвестиција у Т2 остварен нето прилив капитала од 1,65 млрд евра. Поред тога, иако је нето прилив СДИ у Т2 2020. (665,1 млн евра) био нижи него у истом периоду 2019. (1,0 млрд евра), разлика се пре свега односи на реинвестирану добит, чијег приписа у Т2, очекивано, углавном није било. И прилив међукомпанијских зајмова био је нешто нижи него у истом периоду претходне године, али је он у великој мери компензован већим улагањима власничког капитала. Притом, треба имати у виду и чињеницу да податке поредимо са 2019. годином, у којој је остварен рекордан прилив СДИ. Истовремено, за разлику од Т2 2019, у Т2 2020. забележен је нето одлив по основу већег износа готовог новца и депозита који су банке држале у иностранству (233,3 млн евра), као и по основу трговинских кредита (567,0 млн евра).

Негативни ефекти пандемије на тржиште рада током Т2 у великој мери су ублажени донетим мерама економске политике, о чему сведочи податак да су формална запосленост и зараде у већини услужних сектора очуване. Према подацима Националне службе за запошљавање, број **регистрованих незапослених** у јуну 2020. износио је 525.987 и у односу на март виши је за око 13 хиљада незапослених, а вероватно би био далеко већи да нису предузети значајни фискални и монетарни подстицаји. На формалном сегменту тржишта рада, запосленост не само да је сачувана него је у односу на исти период претходне године у Т2 забележила раст од 1,6%.

Према програму мера који је Влада донела крајем марта и Уредби о ребалансу буџета за 2020, **фискални дефицит на консолидованом нивоу** износио би око 7% БДП-а у 2020. Највећи део планираних мера помоћи, које се директно одражавају на буџет Републике Србије, већ је спроведен током Т2. То је резултирало фискалним дефицитом на консолидованом нивоу од 311,5 млрд динара у шест месеци (од чега се преко 4/5 дефицита односи на Т2).

Посматрано у односу на исти период 2019, јавни приходи у П1 2020. нижи су за 7,4% реално, као последица смањене економске активности у Т2 и донетих антикризних мера. Највећи ефекат на ниже приходе у односу на П1 2019. имало је одложено плаћање аконтације пореза на добит у Т2 (-28,3 млрд динара), а затим нижи доприноси за социјално осигурање (-22,0 млрд динара), као и нижи непорески приходи (-14,8 млрд динара), док су друге категорије стагнирале или незнатно наслале.

Јавни расходи су за 23,3% реално већи него у истом периоду 2019, највише због једнократне исплате средстава пунолетним грађанима (76,2 млрд динара), као и субвенција због исплате минималних зарада привредницима (69,7 млрд динара). У мањој мери, раст је забележен и код набавке робе и услуга (44,8 млрд динара), расхода за зараде (30,1 млрд динара), као и капиталних расхода (27,2 млрд динара).

Средства за финансирање дефицита и отплату редовних обавеза обезбеђена су издавањем еврообвезнице на међународном финансијском тржишту у износу од 2 млрд евра, као и емисијама динарских ХоВ на домаћем тржишту.

Према проценама Министарства финансија, путем директних давања и привременим ослобађањем привреде од пореских обавеза (укључујући и трећу исплату минималне зараде која је извршена у јулу, као и средства кредитне подршке која су обезбеђена преко Фонда за развој), држава је привреди и грађанима до сада обезбедила помоћ од нешто више од 2,3 млрд евра.

Крајем јула 2020, усвојен је други пакет мера фискалне политике од око 66 млрд динара, којим је исплата субвенција за зараде запослених у малим и средњим предузећима продужена за још два месеца. Поред тога, одлагање плаћања пореза на зараде и доприносе за социјално осигурање за сва приватна предузећа продужено је за додатних 30 дана. Тиме ће укупна подршка привреди и грађанима ове године износити око 12,2% БДП-а. То ће, према проценама Министарства финансија, за последицу имати фискални дефицит опште државе ове године од око 8,2% БДП-а, али је, према нашем мишљењу, такав једнократни дефицит у потпуности оправдан, јер би у супротном пад економске активности ове године био далеко већи, праћен смањењем производних капацитета, укључујући и смањење броја радних места, а опоравак у наредној години знатно спорији. Тиме би јавни дуг ове године био привремено повећан на око 60% БДП-а, али би од наредне године уследио наставак његове силазне путање.

Да закључимо – кретања расположивих показатеља економске активности током Т2 указују на то да су негативни ефекти пандемије на кретање економске активности у Т2 били мањи него што смо проценили у мају, чему су допринеле правовремене и опсежне мере монетарне и фискалне политике. Такође, пољопривредна сезона ће, по свему судећи, бити боља од просечне. С обзиром на то, пад БДП-а у Т2 износи 6,5% и мањи је од пројектованих 8%. Иако је ток пандемије у наредном периоду тешко проценити, с обзиром на поновно глобално ширење вируса, и неизвесност по питању опоравка светске, а самим тим и наше економије, предузете економске мере и повољна средњорочна макроекономска перспектива допринеће да се започети опоравак настави и у наредном периоду.

## 5. Кретања на тржишту рада

*Пандемија вируса корона за сада се није знатније одразила на запосленост у Србији, пре свега захваљујући свеобухватном пакету подршке домаћој привреди, којим су сачувана радна места у већини привредних делатности. Ипак, м.г. динамика раста зарада и запослености, с једне стране, и пада незапослености, с друге стране, успорена је у Т2 у односу на период пре пандемије.*

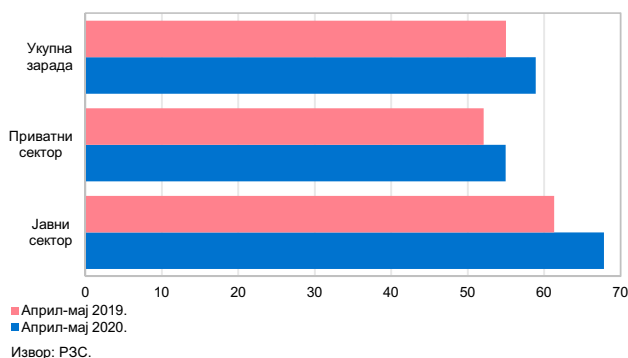
### Зараде и продуктивност рада

Просечна номинална нето зарада у априлу и мају износила је 58.912 динара (тј. 501 евро), што је раст од 7,1% м.г., којем доприносе више зараде и у **приватном сектору** (5,6% м.г.) и у **јавном сектору** (10,6% м.г.). Међутим, за разлику од јавног сектора, у априлу и мају је, услед пандемије, било приметно успоравање м.г. раста зарада у приватном сектору у односу на почетак 2020. и 2019. годину. То потврђује месечни пад просечне номиналне нето зараде најпре у априлу (-0,1% дсз.), а потом и у мају (-1,2% дсз.), који би вероватно био и израженији да није благовремено реализован програм економских мера с циљем очувања адекватног нивоа запослености и пословне активности, а тиме и зарада. То је било могуће у условима обезбеђеног фискалног простора и обезбеђених резерви профитабилности домаће привреде у протеклих пет година.

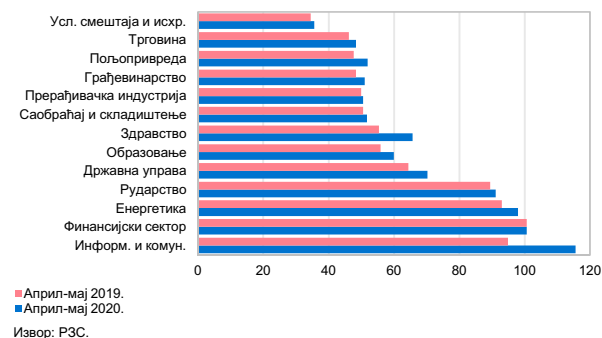
Премда споријим темпом него у периоду пре пандемије, у априлу и мају је настављен м.г. раст зарада у **свим привредним делатностима**, који је у просеку у пољопривреди износио 8,9%, услугама 5,6% и индустрији 5,0%. При томе, успоравање м.г. раста зарада највише се осетило у делатностима претежно приватног сектора – угоститељству, саобраћају, трговини и областима прерађивачке индустрије, које су и највише биле погођене здравственим мерама. Насупрот томе, просечна зарада у априлу и мају убрзала је м.г. раст у области информисања и комуникација (21,9%), као и у делатностима здравствене и социјалне заштите (18,5%), доминантно по основу повећања плата здравственим радницима у априлу.

**Укупна номинална нето маса зарада**, која представља доминантан извор потрошачке тражње, у априлу и мају порасла је за 10,4% м.г., при чему је у приватном сектору била виша за 10,8% м.г., а у јавном сектору за 9,7% м.г.

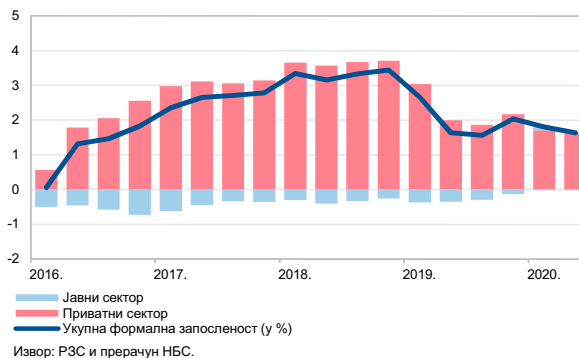
Графикон IV.5.1. Просечна номинална нето зарада (у хиљ. RSD)



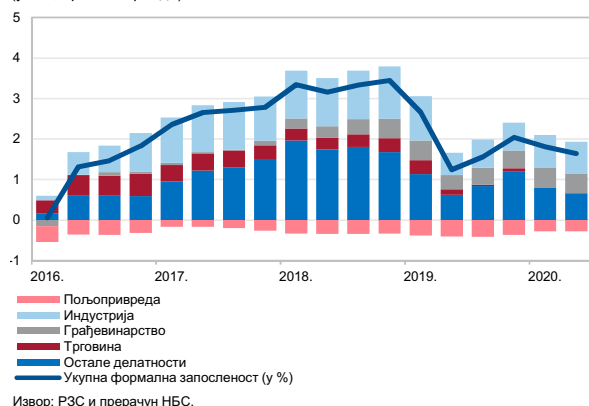
Графикон IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



Графикон IV.5.3. Структура м.г. раста укупне формалне запослености (у п.п., просек периода)



Графикон IV.5.4. Допринос м.г. расту укупне формалне запослености по делатностима (у п.п., просек периода)



Табела IV.5.1. Кретања формалне запослености и незапослености (м.г. стопе раста, просек периода)

	2019.		2020.	
	T3	T4	T1	T2
Укупан број формално запослених	1,6	2,0	1,8	1,6
Запослени код правних лица	1,7	2,2	2,4	2,2
Приватни предузетници и запослени код њих	3,0	3,4	1,0	1,1
Индивидуални пољопривредници	-8,6	-8,4	-7,4	-7,8
Незапослени	-9,5	-8,9	-9,1	-3,3
Први пут траже запослење	26,1	32,9	26,3	11,3
Били у радном односу	-27,2	-29,4	-28,5	-14,8

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

У односу на Т1, када је **продуктивност укупне привреде** порасла по основу снажног раста БДП-а, за Т2 се процењује пад продуктивности под утицајем предузетих мера за очување здравља становништва.

## Запосленост

**Укупна формална запосленост** је у Т2, упркос пандемији, тек незнатно успорила раст, на 1,6% м.г. (са 1,8% м.г. у Т1), првенствено услед смањења броја запослених ван радног односа<sup>21</sup> у **приватном сектору** и броја индивидуалних пољопривредника у протеклој години дана (збирно за око 13 хиљада лица). У истом периоду је, према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, настављен м.г. раст броја запослених у радном односу у приватном сектору (за преко 47 хиљада лица), који већ дуже време чини више од 70% укупне формалне запослености у Србији. Притом, и у јавном сектору у Т2 на м.г. нивоу забележен је нешто већи број запослених (за око 1 хиљаду лица, пре свега у сектору здравства). Претходно указује на то да је за сада избегнут знатнији утицај пандемије на тржиште рада, на шта је упућивао и показатељ очекивања запослености (*Employment Expectations Indicator*)<sup>22</sup> за Србију, који се с нивоа од 91,9 у априлу и 99,7 у мају, вратио на 106,0 у јуну.

У Т2 је настављен м.г. раст броја запослених код правних лица, а повећан је и број предузетника и лица ангажованих код њих. Посматрано по **делатностима**, највећи број новозапослених у односу на исти период прошле године регистрован је у прерађивачкој индустрији (за близу 16 хиљада лица у просеку) и већини услужних делатности (за око 22 хиљаде лица у просеку), које доминантно доприносе расту привредне активности. Мањи број запослених забележен је у пољопривреди, као и у секторима енергетике и водоснабдевања (збирно за око 2 хиљаде лица), делом по основу спровођења контроле запошљавања код корисника јавних средстава.<sup>23</sup>

Према подацима Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** у јуну је

<sup>21</sup> Запослени ван радног односа углавном обављају привремене и повремене послове, док су запослени у радном односу ангажовани на неодређено или одређено време код послодавца.

<sup>22</sup> Показатељ очекивања запослености, који Европска комисија објављује на основу анкете међу послодавцима. Вредности индекса изнад 100 поена (дугорочни просек) указују на планове већег запошљавања, док вредности испод 100 указују на планове мањег запошљавања.

<sup>23</sup> У складу са Уредбом о поступку за прибављање сагласности за ново запошљавање и додатно радно ангажовање код корисника јавних средстава. Крајем 2019. престало је важење Закона о одређивању максималног броја запослених у јавном сектору.

износила 525.987, што је за око 1,2 хиљаде мање незапослених него пре годину дана и за скоро 216 хиљада мање незапослених него на крају 2014, када су започете реформе на тржишту рада. То показује успех спроведених реформи подржаних активним мерама и програмима запошљавања на тржишту рада.<sup>24</sup> Међутим, са избијањем епидемије вируса корона, у мају и јуну је било око 13 хиљада незапослених више него у марту. Због тога је динамика смањења укупног броја незапослених на мг. нивоу успорила са  $-9,8\%$  у марту на  $-0,2\%$  у јуну. Сходно томе, у Т2 је забележен слабији мг. пад незапослености у скоро свим групама занимања, и то највише у онима повезаним с прерађивачком индустријом (за око 7 хиљада лица у просеку) и трговином, угоститељством и туризмом (за око 1,6 хиљада лица у просеку), а потом и у занимањима у оквиру грађевинарства, саобраћаја и пољопривреде.

Доступни резултати **Анкете о радној снази** за Т1, који прате и формални и неформални сегмент тржишта рада, упућивали су на још увек повољна кретања на тржишту рада пре пандемије. То се односило пре свега на и даље релативно високу стопу партиципације становништва радног узраста (15–64 године) од 67,6% и стопу запослености од 48,7% у Т1, које су, у односу на исти период 2019, повећане за 0,4 п.п. и 1,4 п.п., респективно. У исто време, стопа неформалне запослености у Т1 спуштена је на најнижи ниво (16,2%) откад постоје упоредиви подаци, што показује да је смањен број лица која су ангажована без формалног уговора о раду. Такође, стопа укупне незапослености у два узастопна тромесечја (Т4 2019. и Т1 2020) задржана је на једноцифреном нивоу од 9,7% (за 2,4 п.п. ниже него у Т1 2019), док се стопа дугорочне незапослености<sup>25</sup> поново нашла близу свог историјског минимума (5,5%).

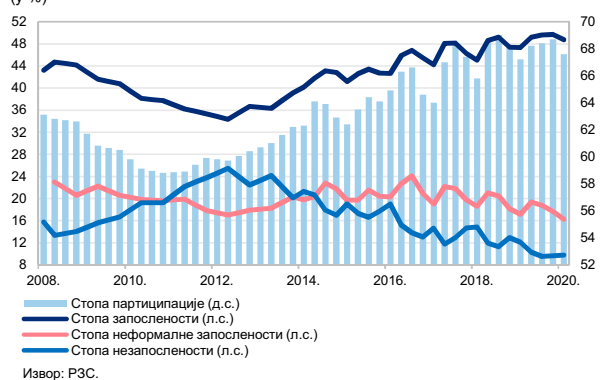
## 6. Међународно окружење

*Цео свет се тренутно суочава са здравственом и економском кризом изазваном пандемијом вируса корона, услед које је светска привреда у III 2020. забележила пад економске активности већи од претходно пројектованог. У остатку године се, упоредо с попуштањем мера за здравствену*

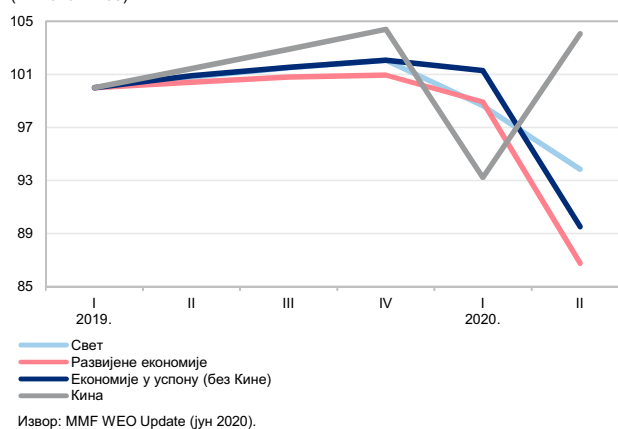
<sup>24</sup> Између осталих, активне мере и програми запошљавања обухватају: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapošljavanja, додатну обуку и развој, посебне програме за младе у процесу преласка из система образовања на тржиште рада.

<sup>25</sup> Стопа дугорочне незапослености представља проценат особа које су незапослене годину дана и дуже у укупном броју активних становника.

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



Графикон IV.6.1. Тромесечна динамика БДП-а (Т1 2019 = 100)



заштиту становништва, очекује постепени привредни опоравак водећих економија, пре свега зоне евра и САД, с тим да је у Кини опоравак већ започет у Т2. Међутим, ризици по глобални раст и даље су изражени и асиметрични наниже, јер још увек није могуће сагледати пуне ефекте новонастале кризе, с обзиром на наставак ширења вируса у многим земљама света.

Пад економске активности био би много већи да није било снажних реакција монетарних и фискалних власти широм света које су умириле финансијска тржишта и повећале спремност инвеститора на улагања, што је водило побољшању финансијских услова и у развијеним земљама и у земљама у развоју. Ублажаваће монетарних политика водећих, али и централних банака земаља у успону, од којих све већи број примењује и неконвенционалне мере, било је могуће у условима ниских инфлаторних притисака који су последица пада агрегатне тражње и ниских цена енергената. Благо убрзање инфлације у појединим земљама у јуну оцењује се као привремено.

## Економска активност

По избијању пандемије вируса корона, светска економија се суочила с кризом без преседана, чије ће последице, према актуелним проценама водећих међународних организација, бити теже од очекиваних, а опоравак неизвесан. Услед **већег пада економске активности у П1 од претходно пројектованог**, ММФ је у јунском извештају *World Economic Outlook Update* битно кориговао наниже пројекцију глобалног раста у 2020. (за 1,9 п.п., на -4,9%), уз прогнозу споријег привредног опоравка у 2021. години у односу на априлски извештај. На лошије прогнозе највише је деловало слабљење приватне потрошње у највећем броју земаља, под утицајем уведених мера за здравствену заштиту становништва и раста штедње из предострожности. Поред тога, капиталне инвестиције предузећа су смањене у условима повећане неизвесности, због чега се у Т2 очекује даљи пад глобалне активности. Знатније погоршање домаће тражње делимично је спречено предузетим мерама економске подршке приватном сектору, о чему говори и водећи индекс глобалне економске активности (*Global Composite PMI*), који се у јуну благо опоравио (47,7) у односу на мај (36,3) и април (26,5), при чему је ублажена контракција активности и у производном и у услужном сектору. Ипак, **ризични пројекције глобалног раста остају знатни и асиметрични**

Графикон IV.6.2. Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра (у п.п.)



Извор: Eurostat.



**наниже** не само због пандемије већ и због поновних тензија на релацији Кина–САД, пољуљаних односа између чланица *OPEC*-а и других извозника нафте (*OPEC+*), као и социјалних немира широм света.

Услед примене мера за сузбијање пандемије, **привреда зоне евра** је у Т1 забележила пад од 3,6% дсз., првенствено по основу пада потрошње домаћинства и инвестиција у основна средства (уз збирни допринос БДП-у од –3,2 п.п.). Слична кретања одликују и водеће економије зоне евра<sup>26</sup> – у **Немачкој** је у Т1 регистрован пад БДП-а од 2,0% дсз., док је у **Италији** тај пад износио 5,3% дсз., чиме су обе земље технички ушле у рецесију. Током априла знатно је смањена, па и потпуно обустављена пословна активност у појединим секторима у земљама зоне евра, да би се од маја постепено опорављала. На то упућује динамика водећих показатеља економске активности – композитни индекс економске активности (*Eurozone Composite PMI*)<sup>27</sup> повећан је на 48,5 у јуну (са 31,9 у мају и 13,6 у априлу), а показатељ економских очекивања (*Economic Sentiment Indicator*)<sup>28</sup> на 75,7 у јуну (са 67,5 у мају и 64,8 у априлу), с тим да они још увек указују на контракцију економске активности. То потврђује и прелиминарна процена *Eurostat*-а, према којој је у Т2 дошло до снажног пада БДП-а зоне евра од –12,1% дсз., доминантно услед наставка примене заштитних мера.

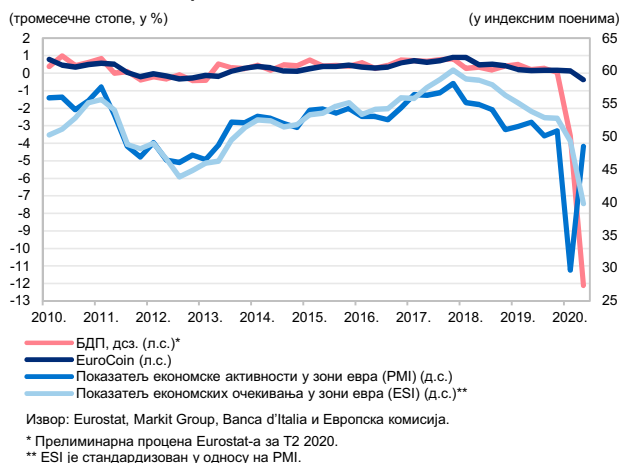
Под претпоставком попуштања тих мера у наредном периоду, **ЕЦБ** је у јуну оценила да ће **током П2 наступити постепени привредни опоравак зоне евра**, потпомогнут повољним финансијским условима и експанзивном фискалном политиком, као и обнављањем активности у Европи и свету, чија брзина и обухват ипак остају под знаком питања у условима поновног глобалног ширења вируса. С обзиром на дубину кризе, ЕЦБ је у јуну у односу на март знатно ревидирала наниже пројекцију раста зоне евра у 2020. (за 9,5 п.п., на –8,7%), чије остварење ће зависити од дужине трајања пандемије и ефикасности заштитних мера, утицаја на понуду и тражњу и успеха економских политика у очувању запослености и зарада. С тим у вези, водеће економије зоне евра увеле су тзв. **шеме са скраћеним радним временом**, ради спречавања

<sup>26</sup> Немачка и Италија су најважнији спољнотрговински партнери Србије унутар зоне евра.

<sup>27</sup> Вредност индекса изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод 50 на привредну контракцију.

<sup>28</sup> Вредност индекса изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

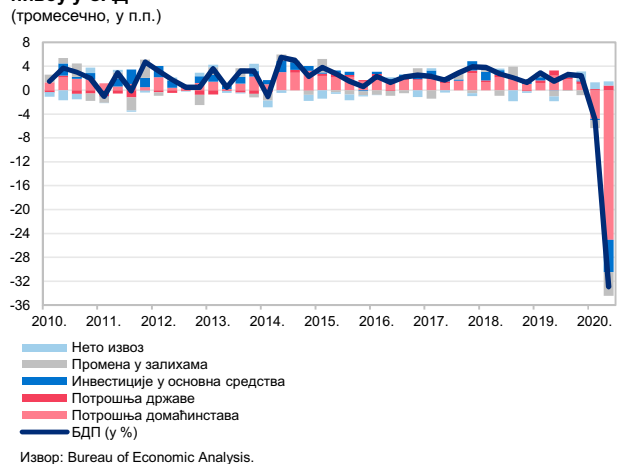
Графикон IV.6.3. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра



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

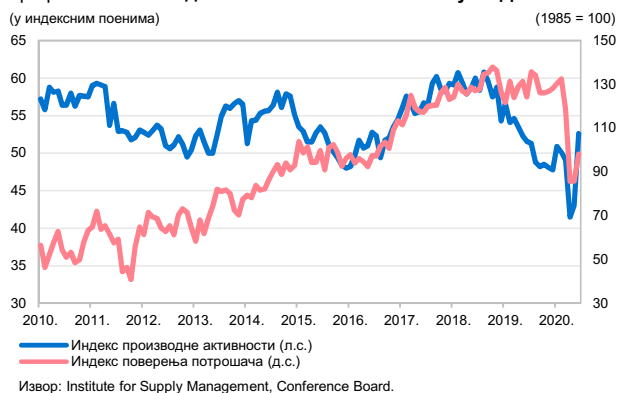


Графикон IV.6.5. Доприноси стопи раста БДП-а на годишњем нивоу у САД



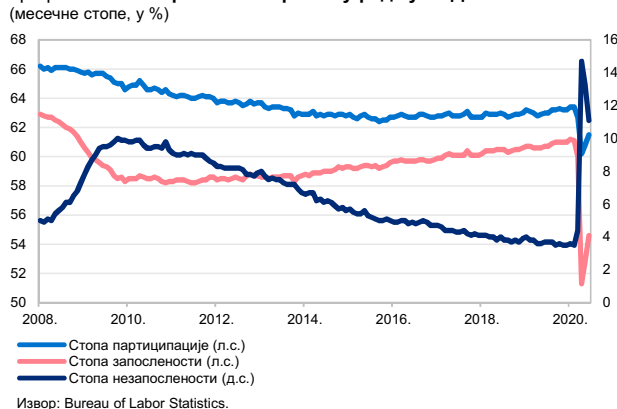
масовног отпуштања радника и повећања флексибилности тржишта рада, што је допринело да стопа незапослености у зони евра благо порасте – са 7,5% у априлу на 7,8% јуну. На изостанак већег негативног утицаја пандемије на тржиште рада указује и показатељ очекивања запослености за зону евра (*Employment Expectations Indicator*),<sup>29</sup> који је, након 58,9 у априлу и 70,1 у мају, у јуну порастао на 82,8.

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



**Привреда САД** је у Т1 забележила пад од  $-1,3\%$  дсз., тј.  $-5,0\%$  на годишњем нивоу, што је доминантно последица донетих мера физичког дистанцирања, које су се највише одразиле на потрошњу домаћинства и инвестиције, уз негативан допринос расту БДП-а (збирно  $-6,5$  п.п.), док је позитиван допринос потекао од веће државне потрошње и нето извоза (збирно  $1,5$  п.п.). Премда је у јуну забележен опоравак показатеља производне активности и поверења потрошача, они се и даље налазе испод преткризног нивоа, тако да је **ФЕД** у јуну оценио да ће се у **Т2 наставити пад привредне активности** и пораст незапослености. Према прелиминарној процени Бироа за економске анализе, у Т2 је забележен знатан пад БДП-а САД од  $-9,5\%$  дсз., тј.  $-32,9\%$  на годишњем нивоу, као последица уведених мера кућне изолације и обуставе пословања у марту и априлу, које су остале на снази у већини савезних држава и током маја и јуна. Како се не би трајније погоршали економски услови, држава је усвојила обиман фискални програм, уз директну исплату помоћи домаћинствима и предузећима, паралелно с мерама монетарне политике за подршку ликвидности и кредитној активности. На основу тога **ФЕД** је у **основном сценарију прогнозирао постепени опоравак америчке привреде у П2**, али не у потпуности, тако да се на нивоу године очекује пад БДП-а од  $6,5\%$ .

Графикон IV.6.7. **Кретања на тржишту рада у САД**



Након што је у априлу стопа незапослености у САД забележила историјски максимум од Другог светског рата од  $14,7\%$ , **услови на тржишту рада у мају и јуну донекле су побољшани**, о чему говори пад броја поднетих захтева за новчану накнаду у случају незапослености, као и мањи број пријављених за различите програме социјалне помоћи. У јуну је стопа незапослености (иако и даље релативно висока) спуштена на  $11,1\%$ , а број незапослених смањен за око 3,2 млн. Упоредо с тим, повећан је број запослених ван пољопривреде за око 4,8 млн

<sup>29</sup> Индекс је конструисан тако да дугорочни просек износи 100 поена.

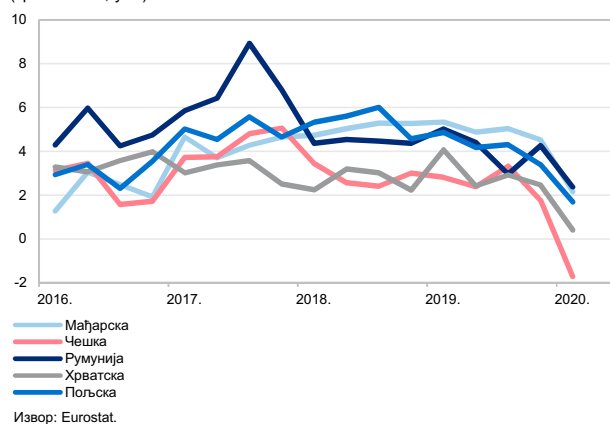
запослених, нарочито у услужним делатностима (угоститељство, рекреација, трговина, пословне и професионалне услуге), а затим и у прерађивачкој индустрији, здравству и образовању.

За разлику од зоне евра, с којом остварује снажне трговинске везе, **регион средње и југоисточне Европе у Т1 остварио је привредни раст од 0,7% мг.**, захваљујући позитивном доприносу финалне потрошње (укупно 1,5 п.п.), насупротив негативном доприносу нето извоза и инвестиција (−0,8 п.п.). Већина земаља региона, са изузетком Чешке и Словеније, у Т1 остварила је раст БДП-а на мг. нивоу. Притом, предњачила је **Србија са стопом раста БДП-а од 5,0% мг. у Т1**. Међутим, током Т2 уследио је пад привредне активности у целом региону, на шта се одrazilо смањење потрошње, праћено погоршањем ситуације на тржишту рада, као и ниже инвестиције. Брзина опоравка у остатку године зависиће од степена ублажавања мера физичког дистанцирања и предузетих мера носилаца економске политике на бази претходно обезбеђеног фискалног простора.

Повољна **економска кретања у Русији** с почетка године (уз процењен раст БДП-а од 1,6% мг. у Т1) прекинула је пандемија вируса корона. Драстичан пад светске цене нафте од фебруара, који је последица пада тражње у условима пандемије, уз непостизање споразума о смањењу производње између Русије и Саудијске Арабије, утицао је на знатан пад прихода нето извозника нафте, а тиме и Русије. Зато је, у односу на април, ММФ у јуну додатно снизио пројекцију привредног раста у Русији (за 1,1 п.п., на −6,6% у 2020). С друге стране, водећи индекс економске активности у Русији на крају Т2 (48,9) забележио је најмањи пад од фебруара, услед повољнијих кретања у услужном и производном сектору и знакова опоравка потрошње и инвестиција у јуну. Темпо опоравка руске економије је, према оцени Банке Русије, условљен јачином шока на страни тражње и понуде, секундарним ефектима пандемије, као и дугорочним променама у понашању потрошача.

**Кинеска привреда** је највећи терет кризе поднела током Т1, о чему говори снажан пад БДП-а од 6,8% мг. Током Т2 предузете су координиране акције фискалне и монетарне политике, које су, према оцени Националног статистичког бироа Кине, допринеле расту БДП-а од 3,2% мг, чиме је у П1 ублажен пад економске активности на −1,6% мг. На започети економски опоравак већ у П1 указује повратак на

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



преткризне нивое водећих показатеља активности у производном и услужном сектору у јуну – на 51,2 и 58,4, респективно, а доприноси му и солидна пољопривредна сезона и раст профита у индустрији (11,5% м.г. у јуну). Из тог разлога, ММФ је у јуну прогнозирао раст кинеске економије од 1,0% у 2020, подстакнут обимном економском подршком угроженим предузећима и домаћинствима путем програма социјалне помоћи и даљег развоја медицинских и дигиталних услуга.

## Кретање инфлације

Оштар пад цена енергената успорио је инфлацију у зони евра на 0,3% у априлу и даље на 0,1% у мају, што је најнижи ниво од јуна 2016. године. У правцу успоравања инфлације од маја делује и успоравање м.г. раста цена хране. Ипак, са опоравком светске цене нафте смањен је негативни допринос цена енергената инфлацији, тако да је она у јуну благо убрзана, на 0,3% м.г., али је и даље била знатно испод инфлационог циља од близу 2%. Инфлација по искључењу волатилних компонената, тј. цена хране, енергије, алкохола и цигарета, наставила је да успорава до краја Т2, са 0,9% м.г. у априлу и мају на 0,8% у јуну, у условима знатног пада економске активности услед пандемије. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, м.г. инфлација у **Немачкој**, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, имала је сличну динамику као и на нивоу зоне евра – након успоравања до нивоа од 0,5% у мају, у јуну је благо порасла, на 0,8%, услед успоравања м.г. пада цена енергената. С друге стране, након што је у мају забележен м.г. пад цена (-0,3%), м.г. инфлација у **Италији** у јуну пала је још дубље у негативну територију, на -0,4%.

Као и у зони евра, инфлација у већини посматраних земаља **средње и југоисточне Европе** успоравала је у априлу и мају, углавном услед нижих цена оних категорија које су у највећој мери биле под утицајем мера за здравствену заштиту ради ублажавања ширења вируса корона (нафтни деривати, цене услуга и сл.). У јуну се бележи убрзање инфлације у овим земљама, па се тако у Чешкој нашла изнад горње границе циља (3,3%), у Пољској близу горње границе (3,3%), док је у Мађарској (2,9%) и Румунији (2,6%) била близу централне вредности циља. Поред раста цена нафтних деривата, томе је допринео и раст цена појединих категорија услуга и производа услед постепеног отварања економија и настојања појединих произвођача и пружалаца услуга да веће трошкове услед пандемије пребаце на потрошаче.

Графикон IV.6.9. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (м.г. стопе, у %)



Ипак, јунско убрзање инфлације оцењује се као привремено и тренутно није присутна бојазан да би инфлација могла представљати већи проблем у тим земљама у наредном периоду.

Већина земаља **Западног Балкана** такође је бележила успоравање мг. инфлације током априла и маја, а потом њено благо убрзање у јуну. И поред тога, инфлација у Црној Гори (-0,2%) и Босни и Херцеговини (-1,5%) и крајем Т2 остала је у негативној територији. Мг. пад цена у априлу и мају регистрован је и у Северној Македонији, да би раст цена у јуну износио 1,7% мг. Раст цена хране определио је нешто вишу инфлацију од марта у Албанији него у другим земљама региона, а успоравање њиховог мг. раста у јуну допринело је успоравању инфлације на 1,8%.

Након смањења у априлу, инфлација у **Турској** од маја поново расте, на 12,6% мг. у јуну, у условима депрецијације лире и повећања цена хране и енергената. Након што је у априлу раст цена хране определио раст инфлације у **Русији**, његово успоравање које је уследило није се одразило на пад инфлације (3,2% мг. у јуну), пре свега услед ниске базе из претходне године, док су инфлаторни притисци остали и даље ниски.

Укупна мг. инфлација у **САД**, мерено индексом издатака за личну потрошњу, знатно је успорила током Т2, са 1,3% у марту на 0,5% у априлу, колико је износила и у мају, услед ниске агрегатне тражње и ниске цене енергената, да би опоравак цене енергената условио њен благи раст, на 0,8% у јуну. Инфлација по искључењу цена хране и енергије, која је преферирана мера ФЕД-а, смањена је са 1,7% у марту на 0,9% у јуну, чиме се додатно удаљила од инфлационог циља од 2%.

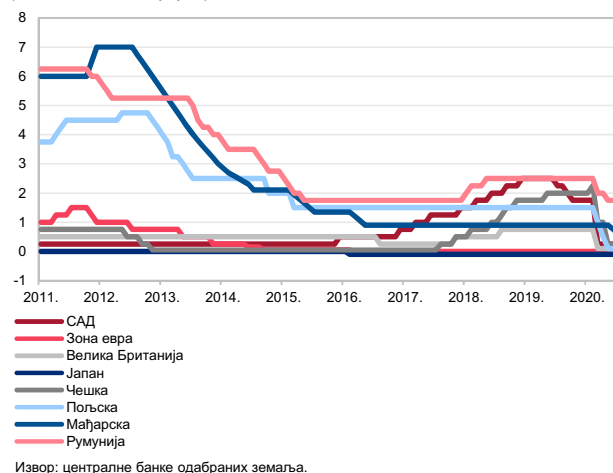
## Монетарна политика

Иако није мењала кључне каматне стопе, **ЕЦБ** је током Т2 другим инструментима додатно ублажила своју монетарну политику како би подржала реалну економију и повећала доступност кредита домаћинствима и привреди, у условима смањених инфлаторних притисака услед пандемије. Привремени програм куповине активе уведен у марту (*PEPP*), на састанку у јуну проширен је за додатних 600 млрд евра, на 1.350 млрд евра, а време његове примене продужено је на, уместо до краја ове године, најмање до краја јуна 2021, тј. у сваком случају док ЕЦБ не процени да је криза изазвана пандемијом

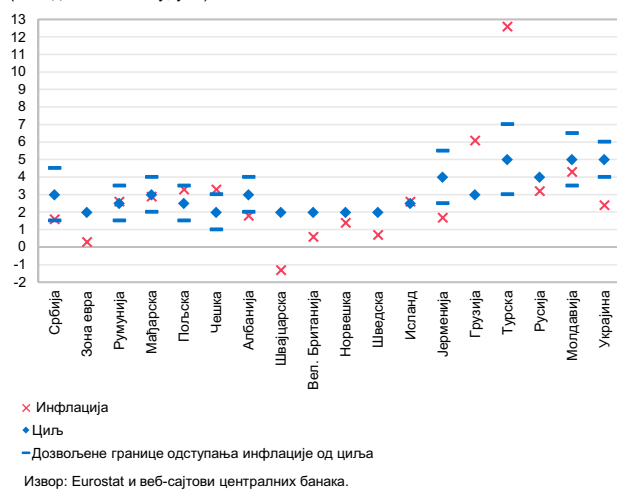
Графикон IV.6.10. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље (мг. стопе, у %)



Графикон IV.6.11. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Графикон IV.6.12. Инфлација и циљ по земљама у јуну 2020.  
(на годишњем нивоу, у %)



окончана. Реализација овог програма биће флексибилна, што значи да, ако се ситуација на тржиштима у међувремену поправи, у оквиру програма може бити купљено и мање од 1.350 млрд евра, а програм такође може бити и проширен ако се за тим укаже потреба. ЕЦБ ће реинвестирати доспеле износе обвезница купљених у оквиру овог програма најмање до краја 2022. године. Такође, ЕЦБ је наставила с нето куповином у оквиру програма куповине aktive (*APP*) у обиму од 20 млрд евра месечно, као и с додатном куповином aktive у укупном износу од 120 млрд евра до краја године. Аукција обезбеђења ликвидности банкама путем дугорочних циљаних операција рефинансирања (*TLTRO III*), која је одржана у јуну, привукла је велику тражњу, при чему каматна стопа на ове зајмове, за банке које испуњавају одређене услове, може износити и  $-1,0\%$ . Банкама су од маја на располагању и дугорочне операције рефинансирања (*PELTRO*), уведене како би се обезбедио довољан ниво ликвидности и додатно ублажили финансијски услови у зони евра за време пандемије. Крајем јуна најављено је и увођење репо аукција за обезбеђење ликвидности у еврима централним банкама земаља ван зоне евра, које би се спроводиле до краја јуна 2021. Тако су ЕЦБ и Народна банка Србије у јулу успоставиле превентивну репо линију путем које би се, ако се јави таква потреба у условима поремећаја на тржишту насталих због пандемије вируса корона, домаћем финансијском систему могла обезбедити додатна ликвидност у еврима.

ФЕД је на састанку у јуну задржао циљани распон референтне каматне стопе на  $0-0,25\%$  једногласном одлуком чланова *FOMC*-а, што је било у складу са очекивањима већине аналитичара. У саопштењу након састанка поново је наведено да се очекује да каматне стопе остану на веома ниском нивоу све док не буде постојало уверење да је економија САД на путу постизања максималне запослености и ценовне стабилности. С обзиром на потенцијалне негативне ефекте на фондове на тржишту новца и банкарски систем, не очекује се спуштање референтне стопе у негативну зону, при чему пројекције указују на њено задржавање на тренутном нивоу у овој и у наредне две године. На састанку је разматрана и примена контроле криве приноса (*Yield Curve Control*), у условима достизања ефективне доње границе номиналних каматних стопа, али је увођење ове мере и даље неизвесно. Такође, донета је одлука о наставку нето куповине државних и хипотекарних обвезница најмање у истом обиму (80 млрд долара и 40 млрд долара месечно, респективно), као и о спровођењу

репо операција у повећаном обиму, како би се подржали несметано функционисање тржишта и ефикасна трансмисија монетарне политике. Поред тога, крајем јула продужена је примена привремених доларских своп линија с другим централним банкама и привремених међународних репо трансакција уведених у марту како би се обезбедила додатна доларска ликвидност, све до 31. марта 2021. Не очекује се да ће инфлациони циљ (2%), мерено индексом издатака за личну потрошњу по искључењу цена хране и енергије (*core PCE*), бити постигнут до краја 2022. године.

Ради одржања ценовне стабилности и подстицања привредног раста, централне банке земаља средње и источне Европе такође су наставиле са ублажавањем монетарне политике током Т2. Централна банка **Пољске** започела је у априлу програм куповине активе на секундарном тржишту и спустила референтну стопу за још 50 б.п., а потом за додатних 40 б.п. у мају, на рекордно ниских 0,1%. Аналитичари истичу јачање пољског злата, као битан фактор који је утицао на одлуку о спуштању каматне стопе. Централна банка **Румуније** такође је у априлу започела програм куповине државних ХоВ на секундарном тржишту, а крајем маја поново је спустила референтну каматну стопу, за 25 б.п., на 1,75%, и на том нивоу је остала и у јуну. Иако је пројекција инфлације централне банке **Чешке** указивала на смањење референтне стопе за 50 б.п., она је у мају спуштена за 75 б.п., на 0,25%, у условима погоршаних изгледа домаће економске активности и није мењана током јуна. Централна банка **Мађарске** је у јуну, први пут од маја 2016, реаговала референтном стопом, спустивши је за 15 б.п., а потом за још 15 б.п. у јулу, на 0,6%.

Након што је у априлу спустила референтну стопу за 100 б.п., а потом за још 50 б.п. у мају, централна банка **Турске** је, супротно очекивањима аналитичара, задржала референтну стопу на 8,25% у јуну, у условима јачања инфлаторних притисака. Тиме је паузиран циклус ублажавања монетарне политике, након што је на претходних девет узастопних састанака референтна стопа укупно смањена за 15,75 п.п. Централна банка **Русије** је такође наставила да спушта референтну стопу током Т2, за 50 б.п. у априлу, и за још 100 б.п. у јуну, а потом за додатних 25 б.п. у јулу, на најнижи ниво откад је почео да се примењује режим циљања инфлације (4,25%), тј. од почетка 2014. Одлука је донета у условима раста дезинфлаторних притисака по основу смањења домаће и екстерне тражње, при чему није искључена могућност даљег смањења референтне стопе.

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

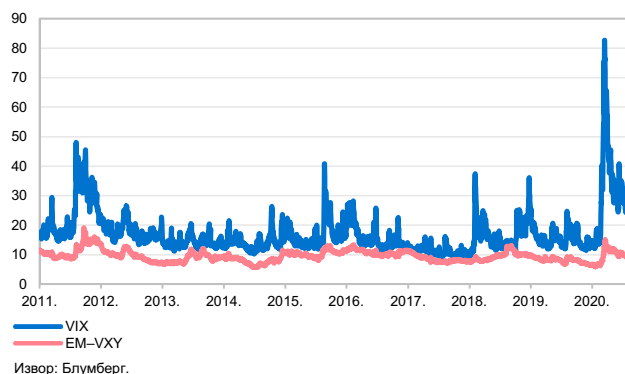
Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	1,6	3,0 ± 1,5	1,25
Пољска	3,3	2,5 ± 1,0	0,10
Чешка	3,3	2,0 ± 1,0	0,25
Мађарска	2,9	3,0 ± 1,0	0,60
Румунија	2,6	2,5 ± 1,0	1,75
Турска	12,6	5,0 ± 2,0	8,25

Извор: веб-сајтови централних банака.

\* ИПЦ, мг. стопе у јуну.

\*\* Крај јула 2020.

Графикон IV.6.13. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта\*



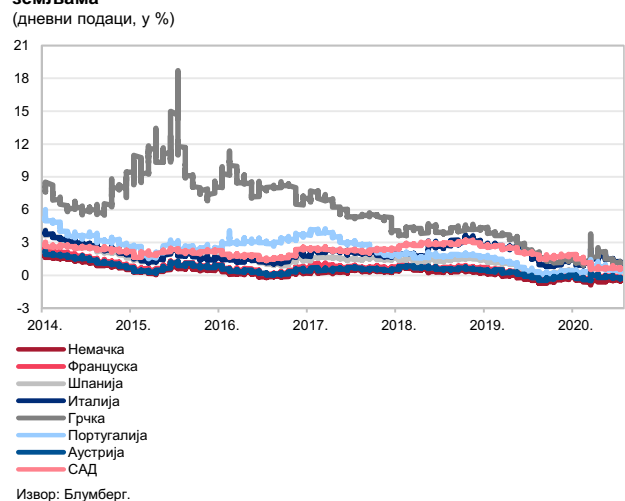
Извор: Блумберг.

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

## Финансијска и робна тржишта

Волатилност на светским финансијским тржиштима знатно је смањена током Т2, и то највише током априла, након што су водеће централне банке својим мерама стабилизовале финансијски систем и, уз опсежне мере држава широм света које су донете ради ублажавања последица пандемије, утицале на смиривање финансијских тржишта. Након тога, спремност инвеститора за улагања била је, с једне стране, под утицајем попуштања мера физичког дистанцирања и назнака опоравка водећих светских економија, вести о напретку у развоју вакцине, а с друге стране, обнављања трговинских и политичких тензија између САД и Кине, као и страха од могућег другог таласа пандемије вируса корона. Имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (VIX) током Т2 смањена је за 23,1 п.п., и за додатних 6,0 п.п. у јулу, на 24,5%, а волатилност валута земаља у успону, мерено EM-VXY, укупно 2,0 п.п. током Т2 и у јулу, на 10,3%, али су обе мере и даље биле више него на крају 2019. године, с обзиром на то да се очекује неизвесан и постепен глобални економски опоравак.

Графикон IV.6.14. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама



Извор: Блумберг.

Током Т2 смањена је и волатилност приноса на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља, па су крајем Т2 поменути приноси на америчке (0,7%) и немачке обвезнице (-0,5%) остали готово непромењени у односу на крај Т1, а самим тим и њихова разлика. У смеру раста приноса деловали су постепено отварање економија и подаци који указују на постепено стабилзацију на тржишту рада, а у супротном смеру растућа забринутост у вези с новим ширењем вируса корона, што би могло да доведе до поновног успостављања одређених рестрикција и одрази се на спорији економски опоравак. Поред немачких, негативне приносе крајем Т2, и нешто ниже него крајем Т1, бележе и десетогодишње обвезнице Француске (-0,1%) и Аустрије (-0,2%). Приноси на упоредиве обвезнице земаља на ободу зоне евра смањени су током Т2, за око 0,3 п.п. у просеку, чему је допринело постизање договора о формирању фонда на нивоу ЕУ за помоћ најтеже погођеним државама чланицама. Током јула приноси посматраних земаља додатно су смањени, за 0,1 п.п. у просеку.

Током априла и све до пред крај маја, курс долара према еврџ осцилирао је око нивоа од 1,09 долара за еврџ. Долар, који се сматра валутом сигурног уточишта, јачао је у периодима када је аверзија инвеститора према ризику расла, са објавама слабих макроекономских показатеља водећих светских економија, уз наставак ширења вируса, као и с



вестима о заоштравању односа између САД и Кине. С друге стране, назнаке стабилизације епидемије у најтеже погођеним земљама зоне евра и мере предузете ради ублажавања њених последица деловале су у смеру јачања евра. Неизвесност поводом става Немачког уставног суда да је ЕЦБ прекршила принцип пропорционалности приликом спровођења програма куповине активе деловала је у смеру слабљења евра почетком маја, да би крајем маја евро поново јачао према долару (1,11 долара за евро). Евро је највећи раст према долару остварио након што је Европска комисија представила детаље плана фонда за опоравак ЕУ (*Next Generation EU*), који подразумева помоћ најугроженијим земљама чланицама. Током јуна евро наставља да јача (просечан курс у јуну износио је 1,13 долара за евро), услед назнака економског опоравка у водећим економијама, одлуке ЕЦБ-а о повећању куповине активе у оквиру програма *PEEP*, као и одлуке Немачке да подржи економију додатним пакетом помоћи у вредности од 130 млрд евра. Међутим, бојазан од могућег другог таласа пандемије и споријег изласка из рецесије водећих светских економија ограничила је даљи раст евра, па је крајем Т2 он био за 2,2% јачи према долару него на крају Т1. Поред евра, према долару су у Т2 јачали и јапански јен (0,9%), швајцарски франак (1,6%) и руска рубља (10,4%), док је британска фунта ослабила за 0,7%. Током јула посматране валуте, са изузетком руске рубље, значајно су ојачале према долару, услед раста неизвесности поводом брзине економског опоравка САД, посебно након објаве података о знатном паду економске активности у Т2. Евро је у јулу ојачао према долару за 5,8%, на 1,18 долара за евро, додатно подстакнут постизањем договора лидера ЕУ о буџету за наредних седам година (вредном преко 1.800 млрд евра), који укључује пакет помоћи најугроженијим земљама и секторима за опоравак од последица пандемије вируса корона.

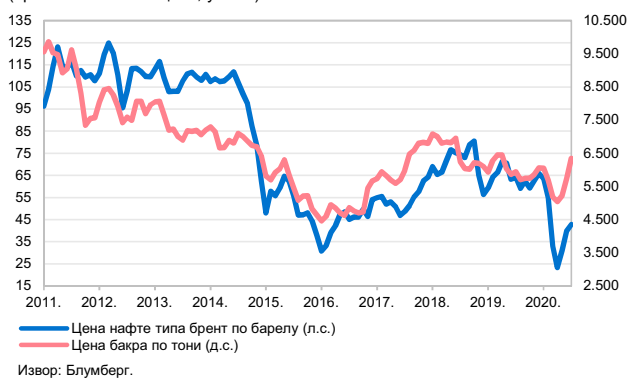
Рејтинг агенција *Fitch* је крајем јула променила изгледе дугорочног рејтинга САД са стабилних на негативне, уз потврду рејтинга *AAA*, пре свега због раста јавног дуга. С друге стране, рејтинг агенција *Standard & Poor's* побољшала је изгледе рејтинга са стабилних на позитивне за ЕУ, уз потврду рејтинга *AA*, наводећи као главни фактор доношење заједничког програма за опоравак, као и постизање договора о буџету за наредних седам година.

**Цена злата**, које се сматра најсигурнијом активом, расла је током Т2 (9,9%), подстакнута многим факторима: забринутошћу због пандемије, тензијама

Графикон IV.6.15. Кретање курсева одређених националних валута према долару\*

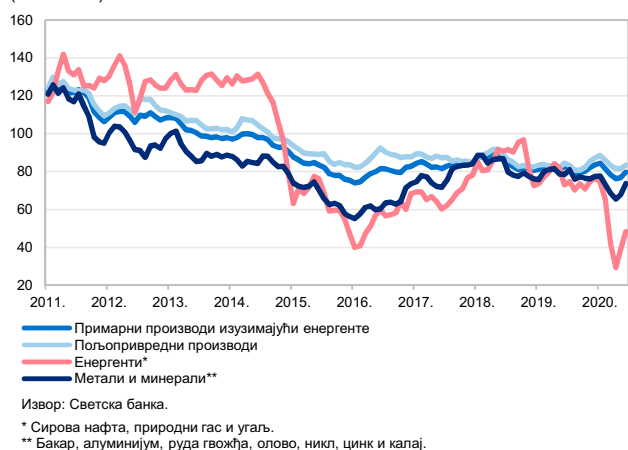
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



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

између САД и Кине, али и обезбеђивањем велике количине ликвидности од стране централних банака широм света. Раст је настављен и у јулу, додатно подржан слабљењем долара, па је крајем месеца цена злата достигла рекордно високих 1.965 долара по унци.

**Цена нафте на светском тржишту** наставила је да пада до друге половине априла, када се спустила на 17,3 долара по барелу, а фјучерси на нафту први пут у историји прешли су у негативну зону, показујући колико је тражња за нафтом смањена услед пандемије. Након тога уследио је њен опоравак, пре свега услед рекордног смањења производње чланица *OPEC*-а, на најнижи ниво у последњих скоро 30 година, које је почело да се примењује 1. маја, како би се ублажила презасићеност тржишта. Расту цене нафте допринео је и оптимизам да би тражња могла почети да се опоравља као резултат отварања економија. На раст цене утицао је и знатан раст увозне тражње из Кине током маја, опоравак глобалне тражње у јуну, као и већи пад залиха нафте у САД него што се очекивало. Крајем Т2 цена нафте је износила 40,9 долара по барелу, што је за 90% више него крајем Т1, али и даље знатно ниже (за 37%) него годину дана раније. У јулу је забележен благи раст цене нафте, на 42,8 долара по барелу, чему су допринели и подаци о смањењу залиха сирове нафте у САД.

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

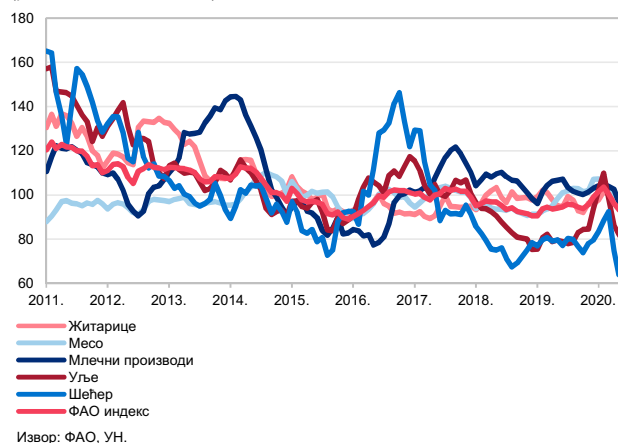
Након пада из Т1 (11,3%), **цене метала и минерала** су, према индексу цена примарних производа Светске банке, порасле у Т2 за 7,2%, пре свега услед снажног раста индустријске производње у Кини, подстакнутог мерама кинеске владе за ублажавање ефеката пандемије. Највише је порасла цена руде гвожђа, за 16,1%, али се то није пренело на цену челика. Тако је цена топло ваљаних лимова, који су главни извозни производ железаре у Смедереву, на тржишту западне Европе у Т2 смањена за 11%.

Цена бакра (11,0%) је, осим због раста тражње из Кине, расла и услед поремећаја у производњи у Чилеу и Перуу због епидемије вируса корона и напора да се ограничи његово ширење. Расле су и цене калаја (10,1%), никла (7,4%), цинка (6,4%) и олова (0,6%), док је цена алуминијума, иако је такође бележила опоравак у мају и јуну, крајем Т2 и даље била нешто нижа него крајем Т1 (за 2,6%).

Светске цене хране, мерено **индексом ФАО**, наставиле су да падају током априла и маја, да би тек у јуну забележиле изванредан опоравак, али су и даље биле за 2,0% ниже него крајем Т1. Највећи пад

забележиле су цене меса (4,3%), с обзиром на то да раст тражње из источне Азије након ублажавања мера физичког дистанцирања није био довољан да надомести пад увоза других региона, као и услед раста извозних капацитета водећих произвођача. Цене млечних производа снижене су у Т2 за 3,3%, у условима пада тражње и раста извозних капацитета и залиха, при чему су у јуну ипак забележиле благи опоравак, с растом тражње с Блиског истока и из источне Азије. Цена шећера је у априлу пала на најнижи ниво у претходних 13 година, као последица раста понуде, с обзиром на то да је, услед пада цене енергената, шећерна трска преусмеравана из производње биогорива у производњу шећера. Опоравак цена енергената у мају и јуну деловао је у супротном смеру, што је, уз поремећаје у снабдевању шећером из Бразила, водило опоравку цене шећера, па је она крајем Т2 била за 1,5% виша него крајем Т1. Након што су у мају пале на најнижи ниво у претходних десет месеци, цене уља су у јуну порасле и тако оствариле раст од 1,4% на нивоу Т2. Раст цене био је пре свега вођен растом глобалне тражње за палминим уљем, услед попуштања мера физичког дистанцирања у многим земљама, али је њему допринела и забринутост око потенцијалних застоја у производњи, услед недостатка и ограниченог кретања радне снаге. Након раста у априлу, цене житарица су поново падале у остатку тромесечја и крајем Т2 биле за 0,9% ниже него крајем Т1. Жетва пшенице на северној хемисфери у јуну је додатно утицала на смањење њене цене, као и добри изгледи производње у земљама које су главни извозници, пре свега из црноморског региона. С друге стране, након неколико месеци пада, цена кукуруза је забележила раст у јуну, под утицајем делимичног опоравка тражње и неповољних временских услова у САД.

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



## Осерт 4: Утицај пандемије на инфлацију

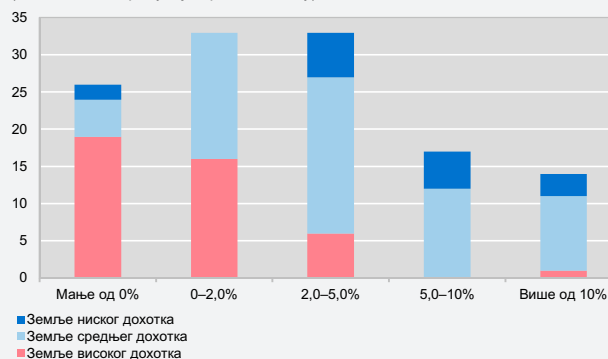
Након иницијалног шока изазваног пандемијом, све већи број земаља почео је постепено да отвара своје економије, али то није смањило бројне неизвесности с којима се њихове привреде суочавају. Иако је највише пажње усмерено на питање утицаја пандемије на економску активност, не мање важно је и питање њеног утицаја на кретање инфлације. Пре него што је актуелна пандемија погодила светску економију, инфлација је била на историјски ниском нивоу и у развијеним земљама и у земљама у успону, па се поставља питање да ли ће се тај тренд наставити и у новонасталим околностима. Оцену утицаја пандемије на инфлацију отежава чињеница да су истовремено погођени домаћа и екстерна тражња, производни ланци и економска активност, као и пословно поверење и поверење потрошача, док су с друге стране, централне банке широм света реаговале знатним ублажавањем монетарних политика, конвенционалним и неконвенционалним мерама, што је праћено обимним фискалним програмима, без преседана у новијој историји.

Оцену утицаја пандемије на кретање инфлације отежава и то што је промењена структура потрошње, због чега се могу очекивати промене у односима цена. Највише је смањена тражња за непрехрамбеним производима и „друштвеном потрошњом“ (угоститељским, туристичким, транспортним и др. услугама), док је повећана тражња за основним животним намирницама. Такође, теже је утврдити тренд инфлације у кратком року, због самог проблема мерења инфлације у условима пандемије. Цене за поједине производе, а пре свега услуге, нису расположиве или бар не у мери у којој би задовољиле критеријуме адекватног мерења, па су статистички заводи широм света принуђени да их замене применом метода инпутирања цена.

У првој фази тзв. „закључавања“, која је у већини земаља трајала од марта до маја, убрзан је дезинфлаторни тренд на глобалном нивоу. Примењене су мере ради заштите здравственог система и здравља становништва, што је довело до истовременог шока на страни понуде (који делује у правцу раста цена) и шока на страни тражње (који делује у правцу пада цена). У овој фази, ограничења на страни понуде, пре свега због поремећаја у глобалним ланцима снабдевања, нису изазвала знатније инфлаторне притиске. Истовремено, драстичан пад тражње широм света за последицу је имао колапс светске цене нафте, док су цене пољопривредних производа и метала остале релативно стабилне.

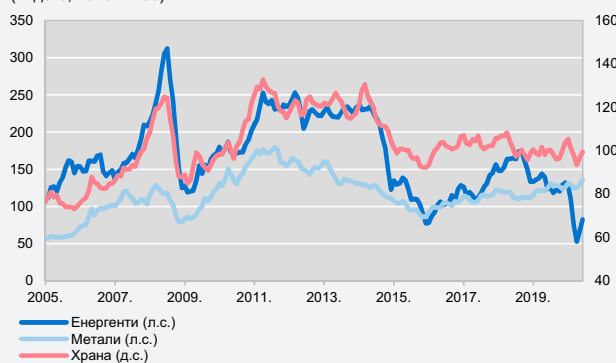
Као резултат, у највећем броју земаља дошло је до успоравања раста цена, па и њиховог пада. Изузетак је неколико земаља у којима је инфлација и пре тога била релативно висока и у пандемији је наставила да расте, у великој мери због депрецијације домаће валуте. На основу расположивих података<sup>1</sup> за 123 земље, уочава се да су цене током прва два месеца пандемије, у марту и априлу, смањене у 51 земљи, док су у 72 земље повећане (од тога, у 57 земаља за мање од 2%). У априлу је м.г. инфлација била негативна у 26 земаља, док је у осталим била позитивна, и то у распону 0–2% у 33 земље (где спада и Србија, са инфлацијом од 0,6%), у распону 2–5% у 33 земље, а изнад 5% у 31 земљи.

Графикон О.4.1. Инфлација у априлу 2020, према нивоу дохотка (м.г. стопе, дистрибуција према дохотку)



Извор: UN Monthly Briefing, јул 2020.

Графикон О.4.2. Цене посматраних производа на светском тржишту (индекс, 2016 = 100)



Извор: IMF Primary Commodity Prices, 14. јул 2020.

<sup>1</sup> Diverging inflation rates suggest new risks, July 2020, Monthly briefing, United Nations.

Таква динамика потрошачких цена одражава глобалне, али и специфичне факторе за сваку земљу и различиту структуру потрошње. Уочава се да су цене смањене у земљама у којима су опале цене енергената, уз релативно стабилне цене хране. С друге стране, у појединим земљама порасле су цене хране, иако су оне на светском тржишту бележиле релативно стабилно кретање. Главни фактори тог раста јесу мања понуда сезонске радне снаге и раст трошкова производње и продаје због примене додатних здравствених мера, који су пребачени на потрошаче. Такође, динамика инфлације одређена је и структуром потрошње, која се у знатној мери разликује по земљама, у највећој мери у зависности од висине дохотка. Зато је пад цене нафте на светском тржишту био видљивији у стопама инфлације у земљама високог дохотка, код којих је пондер за енергенте у ИПЦ-у обично виши него у земљама ниског и средњег дохотка, код којих у структури потрошачке корпе доминира храна (и преко 50% у многима од њих, у поређењу са свега 14% у САД).

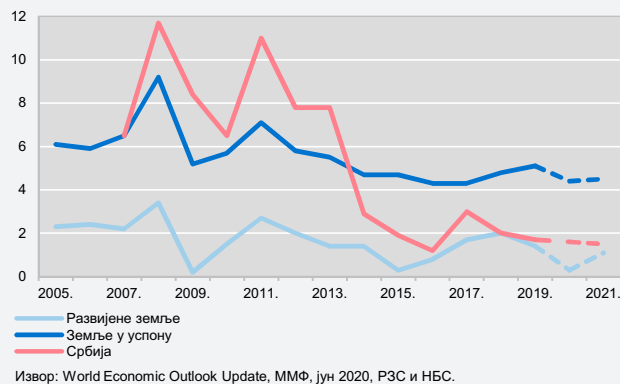
У другој фази тзв. „нове нормалности”, у којој се сада налази највећи број земаља света, рестриктивне здравствене мере су ублажене, тако да ограничења на страни понуде донекле губе на важности, с тим да мере физичког дистанцирања и даље негативно утичу на продуктивност, пре свега у индустрији и сектору услуга. С друге стране, негативни ефекти пандемије на тражњу, по свему судећи, и даље су већи него ефекти на понуду. Поред забране окупљања већег броја људи, што омета обављање појединих делатности, постоји и уздржавање од потрошње и одлагање већих куповина, попут куповине аутомобила и других трајних потрошних добара. Такође, расте штедња из предострожности због неизвесности око будућег тока пандемије. Негативан утицај на укупну тражњу потиче и од све теже ситуације на тржишту рада. С друге стране, у већини земаља света донете су обимне стимулативне мере монетарне и фискалне политике како би се ублажили негативни ефекти пандемије и обезбедио брз опоравак након њеног окончања. Ове мере су у САД и зони евра толиког обима да поједини аналитичари истичу забринутост да би инфлација могла порастати изнад циља централних банака, пре свега након окончања пандемије. Ипак, према пројекцијама централних банака и водећих међународних институција, тренутно не постоји бојазан да би инфлација могла представљати већи проблем у наредном периоду.

У складу с тим, као привремено оцењује се нешто већи јунски раст инфлације у појединим земљама, попут земаља средње и југоисточне Европе (у неким од њих и изнад циља централне банке), који се доводи у везу с постепеним отварањем економија у другој фази пандемије и чињеницом да су поједини произвођачи и пружаоци услуга успели да на потрошаче пребаце додатне здравствене трошкове које имају због пандемије. Оцењује се да раст инфлације у јуну у овим земљама не представља заокрет у путањи мг. инфлације из опадајуће у растућу и да је реч о привременим токовима. На то да ће инфлаторни притисци остати ниски још неко време, указују и очекивана додатна ублажавања монетарних политика – кад и у којој мери може доћи до даљег ублажавања зависи пре свега од тока пандемије, фискалне позиције сваке појединачне земље и кретања на девизном тржишту. Прва повећања референтних каматних стопа у овим земљама не очекују се пре августа 2021. године.

Почетком друге фазе пандемије, може се рећи да је у већини земаља инфлација и даље била ниска и испод циљева за инфлацију централних банака. У зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, инфлација је у јуну повећана, али на свега 0,3%, са 0,1% у мају, пре свега због мањег негативног доприноса цена енергената инфлацији. При томе, у неколико земаља зоне евра стопе инфлације су ушле у негативну зону (у Италији, Шпанији, Ирској и Грчкој).

У Србији, у складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, инфлација се, након кретања испод доње границе циља у априлу и мају, вратила у границе циља у јуну и износила је 1,6% мг. На повратак инфлације у границе циља у највећој мери су утицали ишчезавање базног ефекта код цена хране и нешто мањи

Графикон О.4.3. Кретање инфлације  
(просечна годишња процентуална промена потрошачких цена)



негативни допринос цена нафтних деривата. Позитиван и нешто већи допринос бележиле су цене воћа, док је допринос осталих категорија хране, као и непрехрамбених производа, био стабилан, што указује на пуну снабдевеност тржишта и у отежаним условима пандемије. У наредном периоду очекујемо да ће **инфлација остати ниска и стабилна – у доњем делу циљаног коридора ближе доњој граници циља до краја ове и наредне године, а након тога, у складу са очекиваним опоравком тражње, почеће постепено да се креће ка централној вредности циља од 3%, али ће остати испод ње и у 2022.**

Према оцени ММФ-а,<sup>2</sup> дезинфлаторни притисак који врши пад агрегатне тражње, заједно с нижим ценама нафте, више је него компензовао веће трошковне притиске услед поремећаја на страни понуде. ММФ очекује да ће инфлација ове године бити успорена, и то у развијеним земљама на 0,3% (са 1,4% у 2019), а у земљама у успону на 4,4% (са 5,1%). У наредној години очекује се нешто виша инфлација у обе групе земаља, 1,1% у развијеним земљама и 4,5% у земљама у успону. У односу на април, ММФ је своје пројекције инфлације ревидирао наниже, посебно за 2020, због очекиваног споријег опоравка економске активности и нижих цена енергената. Такође, ММФ очекује да ће водеће централне банке наставити да спроводе експанзивну монетарну политику до краја 2021. године.

**Као главни фактори кретања инфлације у наредном периоду истичу се цене нафте и цене хране.** Иако од почетка маја расте, **цена нафте** на светском тржишту још увек је знатно нижа у односу на исти период претходне године, па се по том основу у многим земљама очекује да допринос цена енергената мг. инфлацији остане негативан до краја ове године. Крајем јула светска цена нафте типа брент налази се на нивоу од око 43 долара по барелу, што је знатно испод цене из 2019. године (за 33%). Иако њено кретање у наредном периоду карактерише висок степен неизвесности, већина пројекција централних банака и међународних институција претпоставља да се она неће знатније мењати до краја ове године. Према пројекцијама ММФ-а, пад светске цене нафте у 2020. износиће 41,1%, након чега се очекује да ће постепени опоравак глобалне тражње утицати на њен раст од 3,8% у 2021. **Слична претпоставка се налази и у нашој текућој пројекцији, односно да ће, у складу с нафтним фјучерсима с краја јула, светска цена нафте на нивоу године бити нижа за 35,5% у овој години, а затим да ће у 2021. порастати за 4,8%.**

Када је реч о **ценама хране**, намеће се питање да ли ће током пандемије доћи до њиховог изнадпросечног раста, с обзиром на снажну и углавном нееластичну тражњу, с једне стране, и додатне здравствене трошкове у пољопривреди, с друге стране. Чини се да су мишљења тренутно подељена. Како наводи ФАО,<sup>3</sup> цене хране на међународном тржишту почетком 2020. бележиле су пад. Пољопривреда је енергетски интензиван сектор, па се пад цене енергената, путем нижих трошкова инпута, прелио на ниже цене пољопривредних производа. Поред тога, глобални пад цена енергената води мањој цени и мањој производњи етанола и биогорива, услед чега је пала тражња за инпутима за њихову производњу, а тиме и цене пољопривредних производа попут кукуруза, шећера и уља. Супротно томе, сектори пољопривреде и транспорта радно су интензивни, па је мања понуда рада утицала на раст његове цене, услед ограничења у кретању радне снаге и ширења епидемије, што је ублажило пад цена хране. У складу са изнетим, ФАО закључује да не би требало да се криза изазвана пандемијом прелије на знатнији раст цена хране, с обзиром на то да су изгледи за производњу хране добри, залихе високе, трговина мање концентрисана, а цене инпута у производњи и цене транспорта релативно ниске. Ипак, и даље постоји опасност од потенцијалног локалног раста цена хране у случају евентуалних поремећаја у ланцима снабдевања услед пандемије.

Када је реч о тржишту ЕУ, како се наводи у јунском извештају Европске комисије,<sup>4</sup> са ублажавањем здравствених мера дошло је до извесног раста цена хране због поновног отварања ресторана и бољих извозних могућности, али би требало да раст цена буде ограничен добрим изгледима за производњу млека, шећера, меса, уља, вина и парадајза (на нивоу, а могуће и изнад 2019). Жетва житарица у ЕУ вероватно ће бити лошија од прошлогодишње, али још увек изнад петогодишњег просека. Европска комисија очекује да знатнији раст цена буде ограничен и релативно ниским нивоом цена енергената и ђубрива. Ипак, у највећој економији зоне евра, Немачкој, према оцени Бундесбанке,<sup>5</sup> очекује се убрзање раста цена хране са 1,5% у 2019. на 3,5% у 2020, првенствено због

<sup>2</sup> *World Economic Outlook Update*, ММФ, јун 2020.

<sup>3</sup> *Food Outlook*, ФАО, јун 2020.

<sup>4</sup> *Short-term outlook for EU agricultural markets in 2020*, Европска комисија, лето 2020.

<sup>5</sup> *Monthly Report*, Бундесбанка, јун 2020.

ограничене понуде сезонске радне снаге и предузетих додатних здравствених мера у производњи и продаји, што води расту трошкова. Након тога очекује се успоравање раста цена хране у Немачкој, на 2,0% до 2022, при чему ће позитиван допринос потицати и од раста зарада у условима очекиваног опоравка економске активности.

**У нашој најновијој пројекцији не очекујемо знатнији раст цена хране у Србији у наредном периоду.** Упркос изазовима пандемије, наш пољопривредни сектор је показао отпорност и очекујемо да ће обезбедити потпуну снабдевеност тржишта храном и у наредном периоду. Поред тога, процене су да је производња пшенице у текућој сезони већа за 5,3% него претходне године, а на основу стања усева и метеоролошких услова, бољи су изгледи него у претходној години (која је била изнадпросечна) и када је реч о јесењим културама (кукурузу, сунцокрету, соји и др.). Према фјучерсима с водећих светских берзи, светске цене хране требало би благо да порасту ове и наредне године. У складу с тим, очекујемо да ће и домаће цене примарних пољопривредних производа, које прате кретање светских цена, имати слично кретање и да ће трошкови у производњи хране и даље бити релативно ниски.





## V. Пројекција

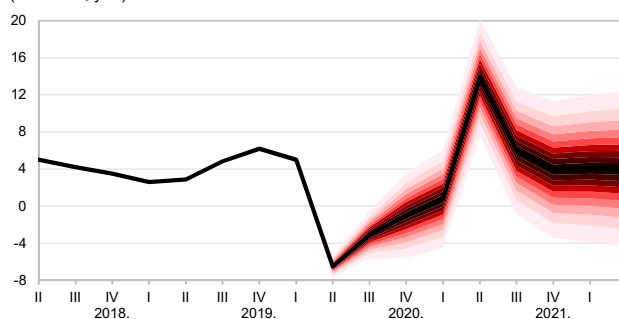
Економски опоравак, започет у мају и јуну, требало би да се настави и у другој половини године, потпомогнут донетим и најављеним мерама Владе и Народне банке Србије, постепеним опоравком екстерне тражње и ублажавањем мера за здравствену заштиту становништва. Упркос чињеници да су негативни ефекти пандемије на домаћу економску активност у Т2 били мањи од процењених, да су донете додатне мере подршке привреди и грађанима, као и да су бољи изгледи за овогодишњу пољопривредну сезону, задржали смо пројекцију из маја да ће БДП ове године реално бити нижи за 1,5%. Задржавање пројекције узима у обзир поновно глобално ширење вируса корона, које ће према оценама релевантних међународних институција, у наставку године имати за последицу спорији глобални опоравак него што се процењивало пре три месеца. Посматрано с расходне стране, домаћа тражња ће на нивоу године бити смањена, док ће позитиван допринос дати нето извоз, услед очекиваног већег смањења увоза од извоза. Наредне године уследиће убрзан економски опоравак од око 6%, вођен домаћом тражњом и извозом, чему доприноси правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и задржана повољна средњорочна перспектива наше земље, што ће обезбедити повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње. Ризици пројекције за ову годину који потичу из међународног окружења асиметрични су наниже, пре свега у погледу брзине опоравка зоне евра, док су ризици који потичу из домаћег окружења асиметрични навише због могућег бржег опоравка домаће тражње од очекиваног.

Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће се м.г. инфлација кретати у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља до краја 2021. године. Таквом кретању инфлације допринеће релативно ниска агрегатна тражња, инфлација у међународном окружењу и светске цене примарних пољопривредних производа, док ће ефекти пада светске цене нафте постепено ишчезнути. Након тога, с даљим растом економске активности и тражње, који ће подржати експанзивне мере монетарне и фискалне политике, инфлација ће почети постепено да се креће ка централној вредности циља од 3%, али ће остати испод ње и у 2022. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације у кратком року односи се пре свега на кретање цена воћа и поврћа, као и светске цене нафте и примарних пољопривредних производа. У средњем року, кључни ризици пројекције и даље потичу из међународног окружења, а односе се пре свега на брзину опоравка зоне евра 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

Србија је, као и већина других земаља у свету, са изузетком Кине, која је пандемијом највише била погођена током Т1, ефекте пандемије највише осетила у Т2. Ескалација кризе била је брза и изненадна, при чему је нарочито био погођен услужни сектор због предузетих здравствених мера за спречавање ширења вируса. Највише су погођени сектори туризма, угоститељства, трговине и саобраћаја, јер су у другој половини марта затворени тржни центри, угоститељски и хотелски објекти, а прекинут је и авионски, градски и међуградски путнички саобраћај. Пад екстерне тражње и застоји у ланцима снабдевања одразили су се и на нижу активност у индустрији у Т2. Ипак, **кретања расположивих показатеља**

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

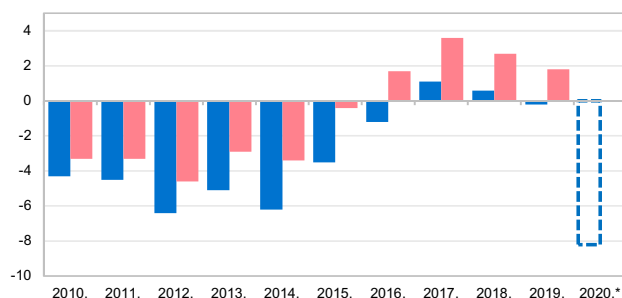


Извор: НБС.

указују на то да су негативни ефекти пандемије били мањи него што смо процењивали у мају, чему су кључан допринос дале правовремене и опсежне мере монетарне и фискалне политике. Бржи опоравак него што је очекиван пре три месеца, посматрано с производне стране, од маја бележи се у већини производних и услужних делатности. Поред тога, на основу првих процена о производњи пшенице и података о засејаним површинама кукуруза и индустријског биља, може се очекивати да овогодишња пољопривредна сезона буде боља од прошлогодишње, за разлику од наше претпоставке из маја. Тада смо за пољопривредну производњу очекивали да буде на нивоу вишегодишњег просека, што би значило пад од око 4,0%, имајући у виду да је претходна сезона била натпросечна. Према проценама РЗС-а, економска активност у Т2 смањена је за 6,5% мп., односно за 10% дсз. у односу на претходно тромесечје, што је ниже од наших претходних очекивања (-8% мп. и -10,9% дсз.). Посматрано с расходне стране, пад економске активности током Т2 определила је домаћа тражња, при чему је потрошња домаћинства највероватније забележила мањи пад од очекиваног. С друге стране, допринос нето извоза био је позитиван, као што смо и очекивали у мају.

Под претпоставком да ће епидемиолошка ситуација бити таква да неће захтевати увођење додатних здравствених мера и поновно затварање економија и у свету и код нас, у наставку године требало би да се настави економски опоравак започет у мају и јуну. Опоравак ће бити потпомогнут донетим и најављеним мерама Владе и Народне банке Србије, постепеним опоравком екстерне тражње услед отварања економија и ублажавања здравствених мера, као и већом спремношћу за инвестирање. Највећи део мера подршке привреди и грађанима реализован је током Т2. Крајем јула 2020, усвојен је други пакет мера фискалне политике од око 66 млрд динара, којим је исплата субвенција за зараде запослених у малим и средњим предузећима продужена за још два месеца. Поред тога, одлагање плаћања пореза на зараде и доприносе за социјално осигурање за сва приватна предузећа продужено је за додатних 30 дана. Тиме ће укупна фискална подршка ове године износити око 12,2% БДП-а. То ће, према проценама Министарства финансија, за последицу имати **фискални дефицит опште државе** ове године од око 8,2% БДП-а, али је, према нашем мишљењу, такав једнократни дефицит у потпуности оправдан, јер би у супротном пад економске активности ове године био далеко већи, праћен смањењем производних капацитета, укључујући и смањење броја радних места. Такође,

Графикон V.0.2. Фискални и примарни резултат буџета опште државе (у % БДП-а)



■ Буџетски резултат  
■ Примарни резултат

Извор: Министарство финансија.

\* Проекција.

са изостанком наведених мера опоравак привреде би у наредној години био спорији. Тиме би јавни дуг ове године био привремено повећан на око 60% БДП-а, али би од наредне године уследио наставак његове силазне путање.

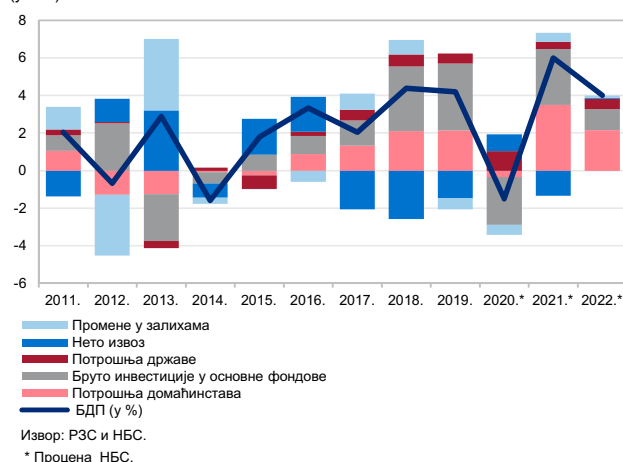
Расту расположивог дохотка привреде и становништва требало би да допринесе и одлука Народне банке Србије да се још два месеца омогући застој у отплати кредита и обавеза по основу лизинга. Такође, расту и капитални издаци државе, што уз раст кредитне активности и повољне услове финансирања, обезбеђује средства за нове инвестиције и доприноси њиховом опоравку у наредном периоду.

Упркос бољој пољопривредној сезони, донетим додатним економским мерама и чињеници да су негативни ефекти пандемије на домаћу економску активност у Т2 били мањи од процењених, **задржали смо пројекцију из маја да ће БДП ове године реално бити нижи за 1,5%**, имајући у виду неповољније деловање фактора из међународног окружења. Уз задржану повољну средњорочну перспективу наше земље, мере Владе и Народне банке Србије доприносе да у наредној години уследи више него потпуни опоравак од кризе, **уз стопу привредног раста од око 6%**, а затим повратак на стабилну и одрживу путању раста од око 4%.

**На глобалном нивоу**, након шока изазваног пандемијом који је кулминирао у априлу, од маја су се појавили сигнали економског опоравка, подржаног постепеним отварањем економија и експанзивним мерама фискалне и монетарне политике великог броја земаља. Наставак опоравка очекује се и у наредном периоду, али се процењује да се економска активност пре 2022. неће вратити на преткризни ниво. Водеће међународне организације оцењују да су ефекти шока изазваног пандемијом били већи од процењених пре три месеца, као и да ће због поновног ширења вируса опоравак бити спорији и неизвеснији. Услед већег пада економске активности у П1 од претходно пројектованог, ММФ је у јуну кориговао наниже пројекцију глобалног раста у 2020. за 1,9 п.п., на -4,9%, при чему и у 2021. години очекује спорији опоравак, од 5,4% (за 0,4 п.п. спорије у односу на април). Раст је коригован наниже и за развијене земље и за земље у успону. Поред тога, ризици ове пројекције оцењују се као знатни и асиметрични наниже.

Наш најзначајнији спољнотрговински партнер, **зона евра**, нарочито је била погођена ефектима пандемије

Графикон V.0.3. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)

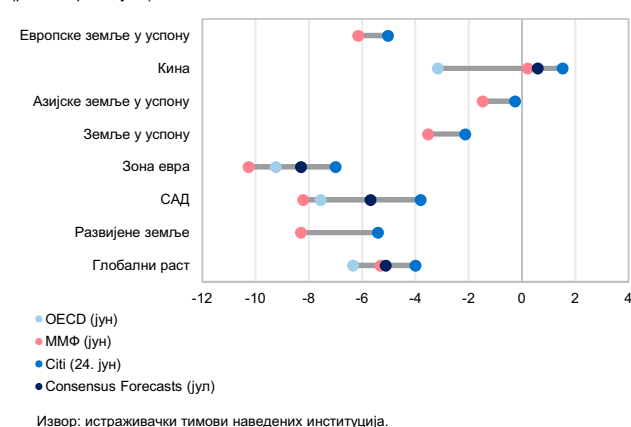


Табела V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. ММФ-а (у %)

	2020.		2021.	
	Претходна пројекција	Нова пројекција	Претходна пројекција	Нова пројекција
Свет	-3,0	-4,9	5,8	5,4
Зона евра	-7,5	-10,2	4,7	6,0
Немачка	-7,0	-7,8	5,2	5,4
Италија	-9,1	-12,8	4,8	6,3
САД	-5,9	-8,0	4,7	4,5
Русија	-5,5	-6,6	3,5	4,1
Кина	1,2	1,0	9,2	8,2

Извор: ММФ WEO (април 2020) и ММФ WEO Update (јун 2020).

Графикон V.0.4. Процена привредног раста по земљама и регионима у 2020. (реални раст, у %)



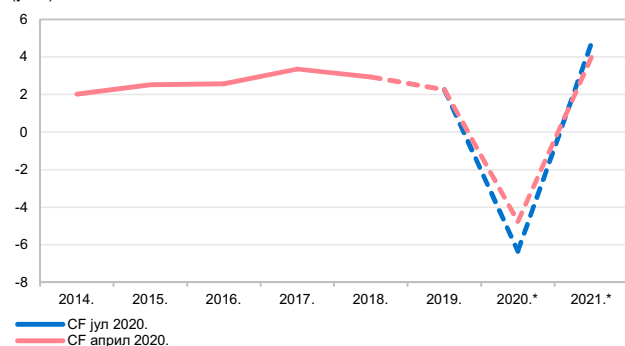
Табела V.0.2. Процена привредног раста по земљама (реални раст, у %)

	Април 2020.		Јул 2020.	
	2020.	2021.	2020.	2021.
Пољска	-3,1	4,3	-4,2	4,3
Чешка	-6,1	5,3	-7,4	5,2
Мађарска	-3,8	4,7	-5,0	4,2
Румунија	-4,8	4,6	-5,7	4,9
Словачка	-6,3	5,6	-7,9	6,3
Словенија	-5,3	3,4	-7,8	4,7
Хрватска	-6,7	4,0	-8,1	4,7
Бугарска	-5,9	4,5	-5,7	4,5
Албанија	-2,6	2,2	-6,7	5,2
БиХ	-5,9	3,9	-5,9	4,2
Македонија	-3,1	4,3	-5,0	4,7
<b>Србија</b>	<b>-2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>5,5</b>

Извор: Consensus Forecasts.

због своје отворености и велике укључености у глобалне ланце снабдевања. Водећи показатељи економске активности зоне евра у марту и априлу смањени су на рекордно ниске нивое, као и показатељи пословног и потрошачког поверења, при чему су међу највише погођеним земљама управо биле оне које су наши најзначајнији спољнотрговински партнери – Италија и Немачка. Опоравак је започет у мају и, према водећим показатељима економске активности, настављен је и у јуну и јулу, што упућује на то да су предузете фискалне мере и мере монетарне политике почеле да производе позитивне ефекте. Међутим, изгледи раста зоне евра за ову годину кориговани су наниже због оцене да су ефекти пандемије већи од раније процењених. У складу с пројекцијом *Consensus Forecasts*-а из јула, у новој пројекцији претпоставили смо да ће зона евра ове године забележити пад економске активности од око 8,0%, вођен падом домаће тражње, при чему ће инвестиције бити у већој мери погођене. Следеће године уследиће опоравак (раст од близу 6%), потпомогнут додатним неконвенционалним мерама ЕЦБ-а и обимним фискалним програмима донетим у појединим земљама. Ипак, према оценама, БДП зоне евра се неће вратити на преткризни ниво током наредне године.

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

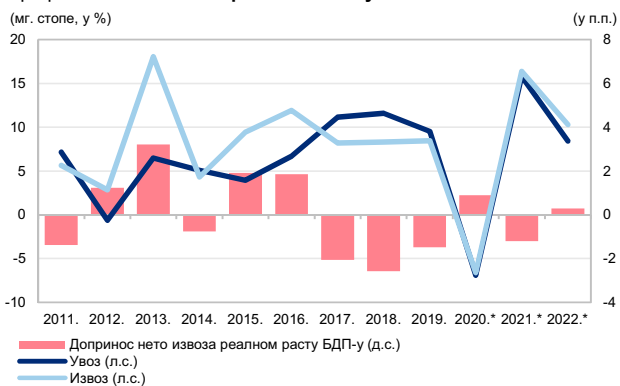


Извор: Consensus Forecasts.

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

У односу на претходни извештај, и за већину **осталих трговинских партнера Србије** привредни раст за ову годину коригован је наниже, уз оцену да ће брзина опоравка пре свега зависити од ефикасности мера усмерених на ограничавање ширења вируса корона и могућности коришћења фискалних и монетарних стимуланса. Притом, треба имати у виду да ће неке од тих земаља које у структури БДП-а имају високо учешће сектора погођених пандемијом, пре свега туризма (попут Црне Горе и Хрватске), забележити снажан пад економске активности, али се то неће у већој мери одразити на наш извоз. Поред тога, важно је нагласити да ће према оценама релевантних међународних институција (ММФ, *Consensus Forecasts*) **Србија бити у групи европских земаља које ће ове године забележити најмањи пад економске активности, а затим више него потпун опоравак од пандемије наредне године.** Томе доприноси добра макроекономска позиција земље непосредно пред пандемију, која је створила простор за снажну реакцију монетарне и фискалне политике, као и повољни средњорочни изгледи, уз чињеницу да је у структури БДП-а ниско учешће оних сектора који су највише погођени пандемијом (туризам, угоститељство и саобраћај).

Графикон V.0.6. Реални раст извоза и увоза



Извор: РЗС и НБС.

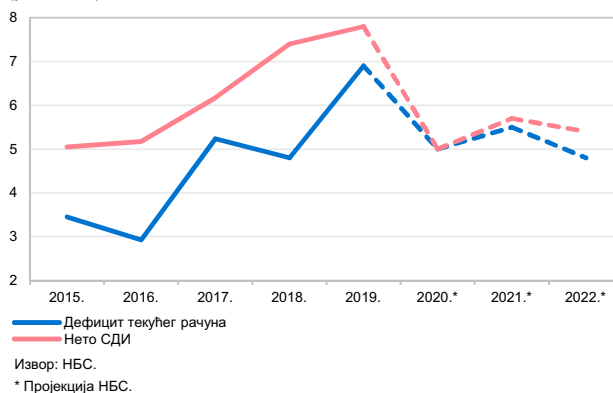
\* Процена НБС.

Успоравање екстерне тражње одражава се на нижи **извоз Србије од марта**, за који у овом тренутку процењујемо да ће исказати реални пад на нивоу године од око 6,5%. Међутим, прекинути ланци снабдевања, пад домаће потрошње, као и нешто нижи прилив СДИ у условима ниже економске активности на светском нивоу и глобалне аверзије према ризику, за последицу имају и реални пад увоза, који ће, према нашим тренутним проценама, бити већи и на нивоу године износити око 7%. То би требало да резултира **позитивним доприносом нето извоза БДП-у у овој години (од око 1 п.п.)**, али нижим у поређењу с претходном пројекцијом због већег пада екстерне тражње од претходно очекиваног. По основу очекиваног раста увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије с наставком инвестиционог циклуса, у 2021. процењујемо да ће допринос нето извоза бити негативан, а у годинама након тога, услед раста извозних капацитета и опоравка екстерне тражње, очекујемо прелазак доприноса нето извоза у позитивну зону.

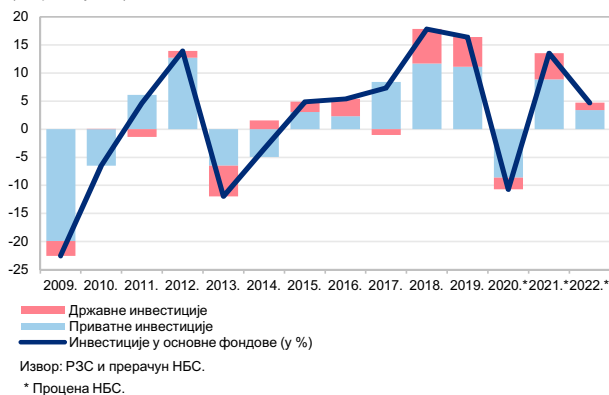
Уз повољне односе размене, а пре свега ефекте ниже светске цене нафте, за коју процењујемо да ће у овој години у просеку износити око 42 долара по барелу, већи реални пад увоза од извоза поправиће спољнотрговинску позицију и **смањити учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у на око 5%** ове године. Смањењу дефицита текућег рачуна позитивно ће допринети и укидање такса од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију, као и нижи расходи по основу примарног дохотка, у условима смањене профитабилности привреде због пандемије. Дефицит текућег рачуна и даље ће **у пуној мери бити покривен нето приливом СДИ**, за који смо у овој години претпоставили да ће износити око 2,3 млрд евра, што се може сматрати конзервативном проценом с обзиром на остварење у П1. Према нашој процени, у наредној години учешће текућег дефицита у БДП-у биће благо повећано услед реализације инвестиција одложених током пандемије, док у средњем року, по основу повећаних извозних капацитета и очекиваног глобалног економског опоравка, треба очекивати његово благо смањење, уз и даље пуну покривеност нето приливима СДИ од око 5% БДП-а.

Динамику БДП-а определиће пре свега **домаћа тражња**, која ће се, након овогодишњег пада, убрзано опорављати наредне године, чему ће допринети првенствено наставак инвестиционог циклуса и раст расположивог дохотка привреде и грађана. Имајући у виду да су се уведене здравствене мере за спречавање ширења вируса корона одразиле на пад потрошње током Т2, као и очекивање да ће се грађани још неко

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



Графикон V.0.8. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)

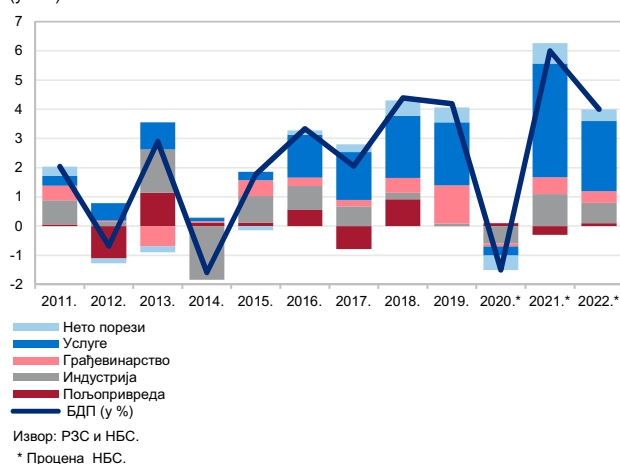


време уздржавати од куповине трајних потрошних добара и коришћења услуга (попут туристичких и саобраћајних услуга), процењујемо да ће **приватна потрошња** у овој години негативно допринети кретању БДП-а са 0,3 п.п., што је мањи пад у односу на наша очекивања у мају. Захваљујући очувању запослености у највећем делу привреде и предузетим монетарним и фискалним подстицајима, наредне године уследио би њен потпуни опоравак (уз допринос расту БДП-а од око 3,5 п.п.).

Процењујемо да ће **фиксне инвестиције** у овој години негативно допринети кретању БДП-а са 2,6 п.п. у условима глобалне аверзије према ризику, пада профитабилности привреде, као и очекивано нижих прилива по основу СДИ, и поред тога што је и током Т2 настављена реализација кључних инфраструктурних пројеката. Ипак, у наставку године треба очекивати и опоравак инвестиција, чему доприноси и пад премије ризика земаља у успону од маја и већа заинтересованост инвеститора за улагања. Повољна макроекономска перспектива земље, унапређен пословни амбијент, задржавање повољних финансијских услова и планирани инвестициони пројекти државе, према нашој процени, наредне године резултираће растом инвестиција и доприносом расту БДП-а од око 3 п.п.

Једини позитиван допринос од компонената домаће тражње у овој години очекује се од државне потрошње, између осталог и услед већих издвајања за набавку медицинског материјала, а раст ће се наставити и у наредној години, али споријим темпом.

Графикон V.0.9. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)



Посматрано с **производне стране**, ове године се очекује смањење активности у свим производним секторима изузев пољопривреде, за разлику од претходне пројекције, која је претпостављала пад у пољопривреди због претпоставке о просечној пољопривредној сезони, као и стагнацију у сектору грађевинарства. Услед већег пада екстерне тражње од очекиваног, негативан допринос индустрије БДП-у биће нешто већи него што смо претпоставили у мају, док се због бржег опоравка трговине од маја и мањег пада приватне потрошње током Т2 од очекиваног, на нивоу године очекује мањи негативан допринос сектора услуга. Када је реч о грађевинарству, у новој пројекцији претпоставили смо благ негативан допринос грађевинарства. Наредне године очекујемо раст и више него потпуни опоравак активности и у услужним и у производним секторима. 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 актуелне и планиране пројекте у области саобраћајне инфраструктуре (према програму „Србија 2025”, планирано је улагање у путну инфраструктуру од преко 5 млрд евра у наредних пет година), као и повољне тенденције на тржишту некретнина.

**Ризици пројекције БДП-а у највећој мери потичу од неизвесности у погледу тока и трајања пандемије на светском нивоу**, а самим тим и од тога да ли ће бити настављено ублажавање здравствених мера или ће бити неопходно да се оне поштре. Од тога ће у великој мери зависити и **брзина глобалног економског опоравка**. У пројекцији смо претпоставили да неће бити потребно да се здравствене мере поштравају ни у свету, ни у Србији. Ако пак епидемиолошка ситуација не буде повољна и услед додатне здравствене мере, то би могло додатно да успори глобални привредни опоравак.

Табела V.0.3. Кључни ризици пројекције БДП-а

Ризик	Могући канали утицаја на инфлацију у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
<b>Међународно окружење</b>		
Неизвесност у погледу тока пандемије и утицаја на глобални привредни раст	Спорији глобални опоравак утицао би на успоравање екстерне тражње, мањи извоз Србије и спорији раст прерађивачке индустрије.	↓
Темпо опоравка зоне евра од пандемије	Спорији раст зоне евра утицао би на мањи извоз Србије и спорији раст прерађивачке индустрије.	↓
Токови капитала, односи главних валута на међународном финансијском тржишту, монетарне политике водећих централних банака	Повећање неизвесности на међународном финансијском тржишту и раст аверзије према ризику по основу споријег глобалног опоравка смањило би прилив инвестиција и повећало трошкове задуживања. Експанзивне мере монетарне и фискалне политике водећих земаља допринесе смањењу аверзије према ризику и утичну 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 повећао/смањо би расположиви доходак и повећао/смањо би трошкове пословања. Раст/пад цена основних метала и житарица повећао/смањо би извоз.	↕
<b>Домаће окружење</b>		
Макроекономска позиција земље и структурне реформе	Наставак структурних реформи и планирана даља системска унапређења пословног амбијента допринесе бржем расту инвестиција и извоза с расходне, односно прерађивачке индустрије и грађевинарства с производне стране.	↑
Мере Владе и Народне банке Србије као подршка привреди и грађанима у борби с пандемијом	Сачувана радна места и раст расположивог дохотка умањују негативне ефекте пандемије на потрошњу, а тиме и на активност услужних сектора. Повољни услови финансирања, обезбеђена кредитна подршка и даљи раст капиталних издатака допринесе расту инвестиција, а тиме и прерађивачке индустрије и грађевинарства.	↑
Пољопривредна сезона	Већи/мањи раст пољопривредне производње од очекиваног допринеси расту/паду извоза и прерађивачке индустрије.	↕

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

Иако је захваљујући повећаној географској и производној распрострањености извоза Србија смањила своју изложеност поремећајима на појединачним сегментима екстерне тражње, кључни ризик из међународног окружења и даље се односи на **темпо раста зоне евра**. Поред тога што је наш најзначајнији трговински партнер, зона евра истовремено утиче на динамику **привредног раста у земљама средње и југоисточне Европе**, с којима Србија све више остварује снажне економске везе. Као претпоставку за раст зоне евра у текућој пројекцији користили смо оцене релевантних међународних финансијских институција, које у просеку очекују пад економске активности у зони евра од око 8%, а затим делимичан опоравак наредне године, уз оцену да су ризици ове пројекције асиметрични наниже у условима пролонгираног глобалног економског опоравка. 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 последично нижу производњу у прерађивачкој индустрији.

Као мала и отворена привреда, на Србију утичу и **токови капитала и односи главних валута на међународном финансијском тржишту**. Спорији глобални привредни раст од очекиваног додатно би повећао неизвесност на међународном финансијском тржишту и негативно се одразио на пословно поверење и инвестиционе одлуке, што би вероватно смањило прилив капитала у земље у успону, укључујући и Србију. **Монетарне политике водећих централних банака** ублажене су у условима ширења пандемије, што је утицало и на смањење аверзије према ризику и већу спремност инвеститора за улагања у земље у успону. Притом, централне банке изразиле су спремност да предузму додатне мере ако се за тим укаже потреба, што би требало да ублажи евентуално заоштравање финансијских услова.

Ризици пројекције БДП-а у одређеној мери односе се и на **кретање цена примарних производа, пре свега нафте, која је знатно снижена током пандемије, а у мањој мери пад су забележиле и цене житарица**, да би с појавом сигнала опоравка уследио њихов раст. Ипак, за сада се оцењује да не би требало да знатно порасту цене примарних производа у наредном периоду, поготово ако се има у виду да су изгледи за глобални раст кориговани наниже. С обзиром на то да је Србија нето увозница нафте, евентуални поновни пад цене нафте прелио би се на виши расположиви доходак и ниже трошкове пословања, док би њихов раст имао супротан ефекат. Када је реч о ценама



основних метала (посебно челика и бакра) и житарица, Србији као нето извознику не би погодовао њихов пад.

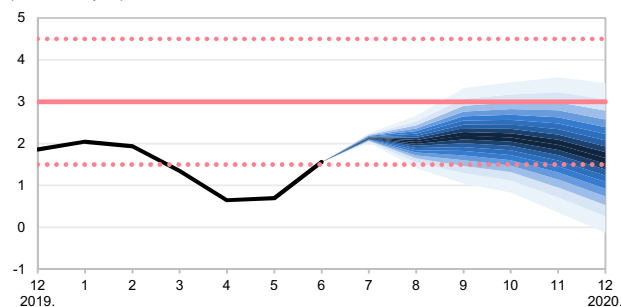
За разлику од фактора из међународног окружења, по основу којих процењујемо да су ризици пројекције БДП-а за ову годину асиметрични наниже, ризици по основу **домаћих фактора** асиметрични су навише. Могућ је **мањи пад потрошње од очекиваног**, услед чињенице да су током Т2 у највећем делу привреде сачувана радна места и да су у међувремену донете додатне мере Владе и Народне банке Србије које омогућавају да ни наредних месеци, док још увек траје борба с пандемијом, не дође до већих отпуштања, а наведене мере истовремено доприносе расту расположивог дохотка. И **инвестиције би ове године могле да забележе мањи пад а наредне године бржи раст**, будући да су ниски инфлаторни притисци, остварена макроекономска стабилност и отворен фискални простор омогућили да Народна банка Србије и Влада предузму додатне мере и активности како би се олакшала позиција привреде, а да то не наруши ценовну стабилност и одрживост јавних финансија. Поред тога, требало би да наставак структурних реформи и планирана даља системска унапређења пословног амбијента допринесу и бржем расту укупне факторске продуктивности, а тиме и производног потенцијала. Притом, боља реализација капиталних издатака државе у односу на план у претходне две године указује на то да би и инвестиције државе у наредном периоду могле расти брже од плана и утицати и на **бржи раст грађевинарства од очекиваног**. С обзиром на то да су 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 сада, имајући у виду прве процене о роду пшенице, као и стање усева јесењих култура и метеоролошке прилике, претпоставили да ће у 2020. остварити благ раст, као и да ће у наредним годинама бити просечна. Боља пољопривредна сезона доприноси расту извоза примарних и прерађених прехранбених производа, нарочито ако се има у виду да је глобална тражња за храном нееластична и да се ни током пандемије није смањивала.

## Пројекција инфлације

Као и у случају БДП-а, приликом израде пројекције инфлације имали смо у виду да ће њено кретање у наредном периоду и даље у највећој мери одредити успешност у контроли пандемије на глобалном нивоу, а тиме и њених негативних ефеката, који су на страни понуде инфлаторни, а на страни тражње дезинфлаторни. Након почетне фазе пандемије (тзв. закључавања), која је у већини земаља трајала у марту и априлу, уследило је постепено ублажавање рестриктивних здравствених мера током маја и јуна. Тиме су, уз обимне стимулативне мере монетарне и фискалне политике, негативни ефекти пандемије на понуду знатно умањени, али су на страни тражње и даље присутни, што је основа за очекивање да ни у наредном периоду неће бити знатнијих инфлаторних притисака. Притом, иако је од ТЗ започео постепен опоравак економске активности на глобалном нивоу, процењује се да ће он бити спорији, а тиме и инфлација нижа него што се очекивало пре три месеца. Главни разлози за то су већи ефекти почетног шока пандемије од првобитно процењених и мере физичког дистанцирања које ће, по свему судећи, остати на снази у већини земаља до окончања пандемије. Притом, очекује се да мере за контролу пандемије у наредном периоду неће подразумевати поновно закључавање економија, које смо имали у почетној фази, тј. да опоравак тиме неће бити нарушен.

На тој претпоставци базирана је и наша средњорочна пројекција инфлације – да ће пандемија бити контролисана применом неопходних епидемиолошких мера које су сада на снази, без потребе за њиховим заостравањем. Такође, у њеној основи су и позитивни ефекти монетарних и фискалних мера, који умањују ефекте пандемије и подстичу опоравак економске активности. У наредном периоду очекујемо раст наше економије који неће стварати знатније инфлаторне притиске, с тим да брзина тог опоравка у великој мери зависи од брзине опоравка глобалне економије, пре свега зоне евра, нашег најзначајнијег економског партнера. Такође, и даље се могу дешавати извесне промене у односима цена, јер се понуда и тражња због пандемије знатно разликују по секторима. Најизраженији је пад тражње за угоститељским, туристичким и транспортним услугама, па би се код њих могли очекивати најслабији инфлаторни притисци. Имајући поменуто у виду, процењујемо да ће у Србији, као и у већини других земаља, ефекат пандемије у средњем року резултирати нижом инфлацијом него што се очекивало пре три месеца.

Графикон V.0.10. Краткорочна пројекција инфлације  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

## Средњорочна пројекција инфлације

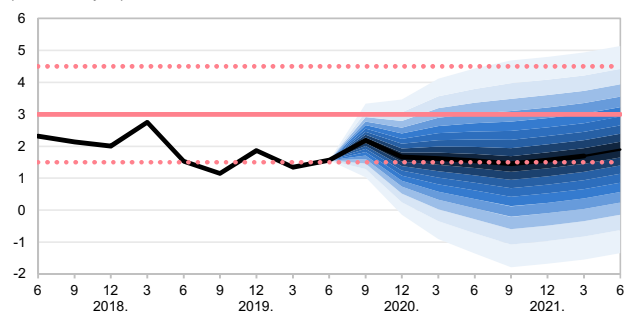
Према августовској централној пројекцији, м.г. инфлација ће се у наредном периоду кретати у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља, с тим да ће крајем хоризонта пројекције, у складу са очекиваним даљим опоравком тражње, почети постепено да се приближава централној вредности циља од 3%. Таквом кретању инфлације допринеће релативно ниска агрегатна тражња, инфлација у међународном окружењу и светске цене примарних пољопривредних производа, док ће ефекти пада светске цене нафте постепено ишчезнути. С даљим растом економске активности и тражње, који ће подржати експанзивне мере монетарне и фискалне политике, инфлација ће почети постепено да се креће ка централној вредности циља од 3% током 2022, али ће остати испод ње.

Посматрано по појединачним компонентама, профил инфлације и даље ће највише бити одређен ценама воћа и поврћа и нафтних деривата. Када су у питању **цене воћа и поврћа**, као и у другим европским земљама, временске прилике нису погодиле воћу, које је у великој мери оштетио касни мраз. Слично је и с поврћем, чија је сезона сазревања померена због обилних падавина. Такође, тражња због пандемије је, по свему судећи, повећана, пре свега за воћем, што је утицало на то да цене воћа и поврћа буду на нешто вишем нивоу него што смо очекивали пре три месеца. Имајући у виду и значајан базни ефекат код ове категорије хране, због честог одступања од типичног кретања за поједине месеце, очекујемо да ће оне имати позитиван допринос инфлацији до половине наредне године, а након тога би њихов допринос требало да пређе у негативну зону.

Када су у питању **цене нафтних деривата**, очекујемо да ће се њихов негативан допринос инфлацији постепено смањивати у наредним тромесечјима и да ће у Т2 2021. године прећи у позитивну зону, у складу с повећаном ценом нафте на светском тржишту након драстичног пада у почетној фази пандемије. Према фјучерсима, у новој пројекцији смо претпоставили за око 10% више светске цене нафте у 2020. и у 2021. години него у претходној пројекцији. Таква очекивања према фјучерсима формирана су пре свега под утицајем споразума земаља *OPEC+* о ограничавању производње, као и предузетих корака у већини земаља ка нормализацији економске активности.

Код **цена хране (без воћа и поврћа)** не очекујемо знатније притиске на њихов раст, јер се у наредне две

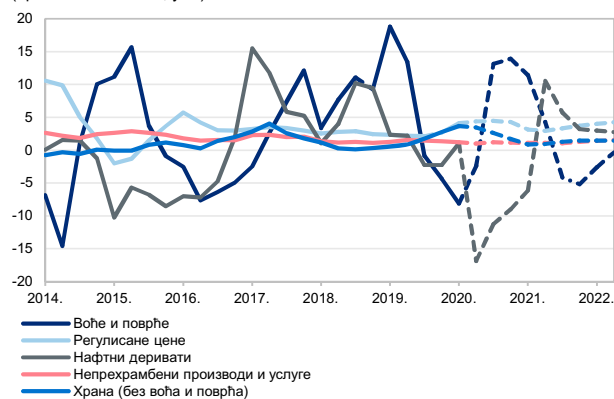
Графикон V.0.11. Пројекција инфлације  
(м.г. стопе, у %)



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 графикану износи 10%.

Графикон V.0.12. Пројекција компонента инфлације  
(просечна м.г. стопа, у %)



Извор: НБС.

Табела V.0.4. Најважније претпоставке пројекције

	2020.		2021.		2022.	
	Мај	Авг.	Мај	Авг.	Мај	Авг.
<b>Екстерне претпоставке</b>						
<b>Извештаја о инфлацији</b>						
Раст БДП-а у зони евра	-5,0%	-8,1%	4,2%	5,9%	2,5%	3,3%
Инфлација у зони евра (просек)	0,7%	0,3%	1,0%	0,8%	1,5%	1,3%
EURIBOR 3М (децембар)	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,5%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	2,6%	6,9%	7,9%	2,0%	2,8%	2,9%
Цена нафте типа брент по барелу (децембар, у USD)	40	44	43	47	46	49
<b>Интерне претпоставке</b>						
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Извор: НБС, ЕЦБ, Еurostat, СВOT и Блумберг.

\* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

године очекује умерен раст цена примарних пољопривредних производа који су важне сировине у производњи прерађене хране (пшенице, кукуруза, соје). Цене домаћих примарних пољопривредних производа, које се тренутно налазе благо изнад неутралног нивоа, ни до сада нису генерисале притиске у правцу раста цена хране. Наиме, цене хране су у П2 2019. и П1 2020. године расле, углавном због поремећаја на светском тржишту које је изазвало поскупљење свињског меса. Како то поскупљење буде излазило из м.г. обрачуна инфлације, очекујемо успоравање ове компоненте инфлације у наредним тромесечјима. Поред тога, требало би да раст цена хране ограничи и то што ће наша пољопривредна сезона ове године, по свему судећи, бити боља од претходне, што је и претпоставка наше пројекције, па би у донекле отежаним условима извоза понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту могла бити већа. У средњем року очекујемо да ће раст цена хране бити скроман и првенствено одређен постепеним растом агрегатне тражње.

Ниска агрегатна тражња и релативно ниски увозни трошкови и инфлација у међународном окружењу ограничиће раст **цена непрехрамбених производа и услуга**. С постепеним опоравком тражње, очекујемо умерен раст тих цена, али ће он и даље бити релативно низак. Када су у питању регулисане цене, као и до сада, претпоставили смо да ће њихов раст бити стабилан, на нивоу од око 4% годишње до краја хоризонта пројекције.

Као и нашу мајску пројекцију, августовску пројекцију инфлације доминанто је определила чињеница да су **глобална понуда и тражња** под снажним утицајем актуелне пандемије, због које ће светска економија ове године бити у највећој рецесији од Велике депресије. За разлику од претходне пројекције, сада се процењује да ће **пад глобалне економске активности бити већи, а тиме и ефекат у правцу ниже инфлације у наредном периоду**. Иако су рестриктивне здравствене мере ублажене, пандемија отежава функционисање великом делу светске привреде и, с једне стране, повећава јединичне трошкове производње, због чега је ослабљена позиција предузећа, пољуљано пословно поверење и повећана аверзија према ризику. То је у многим земљама већ довело до драстичног смањења запослености, плата и инвестиција, а тиме и тражње, с друге стране. На смањену тражњу одражава се и уздржавање становништва од потрошње и раст штедње из предострожности. Поред тога, иако су реакцијом водећих централних банака знатно

Графикон V.0.13. Пројектовано кретање производног јаз (у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

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

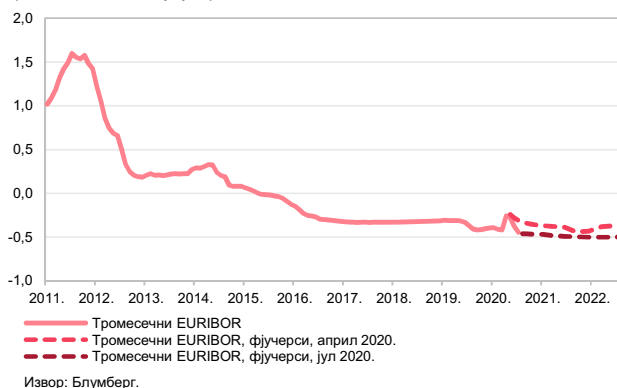
ублажени монетарни услови, који су се пренели и на ублажавање финансијских услова, и даље је присутна бојазан да би кредитну активност банака могао ограничавати раст ненаплативих потраживања од оног дела предузећа и становништва који су највише погођени кризом.

Када је у питању **привредни раст зоне евра**, он је за ову годину коригован на око  $-8\%$  у нашој текућој пројекцији, за разлику од  $-5\%$ , колико смо претпостављали у претходној пројекцији. То значи да ће зона евра, наш најважнији трговински партнер, ове године куповати мање производа и услуга од предузећа из Србије, па би дезинфлаторни притисци по том основу могли бити нешто јачи него што смо очекивали пре три месеца. Захваљујући предузетим експанзивним мерама ЕЦБ-а и снажним фискалним пакетима већине земаља чланица и на нивоу ЕУ, у наредној години би требало да се раст зоне евра убрза по стопи од близу  $6\%$ , а тиме и њена тражња за производима и услугама из Србије.

У време израде ове пројекције, преовлађује очекивање да се **негативан утицај пандемије код нас, као и у другим европским земљама, у највећој мери испољи током Т2** и да ће **постепен опоравак економске активности и тражње уследити од Т3 ове године**. Због пада екстерне тражње у Т2, пре свега пада БДП-а у зони евра, додатно је продубљен негативни производни јаз у нашој економији, што указује на снажније дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње. Процењујемо да ће производни јаз крајем ове године износити око  $-3,5\%$  и да ће се, са убрзањем опоравка домаће тражње и постепеним растом екстерне тражње, смањити на око  $-1,7\%$  наредне године, а готово потпуно затворити крајем 2022. ( $-0,3\%$ ).

**Опоравак домаће тражње подржавају благовремено донете мере монетарне и фискалне политике**, које су ограничиле негативне ефекте пандемије на економску активност, запосленост и зараде у Т2 и подстичу раст економске активности од Т3. Србија је ову кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској позицији,<sup>30</sup> што је омогућило и Влади Србије да **снажно реагује фискалним мерама** ради подршке становништву и привреди у савладавању кризе изазване пандемијом и очувању производног потенцијала. Очекујемо да ће убрзање раста наше економије наредне године бити вођено

Графикон V.0.14. **Очекивани тромесечни EURIBOR** (на годишњем нивоу, у %)



Графикон V.0.15. **Претпоставка о инфлацији у зони евра** (мг. раст, у %)



<sup>30</sup> Видети Осврт 1, стр. 10.

наставком инвестиционог циклуса и растом расположивог дохотка привреде и грађана.

Поред позитивног ефекта ублажавања монетарне политике Народне банке Србије на домаћу тражњу, позитиван ефекат имаће и ниже каматне стопе на евроиндексиране кредите него што се очекивало пре три месеца. У зони евра **ЕЦБ** је неконвенционалним монетарним мерама, укључујући обимне куповине активе, знатно повећала експанзивност монетарне политике, како би у новонасталим околностима обезбедила додатну ликвидност и ублажила финансијске услове. Фјучерси указују на то да ће тромесечни *EURIBOR* бити на нижем нивоу него што се очекивало пре три месеца и у негативној зони не само до краја наше пројекције већ чак и у 2026. години.

Иако су у многим земљама света донете изразито експанзивне монетарне и фискалне мере, **очекује се да ће инфлација на глобалном нивоу бити нижа него што се претходно очекивало**. Развијене земље су ушле у ову кризу с већ ниском инфлацијом, тако да је у неким од њих забележен и пад потрошачких цена у почетној фази пандемије. У сваком случају, постизање циљане инфлације у већини развијених земаља не очекује се ни у наредне две године. За **зону евра** следимо пројекцију ЕЦБ-а и очекујемо нижу инфлацију до краја хоризонта пројекције него пре три месеца – успоравање на 0,3% ове године, а затим благи раст на 0,8% у 2021. и на 1,3% у 2022. години. **И у већини земаља нашег региона**, које су нам такође важни трговински партнери, требало би да инфлација буде нижа него што се претходно очекивало, а њен раст у неким од њих протеклих месеци оцењује се као привремен и доводи се у везу с тим да су поједини произвођачи и пружаоци услуга веће трошкове настале услед пандемије пребацили на потрошаче. Претпостављајући нижу инфлацију у међународном окружењу, пре свега у зони евра, него што смо претпостављали приликом израде наше претходне пројекције, очекујемо да ће **инфлаторни притисци по основу увозних цена изражених у динарима бити изразито ниски** до краја периода пројекције.

Када су у питању увозне цене, најзначајније су **светске цене нафте**, које су од почетка маја повећане, али су и даље на знатно нижем нивоу него прошле године – за око 33% у време израде пројекције. У складу с нафтним фјучерсима, у новој пројекцији смо претпоставили нешто више светске цене нафте: 44 долара по барелу у децембру 2020, а затим 47 долара

Графикон V.0.16. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



по барелу у децембру 2021, за разлику од 40 и 43 долара по барелу, респективно, колико смо на основу фјучерса претпостављали у претходној пројекцији. Имајући у виду да су цене нафте на светском тржишту још увек ниже него прошле године, али да су кориговане навише, очекујемо да ће допринос цена нафтних деривата м.г. инфлацији и даље бити негативан, али да ће се смањивати и у Т2 2021. прећи у позитивну зону.

Када су у питању за нас важне **светске цене примарних пољопривредних производа**, у пројекцији смо користили податке о фјучерсима с берзи *Euronext Paris* и *Chicago Board of Trade*. Према тим подацима, кориговали смо претпоставку о расту ових цена за ову годину навише (на 6,9%, у поређењу са 2,6% у претходној пројекцији), а у наредној наниже (на 2,0%, у поређењу са 7,9%). У складу с тим, **очекујемо да ће и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту,<sup>31</sup> које прате кретање светских цена**, имати слично кретање.

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

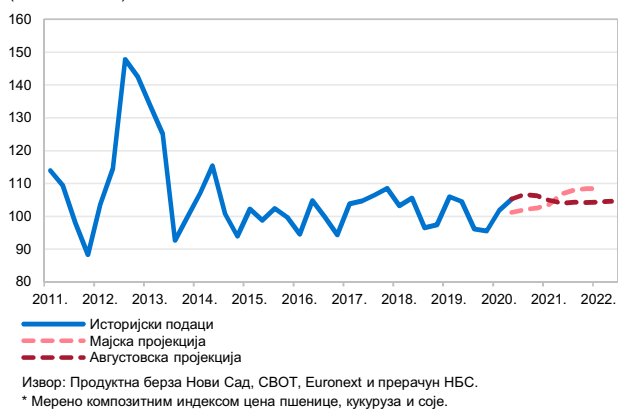
**Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације** у кратком року односи се пре свега на кретање цена воћа и поврћа, као и светске цене нафте и примарних пољопривредних производа, јер њихову динамику у великој мери прате цене тих производа на домаћем тржишту. У средњем року, кључни ризици пројекције и даље потичу из међународног окружења, а односе се пре свега на брзину опоравка глобалне трговине и привредног раста, пре свега раста зоне евра, 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.

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. У текућој пројекцији очекујемо м.г. раст цена воћа и поврћа до половине наредне године, а затим њихов пад. Ипак, будући да се ради о најволатилнијој категорији инфлације, код које

Графикон V.0.17. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



Графикон V.0.18. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа\* (Т4 2013 = 100)



<sup>31</sup> Мерино композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

су одступања могућа у оба смера, ценимо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

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 мањи од процењеног, што би смањило изгледе за опоравак тражње за примарним производима и тиме ограничило опоравак њихових цена. Када су у питању фактори на страни понуде, они су специфични за сваки примарни производ. Иако тржишни учесници, према фјучерсима, и даље очекују релативно ниске **светске цене нафте**, померања су могућа у оба смера. Поред ефеката пандемије, изражене су и трговинске и геополитичке тензије, пре свега између САД и Кине, што заједно нарушава пословно поверење и инвестициону климу, повећавајући неизвесност у погледу економских кретања на глобалном нивоу. Такође, неизвесни су и ефекти постепеног ублажавања ограничења производње нафте од стране земаља *OPEC+*, као и у којој мери ће се договор међу земљама чланицама поштовати. Кретање цене нафте на светском тржишту утицаће и на **светске цене примарних пољопривредних производа**, пре свега преко трошкова горива у производњи, јер је пољопривреда енергетски интензиван сектор. 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. Неизвесност у погледу кретања светских цена примарних пољопривредних производа додатно повећава пандемија, јер је сектор пољопривреде радно интензиван, па мања понуда рада, услед ограничења у кретању радне снаге и ширења епидемије, може утицати на раст цена. Имајући у виду неизвесност у погледу кретања светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, процењујемо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

**Неизвесност у средњем року** и даље се у највећој мери односи на кретања у међународном окружењу, пре свега на **брзину опоравка глобалне трговине и привредног раста, првенствено раста зоне евра, јер од тога зависи темпо опоравка наше екстерне тражње, као и ниво увозне инфлације**. Иако је економски опоравак започет са ублажавањем рестриктивних здравствених мера, повратак на нормалу биће отежан – многе мере физичког дистанцирања остаће на снази како би се ограничило ширење вируса. Као и приликом израде претходне пројекције, ни сада још увек није познато колико дуго



ће трајати пандемија и какав ће бити њен интензитет. Што она дуже буде трајала, позиција предузећа ће бити више ослабљена. Вероватно је да ће у том случају аверзија према ризику бити већа, инвестиције ниже, незапосленост виша, као и да ће се становништво из предострожности уздржавати од потрошње. Треба очекивати и знатно већи фискални дефицит и јавни дуг у већини земаља и сл. С друге стране, позитивним се оцењује чињеница да се изузетно снажно реагује експанзивним монетарним политикама, као и обимним фискалним пакетима великог броја земаља, што би требало да подстакне опоравак привредне активности. Имајући у виду неизвесност у погледу кретања глобалне трговине и привредног раста, а пре свега раста зоне евра, процењујемо да су ризици пројекције инфлације по том основу асиметрични наниже.

Иако су изузетно обимне монетарне и фискалне мере водећих економија света ублажиле **неизвесност на међународном финансијском тржишту, она је и даље висока, што повећава несигурност у погледу токова капитала према земљама у успону**. Реакција

Табела V.0.5. Кључни ризици пројекције инфлације

Ризик	Могући канали утицаја на инфлацију у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
<b>Кратак рок</b>		
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 доприноси расту/паду тражње и може имати инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↕
Светске цене примарних пољопривредних производа (Србија нето извозник)	Цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту у великој мери прате динамику тих цена на светском тржишту. Оне расту/падају у случају раста/пада тих цена на светском тржишту, које на тај начин имају инфлаторне/дезинфлаторне ефекте.	↕
<b>Средњи рок</b>		
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; – Спорији опоравак зоне евра утиче на успоравање раста инфлације у зони евра и тиме, у условима релативно стабилног девизног курса, на дезинфлаторне 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.	↓
Неизвесност на међународном финансијском тржишту и токови капитала према земљама у успону	Већа/мања неизвесност на међународном финансијском тржишту води већој/мањој аверзији инвеститора према ризику и мањим/већим токовима капитала према земљама у успону, што утиче на депрецијацију/апорецијацију домаће валуте и тиме на раст/пад цена.	↕
Темпо опоравка домаће тражње	Сачувана радна места и раст расположивог дохотка умањују негативне ефекте пандемије на тражњу. Такође, повољни услови финансирања, обезбеђена кредитна подршка и даљи раст капиталних издатака доприноси расту тражње, а тиме и инфлаторним притисцима.	↑
Регулисане цене	Нижи раст регулисаних цена доприноси нижој инфлацији.	↓

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

инвеститора на пандемију састоји се у преиспитивању портфолија и давању предности улагањима у сигурну активу, што за последицу има померања у глобалним токовима капитала, пад индекса на светским берзама, раст цене злата и државних ХоВ развијених земаља. Земље у успону су забележиле значајне одливе капитала по основу портфолио инвестиција у марту, с тим да су након тога портфолио токови били позитивнији, што је допринело стабилизацији девизних тржишта ових земаља. Неизвесност на међународном финансијском тржишту у наредном периоду, а тиме и глобални токови капитала, у великој мери ће бити одређени успешношћу у контроли пандемије на глобалном нивоу и ефектима предузетих мера монетарне и фискалне политике. 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**. Смањење економске активности у Србији уследило је у другој половини марта и у априлу, на шта су се, поред ниже екстерне тражње, одразили и отежани услови пословања у многим делатностима. Након тога је започет постепен **опоравак економске активности, подстакнут благовремено донетим мерама монетарне и фискалне политике**. Сачувана радна места и раст расположивог дохотка умањују негативне ефекте пандемије на тражњу. Такође, повољни услови финансирања, обезбеђена кредитна подршка и даљи раст капиталних издатака државе доприносе расту тражње. Координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена и у наредном периоду, што ће омогућити смањење евентуалних даљих негативних утицаја из међународног окружења и последица ширења вируса корона на домаћу привреду. Како је, према нашој оцени, вероватније да би домаћа тражња могла да расте брже од наших очекивања и у наредном периоду, ценимо да су по том основу ризици пројекције инфлације асиметрични навише.

Како је у протеклих неколико година раст **регулисаних цена** на домаћем тржишту углавном био спорији од очекиваног, процењујемо да постоје ризици да ове цене и у наредном периоду забележе нижи раст од очекиваног, тако да су и по том основу ризици пројекције асиметрични наниже.

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

Поред процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације у

наредном периоду, одлуке о монетарној политици зависиће и од очекиваног кретања кључних фактора из домаћег и међународног окружења и њиховог утицаја на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка. Извршни одбор истиче да је Народна банка Србије спремна да реагује у складу са евентуалним додатним ефектима пандемије у домаћем и међународном окружењу.

## Поређење актуелне с претходном пројекцијом

У поређењу с мајском пројекцијом, нова средњорочна пројекција инфлације је у кратком року на нешто вишем нивоу, а у средњем року на nižем нивоу до краја хоризонта пројекције.

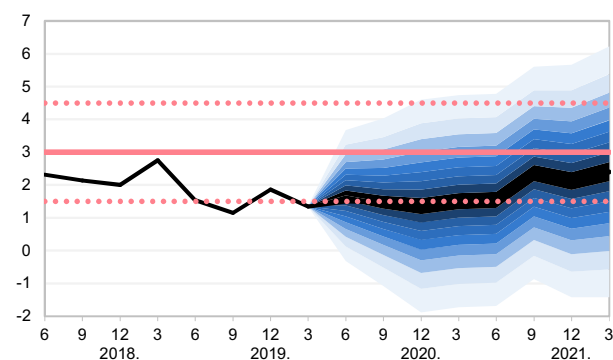
Главни разлог што је текућа пројекција инфлације у кратком року нешто виша у односу на претходну, пре свега у ТЗ ове године, јесу више **цене воћа и поврћа** претходних месеци од претпостављених.

Такође, **цена нафте на светском тржишту** је повећана у периоду од наше претходне пројекције, као и очекивања у погледу њеног кретања у наредном периоду. Претпоставка о кретању светске цене нафте ревидирана је навише за око 10% у 2020. и 2021. години, у складу са актуелним фјучерсима у време израде пројекције, тако да је наша **пројекција цена нафтних деривата нешто виша него што је била пре три месеца**.

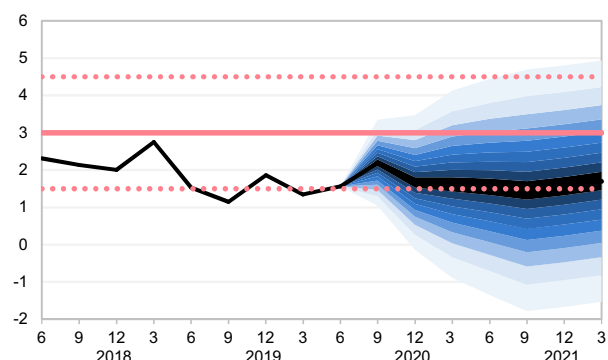
Ипак, према нашој оцени, дезинфлаторнији утицај агрегатне тражње и увозне инфлације надјачаће инфлаторни утицај цена нафте у средњем року, тако да ће се до краја периода пројекције инфлација кретати на nižем нивоу него што смо очекивали у мају.

Графикон V.0.19. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

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



**Августовска пројекција**  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Период од наше претходне пројекције обележили су снажни директни и индиректни ефекти пандемије на глобална економска кретања, што се одразило на **веће продубљивање негативног производног јаза у зони евра од очекиваног, а тиме и домаћег производног јаза**, тако да су дезинфлаторни притисци по основу тражње већи него у претходној пројекцији.

Нижој текућој пројекцији инфлације у односу на претходну допринели су и очекивани **нижи трошковни притисци по основу увозне инфлације**. Претпостављајући нижу инфлацију у међународном окружењу, пре свега у зони евра, него што смо претпостављали у мају, очекујемо да ће и инфлаторни притисци по основу увозних цена изражених у динарима бити нижи. Требало би да трошковни притисци буду нижи и по основу **нижих цена примарних пољопривредних производа**, што је такође допринело нижој пројектованој инфлацији него пре три месеца.

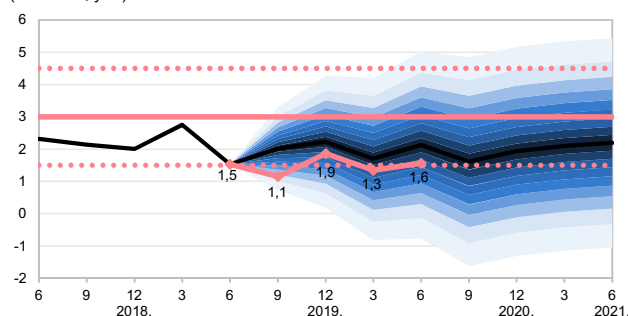
### Остварење пројекције инфлације од пре годину дана

Инфлација се у протеклој години дана кретала у великој мери у складу с пројекцијом коју смо израдили и објавили у Извештају о инфлацији – август 2019. (незнатно испод централне вредности пројекције), **што доприноси јачању поверења у Народну банку Србије и усидрености инфлационих очекивања**.

У посматраном периоду, нешто веће одступање наниже забележено је само у Т3 2019. године, због **знатног пада цена поврћа**, тј. већег од типичног за тај период године, који смо у нашој пројекцији из августа 2019. очекивали. Поврће је знатно појефтинило захваљујући расту понуде услед добре пољопривредне сезоне у 2019. години. У преосталим тромесечјима пројекције из августа 2019, инфлација се кретала неznатно испод централне вредности, због **већег пада цена нафтних деривата и нижег раста цена непрехрамбених производа** од оног који смо пројектовали у августу 2019. Пад цене нафте водило је пре свега успоравање глобалног привредног раста у условима пандемије, а спорији раст цена **непрехрамбених производа** нижи увозни трошкови. Нешто виши раст од очекиваног забележиле су једино **цене прехрамбених производа**, пре свега меса, услед раста тражње из Кине и знатног раста цене свињског меса у ЕУ, али је ефекат тог одступања био више него неутрализован ефектима претходних двеју компонената инфлације.

Графикон V.0.20. Остварење пројекције инфлације из августа 2019.

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела А  
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	I 2020.	II 2020.
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	5,5	6,2
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	242,4	220,9	
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	28,1	30,1
Отплата дуга / БДП	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	7,6	
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	19,5	15,1	
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>																	
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,5	72,1	65,1	62,2	61,9	62,1	
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	12,5	12,0	12,7	
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	121,5	122,8	
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>																	
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	165,3	147,1
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	175,7	171,6
<b>СТЕПЕН ОТВОРНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП</b>																	
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,7	106,3	108,3	111,9	112,8	93,1
<b>МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)</b>																	
БДП <sup>1)</sup>	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.716	36.723	39.183	42.855	45.912	11.025	10.886 <sup>3)</sup>
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.844	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.418	29.034	
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	4.573	841	
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	13.115	13.956
Краткорочни дуг <sup>2)</sup>	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.929	2.395	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.160	-977	-371
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)</b>																	
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	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
S&P	BB- /стабилан	BB- /позитиван	BB- /стабилан	BB- /негативан	BB- /стабилан		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван		BB+ /позитиван	BB+ /стабилан
Fitch	BB- /стабилан			BB- /негативан		BB- /стабилан	BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан			BB+ /стабилан		
Moody's									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

<sup>1)</sup> Према методологији ESA 2010.

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

<sup>3)</sup> Процена НБС

## Напомене:

- РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену у чежња макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
- Од 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.
- Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (479,2 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 (948,6 млн евра, од чега се 427,5 млн евра односи на домаће банке, 521,1 млн евра на домаћа предузећа).
- 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.	I 2020.	II 2020.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	4,9	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,0	4,4	4,2	5,0	-6,5 <sup>9)</sup>
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	1,6
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	13.115	13.956
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	23.398	5.558	4.662
- 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	10,5	4,6	-20,3
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	27.966	6.875	5.469
- 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	7,7	-20,9
Текући рачун платног биланса³)																	
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.160	-977	-371
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	-8,9	-3,4
Незапосленост по Анкети (у %)⁴)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2	17,7	15,3	13,5	12,7	10,4	9,7	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁵)	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	383,9	419,7	465,9	504,0	501,0
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁶)				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-3,6	-20,1
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁶)	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	-4,1	-20,2
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	67,8	57,9	53,7	52,0	51,9	57,3
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	106,57	106,76
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	106,68	104,63
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	117,57	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	117,50	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	35.716	36.723	39.183	42.855	45.912	11.025	10.886 <sup>10)</sup>

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 (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 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, докпитализације 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 2017. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2017. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т2 2020. године је просек два месеца.

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

⁹) Флеш оцена РЗС-а

¹⁰) 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	15
III.0.2.	Доприноси мг. стопи раста потрошачких цена	15
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	16
III.0.4.	Доприноси мг. стопи раста произвођачких цена	16
III.0.5.	Доприноси појединих компонената мг. стопи раста увозних цена	17
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	17
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	18
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	18
IV.1.1.	Динарска ликвидност	19
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	19
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	20
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	21
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	21
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – EMBI	22
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – EURO EMBIG	22
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	23
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	23
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	24
IV.1.12.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	24
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	25
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	26
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	26
IV.2.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	27
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	28
IV.2.5.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	28
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	29
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	29
IV.2.8.	Учешће NPL у укупним кредитима, бруто принцип	29
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	34
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	35
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	36
IV.3.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	36
IV.3.5.	Кретање главних компонената увоза	36
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	37
IV.4.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	37
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	38
IV.4.4.	Показатељи активности сектора услуга	38
IV.5.1.	Просечна номинална нето зарада	45
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	45
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	45
IV.5.4.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	46
IV.5.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	47
IV.6.1.	Тромесечна динамика БДП-а	47
IV.6.2.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	48
IV.6.3.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	49
IV.6.4.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – PMI Manufacturing	49

IV.6.5.	Доприноси стопи раста БДП-а на годишњем нивоу у САД	49
IV.6.6.	Водећи економски показатељи у САД	50
IV.6.7.	Кретања на тржишту рада у САД	50
IV.6.8.	Мг. стопе раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе	51
IV.6.9.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	52
IV.6.10.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље	53
IV.6.11.	Кретање референтних стопа по земљама	53
IV.6.12.	Инфлација и циљ по земљама у јуну 2020.	54
IV.6.13.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	56
IV.6.14.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	56
IV.6.15.	Кретање курса одређених националних валута према долару	57
IV.6.16.	Кретање цена нафте и бакра	58
IV.6.17.	Индекс цена примарних производа	58
IV.6.18.	Индекс светских цена хране	59
V.0.1.	Пројекција раста БДП-а	65
V.0.2.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	66
V.0.3.	Доприноси реалном расту БДП-а	67
V.0.4.	Процена привредног раста по земљама и регионима у 2020.	67
V.0.5.	Показатељ екстерне тражње	68
V.0.6.	Реални раст извоза и увоза	68
V.0.7.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	69
V.0.8.	Кретање инвестиција у основне фондове	70
V.0.9.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	70
V.0.10.	Краткорочна пројекција инфлације	74
V.0.11.	Пројекција инфлације	75
V.0.12.	Пројекција компонената инфлације	75
V.0.13.	Пројектовано кретање производног јаза	76
V.0.14.	Очекивани тромесечни EURIBOR	77
V.0.15.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	77
V.0.16.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	78
V.0.17.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	79
V.0.18.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	79
V.0.19.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	83
V.0.20.	Остварење пројекције инфлације из августа 2019.	84

## Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т2 2020.	16
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	23
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	34
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	35
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	37
IV.5.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	46
IV.6.1.	Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	55
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. ММФ-а	67
V.0.2.	Процена привредног раста по земљама	68
V.0.3.	Кључни ризици пројекције БДП-а	71
V.0.4.	Најважније претпоставке пројекције	76
V.0.5.	Кључни ризици пројекције инфлације	81



Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	85
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	86

### Графикони у освртима

О.1.1. Доприноси реалном расту БДП-а	10
О.1.2. Текући дефицит и покривеност текућег дефицита СДИ	11
О.1.3. Фискални резултат	11
О.1.4. Валутна структура јавног дуга	12
О.1.5. Доприноси стопи раста укупних кредита	12
О.1.6. Учешће NPL у укупним кредитима	12
О.1.7. Девизне резерве Народне банке Србије	13
О.1.8. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	13
О.2.1. Каматне стопе на новоодобрене кредите микропредузећима, малим и средњим предузећима током Т2 2020.	32
О.2.2. Новоодобрани кредити микропредузећима, малим и средњим предузећима током Т2 2020.	32
О.3.1. Промена физичког обима производње прерађивачке индустрије током Т2 2020.	40
О.3.2. Допринос тромесечном паду извоза прерађивачке индустрије у Т2 2020.	40
О.3.3. Физички обим производње прерађивачке индустрије по делатностима у 2020.	41
О.3.4. Извоз робе и услуга у 2020.	42
О.3.5. Извоз прерађивачке индустрије у 2020.	42
О.3.6. Увоз робе и услуга у 2020.	43
О.4.1. Инфлација у априлу 2020, према нивоу дохотка	60
О.4.2. Цене посматраних производа на светском тржишту	60
О.4.3. Кретање инфлације	61

### Табела у осврту

О.2.1. Гарантна шема, 2020.	31
-----------------------------	----

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

**2019. година**

<b>Датум</b>	<b>Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)</b>	<b>Промена (у базним поенима)</b>
10. јануар	3,00	0
7. фебруар	3,00	0
7. март	3,00	0
9. април	3,00	0
9. мај	3,00	0
6. јун	3,00	0
11. јул	2,75	-25
8. август	2,50	-25
12. септембар	2,50	0
10. октобар	2,50	0
7. новембар	2,25	-25
12. децембар	2,25	0

**2020. година**

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

## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 6. 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 1,25%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду да размере кризе у свету изазване ширењем вируса корона захтевају додатну подршку монетарне политике домаћој економији да би се ублажили негативни ефекти те кризе и подстакло привредни раст у наредном периоду. Извршни одбор је имао у виду претходно донете мере знатног ублажавања монетарне политике и фискалне подстицаје, али и чињеницу да је, захваљујући одговорном вођењу економске политике, Србија ову кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској позицији него претходне кризе. На тај начин је отворен простор да се додатно повећа експанзивност монетарне политике и пружи подршка привредном опоравку земље.

Извршни одбор наглашава да је одлуку о додатном смањењу референтне каматне стопе донео у условима обезбеђене ниске и стабилне инфлације, чије је успоравање настављено и у априлу, на 0,6% међугодишње, у складу са очекивањима Народне банке Србије. Према оцени Извршног одбора, инфлација би у остатку године требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља ( $3 \pm 1,5\%$ ) у условима ниже агрегатне тражње, као и нижих увозних цена, укључујући и цене нафте. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у средњем року, чему би требало да допринесе опоравак тражње, подстакнут мерама монетарне и фискалне политике.

Ширењем вируса корона светска привреда је уведена у рецесију без преседана и све је извесније да ће њено отварање бити постепено, што је утицало и на то да бројне централне банке доносе нове мере за подстицање бржег опоравка. За нас је посебно важан опоравак зоне евра, који би требало да буде подстакнут недавно донетим додатним мерама Европске централне банке којима се повећава ликвидност и пружа подршка повољним условима финансирања. Координиране акције монетарне и фискалне политике у многим земљама света требало би да допринесу повољнијим условима финансирања и подстицању опоравка привреде у наредном периоду. Извршни одбор је имао у виду и да се због лошијих изгледа за глобални привредни раст очекује да ће цене примарних производа на светском тржишту, пре свега цене нафте, остати на релативно ниском нивоу и у наредном периоду.

Извршни одбор је посебно истакао чињеницу да ће додатним смањењем референтне каматне стопе, заједно с претходно донетим мерама монетарне и фискалне политике, ефекти пандемије на привреду Србије бити знатно ублажени. Готово је извесно да су се највећи ефекти кризе, као и у већини других европских земаља, у Србији осетили у априлу, али и да ће у наредним месецима уследити опоравак, подстакнут предузетим мерама, који ће водити расту бруто домаћег производа у 2021. години од најмање 6%, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности.

Извршни одбор је истакао да ће пуна координација мера монетарне и фискалне политике бити настављена, што ће омогућити смањење евентуалних даљих негативних утицаја из међународног окружења. Народна банка Србије ће и даље пажљиво пратити глобална кретања и њихове импликације на домаћу економију и инфлацију и благовремено реаговати како би очувала постигнуту ценовну и финансијску стабилност и допринела расту наше привреде на одрживим основама.

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

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 7. 2020.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,25%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекиване ефекте већ предузетих мера монетарне политике ради ублажавања негативних ефеката ширења вируса корона. Претходна смањења

референтне каматне стопе – на најнижи ниво у режиму циљања инфлације, наставиће да и у наредном периоду, у амбијенту високе ликвидности банака, делују на кретања у финансијском и реалном сектору и доприносе очувању повољних услова финансирања привреде и грађана и расту њиховог расположивог дохотка. Такође, Извршни одбор је имао у виду и очекиване ефекте обимног пакета фискалних мера (од око 11% бруто домаћег производа), којим је обезбеђена подршка приватном сектору како би се подстакло што бржи опоравак наше привреде од ефеката пандемије. Истовремено, Извршни одбор истиче да је Народна банка Србије спремна да реагује у складу са евентуалним додатним ефектима пандемије у домаћем и међународном окружењу.

Извршни одбор наглашава да је доношење поменутих подстицајних мера било могуће у условима обезбеђене ниске и стабилне инфлације. У складу са очекивањима Народне банке Србије, инфлација је успорила од почетка године – на 0,7% међугодишње у мају, највише под утицајем ефекта високе базе код цена поврћа из прошле године и нижих текућих цена нафтних деривата услед знатног пада светске цене нафте. Према оцени Извршног одбора, инфлација би у остатку године требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља у условима ниже агрегатне тражње, као и нижих увозних цена. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у средњем року, чему би требало да допринесе опоравак тражње, подстакнут мерама монетарне и фискалне политике.

Кретања у међународном окружењу и даље карактерише неизвесност, пре свега у погледу глобалног опоравка од ефеката пандемије и дешавања на међународном финансијском и робном тржишту. Бројне централне банке у свету реаговале су у претходном периоду ублажавањем својих монетарних политика, конвенционалним и неконвенционалним мерама, како би умањиле негативне ефекте кризе. Опоравак зоне евра, с којом Србија остварује најзначајније трговинске и финансијске везе, требало би да буде подстакнут предузетим мерама Европске централне банке усмереним на повећање ликвидности и пружање подршке повољним условима финансирања. Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Извршни одбор је имао у виду и неизвесност на робном тржишту, пре свега у погледу кретања светских цена примарних производа, посебно цене нафте, која је била прилично волатилна претходних месеци, уз назнаке тренда раста од маја.

Извршни одбор је посебно истакао чињеницу да је Србија ову светску кризу дочекала у знатно повољнијој позицији него претходне кризе, што је омогућило доношење монетарних и фискалних мера којима ће ефекти кризе на привреду Србије бити знатно ублажени. Готово је извесно да су се највећи негативни ефекти пандемије код нас осетили у априлу и да ће у наредним месецима уследити опоравак подстакнут предузетим мерама, које ће водити расту бруто домаћег производа у 2021. години од најмање 6%. То потврђују и показатељи економске и спољнотрговинске активности за мај, који указују на опоравак у односу на април, као и водећи показатељи економских очекивања за јун, и за Србију и за зону евра.

Извршни одбор је истакао да ће пуна координација мера монетарне и фискалне политике бити настављена, што ће омогућити смањење евентуалних даљих негативних утицаја из међународног окружења. Народна банка Србије ће и даље пажљиво пратити глобална кретања и њихове утицаје на домаћу економију и инфлацију, те благовремено реаговати како би очувала постигнуту ценовну и финансијску стабилност и допринела расту наше привреде на одрживим основама.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 13. августа.

#### Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 8. 2020.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,25%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду остварене и очекиване ефекте већ предузетих мера монетарне политике ради ублажавања негативних последица пандемије и подстицања привредног раста. Динарске каматне стопе смањене су као резултат ублажавања монетарне политике, пре свега ниже референтне каматне стопе, која је смањена за цео процентни поен у односу на ниво пре избијања пандемије. У амбијенту високе ликвидности банака, коју је Народна банка Србије од почетка кризе додатно подстакла путем монетарних операција, Извршни одбор очекује да ће претходно ублажавање монетарне политике наставити да доприноси очувању повољних услова финансирања привреде и грађана и расту њиховог расположивог дохотка. Бржем опоравку домаће привреде требало би да допринесу и стимулативне мере Народне банке Србије које

предузећима обезбеђују повољније услове финансирања у динарима у оквиру гарантне шеме Владе Републике Србије. Извршни одбор имао је у виду и очекиване ефекте обимног пакета фискалних мера (у укупном износу од преко 12% бруто домаћег производа), којима је снажно подржан приватни сектор како би опоравак наше привреде од пандемије био што бржи.

Извршни одбор наглашава да је доношење поменутих подстицајних мера било могуће у условима обезбеђене ниске и стабилне инфлације. У складу са очекивањима Народне банке Србије, након ниског нивоа у априлу и мају, инфлација се у јуну вратила у границе циља и у јулу је износила 2,0% међугодишње. Такву динамику инфлације у највећој мери одредиле су цене воћа и поврћа, код којих је ефекат више базе из прошле године ишчезао с доласком нове пољопривредне сезоне, као и цене нафтних деривата, које су следиле динамику светске цене нафте, на основу чега су до маја јачали дезинфлаторни притисци, с тим да од јуна они слабе. Изостанак већих инфлаторних притисака потврђује и базна инфлација, која је, и поред благог повећања у јулу, остала ниска и стабилна и износила 1,7% међугодишње. Усидрена на ниском нивоу остала су и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, чиме је потврђено поверење тржишних учесника у ценовну стабилност и у наредном периоду. Према оцени Извршног одбора, требало би да инфлација настави да се креће у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља и у наредним месецима, пре свега због ниже агрегатне тражње, као и нижих увозних цена. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у средњем року, чему би требало да допринесе опоравак тражње, подстакнут мерама монетарне и фискалне политике.

На одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу утицала су и кретања у међународном окружењу. Иако је након почетне фазе пандемије уследило постепено ублажавање здравствених мера и започет постепени опоравак економске активности на глобалном нивоу, и даље постоји висок степен неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту. Неизвесност се пре свега односи на ток пандемије на глобалном нивоу и брзину опоравка светске привреде у наредном периоду, а додатно је повећавају и економске тензије између САД и Кине. За Србију је посебно важан започет опоравак зоне евра, који би требало да буде подстакнут предузетим мерама Европске централне банке у правцу повећања ликвидности и пружања подршке повољним условима финансирања. Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Извршни одбор је имао у виду и неизвесност на робном тржишту, пре свега у погледу кретања светских цена примарних производа, посебно цене нафте, која је и даље на нижем нивоу него прошле године, али се од маја бележи тренд њеног раста.

Извршни одбор је посебно истакао чињеницу да је Србија ову глобалну кризу дочекала у знатно повољнијој позицији него претходне кризе, што је створило простор за доношење постојећих обимних монетарних и фискалних мера, као и за евентуалне будуће мере ако то буде било потребно, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности, као и фискалне позиције државе. У складу са очекивањима Извршног одбора, економски опоравак наше привреде почео је у мају, подстакнут предузетим мерама монетарне и фискалне политике, који је у већини производних и услужних сектора био бржи од очекивања. Извршни одбор очекује да ће започети опоравак бити настављен у наредном периоду, потпомогнут и постепеним опоравком екстерне тражње, на који упућују водећи показатељи економске активности у зони евра.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио августовски Извештај о инфлацији, који ће бити објављен 19. августа. Поред нове пројекције инфлације и бруто домаћег производа Народне банке Србије, Извештај о инфлацији садржи детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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





**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