



Народна банка Србије

2020  
НОВЕМБАР

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2020  
носембар

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**Београд, Краља Петра 12**

**Тел. 011/3027-100**

**Београд, Немањина 17**

**Тел. 011/333-8000**

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

**Тираж: 80 примерака**

**ISSN 1820-9408**

## Уводна напомена

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

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

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

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

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. новембра 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  
**ДФО** – друге финансијске организације  
**д.с.** – десна скала  
**дсз.** – десезонирано  
**ЕВБРД** – Европска банка за обнову и развој  
**ЕЦБ** – Европска централна банка  
**ЕИБ** – Европска инвестициона банка  
**ЕМВИ** – индекс обвезница тржишта у успону  
**ЕУ** – Европска унија  
**ИПЦ** – индекс потрошачких цена  
**л.с.** – лева скала  
**МДТ** – међубанкарско девизно тржиште  
**млн** – милион  
**млрд** – милијарда  
**мг.** – међугодишње  
**ММФ** – Међународни монетарни фонд  
**НДВ** – непољопривредна додата вредност  
**NPL** – проблематични кредити  
**ОПЕС** – Организација земаља извозница нафте  
**П** – полугодиште  
**п.п.** – процентни поен  
**РЗС** – Републички завод за статистику  
**РМТП** – реални маргинални трошкови у производњи хране  
**СДИ** – стране директне инвестиције  
**SDR** – специјална права вучења  
**Т** – тромесечје  
**ФАО** – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду  
**ФЕД** – Систем федералних резерви САД  
**ФОМС** – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту  
**ХоВ** – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 31. октобра.

# Садржај

<b>I. Резиме</b>	1
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији</b>	7
<b>III. Кретање инфлације</b>	11
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	17
1. Кретања на финансијском тржишту	17
<i>Осврт 1: Колико је јак канал каматне стопе у Србији?</i>	21
2. Новац и кредити	29
3. Агрегатна тражња	33
<i>Осврт 2: Утицај пандемије вируса корона на кретања у светској ауто-индустрији и импликације на Србију</i>	37
4. Економска активност	41
<i>Осврт 3: Структура и динамика трошкова домаће привреде у периоду 2014–2019.</i>	43
5. Кретања на тржишту рада	47
6. Међународно окружење	49
<i>Осврт 4: Ревизије монетарних стратегија ФЕД-а и ЕЦБ-а</i>	57
<b>V. Пројекција</b>	65
<i>Осврт 5: Пројекција раста домаћег БДП-а Народне банке Србије, њена ревизија током године и поређење с пројекцијама међународних финансијских институција</i>	75
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	90
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	91
Списак графикана и табела	93
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	96
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	97





## I. Резиме

Светска привреда је у мају започела постепени излазак из кризе означене као „велико закључавање”, што је подржано експанзивним мерама фискалне и монетарне политике великог броја земаља. Имајући у виду да је пад економске активности током другог тромесечја, пре свега развијених земаља, био мањи од пројектованог, као и да је уследио релативно снажан опоравак у трећем тромесечју, водеће међународне финансијске институције кориговале су навише изгледе глобалног привредног раста за ову годину. Тако је Међународни монетарни фонд у октобру кориговао навише пројекцију глобалног раста за 2020. за 0,8 процентних поена, на  $-4,4\%$ , при чему се у 2021. години очекује незнатно спорији опоравак у односу на јун, од  $5,2\%$ , јер се претпоставља да ће поједине заштитне здравствене мере остати на снази и током 2021, али да ће се постепено укидати како буде расла употреба вакцине. Опоравак бржи од очекиваног од маја је забележен и у зони евра, која је наш најзначајнији трговински и финансијски партнер, али водећи показатељи економске активности указују на то да је тај опоравак с временом губио на интензитету због ниже активности у сектору услуга. Поновно ширење вируса корона утицало је на враћање појединих заштитних мера у многим земљама, што отежава пројекцију брзине опоравка у наредном периоду и повратка економске активности на преткризни ниво.

У условима истовременог шока на страни понуде и на страни тражње, инфлаторни притисци на глобалном нивоу остали су ниски, а у зони евра међугодишња инфлација од августа чак се налази у негативној зони. У складу с тим, водеће централне банке – Систем федералних резерви и Европска централна банка – наставиле су да подржавају економску активност конвенционалним и неконвенционалним инструментима и да сигнализирају спремност да монетарну политику додатно ублаже ако се за тим укаже потреба. Треће тромесечје обележиле су честе промене спремности инвеститора за преузимање ризика, на коју су у највећој мери утицале променљиве вести у погледу тока пандемије, при чему су премије ризика већине земаља у успону, укључујући и Србију у трећем тромесечју смањене.

*Мањи пад глобалне економске активности током другог тромесечја и повољнији водећи показатељи за треће тромесечје допринели су корекцији навише изгледа глобалног привредног раста за ову годину у односу на очекивања од пре три месеца.*

*Монетарне политике водећих централних банака у свету наставиле су да подржавају реални сектор у борби са ефектима пандемије, како би се обезбедили што бржи економски опоравак и одржив повратак инфлације ка циљу у средњем року.*

*У периоду од претходног извештаја, Народна банка Србије није мењала референтну каматну стопу, имајући у виду да се претходно ублажавање монетарне и фискалне политике већ одразило на опоравак, који је био бржи од очекиваног, као и да се по том основу очекују позитивни ефекти на економску активност и у наредном периоду.*

*Услови кредитирања су остали повољни током трећег тромесечја, што је, уз ефекте мораторијума и одобравања кредита из гарантне шеме, пружало снажан импулс опоравку домаће тражње.*

*Захваљујући макроекономској и фискалној стабилности постигнутој у претходном периоду, створен је простор да фискална политика снажно*

Након снажног одговора Народне банке Србије и Владе на актуелну светску кризу изазвану пандемијом, Извршни одбор Народне банке Србије у периоду од претходног извештаја није мењао висину референтне каматне стопе, која је на најнижем нивоу у режиму циљања инфлације (1,25%). Главни разлози за такво опредељење Извршног одбора били су остварени и очекивани ефекти претходно предузетих мера монетарне и фискалне политике ради ублажавања негативних последица пандемије и подстицања привредног раста, као и то што су резултати у већини производних и услужних делатности у претходних пет месеци били бољи од очекиваних. Извршни одбор је истакао да је томе у великој мери допринело одговорно вођење економске политике у периоду пре пандемије, које је омогућило да Народна банка Србије и Влада снажно реагују, захваљујући чему су очувани производни капацитети и запосленост и спречен већи пад пословног и потрошачког поверења. Томе у прилог говори и чињеница да је кредитни рејтинг Србије очуван и током пандемије, када је смањивање кредитних рејтинга земаља широм света било израженије него током кризе 2008/2009. године.

Захваљујући претходно предузетим мерама и активностима Народне банке Србије, обезбеђено је несметано функционисање каматног и кредитног канала, а услови кредитирања привреде и становништва остали су повољни и током трећег тромесечја. Тренд приближавања каматних стопа на динарске и евроиндексиране кредите, присутан дуже време, посебно код привреде, настављен је, што доприноси расту степена динаризиције пласмана на највиши ниво до сада (36,6% у септембру), а тиме и додатном јачању финансијске стабилности. Домаћи кредити и током 2020. године бележе двоцифрене међугодишње стопе раста и у септембру су били виши за 13,3% него годину дана раније, при чему је већи допринос том расту потицао од кредита привреди него становништву. Ублажавањем монетарне политике од марта и одобравањем кредита из гарантне шеме микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима пружен је снажан кредитни импулс реалном сектору, а раст расположивог дохотка обезбеђен је и по основу омогућеног мораторијума на отплату кредитних обавеза и нижих трошкова отплате кредита, што је допринело опоравку домаће тражње.

Пакет економске помоћи који је донела Влада ове године, у вредности од око 12,5% бруто домаћег производа, један је од најиздашних у Европи. Уз смањене приходе буџета, који су последица

успоравања економске активности услед пандемије, доношење овако обимног и правовременог пакета помоћи за последицу је имало фискални дефицит на консолидованом нивоу од 360,8 милијарди динара у девет месеци. Раст дефицита у условима пандемије био је оправдан и усмерен на очување производних капацитета и живота и здравља грађана, с обзиром на ванредну ситуацију у којој се цео свет нашао. Посебно је значајан раст капиталних расхода државе, што доприноси убрзаној реализацији инфраструктурних пројеката и расту производног потенцијала. Према проценама Министарства финансија, фискални дефицит опште државе на нивоу године износиће око 8,9% бруто домаћег производа, што ће привремено повећати јавни дуг ове године, али ће он остати испод мастришког критеријума од 60% бруто домаћег производа, док би се од наредне године вратио на силазну путању. Према нашој оцени, наведено једнократно повећање дефицита и јавног дуга не доводи у питање одрживост јавних финансија Србије, а доприноси убрзаном економском опоравку, који ће у наредном периоду генерисати и веће приходе државе.

Посматрано од почетка године, дефицит текућег рачуна платног биланса нижи је за 15% него у истом периоду претходне године, као резултат очекиваног смањења робног дефицита од априла и мањих расхода по основу доходака од страних директних инвестиција, док је у супротном смеру деловао мањи суфицит секундарног дохотка у условима мање мобилности радне снаге и глобалне кризе и нижих прилива од дознака по том основу. У девет месеци дефицит текућег рачуна износио је 1,7 милијарди евра и био је у пуној мери покривен нето приливима страних директних инвестиција. Извоз се опоравља од пандемије од маја и приближава се преткризном нивоу. Иако поновно ширење вируса представља ризик да би по основу ниже екстерне тражње опоравак извоза могао да се успори у кратком року, пројекција смањења дефицита текућег рачуна на око 5% бруто домаћег производа ове године чини се реалном, јер ће се у том случају истовремено смањити потреба за увозом репроматеријала. 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.

Према нашој процени, у трећем тромесечју економска активност у Србији, по искључењу деловања сезонских фактора, порасла је у односу на

*реагује како би се негативни ефекти пандемије svelи на најмању могућу меру, а да се у исто време не доведе у питање одрживост јавних финансија Србије.*

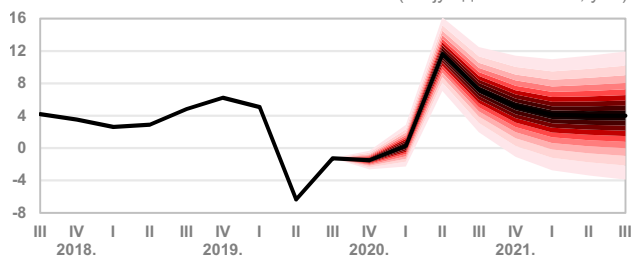
*Смањење екстерне неравнотеже које је уследило од априла у складу је са очекивањима Народне банке Србије.*

*Од маја је уследио економски опоравак, подстакнут предузетим мерама монетарне и фискалне политике, попуштањем здравствених мера и растом екстерне*

*тражње, при чему је у већини производних и услужних делатности био бржи од наших очекивања у августу.*

*Пројекцију привредног раста српске привреде за 2020. годину кориговали смо навише, са  $-1,5\%$  на  $-1\%$ , што ће бити један од најбољих резултата у Европи. Имајући у виду да је одговор носилаца економске политике у Србији био правовремен и адекватан, 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 %)



*Током трећег тромесечја међугодишња инфлација кретала се око просека за протеклих седам година и у септембру је износила  $1,8\%$ .*

претходно тромесечје за  $7,7\%$ , док је на међугодишњем нивоу њен пад успорен на  $1,3\%$ , што је боље од наших очекивања изнетих у августу. Бржи од очекиваног био је пре свега опоравак у индустрији и трговини. Поред тога, приноси главних култура упућују на то да је овогодишња пољопривредна сезона боља од прошлогодишње, која је такође била натпросечна. С друге стране, услед ефекта високе базе, очекиван је нижи ниво активности у грађевинарству него у истом периоду претходне године. Посматрано с расходне стране, у односу на претходно тромесечје, опоравиле су се пре свега приватна потрошња и приватне инвестиције, што је резултат предузетих мера монетарне и фискалне политике.

Мањи пад бруто домаћег производа у другом тромесечју од иницијално очекиваног и бољи резултати од очекиваних и током трећег тромесечја утицали су на то да пројекцију стопе раста бруто домаћег производа за ову годину коригујемо навише, са  $-1,5\%$  на  $-1\%$ . Посматрано с расходне стране, повољнијем резултату доприноси опоравак инвестиција бржи од очекиваног, пре свега услед очувања пуне макроекономске и финансијске стабилности у условима пандемије, очувања производних капацитета, убрзања реализације инфраструктурних пројеката, као и задржаних повољних услова финансирања. Што се тиче домаћих фактора, они могу допринети да резултат у 2020. години буде и бољи од очекивања, при чему је важно имати у виду и погоршање епидемиолошке ситуације у свету, која може довести до новог успоравања зоне евра и одразити се на спорији опоравак нашег извоза. Наредне године очекујемо убрзан економски опоравак од око  $6\%$ , вођен домаћом тражњом и извозом, у чему ће кључну улогу одиграти правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и очекивани опоравак екстерне тражње, што ће обезбедити повратак на стабилну средњорочну путању раста од око  $4\%$  годишње. Ризици пројекције за наредну годину симетрични су и односе се пре свега на ток пандемије и с њим повезану брзину економског опоравка и у свету, и код нас. Притом, ризици који се односе на раст зоне евра асиметрични су наниже због погоршања епидемиолошке ситуације и поштравања здравствених мера, док су по основу могућег бржег опоравка домаће тражње од очекиваног, ризици пројекције асиметрични навише.

Међугодишња инфлација се од почетка године креће у складу с нашим очекивањима и у септембру је износила  $1,8\%$ . Инфлаторни притисци остали су

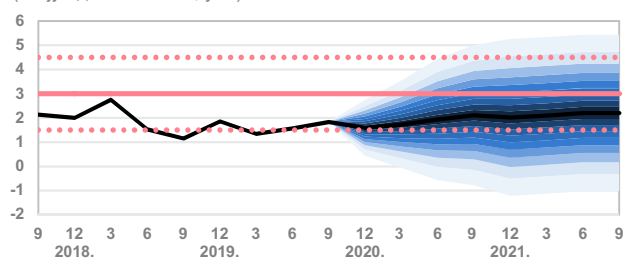
ниски по основу трошкова, чему доприносе ниже светске цене нафте у односу на ниво пре пандемије, задржани ниски трошкови у производњи хране и обезбеђена релативна стабилност девизног курса. И поред наставка раста зарада и запослености у већини делатности, у условима мање склоности ка потрошњи и смањене екстерне тражње, ниски су остали и притисци на страни тражње, о чему сведочи базна инфлација од 1,7% у септембру. Ниске инфлаторне притиске потврђују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред, која се и даље крећу испод централне вредности циља за инфлацију.

Према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација 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 и инфлација у међународном окружењу, док ће ефекти пада светске цене нафте постепено ишчезнути. Након тога, са 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 у највећој мери односи се на кретање цена воћа и поврћа. У средњем року, кључни ризици пројекције и даље потичу из међународног окружења, а односе се пре свега на брзину опоравка зоне евра, светске цене примарних производа, као и токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције делом се односе и на брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих регулисаних цена и цена хране, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретање и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка. У том смислу континуирано ће процењивати да ли су све мере и даље оптимално комбиноване и да ли су одговарајућег обима, како би се пружила потребна подршка опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности. Народна банка Србије, у координацији са Владом, спремна је да реагује и у наредном периоду у складу са развојем ситуације у погледу даљег тока пандемије код нас и у свету.

*И према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација кретати у доњој половини циљаног распона до краја периода пројекције, при чему ће се у остатку ове и током наредне године кретати ближе доњој граници циља.*

Пројектована инфлација  
(међугодишње стопе, у %)



*Пуна координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена, како би се очувала постигнута ценовна и финансијска стабилност и олакшала позиција грађана и привреде у овим екстремним околностима.*



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

*Након свеобухватног и снажног одговора Народне банке Србије на актуелну светску кризу услед пандемије, Извршни одбор Народне банке Србије у периоду од августовског Извештаја о инфлацији није мењао висину референтне каматне стопе, која је на најнижем нивоу у режиму циљања инфлације (1,25%).*

*Главни разлози за такво опредељење Извршног одбора били су остварени и очекивани ефекти претходно предузетих мера монетарне и фискалне политике ради ублажавања негативних ефеката пандемије и подстицања привредног раста, као и то што су резултати у већини производних и услужних делатности били бољи од очекиваних. Постало је сасвим извесно да ће стопа раста БДП-а Србије на нивоу године бити боља од раније пројектоване од -1,5%, што ће бити један од најбољих резултата у Европи.*

*Забринутост за поновно убрзано ширење вируса од октобра, пре свега у Европи, навела је Извршни одбор да на седници у новембру делује економски проактивно и превентивно и обезбеди могућност коришћења додатне јефтине динарске ликвидности. Банке ће на располагању имати две линије за обезбеђење динарске ликвидности – путем додатних своп аукција куповине девиза и аукција репо куповине ХоВ.*

*Релативно брз опоравак наше привреде најбоље потврђује адекватност мера и активности које координирано спроводе Народна банка Србије, Влада и председник Републике Србије, захваљујући чему су очувани производни капацитети и запосленост, а уједно и спречен већи пад пословног и потрошачког поверења. 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, како би се очувала постигнута ценовна и финансијска стабилност и олакшала позиција грађана и привреде у овим екстремним околностима.*

**У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, референтна каматна стопа задржана је на непромењеном нивоу од 1,25%. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду пре свега остварене и очекиване ефекте претходно предузетих мера монетарне и фискалне политике ради ублажавања негативних ефеката пандемије и подстицања привредног раста. Одговор креатора економске политике био је свеобухватан и снажан од самог почетка пандемије. Када је у питању Народна банка Србије, референтна каматна стопа је у периоду март–јун смањена за укупно 100 б.п., на најнижи ниво у режиму циљања инфлације, како би се обезбедио даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и динарских кредита и подстакao раст кредитне активности, а тиме и бржи опоравак економске активности. Такође, у марту је сужен коридор основних каматних стопа (са  $\pm 1,25$  п.п. на  $\pm 1$  п.п. у односу на референтну стопу), ради веће ефикасности монетарне политике путем канала каматних стопа.**

Поред смањења свих основних каматних стопа, Народна банка Србије је од избијања пандемије подржала динарску ликвидност банака путем директних репо операција, девизних своп аукција и билатералне куповине динарских државних обвезница од банака, како би се обезбедили несметано функционисање каматног и кредитног канала и још повољнији услови кредитирања привреде и становништва. Повољнији услови динарског кредитирања и у оквиру гарантне шеме Владе Републике Србије за микропредузећа, мала и средња предузећа и предузетнике стимулирани су прилагођавањем система обавезне резерве, односно повољнијим каматним стопама на издвојену обавезну резерву банака уколико су банке у оквиру гарантне шеме давале кредите по још повољнијим каматним стопама у односу на максимално прописане. На тај начин додатно се доприноси расту степена динаризације, а тиме и јачању финансијске стабилности. Такође, Народна банка Србије је донела и низ додатних мера како би се негативни ефекти

вируса корона на економску активност и запосленост свели на најмању могућу меру и обезбедио што бржи опоравак наше привреде.<sup>1</sup>

Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу у периоду од претходног извештаја, Извршни одбор је имао у виду да резултати у већини производних и услужних делатности превазилазе очекивања. Након што су крајем септембра објављени подаци за већину економских показатеља за август, постало је сасвим извесно да ће на нивоу 2020. стопа раста БДП-а бити виша од раније пројектованих  $-1,5\%$ , због чега је Народна банка Србије кориговала пројекцију стопе раста БДП-а за ову годину на  $-1\%$ , што ће бити један од најбољих резултата у Европи. То је Извршни одбор узео у обзир приликом одлучивања о висини референтне каматне стопе у октобру. Извршни одбор је истакао да је преткризни ниво активности у индустрији и трговини на мало већ достигнут, да је извоз на путу нормализације, као и да актуелна пројекција БДП-а за 2020. одражава и боље резултате у пољопривреди. Повољне изгледе потврђивао је и прилив СДИ, који је остао солидан упркос пандемији и економском успоравању наших највећих спољнотрговинских партнера и који и даље у потпуности покрива дефицит текућег рачуна.

Извршни одбор је истакао да брз опоравак наше привреде најбоље потврђује адекватност мера и активности које координирано спроводе Народна банка Србије, Влада и председник Републике Србије, захваљујући чему су очувани производни капацитети и запосленост, а уједно и спречен већи пад пословног и потрошачког поверења. Показало се да, захваљујући одговорном вођењу економске политике у претходном периоду, 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 очекује да ће досадашње ублажавање монетарне политике и у наредном периоду наставити да доприноси очувању повољних услова финансирања привреде и грађана и расту њиховог расположивог дохотка. То ће подстаћи даљи раст домаће тражње и, уз постепени опоравак екстерне тражње, омогућити да већ у П1 наредне године буде премашен преткризни ниво економске активности.

Доношење подстицајних монетарних и фискалних мера било је могуће у условима очуване ниске и

стабилне инфлације, чему су допринели, пре свега, обезбеђена релативна стабилност девизног курса и пуна снабдевеност тржишта робом и у условима кризе, као и усидрена инфлациона очекивања. Инфлација је и даље била стабилна и током ТЗ у просеку је износила  $1,9\%$  мг., а, према оцени Извршног одбора, око тог нивоа наставиће да се креће и у наредним месецима. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у средњем року, чему би требало да допринесе опоравак тражње, подстакнут мерама монетарне и фискалне политике.

Иако се економска активност на глобалном нивоу постепено опоравља, делом и захваљујући фискалним подстицајима, као и монетарним мерама водећих централних банака, изгледи за наредни период и даље у највећој мери зависе од тока пандемије. Опоравак нашег најважнијег трговинског и финансијског партнера, зоне евра, одвијао се изнад претходних очекивања, подстакнут стимулативним мерама ЕЦБ-а, којима је повећана ликвидност и подржане кредитна и економска активност. Одлучујући да не мења висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је такође имао у виду и кретања на међународном робном и финансијском тржишту, која су и даље волатилна, на шта се, поред неизвесности око тока пандемије, одражавају и геополитичке тензије у свету.

С обзиром на дешавања у међународном окружењу, а пре свега и даље присутну неизвесност у погледу тока пандемије, Извршни одбор је истакао повећану отпорност наше економије на потресе из међународног окружења, као резултат одговорног вођења економске политике у претходним годинама и адекватног одговора на актуелну светску кризу. О томе говори и очуван кредитни рејтинг Србије и током пандемије, када је смањивање кредитних рејтинга земаља широм света било израженије него током светске финансијске кризе 2008/2009. То је признање успеха Владе и Народној банци Србије на очувању макроекономске и финансијске стабилности Србије и повољних изгледа за привредни раст.

**На седници у новембру**, Извршни одбор је задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, али је **донео одлуку да у амбијенту поново пооштрене здравствене ситуације делује економски проактивно и превентивно и обезбеди могућност коришћења додатне јефтине динарске ликвидности**. Иако је опоравак глобалне економске

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



активности од маја бржи него што се очекивало, забрињавајуће је убрзано ширење вируса од октобра, нарочито у Европи. Имајући пре свега то у виду, Извршни одбор је донео одлуку да банке на располагању имају две линије за обезбеђење динарске ликвидности – путем додатних своп аукција куповине девиза и аукција репо куповине ХоВ. На тај начин, Народна банка Србије настоји да ниво доступне и јефтине ликвидности у банкарском, а преко њега и у привредном сектору – одржи довољно високим како би се обезбедио наставак подстицајног деловања.

У банкарском сектору и даље су присутни значајни вишкови динарске ликвидности, а обезбеђење додатних средстава треба да учини услове финансирања још повољнијим, одржавањем каматних стопа на ниским нивоима, и да подстакне раст кредитне активности банака. Организовањем своп и

репо аукција на редовној недељној основи (понедељком – свопови и четвртком – репо аукције), банкама се пружа могућност да прибаве потребну динарску ликвидност на рок од три месеца по повољним условима, користећи девизе или динарске ХоВ као колатерал. Прве аукције биће организоване 16. новембра (свопови) и 19. новембра (репо аукције).

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.

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

Март	Април	Мај	Јун	Јул	Август	Септембар	Новембар
<b>Мере монетарне политике</b>							
<b>Референтна каматна стопа</b>							
Смањена за 0,5 п.п., на 1,75%	Смањена за 0,25 п.п., на 1,5%		Смањена за 0,25 п.п., на 1,25%				
Смањење коридора к.с. са $\pm 1,25$ п.п. на $\pm 1$ п.п.							
<b>Пружање подршке динарској ликвидности</b>							
Додатне своп аукције, рочност три месеца							Додатне своп аукције на редовној недељној основи (понедељком), рочност три месеца
	Смањење к.с. на дев. своп аукцијама						
Аукција репо куповине државних ХоВ рочност седам дана							
Аукција репо куповине државних ХоВ, рочност три месеца							Додатне репо куповине ХоВ на редовној недељној основи (четвртком), рочност три месеца
	Трајна куповина државних ХоВ на секундарном тржишту						
		Корпоративне обвезнице укључене у ХоВ које се могу користити у монетарним операцијама НБС као колатерал					
						Трајна куповина корпоративних обвезница на секундарном тржишту	
<b>Повољнији услови за кредите у оквиру гарантне шеме</b>							
				Омогућено одобравање динарских кредита из гарантне шеме по нижим каматним стопама – умањење од најмање 50 б.п. НБС компензује кроз вишу стопу ремунарације на износ издвојене обавезне резерве			
<b>Додатне мере Народне банке Србије</b>							
<b>Мораторијум</b>							
	Застој у отплати обавеза дужника				Застој у отплати обавеза дужника		
<b>Стамбено кредитирање</b>							
		Смањено обавезно учешће грађана у кредитима за куповину првог стана са 20% на 10%					
		Смањен минимални степен изграђености објекта чију је куповину могуће финансирати стамбеним кредитима банака					
		Продужавање рока отплате стамбених кредита за најдуже пет година					
<b>Остали кредити</b>							
				Продужење рока отплате за одобрене кредите становништву (осим стамбених) до осам година			
				Омогућено је банкама да до краја 2021. одобравају динарске кредите (до 90.000 динара) становништву само с потписаном изјавом о запослењу/пензији			
<b>Превентивна репо линија са ЕЦБ-ом</b>							
				Успостављена превентивна репо линија са ЕЦБ-ом да би се, у случају потребе, домаћим банкама обезбедила додатна ликвидност у еврима			

Извор: НБС.

### III. Кретање инфлације

Током ТЗ, мг. инфлација кретала се око просека за протеклих седам година и у септембру је износила 1,8%. У поређењу с претходним тромесечјем, њену динамику током ТЗ највише су одредиле цене нафтних деривата, чији је негативан допринос смањен у складу са опоравком светске цене нафте, након знатног пада у априлу под утицајем фактора на страни понуде и тражње. Базна инфлација је током ТЗ такође остала стабилна и у септембру је износила 1,7%. Ниске инфлаторне притиске потврђују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред, која се и даље крећу испод централне вредности циља за инфлацију.

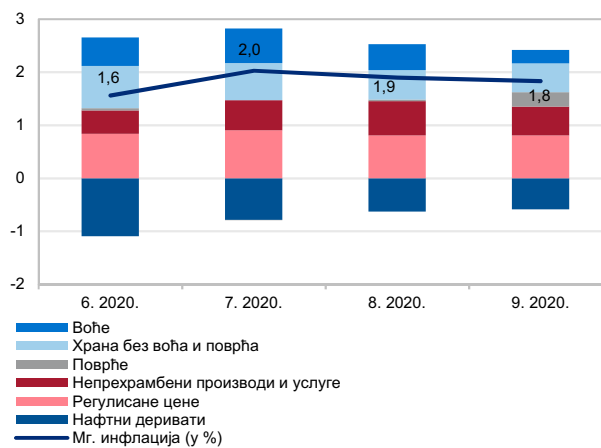
На нивоу тромесечја, потрошачке цене су снижене за 0,4% у ТЗ, доминантно као последица знатног појефтињења свежег поврћа и воћа с доласком нове пољопривредне сезоне, док је у супротном смеру деловало поскупљење нафтних деривата и цигарета.

#### Кретање инфлације у ТЗ

Током ТЗ, мг. инфлација кретала се на нивоу просека за протеклих седам година (око 2%). Након што се у јуну вратила у границе циља (1,6%), мг. инфлација је најпре порасла на 2,0% у јулу, највише под утицајем смањења негативног доприноса цена нафтних деривата. С доласком нове пољопривредне сезоне, мг. инфлација је у наставку ТЗ благо успорила – на 1,9% у августу и 1,8% у септембру, у највећој мери под утицајем споријег раста цена воћа, али и остале хране. Изузетак представљају цене поврћа, чији је допринос мг. инфлацији у септембру повећан за 0,2 п.п. у односу на јун, пре свега као резултат ниске базе из истог периода претходне године. Остале компоненте ИПЦ-а имале су релативно стабилно кретање током ТЗ, уз сличан допринос мг. инфлацији у септембру и јуну. Поред тога, и **базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу цене хране, нафтних деривата, алкохола и цигарета) **током ТЗ остала је стабилна и у септембру је износила 1,7% мг.** уз благо виши допринос мг. инфлацији у септембру (0,8 п.п.) него у јуну (0,7 п.п.).

На тромесечном нивоу, **потрошачке цене у ТЗ су смањене за 0,4%**. Цене на нивоу групе **хране и безалкохолних пића** снижене су за 3,3%, уз негативан допринос тромесечној инфлацији од –1,1 п.п., који је скоро у целини био опредељен сезонским снижењем цена поврћа (–18,1%) и неубичајеним појефтињењем воћа (–9,4%) за овај период године. У ТЗ су снижене и цене свежег меса (за 1,9%), нарочито свињског меса у условима њиховог пада на светском тржишту, што је такође нетипично за овај период

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т3 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	-10,0	-1,1
Прерађена храна	0,3	0,1
Индустријски производи без хране и енергије	0,6	0,2
Енергија	2,9	0,4
Услуге	0,2	0,0
<b>ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Регулисане цене</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>

Извор: РЗС и прерачун НБС.

године. За разлику од цена **непрерађене хране**, цене **прерађене хране** у Т3 су оствариле раст од 0,3%, вођен растом цена месних прерађевина (за 1,2%), уз збирни допринос инфлацији од 0,1 п.п.

Највећи позитиван допринос инфлацији у Т3 потекао је од раста **цена енергије** за 2,9%, уз допринос инфлацији од 0,4 п.п. Он је готово у потпуности био одређен поскупљењем **нафтних деривата** на домаћем тржишту за 8,8%, чије кретање је доминантно било под утицајем опоравка светске цене нафте током јула и августа. У Т3 су благо порасле и цене чврстих горива (дрво и угаљ) за 0,3%.

Цене на нивоу групе **индустријских производа (без хране и енергије)** порасле су за 0,6% у Т3 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), првенствено због корекције цена цигарета у јулу (за 3,4%) и виших цена аудио-уређаја, телевизора и мобилних телефона (за 3,2%). Насупрот томе, у Т3 је регистровано сезонско појефтињење одеће и обуће (за 1,7%), као и ниже цене возила и ауто-делова (за 0,4%), уз збирни допринос инфлацији од -0,1 п.п.

Раст **цена услуга** од 0,2% у Т3 (уз скроман допринос инфлацији од 0,05 п.п.) дугује се нешто вишим ценама медицинских услуга (за 1,2%), затим станарина и услуга за одржавање и оправку стана, као и занатских и личних услуга. У супротном смеру деловало је претпостављено сезонско снижење туристичких пакет-аранжмана за 1,7%,<sup>2</sup> као и пад цена осталих услуга у категорији рекреације и културе.

Повећање **регулисаних цена** за 0,8% у Т3 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.) резултат је јулског поскупљења цигарета због редовног годишњег усклађивања акциза. Мг. посматрано, ове цене су успориле раст на 4,3% у септембру (са 4,6% у јуну), услед нешто нижег мг. раста цена електричне енергије,<sup>3</sup> цигарета и услуга фиксне телефонije.

**Цене у оквиру базне инфлације** у Т3 благо су порасле, за 0,1% (уз допринос инфлацији од 0,05 п.п.), по основу виших цена аудио-визуелних уређаја, материјала и услуга за одржавање и поправку станова, као и медицинских услуга, док је у супротном смеру деловао сезонски уобичајен пад цена одеће и обуће, као и туристичких пакет-аранжмана.

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



<sup>2</sup> Услед немогућности њиховог потпуног обухвата током Т3 због пандемије вируса корона, за ову врсту услуга РЗС је користио стопу раста из истог периода претходне године.

<sup>3</sup> По основу ишчезавања базног ефекта увођења накнаде за унапређење енергетске ефикасности из јула 2019.

## Произвођачке и увозне цене

Иако су трошковни притисци и даље ниски, у септембру је донекле ублажен пад **цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште** на  $-2,4\%$  м.г. (са  $-2,7\%$  м.г. у јуну). Такву динамику произвођачких цена определио је спорији м.г. пад **цена у производњи енергије** у ТЗ (пре свега нафтних деривата на домаћем тржишту), као и **цена интермедијарних производа** (пре свега хемијских производа и основних метала), при чему је у истом смеру деловао и благи раст цена капиталних производа. Цене произвођача трајних производа за широку потрошњу су стагнарале, док су **цене нетрајних производа за широку потрошњу** (првенствено у производњи хране и пића) у ТЗ наставиле да расту, иако нешто споријим темпом него у претходном тромесечју. Слично произвођачким ценама, и **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** забележиле су блажи м.г. пад од  $-1,1\%$  у септембру, наспрам  $-3,7\%$  у јуну.

Од проглашења глобалне пандемије у марту 2020, **увозне цене изражене у динарима**<sup>4</sup> бележе м.г. пад, који је у септембру износио  $-2,6\%$  (колико је износио у јуну и марту). У односу на исти период прошле године, пад цена робе и услуга које се увозе у Србију доминантно је одређен смањењем тражње на глобалном нивоу. Посматрано по компонентама, смањене су светска цена нафте и извозне цене Немачке (којима се апроксимирају цене увоза опреме и репроматеријала), уз збирни негативан допринос укупним увозним ценама у септембру од  $-2,4$  п.п. У истом смеру су деловале и ниже светске цене хране изражене у динарима, као и ниже потрошачке цене у зони евра (којима се апроксимирају цене увоза услуга), уз збирни негативан допринос кретању увозних цена од  $-0,2$  п.п. На такву динамику цена робе и услуга из увоза одразило се и јачање динара према долару, које је било условљено јачањем евра према долару.

## Инфлациона очекивања

**Усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде показује да тржишни учесници очекују очување стабилности**

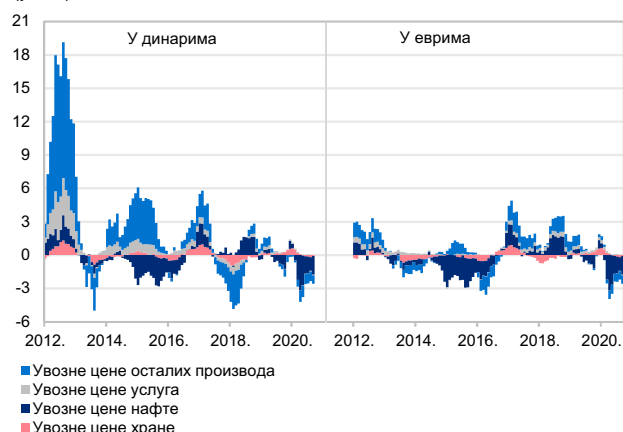
Графикон III.0.4. Доприноси м.г. стопи раста произвођачких цена\* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

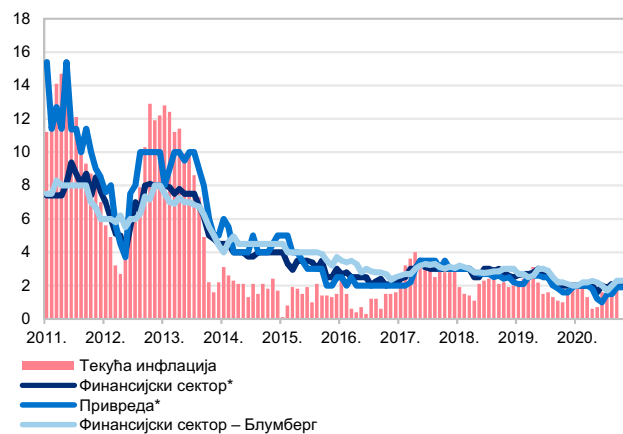
Графикон III.0.5. Доприноси појединих компонента м.г. стопи раста увозних цена (у п.п.)



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

<sup>4</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, једног од наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера. Базна година је 2010.

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



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

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

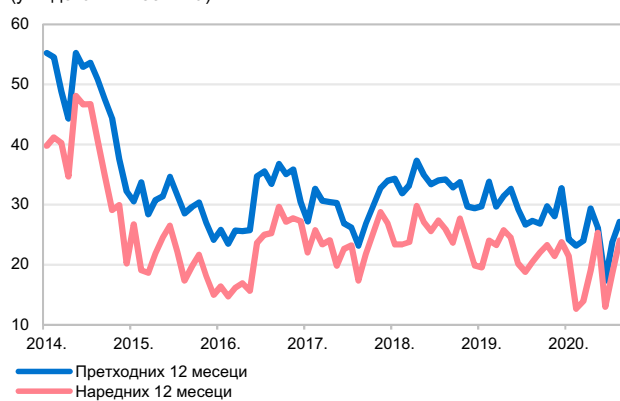
цена и у наредном периоду, што је потврда адекватности мера које предузима Народна банка Србије.

Резултати анкете агенције Ипсос показују да су се **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** током Т3 кретала у просеку на нивоу од 2,0%, што је просек и у досадашњем делу године. У октобру су благо повећана и износила су 2,1%. Према резултатима анкете агенције Блумберг, краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора такође су наставила да се крећу у границама циља Народне банке Србије ( $3 \pm 1,5\%$ ), при чему су током Т3 постепено повећавана – са 1,7% у јулу на 2,0% у августу и на 2,3% у септембру. На непромењеном нивоу задржана су у октобру. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ седам година (тј. од октобра 2013) очекује кретање инфлације у оквиру граница циља, што доприноси расту кредибилитета Народне банке Србије.

**Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред** током Т3 вратила су се у границе циља Народне банке Србије, након што су се у Т2 привремено нашла испод доње границе.<sup>5</sup> У јулу и августу краткорочна очекивања привредника кретала су се на нивоу од 1,5%, док су у септембру и октобру повећана на 1,9%. Такво кретање највероватније је резултат и бржег од очекиваног опоравка економске активности, у прилог чему говори повећање броја привредника који очекује раст инвестиција у основна средства у наредној години дана. Расту инфлационих очекивања вероватно доприносе и више цене горива него у Т2.

**Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред**, уобичајено виша од очекивања осталих сектора, током Т3 и у октобру су била нешто волатилнија него у Т2 и кретала су се у распону од 5,0% до 7,0%. Кретање краткорочних очекивања становништва у Т3 вероватно је било под утицајем неизвесности у вези с трајањем новог таласа ширења вируса корона. Међутим, у прилог очекиваном очувању ценовне стабилности говоре резултати квалитативне анкете,<sup>6</sup> који показују да је индекс очекиване инфлације наставио да бележи ниже вредности од индекса перципиране инфлације. Такво

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



Извор: Ипсос/Нинамедиа и прерачун НБС.

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

<sup>5</sup> Највероватније под утицајем ниских цена нафте и успоравања економске активности услед предузетих мера у борби против пандемије вируса корона.

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

кретање показује да становништво сматра да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години дана.

**Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред** усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и током ТЗ кретала су се у распону 2,2–2,6%, а у октобру су износила 2,5%. **Очекивања сектора привреде** била су нешто нижа и кретала су се на нивоу од 1,5% до 2,0%. **Инфлациона очекивања становништва за две године унапред** стабилна су на нивоу од 5,0% последње скоро две године.<sup>7</sup>

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.

<sup>7</sup> Са изузетком у августу 2020, када су снижена на 4,0%.





## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на финансијском тржишту

*Непромењен ниво референтне стопе определио је стабилно кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, што се одразило и на кретање каматних стопа на нове динарске кредите привреди и становништву, које су током Т3 минимално осцилирале.*

#### Каматне стопе

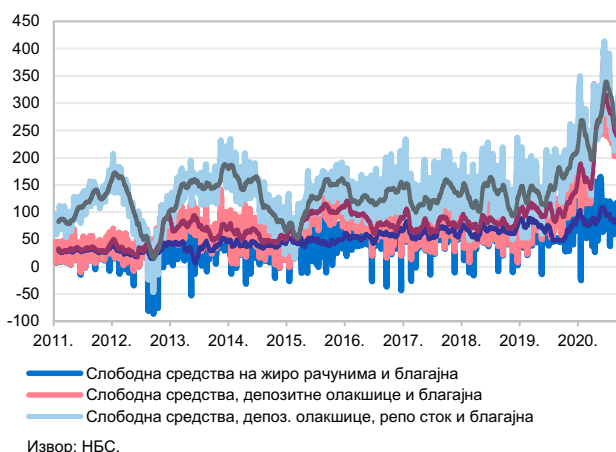
Током Т3, Народна банка Србије није мењала ниво референтне каматне стопе (1,25%), при чему је и на аукцијама репо ХоВ остварено веома стабилно кретање просечне репо стопе. Наиме, након јуна, када је просечна репо стопа била изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице (0,25%), у јулу и августу је уследила минимална корекција наниже, на ниво од 0,23%, да би крајем септембра репо стопа бележила вредност од 0,26%.

И каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** минимално су промењене током Т3. Тако је вредност каматне стопа *BEONIA* крајем септембра била непромењена у односу на крај јуна (0,26%), при чему је просечан промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца повећан са 1,8 млрд динара у Т2 на 2,3 млрд динара у Т3. Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности благо су смањене током Т3 (смањење у интервалу од 2 до 5 б.п.) и крајем септембра су се кретале у распону од 0,4% за најкраћу рочност до 1,2% за рочност од шест месеци.

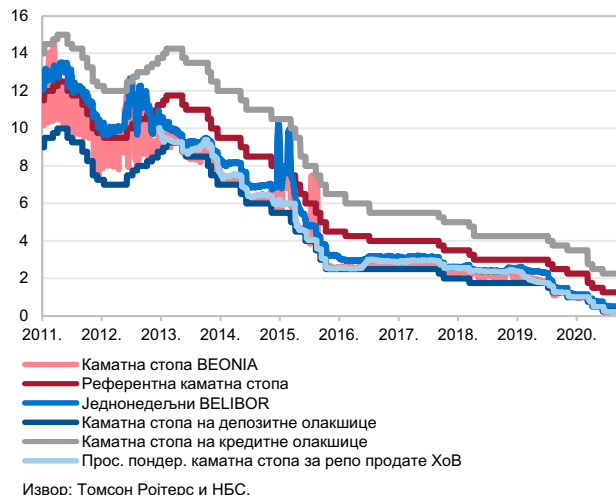
И током октобра каматне стопе *BEONIA* и *BELIBOR* бележиле су готово идентичне вредности као и крајем септембра.

На **примарном тржишту државних ХоВ**, извршне стопе за рочност од пет и 12 година током јула и августа биле су непромењене (2,6% и 3,85%, респективно), док су стопе за рочност од две године

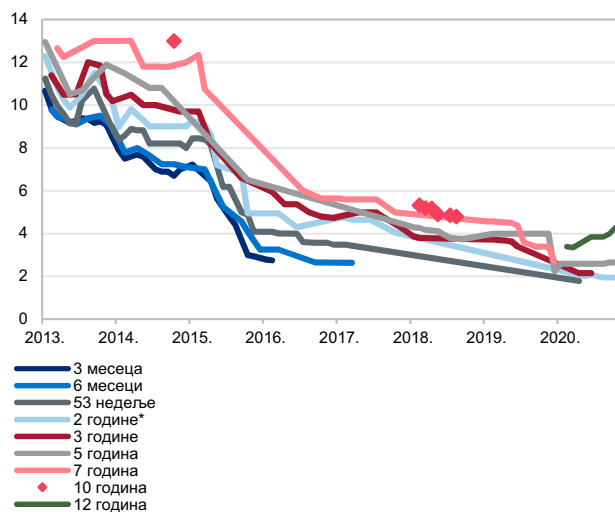
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност (дневна стања и тридесетодневни покретни просеци, у млрд RSD)



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.

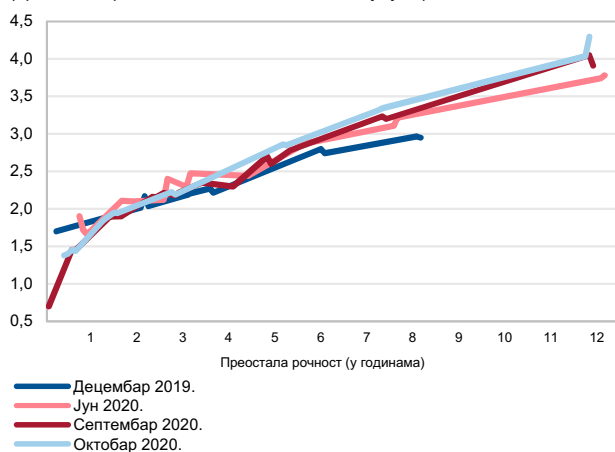
\* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

смањене за 15 б.п., на 1,95%. У септембру, на две додатне аукције за продају државних ХоВ рочности од пет и 12 година извршне стопе благо су порасле, тако да су оне крајем Т3 износиле 2,65% за рочност од пет година, односно 4% за рочност од 12 година.

Након јула, регистрована је мања тражња на аукцијама, тако да је од планиране продаје у номиналном износу од 40 млрд динара, током Т3 остварена продаја ХоВ у номиналном износу од 23,6 млрд динара. Ипак, треба имати у виду да су током Т3 доспеле раније продате ХоВ у номиналном износу од само 0,7 млрд динара (наспрам 83,4 млрд динара током Т2), тако да је стање продатих динарских ХоВ крајем септембра повећано на 912,3 млрд динара.

Стање динарских ХоВ у власништву нерезидената смањено је током Т3 за 9,6 млрд динара, на 206,1 млрд динара, што представља 22,6% укупно продатих динарских ХоВ, због тога што су нерезиденти на секундарном тржишту више учествовали на страни продаје него што су на примарном тржишту били купци динарских ХоВ.

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Инвеститори су били мање активни и на секундарном тржишту, о чему сведочи нижи промет динарским ХоВ у Т3 (55,9 млрд динара) у поређењу с Т2. Као и током П1, стопе приноса до доспећа за краће рочности бележиле су стабилне вредности с минималним осцилацијама, док су за дуже рочности благо порасле, тако да су у септембру бележиле вредности у распону од 0,7% за преосталу рочност од једног месеца до 4,05% за преосталу рочност од 12 година.

Почетком октобра одржана је нова аукција динарских ХоВ рочности од 12 година. Планирани обим продаје од 5 млрд динара знатно је надмашен, пошто су продате ХоВ у номиналном износу од 19,7 млрд динара по извршној стопи од 4,3%, уз знатно учешће нерезидената, који су купили ХоВ у номиналном износу од 18,4 млрд динара. Поред тога, током октобра су организоване две аукције ХоВ рочности од две и пет година, на којима су извршне стопе остале непромењене у поређењу с претходним аукцијама у августу (за двогодишње ХоВ) и септембру (за петогодишње ХоВ).

Држава је у септембру организовала и аукцију за продају ХоВ у еврима рочности од пет година. Иако је тражња била мања од понуде, извршна стопа је смањена за 0,1 п.п., на 1%.

У складу с кретањем каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, и **каматне стопа на нове динарске кредите** током ТЗ минимално су осцилирале, што говори у прилог задржавању повољних финансијских услова. Тако је просечна каматна стопа на динарске кредите привреди у септембру, као и у јуну, бележила вредност од 3,3%. Ипак, у структури новоодобрених кредита привреди, током ТЗ смањене су каматне стопе на инвестиционе и остале некатегорисане кредите, док је каматна стопа на кредите за обртна средства незнатно коригована навише (за 0,1 п.п., на 3,4%).

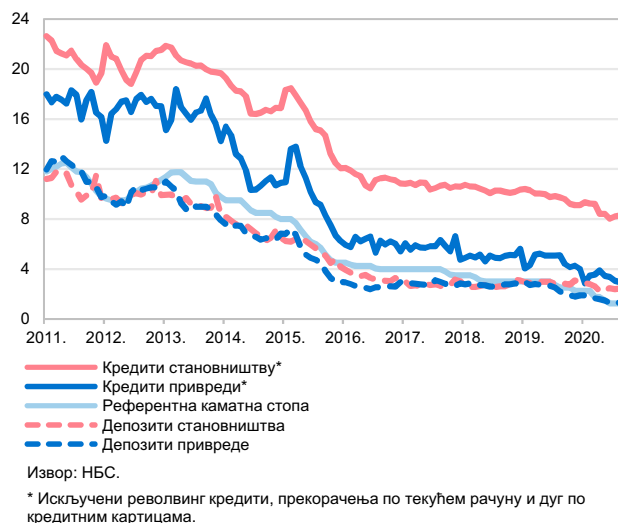
Просечна каматна стопа на динарске готовинске кредите становништву, који су најзаступљенија категорија у новоодобреним динарским кредитима становништву, смањена је током ТЗ за 0,1 п.п., на 9,2%. Ипак, раст каматних стопа на остале некатегорисане динарске кредите становништву од 0,3 п.п. на 5,7% у потпуности се одразио на раст просечне пондерисане каматне стопе на укупне динарске кредите становништву, која је од јуна до септембра такође повећана за 0,3 п.п., на 8,3%.

Просечна каматна стопа на **евроиндексиране кредите и кредите у еврима** привреди у септембру била је непромењена у односу на јун, када је износила 2,7%. У структури новоодобрених кредита привреди у евро знаку, смањене су каматне стопе на инвестиционе кредите (за 0,1 п.п., на 3,1%) и каматне стопе на остале некатегорисане кредите (за 0,4 п.п., на 2,2%), док су каматне стопе на кредите за обртна средства благо повећане (за 0,2 п.п.) и у септембру су у просеку износиле 2,6%.

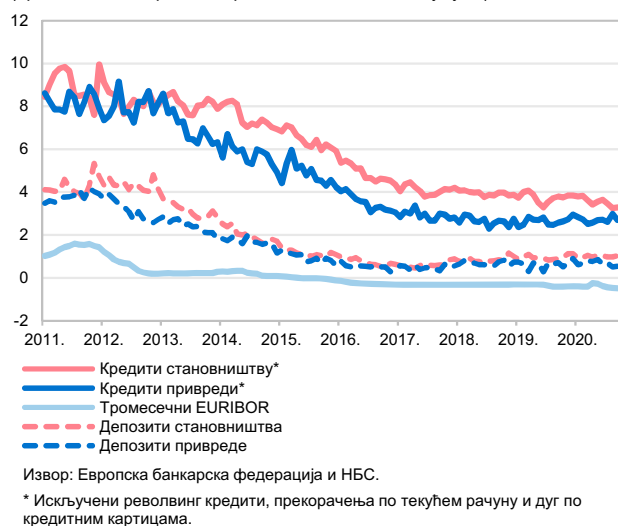
Важно је истаћи то да су у августу каматне стопе на динарске кредите привреди први пут биле ниже од каматних стопа на кредите привреди у евро знаку (2,9% према 3,0%). Иако се ради о дуготрајном процесу приближавања ових каматних стопа, с обзиром на то да је смањење разлике присутно већ неколико година, кретање ових каматних стопа на сличним нивоима резултат је ублажавања монетарне политике и свих других мера које је предузимала Народна банка Србије.

Просечна пондерисана каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву током ТЗ смањена је за 0,4 п.п., на 3,3%, што се може приписати расту учешћа стамбених кредита у укупним новоодобреним кредитима у евро знаку, са 66% у јуну на 78% у септембру, који се одобравају по нижој

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 %)



каматној стопи од просечне (2,7% у септембру), и смањењу каматних стопа на остале некатегорисане кредите током ТЗ (за 0,2 п.п., на 5,6%).

Каматне стопе на **динарску штедњу** смањене су током ТЗ за 0,1 п.п., на 2,3%, док су каматне стопе на орочене динарске депозите привреде остале непромењене и у септембру су, као и у јуну, износиле 1,3%. И просечна каматна стопа на штедњу становништва у еврима остала је непромењена у односу на јун, када је износила 1%, док су стопе на орочене депозите привреде у еврима смањене за 0,1 п.п., на 0,6%.

### Осврт 1: Колико је јак канал каматне стопе у Србији?

У развијеним економијама, али и у економијама у успону, канал каматних стопа представља веома важан канал трансмисионог механизма монетарне политике. Због тога је за сваку централну банку важно да процени његову ефикасност, тј. брзину којом се каматне стопе банака прилагођавају променама референтне каматне стопе централне банке. Оцена канала каматне стопе нарочито је значајна за централне банке које су у режиму циљања инфлације, где је референтна каматна стопа основни инструмент монетарне политике.

Јачина канала каматне стопе утврђује се на бази оцене у којој се мери и колико брзо се промене основне каматне стопе централне банке одражавају на промене каматних стопа на кредите које одобравају пословне банке, као и на депозите које банке прикупљају од клијената. Бржи и јачи пренос пожељан је и из угла ефикасности монетарне политике, и из угла одржавања финансијске стабилности. У теорији, дугорочно посматрано, требало би да се промена референтне каматне стопе у потпуности пренесе на каматне стопе банака. Међутим, различити фактори, као што су асиметричне информације, несавршена супституција с другим облицима активе, недовољан ниво конкуренције међу банкама, неповољни макроекономски услови итд., могу ометати њен пуни пренос.

Утицај референтне каматне стопе на активне и пасивне каматне стопе банака остварује се посредно, путем краткорочних каматних стопа на тржишту новца, које централне банке уобичајено користе као оперативни циљ монетарне политике. У случају Србије, ефикасност каматног канала зависи од јачине преноса једнонедељне репо стопе Народне банке Србије на каматне стопе на међубанкарском новчаном тржишту, а затим од њиховог преноса на динарске каматне стопе банака. Када је реч о каматним стопама на кредите, утицај каматне стопе с тржишта новца остварује се што директно – везивањем за реперне каматне стопе у уговорима, што индиректно – трошковима извора за кредитну активност, а у случају каматних стопа на депозите променом опортунитетног трошка држања новца.

У наставку ће бити представљена економетријска оцена та два сегмента каматног канала за Србију, и то за каматне стопе на динарске кредите. Анализа је спроведена на подацима за последњих десет година (од септембра 2010), тј. откада постоји упоредива серија података о каматним стопама на динарске кредите. У ту сврху коришћен је модел с корекцијом грешке ка равнотежи, који укључује оцену дугорочне везе (између нивоа каматних стопа) и краткорочне везе (између промена каматних стопа).

Најпре је оцењен утицај репо стопе ( $r_t$ ) на каматне стопе с међубанкарског новчаног тржишта – стопе *BELIBOR* ( $b_t^m$ ) рочности ( $m$ ) од једне недеље до шест месеци (1W, 2W, 1M, 3M, 6M). Дугорочна веза каматних стопа на тржишту новца и репо стопе оцењена је на бази следеће регресионе једначине:

$$b_t^m = \beta_0 + \beta_1 r_t + \varepsilon_t$$

а веза у кратком року оцењена је на бази једначине:

$$\Delta b_t^m = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta b_{t-1}^m + \gamma_2 \Delta r_t + \alpha \varepsilon_{t-1} + \mu_t$$

где је  $\varepsilon_{t-1}$  резидуал из дугорочне једначине, тј. брзина прилагођавања *BELIBOR*-а оцењеној дугорочној равнотежи из прве једначине.

Оцене коефицијената  $\beta_0, \beta_1, \gamma_0, \gamma_1, \gamma_2$  и  $\alpha$  приказане су у Табели О.1.1. Визуелно очљива јака веза између репо стопе и стопа *BELIBOR* (Графикон О.1.1) потврђена је и економетријски.

У оцењеној дугорочној коинтеграционој вези коефицијент утицаја репо стопе на стопе *BELIBOR* различитих рочности близак је јединици (Табела О.1.1), што указује на **потпун пренос основног инструмента на каматне стопе на домаћем међубанкарском новчаном тржишту**. Раст оцењене константе с растом рочности у овој једначини у складу је с позитивним нагибом криве приноса. У оцењеној краткорочној вези утицај једнонедељне репо стопе очекивано је најјачи на једнонедељни *BELIBOR*, на шта указује највиши коефицијент уз промену репо стопе ( $\gamma_2 = 0,78$ ), који **сугерише да се највећи део промене репо стопе на једнонедељни *BELIBOR* одрази већ у текућем месецу**.

Табела О.1.1. Оцењени коефицијенти модела за **BELIBOR**

Рочност <b>BELIBOR</b> -а	1W	2W	1M	3M	6M
<b>Дугорочна једначина за <b>BELIBOR</b></b>					
Репо стопа ( $\beta_1$ )	1,03***	1,04***	1,05***	1,07***	1,09***
Константа ( $\beta_0$ )	0,24***	0,31***	0,4***	0,63***	0,78***
$R^2$	0,99	0,99	0,99	0,99	0,98
<b>Краткорочна једначина за <b>BELIBOR</b></b>					
Доцња <b>BELIBOR</b> -а – промена ( $\gamma_1$ )	0,07	0,07	0,12	0,18*	0,20**
Репо стопа – промена ( $\gamma_2$ )	0,78***	0,75***	0,68***	0,58***	0,56***
Брзина прилагођавања дугорочној вези ( $\alpha$ )	-0,34***	-0,3***	-0,25***	-0,18***	-0,16***
Константа ( $\gamma_0$ )	-0,02	-0,02	-0,02	-0,03	-0,04
$R^2$	0,39	0,39	0,41	0,39	0,38
Q (12)	12,34	12,69	12,77	13,76	14,02

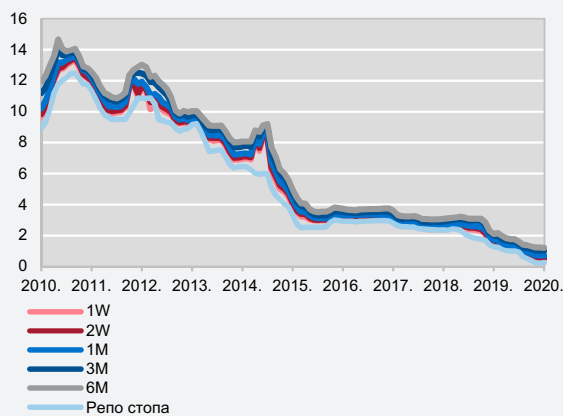
\*\*\* Значи највећу статистичку значајност, тј. р-вредност < 0,01; \*\* р-вредност < 0,05; \* р-вредност < 0,1.

На исти закључак упућује коефицијент уз одступање од дугорочне равнотеже ( $\alpha$ ), који је најнегативнији код једнонедељног **BELIBOR**-а. Оба ова коефицијента,  $\gamma_2$  и  $\alpha$ , указују на нешто нижи пренос за каматне стопе за веће рочности.

Важно је нагласити да, иако је пренос с репо стопе на стопе **BELIBOR** за дуже рочности нешто спорији, он је у свим случајевима потпун, тј. коефицијент уз репо стопу је око јединице.

Графикон О.1.1. Кретање репо стопе и каматних стопа **BELIBOR**

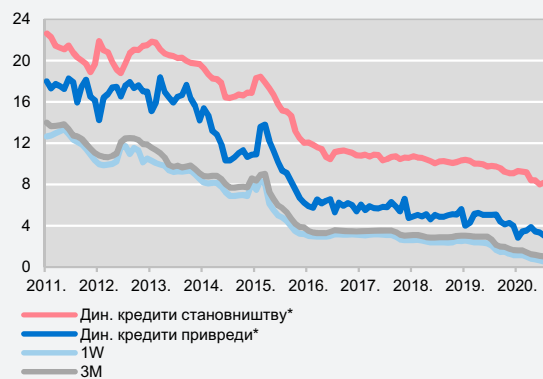
(просечни месечни подаци, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон О.1.2. Кретање каматних стопа на кредите и каматних стопа **BELIBOR**

(просечни месечни подаци, у %)



Извор: НБС.

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

У наредном кораку анализирали смо пренос каматних стопа с домаћег међубанкарског тржишта новца на каматне стопе на динарске кредите. Посматрали смо четири категорије динарских кредита: укупне кредите становништву, готовинске кредите, укупне кредите привреди и кредите привреди за обртна средства. На Графикону О.1.2. уочљиво је да су каматне стопе на кредите, дугорочно гледано, пратиле тренд кретања каматних стопа с домаћег међубанкарског тржишта новца, при чему се може приметити пад спреда током времена. Веза у кратком року је мање очигледна, тј. чини се да се промена каматних стопа на домаћем међубанкарском тржишту новца не пренесе у истом месецу на каматне стопе на кредите, већ да је потребно да протекне одређени период да би банке прилагодили каматне стопе на кредите променама каматних стопа на домаћем међубанкарском тржишту новца. Према подацима пословних банака, око половине динарских кредита има неиндексиране каматне стопе, док је друга половина индексирана стопама **BELIBOR** – код привреде највише једномесечним **BELIBOR**-ом, а код становништва тромесечним и шестомесечним **BELIBOR**-ом.

Као у претходном кораку, најпре смо оценили дугорочну везу између нивоа варијабли – четири категорије ( $v$ ) каматних стопа на динарске кредите ( $k_t^v$ ), каматних стопа на тржишту новца и **EMBI**, као показатеља премије ризика земље ( $pr_t$ ), који треба да објасни пад каматног спреда у посматраном периоду:

$$k_t^v = \beta_0 + \beta_1 b_t^m + \beta_2 p r_t + \varepsilon_t$$

У кратком року посматран је утицај промене каматне стопе на кредите из претходног месеца, промене стопе *BELIBOR* и одступања од дугорочне равнотеже из претходног периода ( $\varepsilon_{t-1}$ ) на промену каматне стопе на кредите у текућем месецу и оцењена следећа регресиона једначина:

$$\Delta k_t^v = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta k_{t-1}^v + \gamma_2 \Delta b_t^m + \alpha \varepsilon_{t-1} + \mu_t$$

У табелама О.1.2. и О.1.3. може се видети да је оцењени коефицијент уз *BELIBOR* ( $\beta_1$ ) у свим случајевима близак јединици, што указује на потпун пренос *BELIBOR*-а на каматне стопе на кредите, при чему је код кредита привреди оцењени пренос чак и већи од 1. Добијени резултат може се објаснити чињеницом да привреда има на располагању више могућих начина финансирања од становништва. Поред тога, може се приметити и да је у свим једначинама коефицијент уз *EMBI* на дуг у доларима ( $\beta_2$ ) статистички значајан, што указује на то да је паду каматних стопа на кредите, који је присутан у већем делу посматраног периода, допринео и пад премије ризика земље.

У краткорочној једначини, може се приметити да је директан пренос *BELIBOR*-а у истом месецу статистички значајан и релативно висок код привреде, али не и код становништва. Код привреде је овај коефицијент изузетно висок (0,53–0,65) и статистички значајан у свим случајевима, док је код становништва на нивоу значајности 95% значајан само у једном случају (укупни кредити на шестомесечни *BELIBOR*), али је и ту нижи у односу на привреду.

Табела О.1.2. Оцењени коефицијенти модела за каматне стопе на кредите становништву

Рочност <i>BELIBOR</i> -а	Укупно					Готовински кредити				
	1W	2W	1M	3M	6M	1W	2W	1M	3M	6M
<b>Дугорочна једначина за каматне стопе на кредите</b>										
<i>BELIBOR</i> ( $\beta_1$ )	1,10***	1,10***	1,09***	1,06***	1,04***	1,03***	1,03***	1,02***	0,99***	0,96***
<i>EMBI</i> ( $\beta_2$ )	0,6**	0,56**	0,55**	0,58**	0,57**	0,55*	0,52	0,52	0,6*	0,62*
Константа ( $\beta_0$ )	5,06***	5,16***	5,1***	4,71***	4,62***	5,79***	5,88***	5,79***	5,22***	5***
$R^2$	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,90	0,90	0,90	0,90	0,89
<b>Краткорочна једначина за каматне стопе на кредите</b>										
Доцња кам. стопе на кредите – промена ( $\gamma_1$ )	0,32***	0,32***	0,31***	0,27***	0,25***	0,08	0,08	0,07	0,06	0,05
<i>BELIBOR</i> – промена ( $\gamma_2$ )	0,13	0,16	0,19	0,27*	0,32**	0,19	0,20	0,24*	0,24	0,22
Брзина прилагођавања дугорочној вези ( $\alpha$ )	-0,21***	-0,22***	-0,22***	-0,24***	-0,24***	-0,2***	-0,21***	-0,21***	-0,22***	-0,23***
$R^2$	0,31	0,32	0,32	0,36	0,38	0,26	0,26	0,27	0,29	0,30
Q(12)	8,63	6,09	6,17	6,64	7,19	12,35	12,69	12,77	13,76	14,02

\*\*\* Значи највећу статистичку значајност, тј. р-вредност < 0,01; \*\* р-вредност < 0,05; \* р-вредност < 0,1.

Табела О.1.3. Оцењени коефицијенти модела за каматне стопе на кредите привреди

Рочност <i>BELIBOR</i> -а	Укупно					Кредити за обртна средства				
	1W	2W	1M	3M	6M	1W	2W	1M	3M	6M
<b>Дугорочна једначина за каматне стопе на кредите</b>										
<i>BELIBOR</i> ( $\beta_1$ )	1,25***	1,25***	1,23***	1,2***	1,18***	1,39***	1,38***	1,37***	1,34***	1,32***
<i>EMBI</i> ( $\beta_2$ )	0,7***	0,67***	0,66***	0,72***	0,71***	0,54*	0,51*	0,5*	0,54*	0,51*
Константа ( $\beta_0$ )	-1,14	-1,11	-1,18	-1,72	-1,83*	-0,94	-0,89	-0,95	-1,45	-1,50
$R^2$	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,95	0,95	0,96	0,96	0,96
<b>Краткорочна једначина за каматне стопе на кредите</b>										
Доцња кам. стопе на кредите – промена ( $\gamma_1$ )	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	-0,08	-0,08
<i>BELIBOR</i> – промена ( $\gamma_2$ )	0,54***	0,56***	0,65***	0,65***	0,64***	0,53**	0,56**	0,61**	0,61**	0,59**
Брзина прилагођавања дугорочној вези ( $\alpha$ )	-0,35***	-0,35***	-0,34***	-0,34***	-0,33***	-0,34***	-0,34***	-0,34***	-0,36***	-0,36***
$R^2$	0,27	0,27	0,28	0,28	0,27	0,24	0,24	0,25	0,26	0,26
Q(12)	16,51	16,8	17,8	17,47	16,94	12,35	12,69	12,77	13,76	14,02

\*\*\* Значи највећу статистичку значајност, тј. р-вредност < 0,01; \*\* р-вредност < 0,05; \* р-вредност < 0,1.

Ипак, релативно висок коефицијент  $\alpha$  у свим једначинама (код становништва између  $-0,20$  и  $-0,24$ , а код привреде од  $-0,33$  до  $-0,36$ ) сугерише релативно брзо прилагођавање дугорочној равнотежи код свих категорија кредита. Другим речима, промена стопе *BELIBOR* постепено почиње да се преноси на каматне стопе на кредите с помаком од једног месеца па надаље код становништва, а код привреде пренос почиње и у истом месецу.

**На крају, можемо да закључимо да приказани резултати регресија – који показују комплетан пренос од репо стопе, као основног инструмента, на стопе *BELIBOR*, као оперативни циљ, као и комплетан пренос од стопа *BELIBOR* на каматне стопе на кредите пословних банака – потврђују високу ефикасност каматног канала у Србији у динарском сегменту кредитног тржишта.** Добијени резултати потврђују оно што смо истицали у претходном периоду – пад каматних стопа на динарске кредите привреди и становништву од маја 2013. до септембра ове године за 13,1 п.п. и 12,2 п.п., респективно, кључно је био опредељен смањењем референтне каматне стопе за 10,5 п.п., а додатни позитиван утицај потицао је од смањене премије ризика земље.



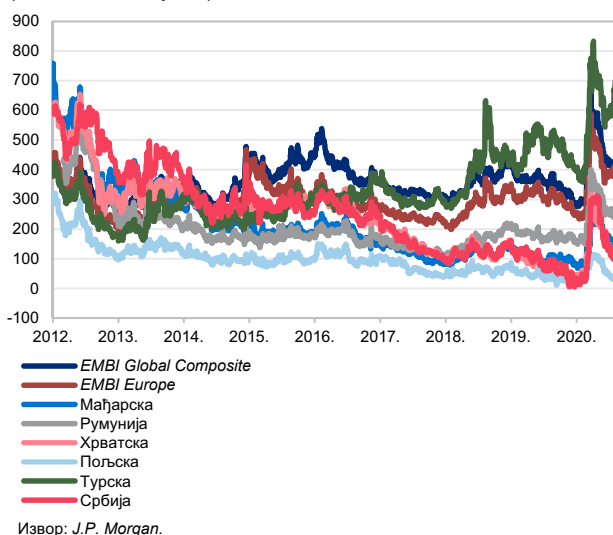
## Премија ризика

Обимне фискалне мере и мере водећих централних банака, које су обезбедиле знатне количине ликвидности као одговор на кризу, уз попуштање мера физичког дистанцирања, утицале су на већу спремност инвеститора да поново улажу у земље у успону. То се одразило и на поновни пад премије ризика Србије за дуг у доларима, која је од краја априла до последњег дана њеног објављивања (28. август) смањена за 206 б.п., највише међу земљама региона, на 103 б.п., што је знатно испод композитне мере премије ризика земаља у успону *EMBI Global Composite* (383 б.п.). Овај показатељ премије ризика за Србију, базиран на дугу у америчким доларима, након више од 15 година престао је да се објављује од последњег дана августа 2020. Разлог за престанак његовог објављивања јесте тај што је до доспећа наше једине еврообвезнице у доларима у том моменту остало мање од 13 месеци, када се, према критеријумима *J.P. Morgan*-а, обвезница искључује из обрачуна овог индекса.

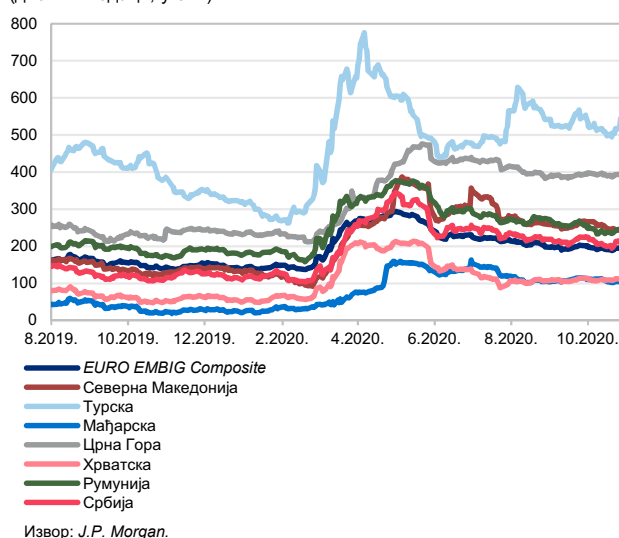
Након успешног изласка Србије на међународно финансијско тржиште првом емисијом еврообвезнице у еврима у јуну 2019. године, постали су доступни реперни подаци о премији ризика *EMBI* за Србију, на бази дуга у еврима.<sup>8</sup> Под утицајем глобалних фактора, током марта и априла расла је и премија ризика Србије за дуг у еврима, као што је то био случај и у другим земљама у успону. Након што је на почетку маја достигао 344 б.п., показатељ *EURO EMBIG* за Србију је опадао, чему су, поред обимних мера водећих централних банака, попуштања рестриктивних мера и сигнала да се светска привреда полако опоравља, допринеле и мере економске политике у Србији донете као одговор на кризу и бољи резултати домаће економске активности од очекиваних. Током Т3 премија ризика Србије за дуг у еврима пала је за 32 б.п., на 225 б.п. на крају септембра и за додатних 17 б.п. током октобра.

Захваљујући добрим економским показатељима Србије, који су очувани и током пандемије вируса корона, агенција *Fitch Ratings* у септембру је задржала кредитни рејтинг Србије на корак од инвестиционог, уз стабилне изгледе за његово даље повећање. Такву одлуку агенција је донела имајући у виду већу отпорност српске економије на ризике, која је резултат одговорног вођења економске политике у

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.)



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

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

Извор: НБС.

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

<sup>8</sup> У обрачун *EURO EMBIG* за Србију 30. јуна 2020. ушла је и седмогодишња еврообвезница у еврима.

претходним годинама и адекватног одговора носилаца економске политике у Србији на кризу. Агенција *Fitch Ratings* истакла је да Србија има повољнија макроекономска кретања од упоредивих земаља, делом и захваљујући донетом обимном пакету економских мера, који доприноси бржем опоравку економије од потреса изазваног пандемијом. Агенција је нагласила кредибилитет економске политике Србије који је изграђен у претходним годинама, при чему у први план истиче очување ниске и стабилне инфлације, повећање девизних резерви и уређење јавних финансија.

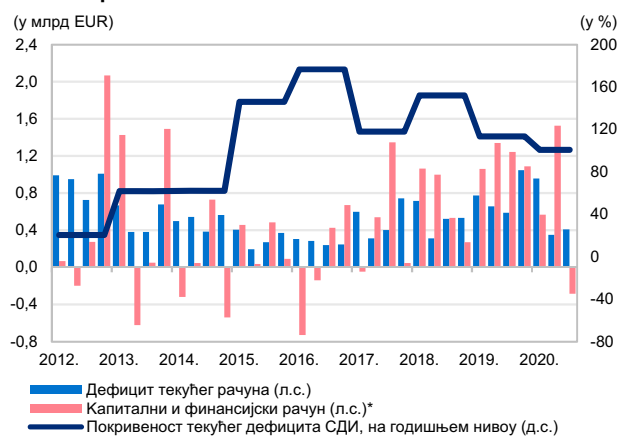
### Токови капитала из иностранства

Криза изазвана пандемијом вируса корона утицала је на смањење екстерне неравнотеже, али и на мањи прилив капитала у поређењу са истим периодом претходне године. Прилив капитала у ТЗ остварен је по основу СДИ и финансијских кредита које су резиденти узели у иностранству. С друге стране, настављен је одлив по основу трговинских кредита, банке су повећале износе средстава на рачунима у иностранству, а након знатног прилива у претходном тромесечју, одлив је забележен и по основу портфолио инвестиција.

Упркос светској кризи, нето прилив СДИ у Србију остао је солидан и у ТЗ је, према прелиминарним подацима, износио 244,3 млн евра. Тиме је нето прилив СДИ у девет месеци 2020. премашио 1,7 млрд евра, обезбеђујући пуну покривеност дефицита текућег рачуна (100,8%), док је бруто прилив износио 1,8 млрд евра. У поређењу са истим периодом 2019, нето прилив СДИ је нижи за трећину (33,1%), при чему треба имати у виду да је претходна година била рекордна по приливима СДИ. На мањи прилив СДИ током године утицао је пре свега мањи износ реинвестиране добити (за 61,6% мг.), услед чињенице да је привреда погођена пандемијом. Посматрано по делатностима, трећина улагања била је усмерена у прерађивачку индустрију, за којом следе саобраћај и складиштење и грађевинарство. СДИ су претежно долазиле из европских земаља (73%)<sup>9</sup> и азијских земаља (24%).

Након успешне емисије еврообвезница на међународном тржишту у мају, у ТЗ је по основу **портфолио инвестиција** забележен нето одлив од 181,3 млн евра. Одлив је пре свега био опредељен кретањима на домаћем секундарном тржишту, где

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



<sup>9</sup> Већином су то улагања из ЕУ.

су страни инвеститори били нето продавци државних ХоВ.

По основу **финансијских кредита** узетих из иностранства остварен је прилив од 230,0 млн евра нето. Од тога, банке су се задужиле за 224,1 млн евра, а предузећа за 115,2 млн евра, док је Влада смањила обавезе према иностраним кредиторима за 105,2 млн евра, а Народна банка Србије за 4,1 млн евра. Истовремено, одлив је забележен по основу трговинских кредита (279,7 млн евра), као и по основу готовог новца и депозита (249,8 млн евра), пошто су банке повећале износе средстава на рачунима у иностранству, а нерезиденти смањили средства на рачунима код банака у земљи.

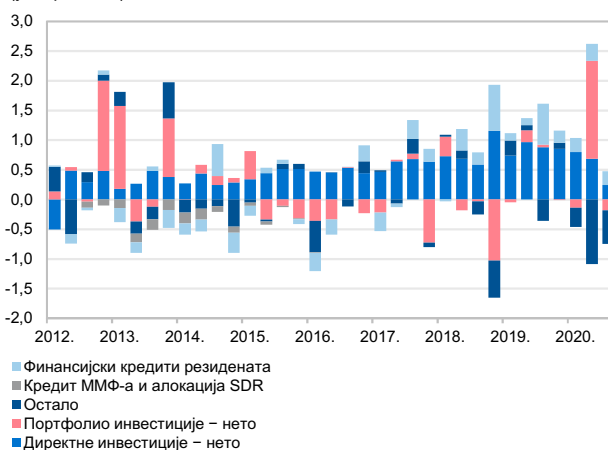
### Кретања на девизном тржишту и курс динара

Иако су депрецијацијски притисци, као последица ширења пандемије на глобалном нивоу, били присутни и током Т3, настављено је стабилно кретање динара према евр, тако да је његова вредност, посматрано и на нивоу тромесечја и од почетка ове године, била готово непромењена. Стабилном кретању курса динара највише је допринела Народна банка Србије, обезбеђујући банкама потребну девизну ликвидност у условима смањене понуде девиза и ефективног страног новца. С друге стране, због слабљења долара према евр, динар је према долару у Т3 ојачао за 4,5%.

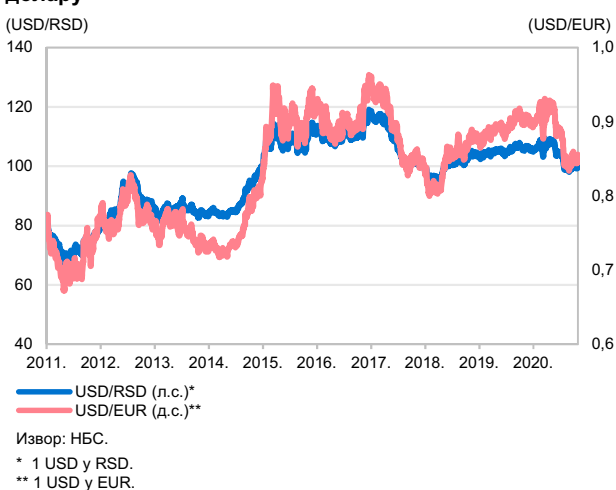
Тражња за девизама је и у Т3 премашивала понуду, иако у мањој мери него током Т2. Домаћа предузећа су куповала мање износе девиза од банака него у Т2, делом захваљујући опоравку извоза у Т3. И нерезиденти су смањили тражњу за девизама услед мање продаје државних ХоВ на секундарном тржишту, у условима смањене неизвесности на међународном финансијском тржишту. С друге стране, расту понуде девиза допринело је продужење девизне позиције банака по основу већег коришћења платних картица нерезидената, које се може довести у везу с постепеном нормализацијом транспортних и путничких токова након отварања економија. На страни понуде девиза деловао је и раст валутно индексираних активе банака,<sup>10</sup> а у септембру је, након неколико месеци нето продаје ефективног страног новца, забележена нето куповина ефективног страног новца од грађана и мењача.

<sup>10</sup> У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

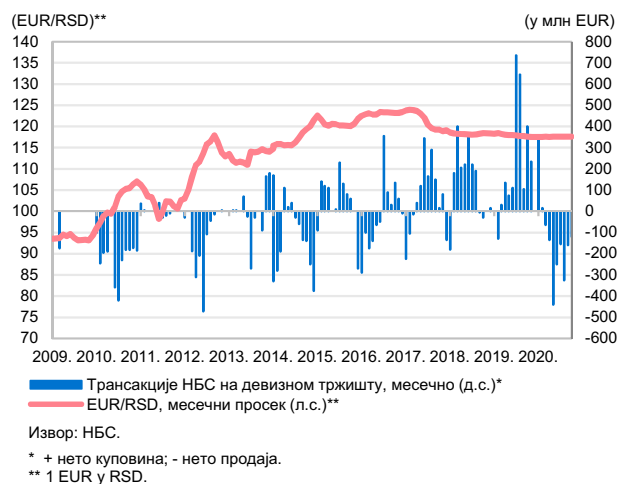
Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



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



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



Ради одржања релативне стабилности на домаћем девизном тржишту, Народна банка Србије је током Т3 у активностима на МДТ-у нето продала 605,0 млн евра, при чему је, са смањењем разлике између понуде и тражње девиза, износ продаје опадао из месеца у месец.

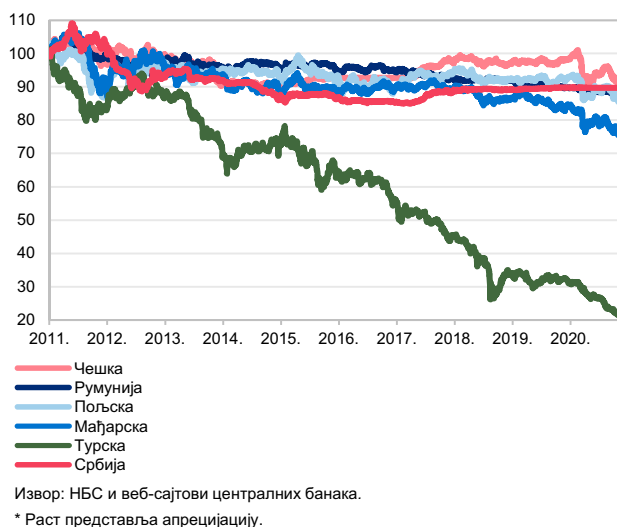
Обим трговања девизама међу банкама смањен је током Т3 – промет на МДТ-у<sup>11</sup> у просеку је дневно износио 21,0 млн евра, што је за 4,1 млн евра ниже него у Т2. При томе, највећи дневни промет остварен је у јулу (22,5 млн евра просечно).

Током Т3 смањен је и обим промета на девизним своп аукцијама, које Народна банка Србије од јуна поново организује по методу варијабилних вишеструких своп поена, уз једнаке износе куповине и продаје. На редовним двонедељним аукцијама Народна банка Србије је од банака своп купила и своп продала по 20,0 млн евра, док је на тромесечним аукцијама своп купила и своп продала по 73,0 млн евра.

Народна банка Србије и ЕЦБ постигле су у јулу споразум о успостављању репо линије путем које би се, у случају потребе због поремећаја на тржишту изазваних пандемијом, домаћем финансијском систему могла обезбедити додатна ликвидност у еврима. Превентивна репо линија остаје на снази до краја јуна следеће године и предвиђа могућност позајмице до 1 млрд евра у замену за одговарајући колатерал, при чему се свако појединачно коришћење средстава може вршити на рок до три месеца. С обзиром на то да девизна ликвидност домаћег банкарског сектора ни у једном тренутку није била угрожена и да је ниво девизних резерви више него довољан да одговори на евентуалне поремећаје девизне ликвидности, ова репо линија до сада није коришћена.

За разлику од динара, који је задржао своју вредност према еврџу, валуте свих земаља у региону које су у режиму циљања инфлације ослабиле су током Т3. Посматрано крајем периода, према еврџу најмање је ослабио румунски леј (0,6%), а највише турска лира (15,6%). Пољски злот је ослабио за 1,3%, чешка круна за 1,7%, а мађарска форинта за 2,2%. Све поменуте валуте биле су слабије према еврџу и у односу на крај 2019. године.

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



<sup>11</sup> Без Народне банке Србије.

## 2. Новац и кредити

Основни фактори убрзања раста монетарних агрегата од избијања пандемије јесу пласмани привреди и становништву, чему су допринеле мере и активности Народне банке Србије у погледу обезбеђења несметаног функционисања каматног и кредитног канала, као и фискални подстицаји. Ипак, тај раст је, у складу с нашим очекивањима, успорен у Т3 у поређењу с Т2, услед смањене неизвесности, а тиме и мање потребе за држањем ликвидних средстава на рачунима код банака.

### Новац

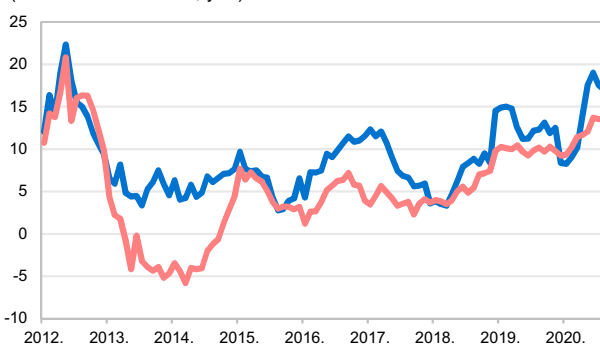
Обиман пакет економске помоћи, укључујући и мере и активности Народне банке Србије као одговор на пандемију, у условима повећаних потреба за ликвидношћу, допринео је расту понуде новца. Раст понуде новца настављен је и у Т3 и најшири монетарни агрегат, М3, повећан је у Т3 за 3,3%,<sup>12</sup> при чему се готово 60% раста дугује повећању динарске компоненте.

Посматрано по појединачним категоријама, депозити по виђењу повећани су за 9,7 млрд динара, највише захваљујући расту трансакционих депозита становништва за 20,2 млрд динара. С друге стране, стање трансакционих депозита привреде током Т3 смањено је за 14,6 млрд динара, јер су средства коришћена за финансирање производње, при чему је и обим директне помоћи државе привреди био мањи него током Т2. Стања на рачунима осталих сектора током Т3 незнатно су промењена.

Орочени динарски депозити немонетарних сектора у Т3 повећани су за 50,8 млрд динара. Раст депозита је забележен на рачунима готово свих сектора,<sup>13</sup> а највише код сектора привреде (44,7 млрд динара). Динарска штедња становништва (резиденти) повећана је у Т3 за 3,8 млрд динара, што је двоструко већи прираст него у претходном тромесечју. Тиме је настављен њен динамичан раст из претходне две године и она је у септембру достигла свој нови максимум од 88,8 млрд динара. Посматрано од почетка године, закључно са септембром, динарска штедња становништва повећана је за 9,8 млрд динара, односно за 12,4%, упркос кризи изазваној

Графикон IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3

(номиналне мг. стопе, у %)

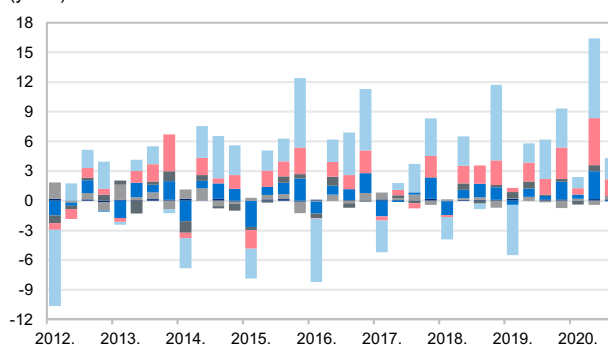


— М3  
— Домаћи кредити немонетарном сектору

Извор: НБС.

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

(у п.п.)



■ Привреда  
■ Становништво  
■ ДФО  
■ Готов новац у оптицају  
■ Локални ниво власти  
■ Непрофитне и друге организације

Извор: НБС.

<sup>12</sup> То представља успоравање у односу на раст у Т2 од 8,9%, што је у складу с нашим очекивањима изнетим у Извештају о инфлацији – август 2020.

<sup>13</sup> Незнатно смањење, за 0,1 млрд динара, забележено је на рачунима локалне самоуправе.

пандемијом, што је показатељ поверења становништва у стабилност и сигурност банкарског сектора. Поред тога, већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе, као и њен повољнији порески третман.

**Девизни депозити** су у ТЗ повећани за 356,8 млн евра, уз готово равномеран допринос привреде и становништва. Девизни депозити привреде повећани су у ТЗ за 179,2 млн евра, чему су, поред предузетих мера у борби против последица пандемије, допринели и приливи девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству. Истовремено, девизна штедња становништва (резиденти) крајем септембра повећана је за 166,5 млн евра, на 10,8 млрд евра.<sup>14</sup>

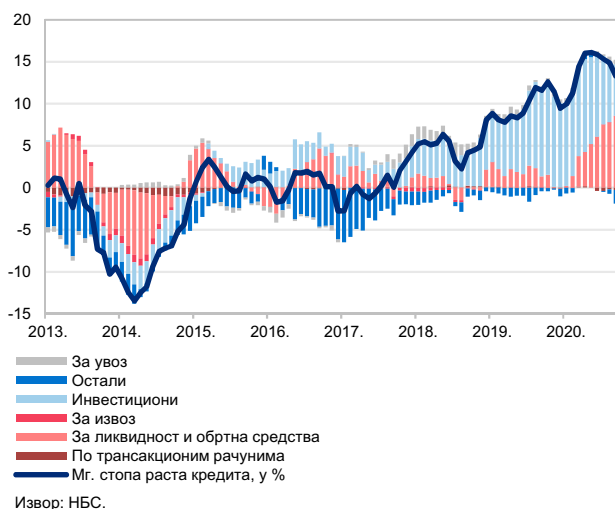
**Посматрано на мг. нивоу**, раст монетарних агрегата током ТЗ почео је да успорава, пре свега по основу успоравања раста најликвиднијих компонената, па је у септембру МЗ био виши за 18,8%. Даље успоравање раста новчане масе очекујемо у наредном периоду, имајући у виду да је претходни раст понуде новца био повезан с повећаном ликвидношћу привреде и уздржавањем становништва од потрошње у условима пандемије. Поред тога, у смеру смањења новчане масе деловаће и смањење директне помоћи државе привреди и грађанима.

## Кредити

**Домаћа кредитна активност** наставила је тренд стабилног раста током 2020. године и у условима кризе изазване пандемијом, подржана мерама Народне банке Србије и Владе. **Укупни домаћи кредити** бележили су двоцифрени мг. раст, који је у септембру, по искључењу ефекта промене девизног курса, износио 13,3%, што је резултат одличне реализације кредита почетком године, ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, ефеката мораторијума и одобравања кредита из гарантне шеме. Поред тога, куповина корпоративних обвезница у септембру допринела је расту укупних пласмана банака,<sup>15</sup> чији је раст у септембру износио 14,0% мг.

Посматрано на нивоу ТЗ, **кредити привреди**, без ефекта промене девизног курса, повећани су за 17,6

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



<sup>14</sup> Новчана маса МЗ обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају септембра износила 89,3 млрд динара, а девизна 11,2 млрд евра.

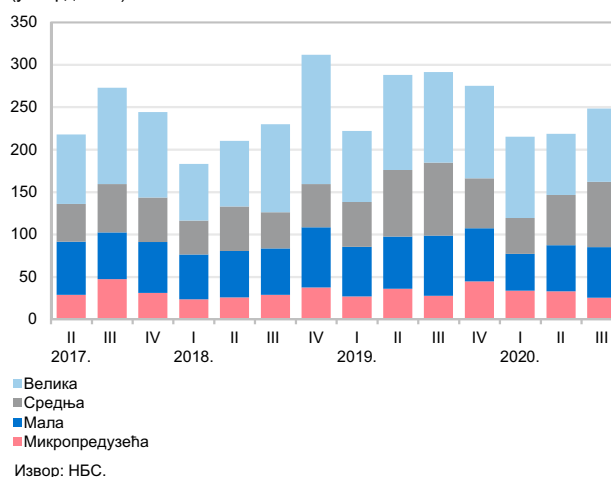
<sup>15</sup> Укупни пласмани банака обухватају потраживања по основу кредита, улагања у ХоВ, камата и накнада, и остала потраживања.

млрд динара, а од почетка године за 121,1 млрд динара, вођени растом кредита за ликвидност и обртна средства. Благо успоравање мг. стопе раста кредита привреди, са 15,9% у јуну на 13,3% у септембру, може се довести у везу са завршетком примене првог мораторијума у јулу и последично већим доспећима у поређењу с Т2, када је на снази била прва тромесечна обустава плаћања обавеза. Ако се посматра структура кредита према наменама, инвестициони кредити су наставили да буду најзаступљенија категорија кредита привреди, са учешћем од 43,9% у септембру. Следе их кредити за обртна средства, чије учешће у укупним кредитима привреди у условима растуће потребе за ликвидним средствима и одобравања кредита из гарантне шеме последњих месеци расте и у септембру је износило 42,6%. Посматрано по делатностима, током Т3 највише су повећана стања кредита предузећа из прерађивачке индустрије, грађевинарства и пољопривреде.

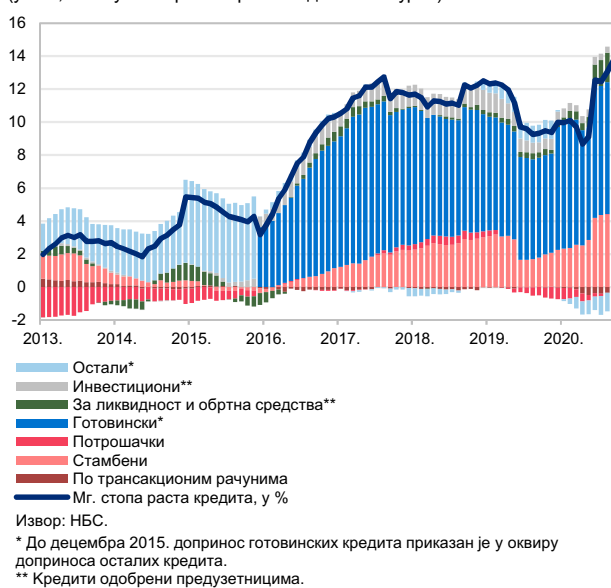
**Обим новоодобрених кредита привреди** у Т3 износио је 248,4 млрд динара, што је за 13,8% више него у Т2, односно за 14,7% мање у поређењу са истим периодом прошле године. Највећи део кредита одобрених привреди током Т3 односио се на кредите за ликвидност и обртна средства (61%), при чему је сегменту ММСП одобрено преко 70% ових кредита. Одобравање кредита овом сегменту било је подржано и повољним условима финансирања у оквиру гарантне шеме. Следе их инвестициони кредити са учешћем од 25% у новим кредитима привреди у Т3, уз заступљеност ММСП дела тржишта од 69%.

**Кредити становништву** су у Т3, без ефекта промене девизног курса, повећани за 49,5 млрд динара, при чему је њихов мг. раст убрзао са 12,6% у јуну, на 13,8% у септембру, што је делом резултат и новог двомесечног мораторијума на отплату кредита. У структури кредита становништву у септембру најзаступљеније категорије су готовински кредити (44,5%) и стамбени кредити (35,9%). Народна банка Србије је током Т3 донела одлуке које за циљ имају ублажавање последица кризе и стварање услова за додатну потрошњу становништва. С тим у вези, усвојени су прописи који би требало да олакшају услове отплате готовинских, потрошачких или других врста кредита (осим стамбених кредита и минуса по текућем рачуну) грађанима, односно да подстакну банке да дужницима понуде рефинансирање или промену датума доспећа

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

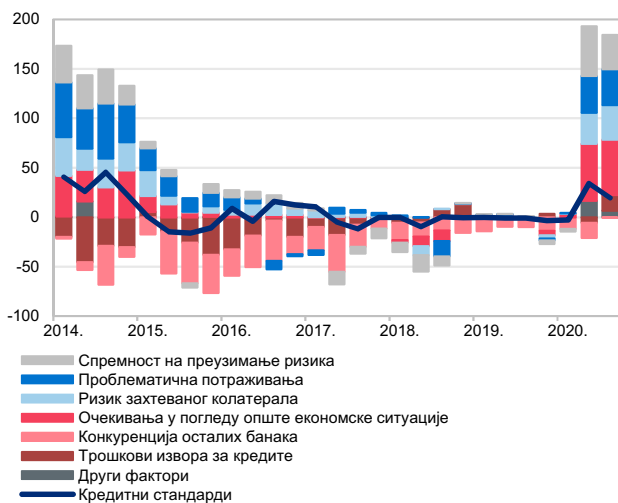


Графикон IV.2.5. Доприноси мг. расту кредита становништву (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Графикон IV.2.6. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора

(у нето %)



Извор: НБС.

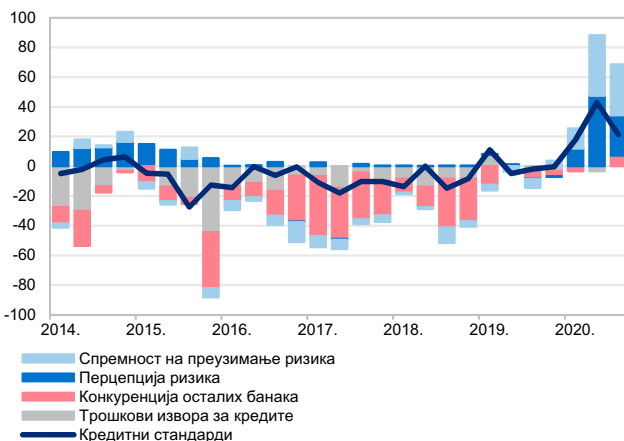
Напомена: Раст вредности указује на поштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

последње рате за до две године за наведене намене кредита. Поред тога, донета је одлука која омогућава банкама да продуже и рокове отплате стамбених кредита до пет година. Истовремено, имајући у виду даљи развој стамбеног кредитирања, Народна банка Србије је донела одлуку да снизи минимално учешће за куповину прве стамбене непокретности са 20% на 10%, при чему је смањен и минимални степен изграђености објекта чију је куповину могуће финансирати стамбеним кредитима банака. Такође, ради додатног олакшавања терета кризе, банкама је омогућено да запосленима и пензионерима одобравају динарске кредите (до 90.000 динара) само с потписаном изјавом о запослењу, односно пензији.

**Обим новоодобрених кредита становништву у Т3** износио је 120,1 млрд динара, што је за 60,1% већи износ него у Т2, а 8,2% мањи износ него у истом периоду прошле године. Највећи део одобрених кредита односио се на готовинске кредите (55%), а следе их стамбени кредити са учешћем од 22%, при чему је њихов обим повећан за преко 52% у односу на износ одобрен у Т2, што сведочи о наставку позитивних трендова на тржишту стамбених кредита.

Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора

(у нето %)



Извор: НБС.

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

Резултати **октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака**<sup>16</sup> показују да је и даље присутна повећана перцепција ризика допринела поштравању кредитних стандарда привреди и становништву у Т3, али у знатно мањој мери него у претходном тромесечју. У складу с тим, према резултатима анкете, услови кредита су генерално поштрени, док су донете мере Народне банке Србије допринеле да динарски услови финансирања малих и средњих предузећа буду повољнији, а рокови отплате кредита становништву продужени. Истовремено, банке су оцениле да су оба сектора повећала тражњу за кредитима током Т3, највише вођени потребама за ликвидним средствима и рефинансирањем, као и куповином непокретности код становништва. Банке очекују додатно побољшање кретања на кредитном тржишту током Т4 – све мањи број банака очекује поштравање кредитних стандарда привреди, док је код становништва очекивано и њихово ублажавање. Очекује се и даљи раст тражње привреде и становништва за кредитима, мотивисан готово истим потребама као у Т3.

**Динаризација пласмана привреди и становништву,** мерена учешћем динарских пласмана у укупним

<sup>16</sup> Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.



пласманима, достигла је у септембру свој максимум од 36,6% и у односу на крај Т2 већа је за 2,0 п.п. Степен динаризације пласмана привреди је током Т3 повећан за 2,8 п.п. и у септембру је износио 19,3%, чему су допринели и одобравање динарских кредита из гарантне шеме и куповина динарских корпоративних обвезница. Истовремено, динаризација пласмана становништву наставила је да расте током Т3 (повећање за 0,8 п.п) и у септембру је достигла највиши досадашњи ниво од 56,6%.

Бруто *NPL* показатељ смањен је током Т3<sup>17</sup> за 0,3 п.п., на 3,4% у септембру, што је до сада најнижи ниво овог показатеља квалитета активе. Такође, *NPL* показатељи сектора привреде и становништва смањени су током Т3 за 0,3 п.п. и 0,2 п.п., на 2,5%<sup>18</sup> и 3,6%<sup>19</sup> у септембру, респективно. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у септембру износила је 98,0% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 62,4% *NPL*.

Према последњим расположивим подацима, показатељ адекватности капитала<sup>20</sup> на крају Т3 2020. износио је 22,4%, што указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

### 3. Агрегатна тражња

*Опоравак тражње, пре свега домаће, од пандемије током Т3 био је бржи од наших очекивања изнетих у претходном извештају, што је за резултат имало раст БДП-а од 7,7% дсз. у односу на Т2. На мг. нивоу, пад је успорен на 1,3%, чему је допринео мањи негативан допринос приватне потрошње, као и укупних инвестиција од очекиваног.*

#### Домаћа тражња

С попуштањем уведених здравствених мера и код нас и у свету, економска активност у Т3 опоравила се у односу на Т2 (7,7% дсз.), што је, према нашој процени, резултат опоравка домаће тражње (допринос од 7,5 п.п.), где се посебно истиче опоравак приватне потрошње и приватних инвестиција.

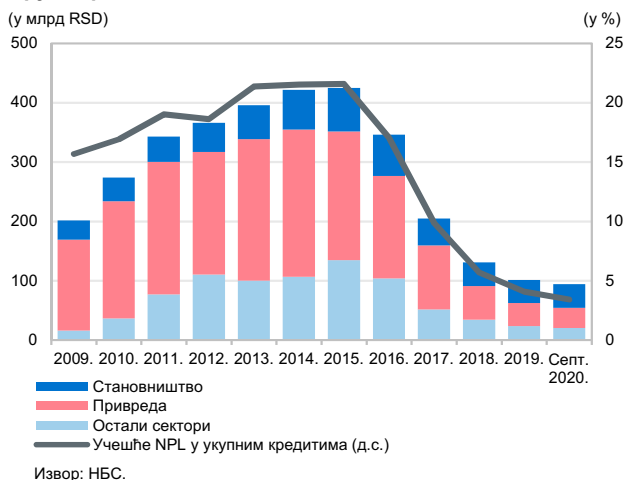
<sup>17</sup> Делом и због ефеката мораторијума.

<sup>18</sup> Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у септембру износило је 2,7%, што је за 0,4 п.п. мање него на крају Т2.

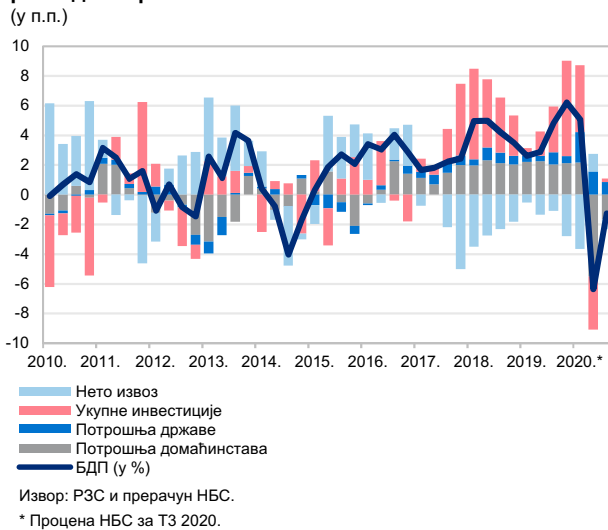
<sup>19</sup> Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је, такође, смањено за 0,2 п.п., на 3,6%.

<sup>20</sup> Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

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



Графикон IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна



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

	2019.		2020.	
	T4	T1	T2	T3
<b>Потрошња домаћинства</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>-7,9</b>	<b>-2,5 *</b>
<b>Показатељи</b>				
Промет у трговини на мало	11,7	10,0	0,0	5,6
Промет у угоститељству	10,2	3,9	-44,6	-22,1 **
Број домаћих туриста	10,5	-3,5	-65,4	11,3
Број ноћења домаћих туриста	13,6	1,5	-60,8	13,0
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	8,2	9,3	-3,4	13,6
<b>Извори</b>				
Маса укупних зарада, номинално	15,4	13,9	12,1	13,1 ***
Нето прилив дознака, номинално	-3,4	-11,2	-31,3	-10,3
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	13,2	12,8	12,3	15,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.  
\* Процена НБС.  
\*\* Јул (процена РЗС).  
\*\*\* Јул–август.

Посматрано на мг. нивоу, пандемија вируса корона условила је да приватна потрошња и инвестиције у фиксне фондове у Т3 дају негативан допринос кретању БДП-а, али знатно мањи него у Т2 и мањи од наших очекивања изнетих у претходном извештају за Т3.

**Приватна потрошња** је током Т3, према нашој процени, смањена за 2,5% мг. (допринос БДП-у од -1,7 п.п.), при чему би пад био знатно израженији да нису предузете мере економске политике. Спровођењем мера Владе и Народне банке Србије за подршку привреди спречено је преливање кризе на тржиште рада, чиме су сачувани примарни извори потрошње, на шта указује и двоцифрени раст масе зарада који је остварен и током Т3 (13,1% мг. у периоду јул–август). Омогућен застој у отплати кредита за још два месеца, као и продужавање рока отплате постојећих кредита, утицали су на раст расположивог дохотка становништва. Расту личне потрошње допринела је и уплата једнократне помоћи пунолетним грађанима од 100 евра. Ако се посматрају остали извори потрошње, приметан је пад дознака током Т3 од 10,3% мг., што је било очекивано с обзиром на мању мобилност радне снаге у условима епидемије, али је пад био мањи него током Т2.

На опоравак потрошње домаћинства, након њеног знатног пада током Т2, указује кретање већине показатеља услужних сектора. Тако је реални промет у трговини на мало повећан у Т3 за 5,6% мг., док је број долазака и ноћења домаћих туриста у истом периоду остварио раст од 11,3% мг. и 13,0% мг., респективно. Раст бележи и увоз потрошне робе (13,6% мг.), за разлику од увоза туристичких услуга, који је смањен за 51,4%. Иако је промет у угоститељству у јулу био нижи за 22,1% мг., то је знатно повољније него у Т2, када је у просеку био нижи за око 45% мг. И сектор саобраћаја се опоравља, али се на мг. нивоу, услед мање мобилности становништва, још увек бележи пад. У односу на исти период претходне године, услед страха од ширења вируса, смањени су и издаци домаћинства за рекреацију, културне и спортске догађаје.

**Потрошња државе** током Т3 повећана је за 5% мг. (уз допринос расту БДП-а од 0,8 п.п.) услед раста расхода за зараде и расхода у вези с куповином робе и услуга (неопходних за борбу с вирусом корона).

**Негативан допринос у Т3, али знатно мање него током Т2, потекао је од инвестиција у фиксне фондове, које су, према нашој процени, смањене, уз допринос БДП-у од око -1,0 п.п., пре свега услед нижих приватних инвестиција. Негативан допринос**

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



инвестиција последица је још увек присутне аверзије инвеститора према ризику, али и високе базе из истог периода претходне године, пре свега у грађевинарству, с обзиром на то да је број издатих грађевинских дозвола у јулу и августу нижи за 6,7% м.г. С друге стране, производња домаћих машина и опреме у благом је расту, као и производња грађевинског материјала, а расте и увоз опреме. Када је реч о изворима финансирања инвестиција, током Т3 прилив СДИ и износ новоодобрених инвестиционих кредита нижи су него у истом периоду претходне године, а смањен је и број предузећа која у условима кризе могу да финансирају инвестиције из остварене добити, док, с друге стране, ефекти мораторијума доприносе расту расположивих средстава за нове инвестиције. Према нашој процени, **инвестиције државе** ниже су за 3% м.г. у Т3, што је боље од наших очекивања из августа, чему доприноси убрзана реализација инфраструктурних пројеката. При томе, динамика извршења капиталних расхода у првих девет месеци 2020. године (12,8% м.г., реално) указује на то да на годишњем нивоу треба очекивати и раст капиталних расхода државе.

Позитиван допринос током Т3 (од 1,2 п.п.) потекао је од повећања **залиха**, што се делом може повезати с добром пољопривредном сезоном, а делом и с растом залиха готових производа у индустрији, тако да је укупан допринос инвестиција расту БДП-а током Т3 износио 0,2 п.п.

## Нето екстерна тражња

Након оштрог пада изазваног пандемијом, спољнотрговинска размена Србије опорављала се током Т3. Успоравање реалног м.г. пада било је израженије код увоза робе и услуга (на -5,5%) него код извоза (на -7,5%), што је утицало на то да допринос нето извоза расту БДП-а у Т3 буде негативан и износи 0,6 п.п.

Подржан већом екстерном тражњом након отварања економија и попуштања рестриктивних здравствених мера, робни извоз наставио је да се опоравља током Т3 и у септембру се, д.с. посматрано, приближио просечној вредности у периоду јануар–фебруар. На широко распрострањен опоравак указују и д.с. стопе раста извоза, које су у Т3 забележене у 17 од 23 делатности прерађивачке индустрије. Посматрано на м.г. нивоу, извоз робе<sup>21</sup> повећан је у Т3 за 0,4% (након

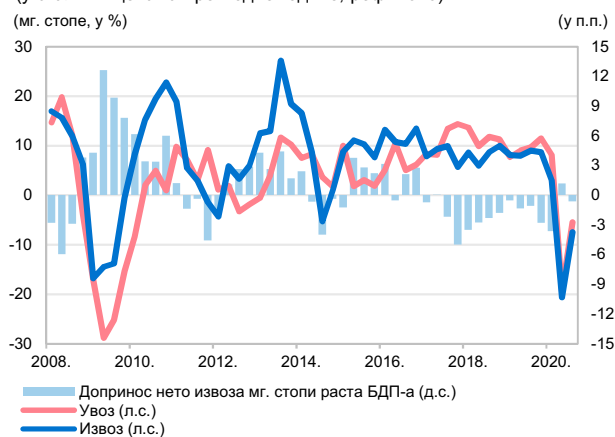
Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2019.		2020.	
	T4	T1	T2	T3
<b>Реалне м.г. стопе раста (у %)</b>				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)*	29,6	10,8	-11,9	-
Грађевинарство (нац. рачуни)*	48,3	20,4	0,1	-
Инвестиције државе	30,8	15,0	10,0	-3,0
Број издатих грађевинских дозвола	18,4	22,3	-21,0	-6,7 *
Производња грађевинског материјала	0,1	-3,0	-11,5	1,2
Вредност изведених радова	56,3	26,1	-0,8	-
Увоз опреме, номинално	42,3	27,4	-14,5	12,4
Производња домаћих машина и опреме	10,7	-0,6	-14,9	0,3
Залихе готових производа у индустрији	-3,5	-5,4	-0,7	2,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Јул–август.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: процена НБС за Т3 2020.

<sup>21</sup> Извоз робе изражен у еврима, према платнобилансним подацима.

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

(тримесечни покретни просек дсз.)



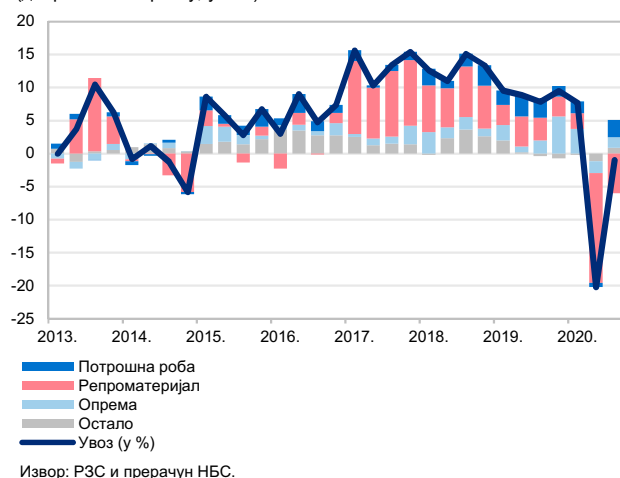
пада од 20,1% у Т2). Томе је допринео опоравак извоза прерађивачке индустрије, чији је м.г. пад успорен на 2,6% у Т3 (са 21,8% у Т2), при чему су извоз електричне опреме, аутомобила, осталих машина и опреме и намештаја већ у Т3 били виши него у истом периоду претходне године. Извоз производа од гуме и пластике у Т3 изједначио се са оним од пре годину дана, док је код других кључних извозних грана м.г. пад извоза углавном успорен. Поред тога, захваљујући доброј прошлогодишњој сезони, извоз пољопривредних производа у Т3 био је за 15,2% виши него у истом периоду претходне године, а с обзиром на раст цена житарица на светском тржишту и добар овогодишњи род,<sup>22</sup> позитиван утицај на извоз по овом основу може се очекивати и у наредном периоду.

Опоравак бележи и робни увоз, који је, према платнобилансним подацима, успорио м.г. пад на 0,7% у Т3 (са -20,0% у Т2), чему је највише допринео увоз потрошне робе, који је повећан за 13,6% м.г. Поред тога, повећан је и увоз опреме (12,4% м.г.), што указује на опоравак инвестиција у наредном периоду, док је пад увоза репроматеријала успорен на 10,7% м.г. На слична кретања указује и класификација увоза по намени ЕУ, где производи за широку потрошњу највише доприносе опоравку увоза, за којима следе капитални производи. Истовремено, мањи увоз енергената и интермедијарних производа деловао је у супротном смеру.

Суфицит у размени услуга са иностранством у Т3 нижи је него у истом периоду претходне године, при чему је извоз услуга био нижи за 24,4% м.г., а увоз услуга за 26,3% м.г. Размена свих врста услуга са иностранством бележи м.г. пад, а највећи негативан допринос и код извоза и увоза услуга потиче од грана које су најснажније погођене пандемијом – туризма и транспорта.

Покривеност робног увоза извозом<sup>23</sup> готово је непромењена у односу на јун и у септембру је износила 73,7%, а по укључењу услуга 83,2%.

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



<sup>22</sup> Према подацима РЗС-а, у односу на десетогодишњи просек (2010–2019), производња пшенице у 2020. већа је за 17,8%, кукуруза за 29,4%, а соје за 60,3%.

<sup>23</sup> Мерено 12-месечним покретним просеком.

## Осврт 2: Утицај пандемије вируса корона на кретања у светској ауто-индустрији и импликације на Србију

Светска ауто-индустрија, која је и у претходне две године успоравала раст, једна је од најпогођенијих области прерађивачке индустрије пандемијом вируса корона. Први негативни ефекти пандемије на ауто-индустрију осетили су се већ у јануару и фебруару, када је због ширења пандемије у Кини дошло до застоја, а у појединим случајевима и прекида у производним ланцима, као и ланцима снабдевања. Врхунац је уследио у априлу, када је ауто-индустрија претрпела највеће губитке, посебно ако се има у виду да је велики број произвођача, нарочито у Европи, потпуно обуставио производњу. У условима јачања рецесионих притисака и знатно погоршаних изгледа за глобални раст, светска ауто-индустрија била је погођена и смањењем потрошачког и инвестиционог поверења, што се одразило на знатан пад тражње за аутомобилима, као и на смањење инвестиција. Поред краткорочног негативног ефекта на глобални привредни раст, смањење инвестиција у ауто-индустрији услед пандемије могло би да има и последице на дугорочни производни потенцијал тренутно најзаступљенијих аутомобила са унутрашњим сагоревањем, нарочито ако се има у виду да су многе компаније у свету планирале да од ове године интензивно раде на развоју технологије и прилагођавању производних капацитета масовнијој производњи електричних аутомобила и мотора. Постепен опоравак ауто-индустрије започет је од средине маја, а његова динамика у наредном периоду у највећој мери зависиће од тока пандемије.

**О значају праћења кретања у светској ауто-индустрији говори податак да она учествује са око 6% у креирању светског БДП-а и чини око 8% светског извоза.** Када посматрамо само ЕУ, ауто-индустрија чини око 7% њеног БДП-а и око 10% њеног извоза. Према подацима Европске комисије, ауто-индустрија у ЕУ директно и индиректно обезбеђује посао за 13,8 млн људи, што чини 6,1% укупне запослености у ЕУ, док је само у производњи моторних возила запослено 2,6 млн људи, што чини 8,5% запослености у прерађивачкој индустрији. ЕУ, као најважније извозно тржиште за произвођаче ауто-компонената у Србији, учествује са око 20% у укупној светској производњи моторних возила.

Иако утицај пандемије вируса корона на кретања у ауто-индустрији још увек траје и могуће га је прецизније сагледати по њеном окончању, према проценама Европског удружења произвођача аутомобила (*European Automobile Manufacturers Association, ACEA*), досадашњи губици су изузетно велики, с обзиром на то да је већина произвођача у ЕУ потпуно обуставила производњу у иницијалној фази пандемије. Прекид производње у просеку најдуже је трајао у Италији и Великој Британији (41 радни дан, тј. чак око осам недеља), затим у Шпанији и Француској (34 радна дана) и Немачкој (30 радних дана). У земљама средње Европе, које такође имају развијену ауто-индустрију, прекид производње трајао је у просеку око 30 радних дана.

Уколико се посматра пропуштена производња мерена бројем возила, процењује се да су само у периоду март–мај 2020. губици у производњи у ЕУ износили скоро 2,2 млн моторних возила, што представља 13% укупне производње у 2019. години. При томе, највеће губитке мерене бројем возила претрпела је Немачка (преко 600 хиљада возила), а затим Шпанија и Француска, које су уједно и највећи произвођачи у ЕУ.

Због ових губитака у производњи, који су највећим делом последица затварања фабрика, као и чињенице да се производња није вратила на преткризни ниво у другој половини маја и јуну, према проценама Европског удружења произвођача аутомобила, губици у П1 2020. износе 3,3 млн моторних возила. Процењује се да је током Т3 губитак у производњи износио 362 хиљаде моторних возила, тако да је од почетка године пропуштена производња износила 3,7 млн возила, што представља око 22% укупне производње ЕУ у 2019. Половина тих губитака односи се на Немачку (29,1%) и Шпанију (20,4%), а затим следе Француска (11,2%) и Италија (7,7%). У земљама средње Европе (Чешка, Словачка, Пољска, Мађарска и Румунија), пропуштена производња у првих девет месеци ове године износи око 844 хиљаде возила, или 22,8% укупно пропуштене производње у ЕУ.

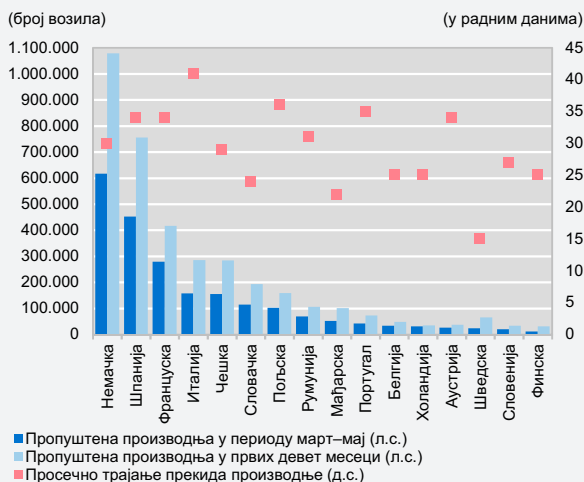
О утицају пандемије на ауто-индустрију, посматрано са стране тражње, говоре и подаци Европског удружења произвођача аутомобила о броју нових регистрованих путничких аутомобила у ЕУ, који је у девет месеци 2020. био нижи за 28,8% мг. и износио је 7 млн. Мањи број регистрованих возила у односу на исти период 2019. присутан је од почетка године, али док је у прва два месеца у просеку био нижи за 7,4% мг., у периоду март–мај

био је 50% мг. нижи (у априлу чак за 76,3% мг.). Од маја се ауто-индустрија у целој Европи постепено опоравља и у септембру је први пут од почетка године на мг. нивоу забележен раст броја регистрованих аутомобила (3,1%). Ипак, када је реч о највећим тржиштима унутар ЕУ, пад у септембру и даље бележи Шпанија (−13,5%) и Француска (−3,0%), док је раст остварен у Италији (9,5%) и Немачкој (8,4%). Посматрано од почетка године, број од готово 2,9 млн мање регистрованих возила у девет месеци говори о величини ефеката пандемије на ауто-индустрију у ЕУ. При томе, највећи пад броја регистрованих аутомобила забележен је у Шпанији (−38%), а затим у Италији (−34%), док је пад у Француској износио 29%, а у Немачкој близу 26%. Када је реч о земљама из нашег окружења, у периоду јануар–септембар, знатан пад је забележен у Хрватској (−45%) и Бугарској (−37%), затим у Румунији (−32%) и Словачкој (−27%), а нешто умеренији у Мађарској и Чешкој (по −22%).

Негативан утицај пандемије на ауто-индустрију у земљама ЕУ одразио се на извоз ауто-индустрије Србије, који чини око 11% укупног извоза робе и услуга. Од тога, једну петину чине аутомобили, а око четири петине чине ауто-компоненте, од којих су најзначајнији гуме и електронски делови. Највеће смањење забележено је у априлу, када је мг. пад извоза укупне ауто-индустрије Србије износио 80%. Опоравак је започет у мају и настављен у наредним месецима, па је мг. смањење извоза укупне ауто-индустрије Србије у септембру износило 0,5%. У односу на преткризни ниво, уколико за тај ниво узмемо просечан дсз. извоз у периоду јануар–фебруар 2020, извоз српске ауто-индустрије у септембру је био око 4% изнад тог нивоа.

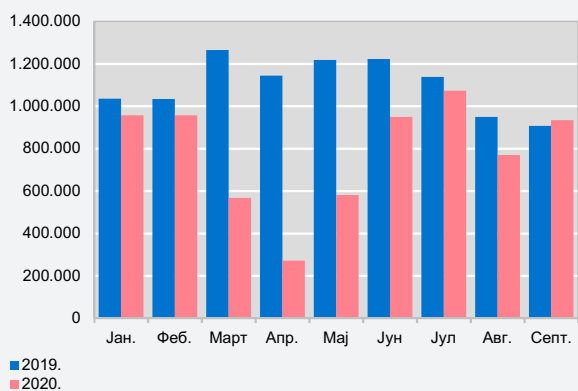
Када посматрамо цео период јануар–септембар, извоз ауто-компонентата износио је 1.268 млн евра, што је ниже за 16,0% мг. Више од трећине тог пада последица је мањег извоза ауто-делова у Немачку (−5,8 п.п.), затим у Словачку и Велику Британију (по −2,2 п.п.) и Италију (−1,3 п.п.). Извоз аутомобила у истом периоду износио је 259 млн евра и био је нижи за 38,2% мг., с тим што свакако треба имати у виду да се на нижи извоз одражава и фаза животног циклуса модела који се производи у Србији, тако да би извоз аутомобила био у паду и да није било пандемије, што смо узели у обзир приликом израда пројекција економске и спољнотрговинске активности.

Графикон О.2.1. Утицај COVID-19 на аутомобилску индустрију ЕУ



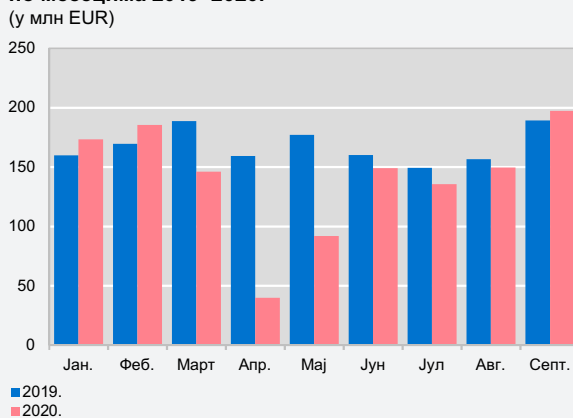
Извор: ACEA на основу фебруарске пројекције производње IHS Markit.

Графикон О.2.2. Број нових регистрованих путничких аутомобила у ЕУ по месецима 2019–2020.



Извор: ACEA.

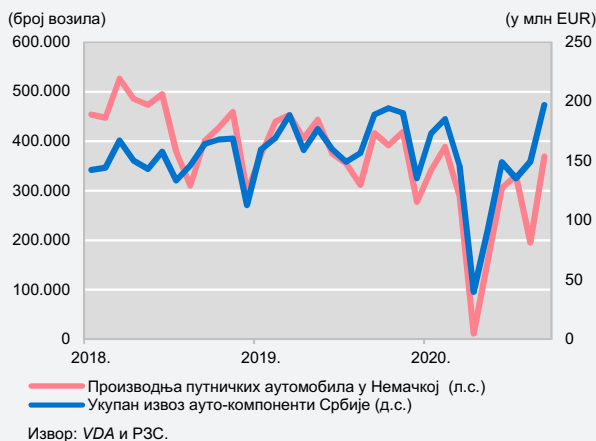
Графикон О.2.3. Укупан извоз ауто-компонентата Србије, по месецима 2019–2020.



Извор: РЗС.

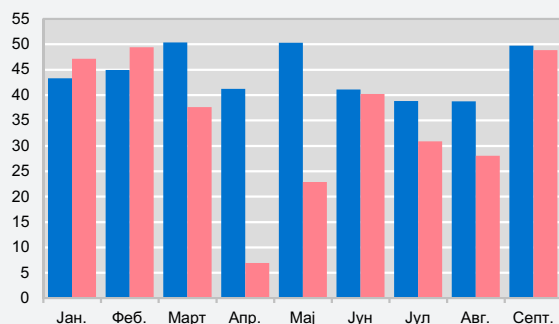
Наше најважније извозно тржиште јесте Немачка, са око 25% учешћа у укупном извозу ауто-компонената. Подаци указују на то да је динамика укупног извоза ауто-компонената из Србије у великој мери зависна од динамике производње аутомобила у Немачкој, на коју се односи око 50% укупне додате вредности ауто-индустрије ЕУ. Према подацима Удружења немачких произвођача аутомобила (*Verband der Automobilindustrie, VDA*), након пада од 97% мг. у априлу, број произведених аутомобила у Немачкој знатно је повећан у наредним месецима, тако да је у јулу био нижи на мг. нивоу за свега 7%. У августу је мг. пад повећан на 35%, али је у септембру ситуација била боља с падом од 11%. Знатан опоравак производње очекује се у октобру, с обзиром на то да је *PMI* за прерађивачки сектор повећан на највиши ниво од марта 2018. године, на 58,2 (наспрам 56,4 у септембру), што указује на то да Немачка наставља да води опоравак зоне евра. Притом, највише охрабрују нове поруџбине у Немачкој, које, према *PMI* мери, бележе највећи раст од почетка праћења овог показатеља 1996. године, указујући на опоравак екстерне тражње (посебно из Кине) и домаће тражње. С друге стране, смањење очекивања у погледу аутопута прерађивачке индустрије у наредној години дана, први пут у последњих седам месеци, тумачи се као знак да би опоравак могао бити успорен и доводи се у везу са убрзаним поновним ширењем вируса у Европи.

Графикон О.2.4. Динамика извоза ауто-компонената Србије и производње аутомобила у Немачкој

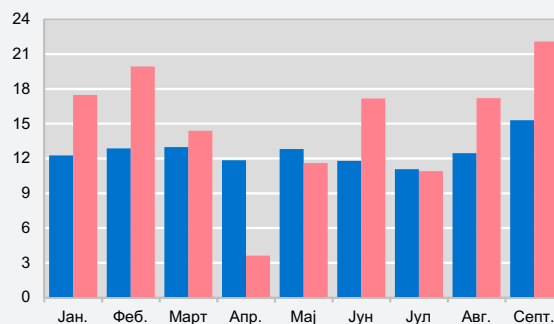


Графикон О.2.5. Извоз ауто-компонената Србије на најважнија тржишта, по месецима 2019–2020. (у млн EUR)

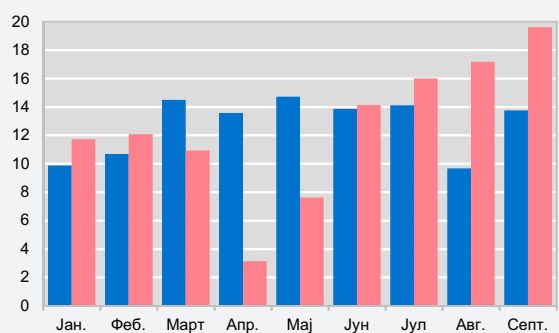
Немачка



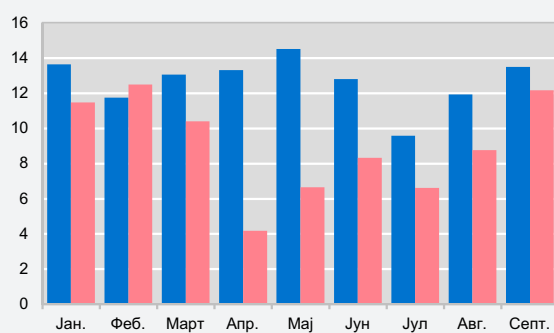
Мађарска



Чешка



Словачка



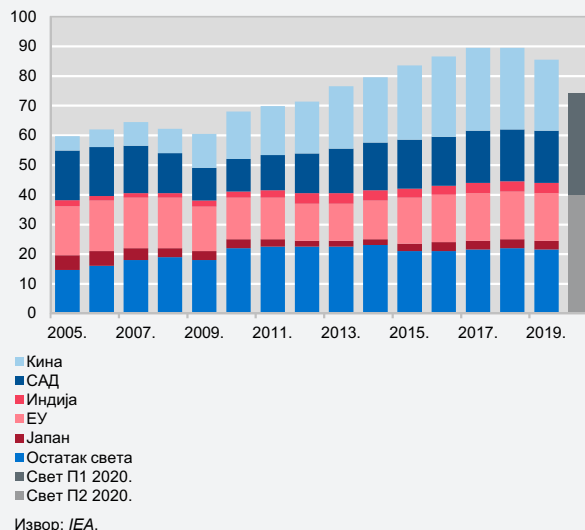
■ 2019. ■ 2020.

Источник: РЗС.

Поред Немачке, најважнија тржишта на којима се пласирају ауто-компоненте из Србије јесу земље Вишеградске групе (Мађарска, Чешка, Словачка и Пољска), као и Румунија, Велика Британија, Русија, Француска и др.

Иако је током летњих месеци дошло до знатног побољшања на кључним извозним тржиштима произвођача ауто-компонената из Србије, и даље је тешко утврдити којом динамиком ће се ауто-индустрија опорављати у наредном периоду. Док смањено потрошачко поверење и повећање незапослености утичу на мању тражњу за аутомобилима, страх од вируса корона и избегавање јавног градског превоза, као и одложене куповине и формирана штедња у претходним месецима, требало би то делимично да компензују и допринесу ублажавању пада тражње. Генерално, у свету се очекује опоравак тражње за аутомобилима у П2 ове године, али ће темпо опоравка у великој мери зависити од тока пандемије. На нивоу целе 2020. године, под условом да се постепен опоравак настави до краја године, Међународна агенција за енергетику (*International Energy Agency, IEA*) процењује да ће продаја аутомобила у свету бити мања за око 15% (или за 13 млн аутомобила) него у 2019, што је двоструко већи пад него 2008–2009. године. Ипак, опоравак продаје и тражње за аутомобилима у Кини претходних неколико месеци охрабрује и указује на то да би се сличан тренд могао успоставити и на другим тржиштима. То значи да, уколико не буде знатнијег поштравања здравствених мера на глобалном нивоу, треба очекивати даљи опоравак српске ауто-индустрије.

Графикон О.2.6. Глобална продаја аутомобила по кључним тржиштима и пројекција за 2020. (број возила, у млн)





## 4. Економска активност

*Економски опоравак, започет у мају и настављен наредних месеци, у већини производних и услужних делатности био је бржи од наших очекивања, тако да је економска активност у Т3, према нашој процени, остварила раст у односу на Т2 од 7,7% дсз., док је на мг. нивоу њен пад успорен на 1,3%.*

Бржи од очекиваног био је пре свега опоравак у индустрији и трговини. Поред тога, приноси главних култура упућују на то да је овогодишња пољопривредна сезона боља од прошлогодишње, која је такође била натпросечна.

Према нашој процени, индустријска производња остварила је раст од 3,0% мг. у Т3, уз допринос расту БДП-а од 0,6 п.п. На снажан опоравак индустрије указује пре свега **физички обим индустријске производње**, који је, након пада од 7,8% мг. у Т2, у Т3 остварио мг. раст од 3,0%. И прерађивачка индустрија је остварила раст обима производње (2,1% мг.), при чему се виши ниво производње него у истом периоду претходне године бележи у више од половине индустријских области. Највећи допринос расту производње потиче од повећаног обима производње металних производа, а затим прехранбених производа, електричне опреме, одевних предмета и намештаја. Када је реч о аутомобилској индустрији, обим производње моторних возила и производа од гуме и пластике и даље је нижи него у истом периоду претходне године, уз благ негативан допринос индустријској производњи (од 0,2 п.п.).

Посматрано на тромесечном нивоу, обим индустријске производње у потпуности се вратио на преткризни ниво,<sup>24</sup> пошто је након пада од 11,2% дсз. у Т2, у Т3 уследио раст од 14,2% дсз., при чему је раст обима производње регистрован код готово свих делатности у оквиру прерађивачке индустрије.

За разлику од трговине, која је преткризни ниво промета достигла већ у јуну, при чему је раст настављен и у Т3, када је реални промет повећан за 5,6% мг., негативни ефекти кризе изазване пандемијом вируса корона и даље су видљиви у осталим услужним делатностима. Тако је промет у сектору туризма, мерен укупним бројем ноћења туриста, током Т3 био нижи за 25,1% мг., при чему је одсуство страних туриста делом надомештено растом

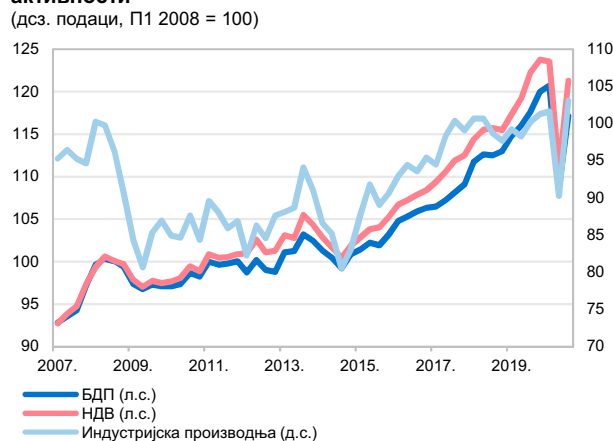
Табела IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а (у п.п.)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

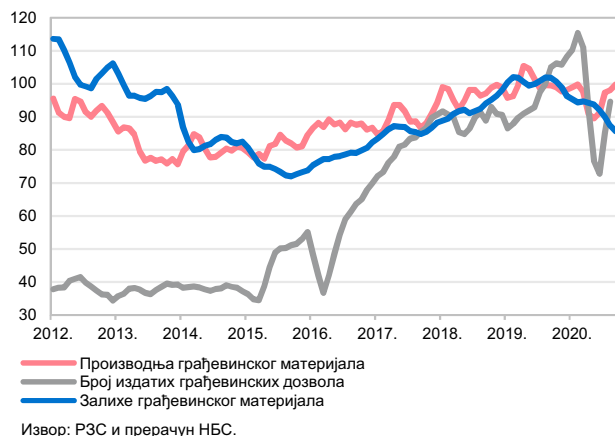
Графикон IV.4.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

<sup>24</sup> Просек у периоду јануар-фебруар 2020.

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

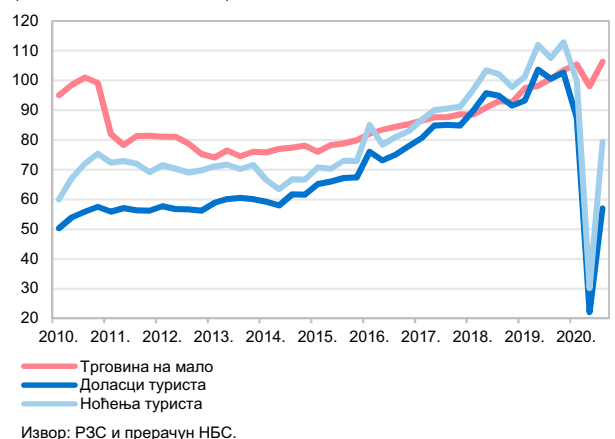


броја долазака и ноћења домаћих туриста. Нижи ниво активности бележи се и у сектору саобраћаја, о чему сведочи само делимично успостављање авио-саобраћаја, тако да је збирни допринос услужних сектора БДП-у у Т3 износио  $-0,9$  п.п.

Према нашој процени, активност у сектору **грађевинарства** смањена је на мг. нивоу, уз негативан допринос БДП-у од  $0,4$  п.п., што је делом последица и високе базе из претходне године. Наиме, током П2 2019. остварен је изузетно висок раст грађевинске активности, који је делимично успорен након пандемије вируса корона. На смањење активности у грађевинарству указује мањи број издатих грађевинских дозвола од почетка године ( $-4,5\%$  мг. за период јануар–август, тј.  $-6,7\%$  мг. за период јул–август). С друге стране, током Т3 порасли су производња и увоз грађевинског материјала од  $1,2\%$  мг. и  $6,2\%$  мг., респективно, док су се истовремено смањиле залихе грађевинског материјала за око  $15\%$  мг.

Прва процена **приноса пољопривредних култура** указује на већи раст пољопривредне активности од очекиваног упркос високој бази из претходне године, услед натпросечне пољопривредне сезоне. Према подацима РЗС-а, током 2020. производња пшенице повећана је за  $17,1\%$  мг., а очекује се и раст производње кукуруза ( $9,6\%$  мг.) и соје ( $15,1\%$  мг.). Како се очекује нешто мања производња сунцокрета и шећерне репе, процењујемо да ће пољопривреда на годишњем нивоу остварити раст од око  $4,5\%$ , уз позитиван допринос расту БДП-а од  $0,3$  п.п.

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



Током Т3 процењујемо да ће негативан допринос БДП-у потицати и од **нето пореза** ( $-0,7$  п.п.) услед реализације мера подршке привреди за превазилажење економских последица насталих услед пандемије вируса корона.

**На тримесечном нивоу**, након пада економске активности од  $9,9\%$  дсз. у Т2, у Т3 је остварен раст од  $7,7\%$  дсз. Поред индустрије, тримесечни раст активности је регистрован и у осталим секторима, а посебно је био изражен у услужним делатностима због чињенице да је током априла у појединим делатностима активност била готово у потпуности обустављена. Према нашој процени, збирно посматрано, услуге су у Т3 оствариле раст од  $6,9\%$  дсз.

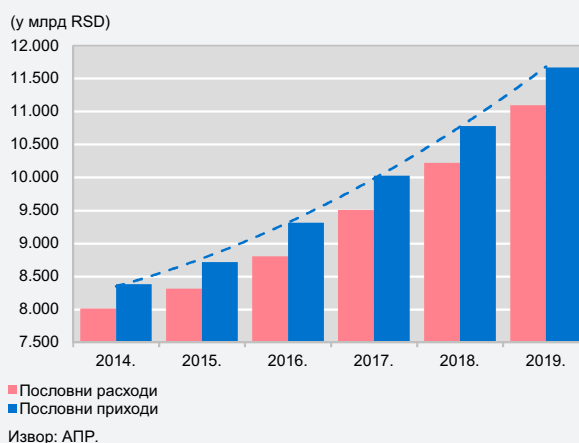
### Осерт 3: Структура и динамика трошкова домаће привреде у периоду 2014–2019.

Домаћа привреда је у протеклих шест година знатно увећавала пословну активност и профитабилност, што је један од кључних показатеља успешности пословних и економских политика у Србији и њихове добре координације. **Ојачана пословна и финансијска позиција предузећа у Србији**, уз подршку државе, требало би да ублажи негативне ефекте новонастале кризе и обезбеди даље несметано функционисање. Према подацима Агенције за привредне регистре,<sup>1</sup> укупни и пословни приходи наше привреде из године у годину расту и у 2019. били су већи за 36,4% и 39,1%, респективно, него у 2014. години. Поред тога, **нето финансијски резултат домаће привреде, тј. нето добитак после опорезивања, пету годину узастопно био је позитиван** и у 2019. достигао је 391 млрд динара. С обзиром на то да је у 2014. привреда пословала с губитком (од 133 млрд динара), нето добитак у 2019. био је повољнији за скоро 524 млрд динара. Посматрано по секторима, знатно повољније нето финансијске резултате у шестогодишњем периоду остваривали су кључни сектори српске привреде – прерађивачка индустрија (153,9 млрд динара), трговина (94,0 млрд динара), грађевинарство (65,2 млрд динара) и саобраћај и складиштење (64,0 млрд динара), при чему је нето добитак после опорезивања повећан и у осталим услужним делатностима које претежно припадају приватном сектору (за 127,0 млрд динара).

**Неспорно кључни допринос повољнијим резултатима привреде проистекао је по основу постигнуте и очуване стабилности макроекономског окружења**, захваљујући чему се, у посматраном периоду, бележи кумулативно смањење финансијских трошкова (пре свега, негативних курсних разлика и расхода камата) за 67,5%, или 340,4 млрд динара. У том домену повољније резултате су забележили сви сектори привреде, а посебно прерађивачка индустрија (93,7 млрд динара), трговина (63,0 млрд динара) и остале услужне делатности (53,6 млрд динара). Другим речима, предузећа у Србији су, захваљујући ефикасности монетарне и фискалне политике, располагала знатно већим обимом сопствених средстава, а могла су да рачунају и на повољније кредитне изворе у обезбеђивању додатних средстава. Повећано улагање тих средстава у основне и обртне фондове отворило је могућност да привреда интензивира пословну активност и последично смањи укупне јединичне трошкове. Да су поменута улагања адекватно употребљена, показује динамика **пословног добитка, који је из године у годину увећаван, тако да је у 2019. био за скоро 200 млрд динара већи него 2014. године** (Графикон О.3.1). То значи да је повећање пословне активности и прихода на основу обављања претежне делатности за коју су предузећа регистрована – продаја производа, пружање услуга и/или продаја робе – било константно праћено споријим повећањем пословних расхода.

С обзиром на то да нето финансијски резултат привреде не зависи искључиво од одлука менаџмента већ и од макроекономских прилика, које су, као што је претходно речено, биле подстицајне за развој пословања, у наставку анализе пажња ће бити усмерена на пословни подбиланс (у оквиру биланса успеха предузећа), који најбоље одражава интерне снаге и слабости предузећа, те може послужити за оцену оперативне ефикасности привреде. Поред стварања пословних прихода, који су делом резултат и стања на циљаном тржишту продаје, крајњи резултат предузећа у великој мери зависи и од способности управљања пословним трошковима који настају при обављању

Графикон О.3.1. Динамика пословних расхода и пословних прихода домаће привреде у периоду 2014–2019.



<sup>1</sup> Годишњи билтен финансијских извештаја први пут је израђен за 2014. годину, у складу с новим моделом финансијског извештавања, који је усклађен са законском регулативом и званичним рачуноводственим начелима и стандардима.

основне делатности. Ради јаснијег сагледавања **ефекта повећања пословне активности** (тзв. *економије обима*), пословни трошкови домаће привреде могу се груписати према следећој шеми:

- |   |   |                                   |
|---|---|-----------------------------------|
| 1. Набавна вредност продате робе                          | } | Претежно варијабилни трошкови     |
| 2. Трошкови материјала                                    |   |                                   |
| 3. Трошкови горива и енергије                             |   |                                   |
| 4. Трошкови производних услуга                            |   |                                   |
| 5. Трошкови зарада, накнада зарада и остали лични расходи |   |                                   |
| 6. Трошкови амортизације и дугорочних резервисања         | } | Фиксни и претежно фиксни трошкови |
| 7. Нематеријални трошкови                                 |   |                                   |

Табела О.3.1. **Однос пословних трошкова и пословних прихода домаће привреде у периоду 2014–2019**

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Пословни приходи (у хиљадама RSD)	8.383.308.365	8.716.420.069	9.312.146.463	10.025.364.269	10.778.202.031	11.664.687.982
<b>Учешће у пословним приходима (у %)</b>						
Претежно варијабилни трошкови*	87,6	87,3	85,9	86,2	85,9	85,9
Набавна вредност продате робе	37,8	38,6	39,2	37,6	36,5	36,1
Трошкови материјала	20,5	19,4	19,2	20,1	19,9	19,2
Трошкови горива и енергије	6,3	6,0	4,3	4,7	4,7	4,6
Трошкови производних услуга	11,8	12,3	11,8	12,1	12,6	13,7
Трошкови зарада	11,2	11,1	11,5	11,7	12,1	12,3
Контрибуциони добитак	12,4	12,7	14,1	13,8	14,1	14,1
Фиксни и претежно фиксни трошкови	8,0	8,1	8,6	8,7	9,0	9,2
Трошкови амортизације и резервисања	3,9	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2
Нематеријални трошкови	4,1	4,3	4,6	4,7	4,9	5,1
Пословни добитак	4,4	4,6	5,4	5,2	5,2	4,9

\* Из методолошких разлога укључене су билансне позиције које се односе на приходе од активирања учинака и робе, повећање и смањење вредности залиха.

Извор: АПР и прерачун НБС.

У Табели О.3.1. представљена је структура и динамика ових трошкова у односу на пословне приходе из којих се покривају, као и њихов допринос контрибуционом и пословном резултату привреде.

Анализа показује да претежан део пословних прихода привреда и даље користи за покриће **претежно варијабилних трошкова** набавке робе, материјала, горива и енергије. За то је у 2019. привреда издвојила готово 60,0% пословних прихода, што је за 4,6 структурних поена мање него 2014. године. Смањење јединичних трошкова по овом основу може бити резултат остварених уштеда у главним пословним функцијама предузећа (набавка, производња и продаја), увођења нових и ефикаснијих технологија по основу растућих инвестиција у основна средства, нижих цена инпута (посебно горива) и повољније ценовне позиције предузећа. С обзиром на то да су цене течних енергената у посматраном периоду знатно смањене, исказани трошкови горива и енергије бележе најзначајнији релативни пад, тако да је њихово учешће у пословним приходима смањено са 6,3% у 2014. на 4,6% у 2019. години. Истовремено, смањено је и учешће набавне вредности продате робе и трошкова материјала за 1,5 и 1,2 структурна поена, респективно. С друге стране, у оквиру претежно варијабилних трошкова, релативно су повећана издвајања привреде за покриће трошкова производних услуга (за 1,9 структурних поена), а у мањој мери и трошкова зарада (за 1,1 структурни поен). **У целини, контрибуциони добитак привреде, као разлика укупних пословних прихода и претежно варијабилних трошкова, повећан је за 604,3 млрд динара у 2019. у односу на 2014. годину.**

Насупрот варијабилним трошковима, фиксни и претежно фиксни трошкови по правилу се не мењају с променом обима активности у оквиру технолошких карактеристика постојећих капацитета предузећа, што значи да се с повећањем обима пословања њихова јединична вредност смањује (тзв. *дегресија просечних фиксних*

трошкова). Међутим, то није био случај у нашој привреди у периоду 2014–2019, када се бележио пораст учешћа (потпуно) фиксних трошкова, као што је амортизација – са 3,9% у 2014. на 4,2% пословних прихода у 2019, а као резултат знатних улагања у основна средства, почевши од 2015. године. Слично томе, нематеријални трошкови (који обухватају трошкове непроизводних услуга, осигурања, платног промета, чланарина, пореза и др.) показују тенденцију благог раста у пословним приходима (за укупно 1,0 структурних поена), првенствено као резултат интензивирања активности које прате обављање основне делатности предузећа.

Табела О.3.2. Однос пословних трошкова и пословних прихода предузећа у прерађивачкој индустрији у периоду 2014–2019.

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Пословни приходи (у хиљадама RSD)	2.232.525.209	2.413.310.416	2.623.002.748	2.855.072.313	2.985.416.628	3.116.444.004
<b>Учешће у пословним приходима (у %)</b>						
Претежно варијабилни трошкови*	88,7	88,2	86,4	86,9	87,5	87,8
Набавна вредност продате робе	15,7	15,5	16,1	14,5	14,5	15,3
Трошкови материјала	49,0	48,9	47,4	49,0	48,3	46,9
Трошкови горива и енергије	4,1	4,1	3,4	3,5	3,6	3,7
Трошкови производних услуга	8,3	8,2	8,3	8,2	8,5	8,7
Трошкови зарада	11,5	11,5	11,1	11,7	12,5	13,2
Контрибуциони добитак	11,3	11,8	13,6	13,1	12,5	12,2
Фиксни и претежно фиксни трошкови	7,6	7,5	7,3	7,2	7,2	7,5
Трошкови амортизације и резервисања	4,1	4,0	3,9	3,8	3,8	4,0
Нематеријални трошкови	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5
Пословни добитак	3,8	4,4	6,3	5,9	5,3	4,7

\* Из методолошких разлога укључене су билансне позиције које се односе на приходе од активирања учинака и робе, повећање и смањење вредности залиха.

Извор: АПР и прерачун НБС.

Са аспекта економике предузећа, остварени контрибуциони добитак показује да је за предузеће исплативо да обавља основну делатност све док из пословних прихода измирује укупне варијабилне трошкове који су сразмерни обиму пословања, јер се у супротном јављају губици по основу непокривеног дела варијабилних и укупних фиксних трошкова. С обзиром на то да је домаћа привреда увећавала контрибуциони добитак, то јој је остављало више простора за покриће фиксних трошкова, који су расли упоредо с повећањем степена искоришћености производних и продајних капацитета, што је резултирало пословним добитком у свакој години посматраног периода. На тај начин, **предузећа која послују у Србији постепено су побољшавала своју тржишну позицију** и са аспекта стратегијског менаџмента, конкурентности и прихватљивости производа и услуга у свести потрошача.

**Секторски посматрано**, предузећа у прерађивачкој индустрији највећи део реализованих прихода из пословања усмеравала су на покриће трошкова материјала, чије је учешће смањено са 49,0% у 2014. на 46,9% у 2019. години, првенствено по основу боље ценовне позиције предузећа у овом сектору (Табела О.3.2). Паралелно с тим, смањено је и учешће трошкова набавке робе и горива и енергије. Захваљујући томе, већи део пословних прихода издвајан је за исплату зарада и осталих накнада запосленима, као и сервисирање трошкова производних услуга, чије учешће је у збиру повећано са 19,8% у 2014. на 21,9% у 2019. години. И поред тога, претежно варијабилни трошкови су у 2019. мање оптерећивали пословне приходе него у ранијим годинама, што упућује на закључак да су предузећа у овом сектору унапредила оперативну ефикасност, услед чега је контрибуциони добитак порастао за укупно 126,4 млрд динара. У истом периоду, трошкови амортизације и претежно фиксни трошкови задржали су готово непромењено учешће у пословним приходима, што значи да су **предузећа из прерађивачке индустрије повећале пословне приходе користила за улагања у основна средства како би ојачала своју конкурентску позицију**. Уз остварени контрибуциони добитак, то је допринело расту пословног добитка за укупно 61,5 млрд динара у 2019. у односу на 2014. годину.

У **сектору грађевинарства**, очекивано доминирају трошкови производних услуга и трошкови материјала, за чије покриће су предузећа определила 45,5% и 23,9% пословних прихода у 2019, што је за укупно 9,1 структурни поен више него у 2014. Већа релативна заступљеност ових трошкова одражава растуће потребе грађевинских предузећа за опремом и материјалом, као и повезаним услугама (транспорта, одржавања, израде учинака и др.), који проистичу из убрзања инвестиционог циклуса у нашој земљи. Међутим, учешће претежно варијабилних трошкова у целини смањено је за 1,6 структурних поена, захваљујући мањим издвајањима за набавку робе, горива и енергије, као и за плате радника, с обзиром на то да је велики број њих сезонски ангажован. Поред тога, релативни удео фиксних трошкова опао је за 3,5 структурних поена, што показује да је интензивирање активности у грађевинарству, које се индиректно преноси и на остале делатности, допринело смањењу јединичне вредности ових трошкова и знатном ефектуирању економије обима. Међу осталим услужним делатностима, у **сектору трговине на велико и мало** истиче се релативни пад набавне вредности продате робе, као најзаступљеније категорије трошкова код трговинских предузећа (за 2,0 структурних поена), који је био још израженији у **сектору саобраћаја и складиштења** (за 8,7 структурних поена). У оба сектора, смањено је учешће претежно варијабилних трошкова у пословним приходима, тако да је контрибуциони добитак повећан за 110,6 млрд динара у трговини, односно за 22,5 млрд динара у саобраћају.

На основу свега изложеног, може се констатовати следеће:

1) раст пословне активности домаће привреде иницијално је финансијски подстакнут знатним смањењем непословних трошкова, што је резултат адекватно вођене економске политике;

2) захваљујући ефектима економије обима, као и релативно повољним односима цена, знатно је повећан контрибуциони добитак привреде, што је отворило простор за убрзан раст капиталних улагања;

3) инвестиције су допринеле даљем јачању конкурентности домаће привреде, укључујући и наставак смањења укупних јединичних трошкова, што указује на њихову адекватну реалокацију, а манифестује се у све већој присутности наше привреде на светским тржиштима;

4) раст додате вредности омогућио је и покриће растућих издатака по основу трошкова рада.

**Све наведено сугерише да је знатно унапређење пословне и финансијске позиције предузећа у Србији у протеклих шест година постигнуто на одрживим основама**, што ће у великој мери омогућити домаћој привреди да се избори с последицама глобалне пандемије, уз очување потребног нивоа пословне активности и запослености и у наредном периоду.

## 5. Кретања на тржишту рада

*Правовремена и издашна економска подршка привреди Србије за време пандемије допринела је очувању зарада, наставку запошљавања у приватном сектору, као и даљем паду броја незапослених, чиме је домаће тржиште рада избегло теже последице кризе.*

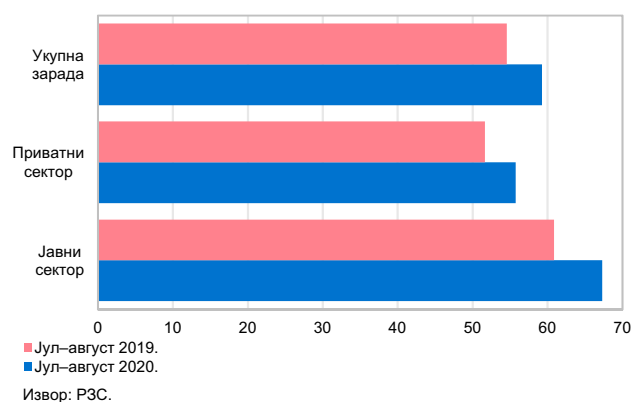
### Зараде и продуктивност рада

Упркос последицама кризе изазване пандемијом, **просечна номинална нето зарада наставила је да расте и у јулу и августу износила је 59.271 динар** (тј. 504 евра), остваривши мг. раст од 8,6%. У исто време, мг. раст просечне зараде регистрован је и у приватном сектору (8,0%) и јавном сектору (10,6%), с тим што је у оба сектора у августу забележена нешто нижа просечна зарада него у јулу (од -1,4% дсз. и -1,3% дсз., респективно). Имајући у виду очекивани привредни опоравак у наредном периоду, Влада РС је у септембру донела одлуку о повећању минималне цене рада<sup>25</sup> од 1. јануара 2021, и то са 172,54 динара по сату на 183,93 динара по сату, чиме ће **просечна минимална зарада** у наредној години бити виша за 6,6% (тј. око 2 хиљаде динара) него у 2020. години. Очекивано додатно повећање просечне зараде у јавном сектору, уз вишу минималну зараду од следеће године, позитивно ће допринети даљем опоравку домаће тражње и очувању животног стандарда становништва.

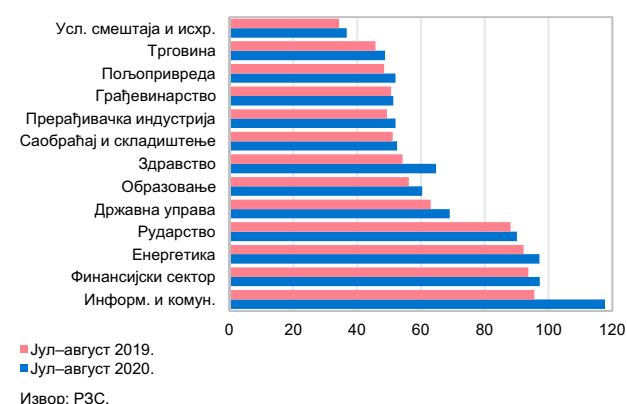
У поређењу с претходним месецима, просечна номинална нето зарада у јулу и августу у скоро свим **привредним делатностима** забележила је нешто спорији мг. раст, који је у услужним делатностима износио 8,2%, у области пољопривреде 7,5%, а у сектору индустрије 6,8%. У оквиру сектора услуга, највећи мг. раст зарада забележен је у делатностима информисања и комуникација (23,2% мг.), а затим у области здравства и социјалне заштите (19,3%), највише услед повећања плата здравственим радницима. При томе, и у осталим делатностима зараде у јулу и августу биле су више него у истом периоду прошле године.

**Укупна номинална нето маса зарада**, која је доминантан извор потрошачке тражње, остварила је у јулу и августу мг. раст од 13,1%, вођен даљим повећањем зарада и укупне запослености.

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



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



<sup>25</sup> „Службени гласник РС”, бр. 116 од 16. септембра 2020.

Табела IV.5.1. Кретања формалне запослености и незапослености

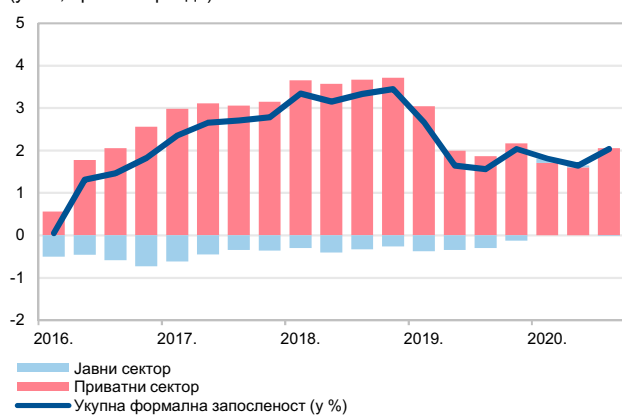
(мг. стопе раста, просек периода)

	2019.		2020.	
	T4	T1	T2	T3
Укупан број формално запослених	2,0	1,8	1,6	2,0
Запослени код правних лица	2,2	2,4	2,2	2,3
Приватни предузетници и запослени код њих	3,4	1,0	1,1	2,7
Индивидуални пољопривредници	-8,4	-7,4	-7,8	-7,6
Незапослени	-8,9	-9,1	-3,3	-0,4
Први пут траже запослење	32,9	26,3	11,3	12,3
Били у радном односу	-29,4	-28,5	-14,8	-11,4

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

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

(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Према прелиминарним подацима, мг. пад продуктивности укупне економије у условима избијања пандемије од 7,9% у Т2 знатно је ублажен у Т3 (на -3,2%) по основу опоравка економске активности.

## Запосленост

Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, укупан број формално запослених у Т3 био је већи за око 44 хиљаде лица него пре годину дана, чиме је **формална запосленост убрзала мг. раст на 2,0%** у Т3 (са 1,6% у Т2). И на нивоу тромесечја, запосленост у Т3 је повећана за око 28 хиљада лица у односу на Т2, што је још једна потврда да је програм економских мера за подршку привреди Србије допринео очувању радних места. Таквој мг. динамици укупне формалне запослености допринео је наставак запошљавања код правних лица и предузетника у Т3 (за близу 50 хиљада лица у просеку), док је пад броја регистрованих индивидуалних пољопривредника (за око 5 хиљада лица у просеку) био нешто блажи него у претходним тромесечјима. Позитивне тенденције у домену запошљавања сугерише и водећи показатељ очекивања запослености (*Employment Expectations Indicator*)<sup>26</sup> за Србију, који је додатно повећан на ниво од 109,6 у септембру (са 106,0 у јуну).

**Целокупно мг. повећање формалне запослености у Т3 остварено је у приватном сектору.** Раст броја запослених у радном односу за око 58 хиљада лица надмашио је пад броја запослених ван радног односа (око 8 хиљада лица). У поређењу са истим периодом прошле године, **највећи број новозапослених у Т3 забележен је у прерађивачкој индустрији** (за око 14,5 хиљада лица у просеку). Већи број новозапослених у Т3 бележе грађевинарство и услужне делатности – трговина на велико и мало, информисање и комуникације, саобраћај и складиштење, као и угоститељство и туризам, које су највише биле на удару новонастале кризе током Т2. Насупрот томе, број запослених смањен је у областима енергетике и пољопривреде, а незнатно и у јавном сектору, делом услед спровођења контроле запошљавања код корисника јавних средстава.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Показатељ очекивања запослености, који Европска комисија објављује на основу месечне анкете међу послодавцима. Вредности индекса изнад 100 поена указују на планове већег запошљавања, а вредности испод 100 на планове мањег запошљавања.

<sup>27</sup> У складу са Уредбом о поступку за прибављање сагласности за ново запошљавање и додатно радно ангажовање код корисника јавних средстава.



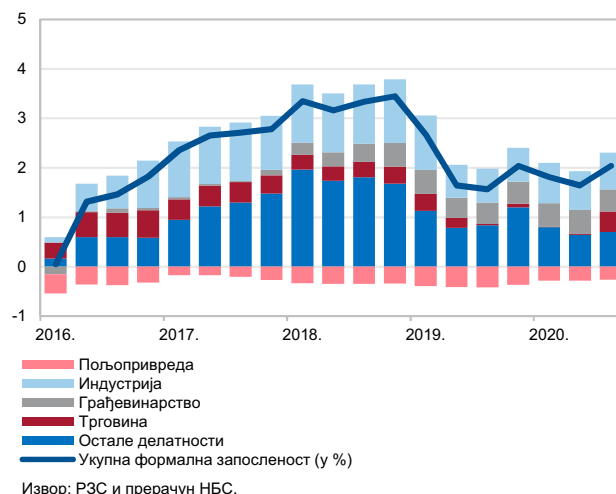
Током Т3 настављен је тренд смањења броја незапослених, који је, према евиденцији Националне службе за запошљавање, први пут од 2000. године спуштен на ниво испод 500 хиљада и у септембру је износио 498.708, што је за скоро 4 хиљаде незапослених мање него пре годину дана. То је допринело смањењу регистроване незапослености за 0,8% м.г. у септембру, што је ипак спорији темпо у односу на почетак године (−9,8% м.г. у марту). У готово свим групама занимања, у Т3 је настављен м.г. пад броја незапослених, али споријим темпом него у претходном периоду, који је у просеку износио око 3,6 хиљада лица у занимањима под окриљем сектора индустрије и још око хиљаду лица у грађевинарству и занимањима услужног сектора (трговина, туризам и угоститељство, саобраћај). Блажи пад незапослености регистрован је и у области пољопривреде.

Према доступним резултатима Анкете о радној снази за Т2, који се односе на формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа незапослености спуштена је на 7,3%, што је м.г. пад од 3,0 п.п. и уједно њен најнижи ниво откад постоје упоредиви подаци. Пад стопе незапослености у највећој мери је последица смањења стопе активности становништва радног узраста (15–64 године) на 65,2% у Т2, првенствено услед отежаних услова проналажења посла у току трајања пандемије. У исто време, смањена је и стопа запослености на 48,2% (м.г. пад од 1,0 п.п.), што је доминантно опредељено смањењем броја запослених без формалног уговора о раду за око 132 хиљаде лица у протеклој години дана, чиме је стопа неформалне запослености пала на нови најнижи ниво од 15,2% у Т2.

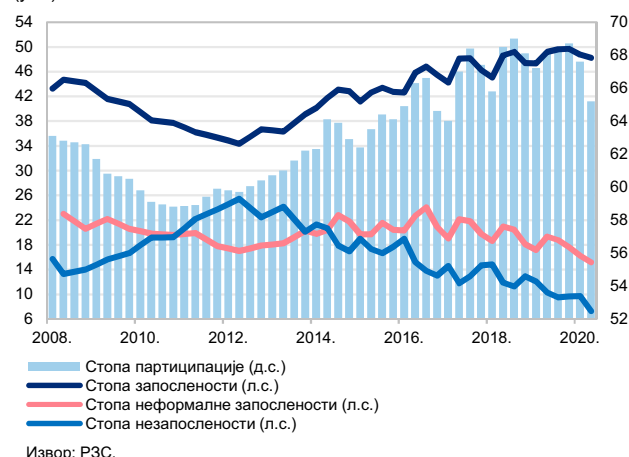
## 6. Међународно окружење

У периоду од претходног извештаја, светска привреда је започела постепени излазак из кризе означене као „велико закључавање”, вођен бољим остварењима у Т2 од првобитно очекиваних, пре свега у развијеним земљама, као и опоравком кинеске привреде. На опоравак бржи од очекиваног упућује и кретање водећих показатеља економске активности у Т3. Међутим, поновно ширење вируса корона током П2 утицало је на враћање појединих заштитних мера у многим земљама, што отежава пројекцију повратка економске активности на преткризни ниво. Инфлаторни притисци остали су ниски, при чему је у зони евра забележен м.г. пад потрошачких цена, а базна инфлација је пала на најнижи ниво од када је

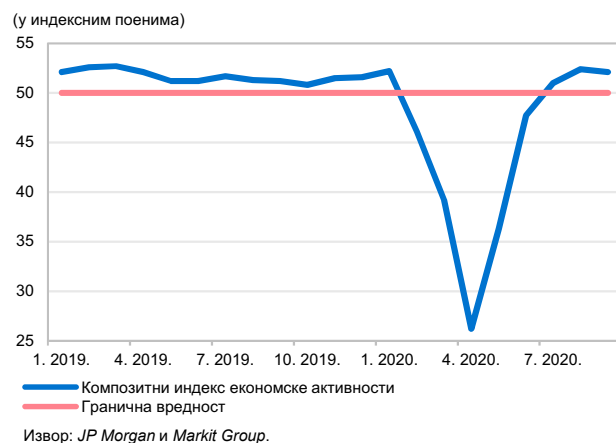
Графикон IV.5.4. Допринос м.г. расту укупне формалне запослености по делатностима (у п.п., просек периода)



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



Графикон IV.6.1. Водећи PMI индекс глобалне економске активности од почетка 2019.



*Eurostat прати. У складу с тим, водеће централне банке наставиле су да пружају подршку економској активности конвенционалним и неконвенционалним инструментима и да сигнализирају да ће каматне стопе остати на ниском нивоу у дужем временском периоду, што се огледа и у изменама дугорочних циљева и стратегије монетарне политике ФЕД-а усвојеним у августу.*

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

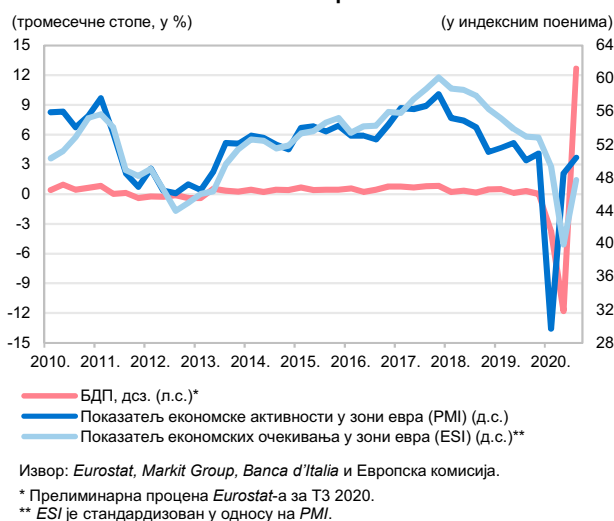


## Економска активност

Након постепеног отварања већине економија од маја и јуна, **светска привреда је почела да се опоравља брже и раније него што се очекивало.** То је и главни разлог зашто је ММФ у октобарском издању извештаја *World Economic Outlook* кориговао навише јунску пројекцију глобалног раста у 2020. години (за 0,8 п.п., на -4,4%), пре свега имајући у виду да је у већини развијених земаља забележен мањи пад БДП-а у Т2 од претходно пројектованог, да се кинеска привреда већ налази у фази раста, као и да су у Т3 уочени знаци интензивирања привредног опоравка. На то указује и водећи индекс глобалне економске активности (*Global Composite PMI*), који се током Т3 вратио у зону експанзије и у септембру је износио 52,5 (наспрам 47,7 у јуну). Ублажавању негативних ефеката глобалне рецесије највише су допринеле свеобухватне фискалне, монетарне и регулаторне мере, захваљујући којима су очувани новчани токови предузећа и расположив доходак домаћинства и уз то подржана кредитна активност. Међутим, поновно ширење вируса корона током П2 успорило је започето отварање многих земаља, првенствено оних у успону и развоју, за које је ММФ у октобру благо ревидирао наниже јунску пројекцију глобалног раста у 2020. (за 0,2 п.п., на -3,3%). Због непредвидивости здравствене и економске кризе, **брзина повратка економске активности на преткризни ниво остаје неизвесна** и подложна могућим застојима, који се односе на трајање пандемије и повезане трошкове, ефикасност економских мера и развој финансијских услова.

Суочена с пандемијом вируса корона од средине марта, **привреда зоне евра** забележила је снажан пад од 11,8% дсз. у Т2, доминантно услед знатног смањења домаће тражње (уз негативан допринос БДП-у од 10,9 п.п.). Принудно обустављање и одлагање пословне активности, нарочито током априла, било је широко географски и секторски распрострањено. Све водеће земље зоне евра забележиле су драстичан дсз. пад БДП-а у Т2, пре свега Шпанија (-17,8%) и Француска (-13,7%), а

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

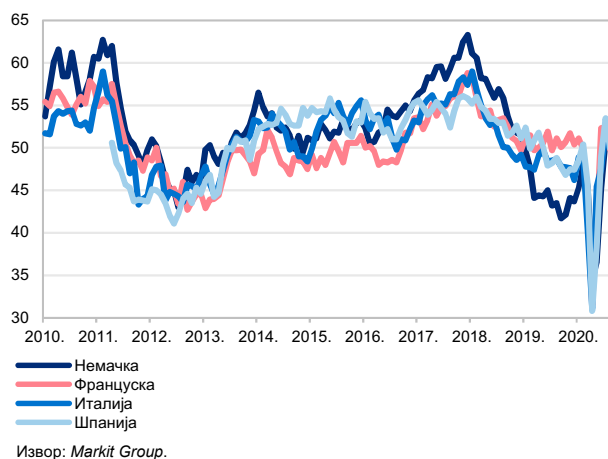


затим Италија (-13,0%) и Немачка (-9,8%), које су уједно и најважнији спољнотрговински партнери Србије унутар зоне евра. При томе, највиши губици су евидентирани у производњи моторних возила и инвестиционе опреме, као и у делатностима саобраћаја, туризма и угоститељства. Ублажавање рестриктивних мера од маја и прилагођавање новим околностима, уз координисану акцију монетарне и фискалне политике, наговестило је постепени **привредни опоравак зоне евра у Т3**. Тако се композитни индекс економске активности за зону евра (*Eurozone Composite PMI*)<sup>28</sup> током Т3 кретао у зони привредне експанзије и у септембру је износио 50,4 поена (након 48,5 у јуну) и првенствено је резултат интензивног опоравка производног сектора. Показатељ економских очекивања за зону евра (*Economic Sentiment Indicator*)<sup>29</sup> повећан је на 90,9 поена у септембру (са 75,8 у јуну), што упућује на то да је започети привредни опоравак још увек непотпун.

Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, остварени привредни раст зоне евра од 12,7% дсз. у Т3 надокнадио је пад БДП-а у претходном тромесечју и тиме надмашио очекивања **ЕЦБ**-а из септембра (8,4% дсз.), која су почивала на претпоставкама смањеног утицаја донетих рестриктивних здравствених мера, опоравка екстерне тражње и подршке економских политика. Такође, раст БДП-а у Т3 карактерисао је и кључне економије зоне евра. Међутим, погоршање епидемиолошке ситуације од октобра и враћање рестриктивних мера утичу на слабије економске изгледе зоне евра у Т4. На то указује и дивергентно кретање водећих економских показатеља по секторима унутар зоне евра, с обзиром на даље слабљење активности у услужном сектору (*Services PMI* од 46,9 у октобру) насупрот даљем расту активности у производном сектору (*Manufacturing PMI* од 54,8 у октобру).

Негативни ефекти кризе осећају се и на тржишту рада, где су услови погоршани од априла, када је удар кризе био највећи. Закључно са септембром, број незапослених у зони евра порастао је за око 1,7 млн лица (стопа незапослености 8,3%), уз истовремени пад броја активних и запослених лица. Теже последице на тржишту рада избегнуте су захваљујући примени шема са скраћеним радним временом и субвенционисању зарада запослених, тако да је

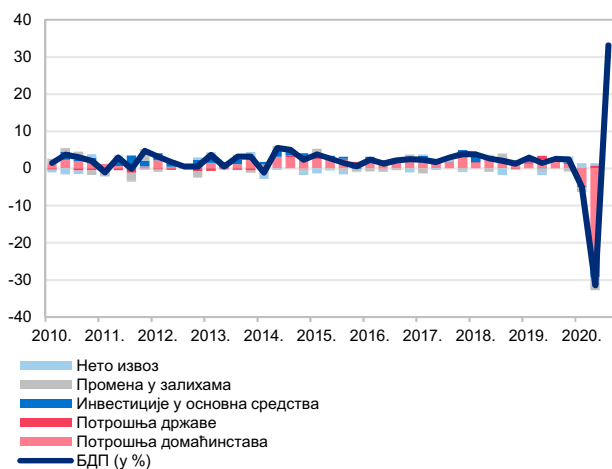
Графикон IV.6.4. **Водећи показатељи сектора производње по земљама – PMI Manufacturing** (у индексним поенима)



<sup>28</sup> Вредност индекса изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод 50 на привредну контракцију.

<sup>29</sup> Вредност индекса изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

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



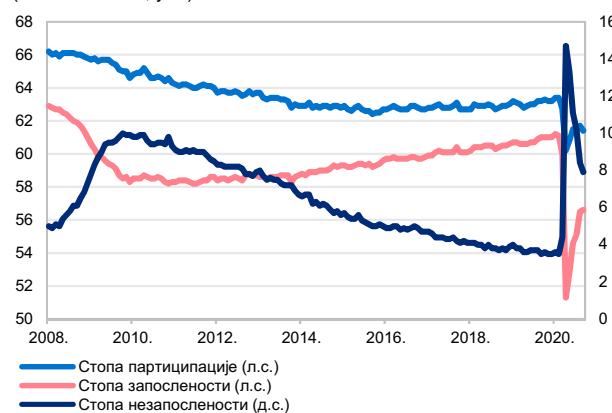
Извор: Bureau of Economic Analysis.

Графикон IV.6.6. Водећи економски показатељи у САД



Извор: Institute for Supply Management, Conference Board.

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



Извор: Bureau of Labor Statistics.

показатељ очекивања запослености у зони евра (*Employment Expectations Indicator*)<sup>30</sup> додатно повећан, на 91,6 у септембру (са 83,0 у јуну и 58,9 у априлу). С тим у вези, очекује се да ће значајна подршка монетарне и фискалне политике допринети очувању радних места и зарада у реалном сектору и спречити веће преношење кризе на финансијски сектор. Иако је, у односу на јун, ЕЦБ у септембру прогнозирала нешто мањи пад БДП-а зоне евра, од  $-8,0\%$  у 2020, то је још увек већи пад него за време светске финансијске кризе од  $-4,5\%$  у 2009. години.

Услед примене ригорозних мера од марта до јуна с циљем сузбијања пандемије, привреда САД је претрпела пад од  $-9,0\%$  дсз. у Т2, тј.  $-31,4\%$  на годишњем нивоу, под утицајем знатно смањене личне потрошње и инвестиција приватног сектора, уз негативан допринос расту БДП-а од 32,8 п.п., док су државна потрошња и нето извоз дали позитиван допринос (збирно 1,4 п.п.). Повољно кретање водећег индекса производне активности од јуна до септембра, праћено постепеним растом индекса потрошачког поверења, сугерисало је **излазак америчке привреде из рецесије у Т3**, који је, према оцени ФЕД-а, снажно потпомогнут обимним економским мерама. Према прелиминарним подацима америчког Бироа за економске анализе, у Т3 је остварен раст БДП-а од  $7,4\%$  дсз. (тј.  $33,1\%$  на годишњем нивоу), вођен опоравком личне потрошње и инвестиција. Услед бољих показатеља од очекиваних за Т3, ФЕД је ревидирао прогнозу раста БДП-а у 2020. навише, са  $-6,5\%$  у јуну на  $-3,7\%$  у септембру. Опрезност налаже пораст неизвесности почетком Т4 услед другог таласа пандемије, повећане забринутости становништва и политичких дешавања у САД.

**Тржиште рада у САД такође се постепено оправља**, с обзиром на то да се од избијања епидемије у априлу, укупан број незапослених смањило за 10,5 млн лица, тако да је стопа незапослености спуштена с рекордних  $14,7\%$  у априлу на  $7,9\%$  у септембру. Такође, током Т3 је регистрован даљи пад броја недељних захтева за новчану накнаду у случају незапослености, као и броја пријављених за друге програме социјалне помоћи. Упоредо с тим, у септембру је стопа запослености повећана на  $56,6\%$  (са  $54,6\%$  у јуну), при чему је број новозапослених ван пољопривреде наставио да расте седми месец заредом и у септембру је био за 661 хиљаду већи него у јуну, пре свега у

<sup>30</sup> Вредност индекса изнад 100 поена указује на планове већег запошљавања, а испод 100 на планове мањег запошљавања.

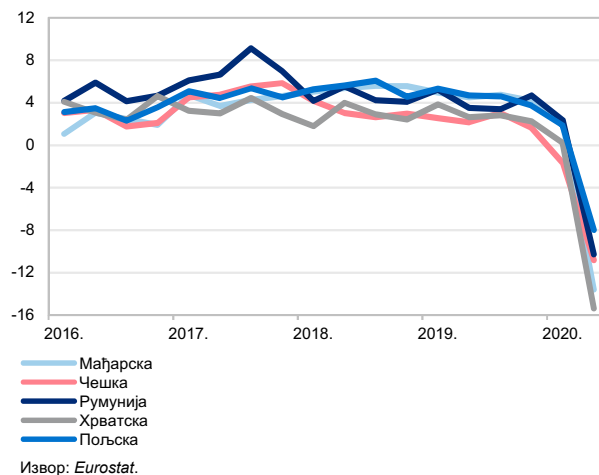
делатностима угоститељства и рекреације, трговини на мало, здравству и социјалној заштити, као и у професионалним и пословним услугама. Имајући то у виду, ФЕД је у септембру спустио пројектовану стопу незапослености у 2020. на 7,6% (након 9,3% у јуну).

У региону средње и југоисточне Европе такође је забележен знатан пад економске активности у Т2 (од  $-10,2\%$  м.г.), који је био одређен смањењем готово свих компонената БДП-а (са изузетком државне потрошње). Слично као у зони евра, контракција економске активности одликовала је све земље региона, при чему је највећи м.г. пад БДП-а у Т2 регистрован у Хрватској ( $-15,4\%$ ) и Мађарској ( $-13,6\%$ ), а најмањи у Србији ( $-6,4\%$ ) и Пољској ( $-8,0\%$ ). Првобитно слаби економски изгледи региона средње и југоисточне Европе, до краја године поправљени су после најаве додатних фискалних стимуланса и нешто повољније динамике водећих показатеља економске активности у већини земаља региона, чији ће привредни опоравак у великој мери пратити темпо опоравка зоне евра као кључног трговинског партнера. На основу тога, ММФ је у октобру прогнозирао пад БДП-а у европским земљама у успону и развоју<sup>31</sup> од  $-4,6\%$  у 2020, што је за 1,2 п.п. мањи пад у односу на прогнозу из јуна.

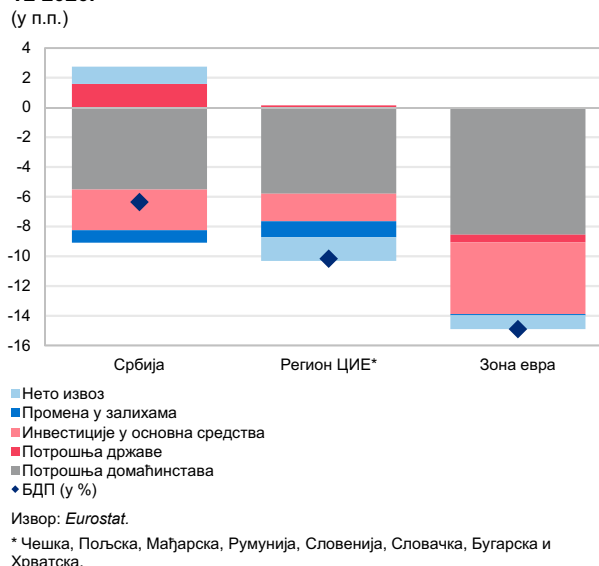
Подстакнута свеобухватним пакетом економских мера, јавним инвестицијама и опоравком извоза, пословна активност у Кини нормализовала се већ од априла, тако да је м.г. раст БДП-а од  $3,2\%$  у Т2 надмашио сва очекивања, уз евидентан опоравак и у производном и услужном сектору. Према процени Националног статистичког бироа Кине, у Т3 је настављен стабилан економски опоравак, са стопом привредног раста од  $4,9\%$  м.г. На то је указивало и кретање водећих показатеља активности у услужним делатностима и прерађивачкој индустрији, који се од маја налазе у зони привредне експанзије и у септембру су износили 54,8 и 53,0, респективно. Због тога је ММФ у септембру битно кориговао навише пројекцију раста БДП-а Кине из јуна – за 0,9 п.п., на  $1,9\%$  у 2020. години.

<sup>31</sup> Између осталих, обухватају и земље средње и југоисточне Европе.

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



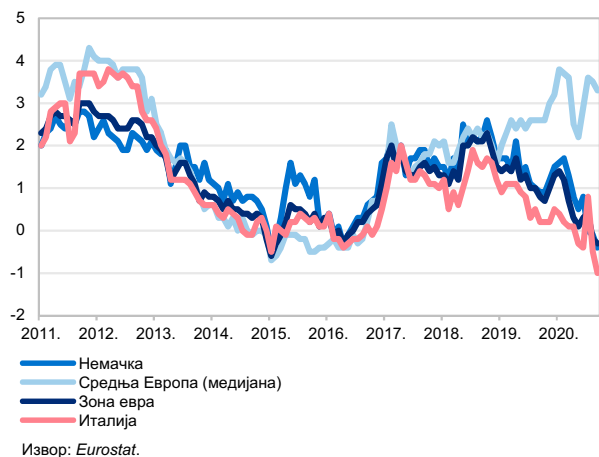
Графикон IV.6.9. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а у Т2 2020. (у п.п.)



Графикон IV.6.10. Водећи показатељи активности у секторима производње и услуга у Кини (у индексним поенима)



Графикон IV.6.11. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)



## Кретање инфлације

**Инфлација у зони евра** у јулу је благо порасла, на 0,4% мг., пре свега под утицајем убрзања раста цена индустријских производа без енергије, као и успоравања пада цена енергената. Иако је негативан допринос цена енергената наставио да се смањује у августу, остале компоненте инфлације деловале су дезинфлаторно, па је инфлација прешла у негативну зону (-0,2% мг.). Даљи пад, на -0,3%, забележен је у септембру, при чему су енергија, услуге и индустријски производи деловали дезинфлаторно, док је једино мг. стопа раста цена хране остала на приближно истом нивоу као и у августу. Ниже цене услуга и индустријских производа утицале су и на пад **базне инфлације**, са 1,2% у јулу на 0,2% у септембру, што је најнижа вредност овог показатеља од када га Eurostat прати. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, мг. инфлација у **Немачкој**, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, падала је током ТЗ, све до -0,4% у септембру, пре свега као последица дезинфлаторног дејства смањења стопе ПДВ-а у јулу и нижих цена енергената. Након што је у јулу привремено изашла из негативне зоне (0,8%), мг. инфлација у Италији, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, поново је постала негативна у августу и додатно је снижена у септембру, на -1,0%, као резултат нижих цена енергената и транспортних услуга.

Иако од јула благо расте, укупна мг. инфлација у САД, мерено индексом издатака за личну потрошњу, и даље је знатно нижа него на почетку ове године, одражавајући ниску агрегатну тражњу и знатан пад цена енергената почетком ове године. Инфлација је у септембру износила 1,4%, док је испод циља била и инфлација по искључењу цена хране и енергије, која је преферирана мера ФЕД-а (1,5%).

Графикон IV.6.12. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у 2020.



Инфлација у већини посматраних земаља **средње и југоисточне Европе** (Мађарска, Чешка и Румунија) у јулу је бележила мг. раст, најизраженији у Мађарској (3,8%), док је једино у Пољској инфлација успоравала (на 3,0%). Расту инфлације допринео је постепено опоравак тражње, као и мање дезинфлаторно дејство цена енергената. У августу нису забележене знатније осцилације инфлације у посматраним земљама, при чему се дезинфлаторно дејство бележило по основу нижих цена хране, док је, осим у Мађарској, мг. пад цена нафтних деривата успорен. У септембру у свим посматраним земљама, осим у Пољској, инфлација успоравала, а највише у Мађарској, где је првенствено

била вођена нижим ценама услуга, а у осталим земљама услед нижих цена хране, док је мг. пад цена нафтних деривата успорен. Притом, инфлација у Румунији се у септембру налазила тачно на централној вредности циља, у Мађарској и Пољској у горњој половини циљаног коридора, док је у Чешкој била изнад њега.

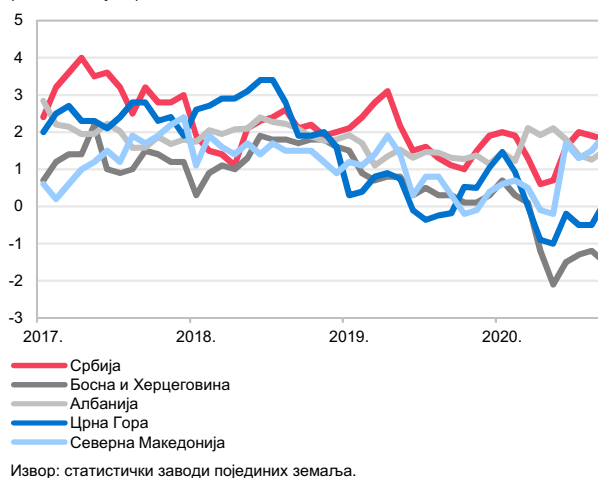
Међу земљама **Западног Балкана**, позитивне стопе инфлације током целог ТЗ бележила је **Северна Македонија**, где је након привременог пада у јулу, у наставку ТЗ инфлација расла, на 1,9% у септембру, као и **Албанија**, где је, након нешто виших стопа током Т2, у јулу пала на 1,4% и није битније промењена до септембра (1,5%). У јулу и августу у **Црној Гори** бележен је мг. пад потрошачких цена (-0,5% у оба месеца), да би инфлација у септембру поново прешла у позитивну зону (0,1%). Једино је у Босни и Херцеговини до краја ТЗ бележен мг. пад потрошачких цена, при чему се у јулу и августу бележило његово успоравање, да би у септембру он поново износио -1,5%, колико је био и крајем Т2.

Након што се у јулу спустила на 11,8%, мг. инфлација у **Турској** се, упркос расту цена хране и слабљењу лире, на том нивоу задржала и у наредна два месеца, захваљујући базном ефекту.

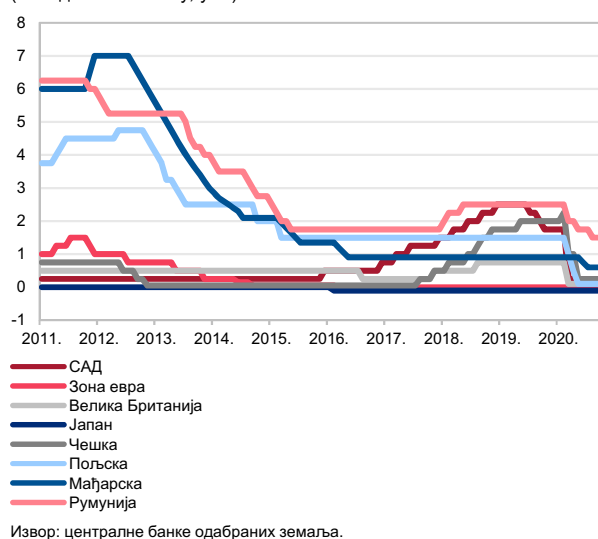
## Монетарна политика

Током ТЗ **ЕЦБ** није мењала кључне каматне стопе (референтна стопа на нивоу од 0%, стопа на депозитне олакшице на нивоу од -0,50% и стопа на кредитне олакшице на нивоу од 0,25%), као ни привремени програм куповине активе уведен у марту (*PEPP*), за који је истакнуто да се очекује да буде искоришћен у потпуности (1.350 млрд евра) и који ће трајати најмање до средине 2021. године. ЕЦБ ће реинвестирати доспеле износе обвезница купљених у оквиру овог програма најмање до краја 2022. године. Такође, наставиће се с нето куповином у оквиру програма куповине активе (*APP*) у обиму од 20 млрд евра месечно, који ће трајати све док се не започне с повећањем каматних стопа, уз реинвестирање главнице и у дужем периоду након тога, као и с додатном куповином активе у оквиру овог програма у укупном износу од 120 млрд евра до краја године. ЕЦБ није мењала своју монетарну политику на састанку у октобру, али је најављено да ће у децембру бити предузете додатне мере да се подржи економија, при чему се већ ради на одређивању оптималне комбинације инструмената како би се то постигло.

Графикон IV.6.13. Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан (мг. стопе, у %)

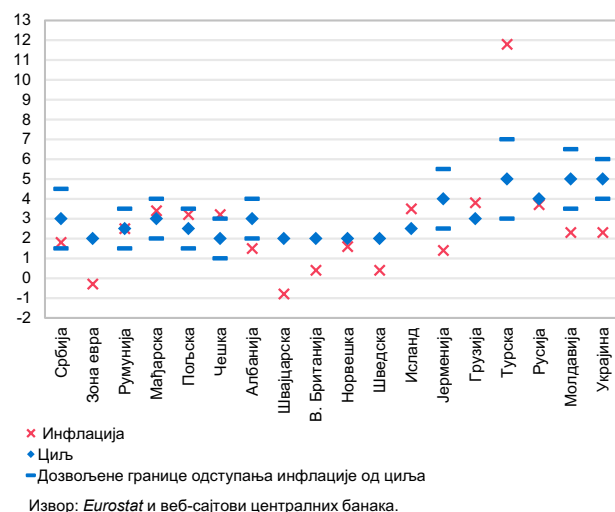


Графикон IV.6.14. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Графикон IV.6.15. Инфлација и циљ по земљама у септембру 2020.

(на годишњем нивоу, у %)



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

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	1,8	3,0 ± 1,5	1,25
Пољска	3,2	2,5 ± 1,0	0,10
Чешка	3,2	2,0 ± 1,0	0,25
Мађарска	3,4	3,0 ± 1,0	0,60
Румунија	2,5	2,5 ± 1,0	1,50
Турска	11,8	5,0 ± 2,0	10,25

Извор: веб-сајтови централних банака.

\* ИПЦ, мг. стопе у септембру.

\*\* Крај октобра 2020.

Крајем јула **ФЕД** је донео одлуку да до краја године продужи трајање седам пакета помоћи привреди усвојених у марту, као и привремене линије обезбеђења доларске ликвидности другим централним банкама путем девизних свопова и репо трансакција до 31. марта 2021. године. Током ТЗ ФЕД није мењао ни каматне стопе, али је у августу усвојио измене дугорочних циљева и стратегије монетарне политике,<sup>32</sup> чиме је повећао флексибилност у вођењу монетарне политике и послао сигнал тржишту да се не очекује повећање каматних стопа у дужем временском периоду. ФЕД намерава да задржи распон референтне стопе на тренутном нивоу, све док инфлација не достигне 2% и благо не надмаши тај ниво на неко време. Такође, најављен је наставак улагања у државне ХоВ и хипотекарне обвезнице у непромењеним износима, од 80 млрд долара и 40 млрд долара месечно, респективно, али је објављено и да се више неће реинвестирати главнице комерцијалних хипотекарних ХоВ.

Централна банка **Мађарске** је у јулу спустила референтну стопу за 15 б.п., на 0,6%, и након тога је није мењала, али је повећала програме куповине државних и корпоративних обвезница. Међутим, у условима знатне депрецијације форинте, која је достигла нови најнижи ниво према евра, каматна стопа на једнонедељне депозитне олакшице крајем септембра повећана је за 15 б.п., на ниво од 0,75%, чиме је монетарна политика благо пооштрена. Централна банка **Румуније** је на састанку у августу спустила референтну стопу на 1,5%, што је њен најнижи досадашњи ниво, и није је мењала до краја ТЗ. Настављен је и програм куповине државних ХоВ на секундарном тржишту започет у априлу. Централне банке **Пољске** и **Чешке** током ТЗ нису мењале своју монетарну политику.

У условима депрецијације лире, која је достигла нови најнижи ниво према долару, централна банка **Турске** је током августа преусмеравала тржишне учеснике на употребу скупљег инструмента (*Late Liquidity Window*), односно на позајмице по стопи од 11,25%. Након тога, референтна стопа је у септембру повећана, први пут од 2018, за 200 б.п., на 10,25%. На састанку у октобру референтна стопа није мењана, супротно очекивањима аналитичара, али је зато централна банка повећала стопу на кредитне олакшице (*Late Liquidity Window*), на 14,75%, чиме је ефективно проширила коридор каматних стопа.

<sup>32</sup> Видети Осврт 4, стр. 57.



#### Осврт 4: Ревизије монетарних стратегија ФЕД-а и ЕЦБ-а

Суштинске промене у глобалном економском окружењу које су се одвијале претходних неколико деценија, а које су постале посебно изражене у периоду након финансијске кризе, навеле су водеће централне банке да покрену процес ревизије својих оквира монетарне политике – стратегије, инструмената и комуникационе праксе, које користе како би постигле своје циљеве. У новембру 2018. ФЕД је започео процес ревизије оквира своје монетарне политике која тежи постизању двоструког циља – стабилности цена и постизања пуне запослености. Након детаљних анализа и јавних расправа, ФЕД је крајем августа 2020. једногласно усвојио измене стратегије монетарне политике, које подразумевају флексибилнији приступ инфлационом циљу и виђењу нивоа максималне запослености, при чему је истакнуто да ће детаљна ревизија стратегије монетарне политике путем јавне расправе бити организована на сваких пет година. Пандемија вируса корона привремено је зауставила процес ревизије монетарне стратегије ЕЦБ-а, који је недавно поново покренут, при чему се очекује да буде закључен до средине наредне године. У процесу ревизије своје стратегије, која је последњи пут спроведена 2003. године, ЕЦБ, као и ФЕД, послушнује јавно мњење и организује низ догађаја како би сагледала ставове грађана, академских стручњака, чланова Европског парламента и других заинтересованих страна и њихово виђење њене политике.

Прво питање које се поставља када је реч о ревизији монетарне политике јесте **дефиниција инфлационог циља**. Циљање позитивних стопа инфлације умањује могућност појаве дефлације и води вишим номиналним каматним стопама. То осигурава да монетарна политика, у случају економског шока који изазива притиске, не буде често на „ефективној доњој граници”. ФЕД је задржао став да дугорочна стопа инфлације од 2% и даље најбоље одражава циљеве монетарне политике, тј. постизање пуне запослености и ценовне стабилности, као и уверење да монетарна политика мора бити оријентисана ка будућности (*forward looking*), с обзиром на очекивања становништва и привреде и чињеницу да монетарна политика делује на економију с временским помаком. **Међутим, уместо циља за инфлацију од 2% у дугом року, нови приступ ФЕД-а подразумева циљани ниво инфлације од 2% у просеку у одређеном периоду.** То значи да ће ФЕД, након периода у коме је инфлација била константно испод 2%, допустити да она неко време буде умерено изнад 2%. ФЕД неће користити одређену математичку формулу, већ ће имати флексибилан приступ процене просечне циљане инфлације. Имајући у виду да се максимални ниво запослености не може директно мерити и да варира током времена услед фактора који нису везани за монетарну политику, ФЕД је остао при ставу да је боље не дефинисати нумерички циљ за запосленост. Међутим, ФЕД је унео измену у своју стратегију која подразумева да ће одлуке доносити на основу процене недостатка запослености, уместо досадашње процене одступања од максималне запослености. То значи да ће ФЕД омогућити запосленост изнад процењеног нивоа максималне запослености, без забринутости да би то могло изазвати високу инфлацију, док ће, с друге стране, реаговати у случају високе стопе незапослености.

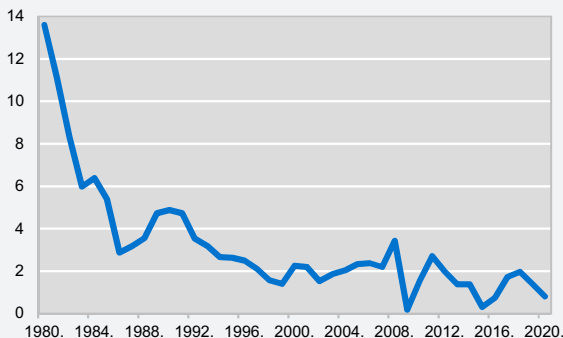
Тренутно, **инфлациони циљ ЕЦБ-а** подразумева инфлацију на нивоу од „испод, али близу 2%”, који је формулисан у време када је инфлација представљала један од главних економских проблема, при чему истраживања ЕЦБ-а указују на то да је овако формулисан циљ био кључан у стабилизацији инфлационих очекивања. Међутим, у тренутном окружењу, које карактерише ниска инфлација, отварају се питања **преиспитивања дефиниције инфлационог циља** како би монетарна политика имала довољно простора да реагује и својим конвенционалним инструментима, пре свега каматним стопама. Постоје мишљења да би се то могло **постићи уверавањем јавности у симетричан инфлациони циљ ЕЦБ-а**, што би подржало усидравање инфлационих очекивања, а у пракси би могло значити уклањање формулације „испод, али близу” из тренутне дефиниције инфлационог циља. Једна од опција коју разматра ЕЦБ јесте циљање просечне инфлације, по узору на ФЕД, али критичари овог приступа истичу да то може ограничити дискрециони простор централне банке и ускратити могућност да, на пример, централна банка игнорише привремени шок који узрокује промену инфлације, попут шока у цени нафте. Такође, поставља се питање кредибилитета циља, који подразумева да периоде ниске инфлације прате периоди инфлације изнад циља, с обзиром на просечну инфлацију у претходној деценији на нивоу од 1,3%, тренутно негативну инфлацију у зони евра и последично дужину периода у коме би требало да инфлација буде изнад 2% да би се то надокнадило. У условима упорно ниске инфлације, пред монетарну политику постављају

се и изазови у погледу адекватног избора **хоризонта монетарне политике**. Велики и дуготрајнији дезинфлаторни шокови узроковани на пример већом могућношћу поређења цена у условима дигитализације позивају на већу флексибилност, али могућност одсидравања инфлационих очекивања и евентуални раст инфлације указују на то да би хоризонт монетарне политике могао бити и краћи.

У основи ревизија монетарних стратегија ФЕД-а и ЕЦБ слични су мотиви. У претходних неколико деценија присутни су **глобални дезинфлаторни притисци**, који су били под утицајем успоравања раста економске активности и пада цена примарних производа на глобалном нивоу, али и унапређење оквира монетарних политика земаља широм света које су водиле усидравању инфлационих очекивања. Међутим, у претходној деценији, централне банке које имају нумерички дефинисан циљ за инфлацију суочавају се са изазовима попут изузетно ниске инфлације у међународном окружењу и глобализације (која је учинила инфлацију мање осетљивом на кретање домаће тражње, а више осетљивом на кретање глобалне тражње), као и суженог простора за реакцију смањењем референтне каматне стопе.

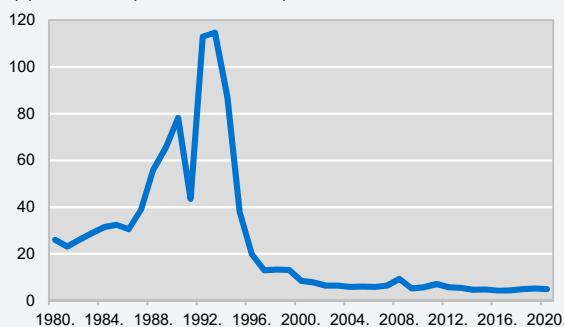
Чини се и да је веза између инфлације и економске активности ослабила. Тако се, на пример, стопа незапослености у САД у претходне две године (пре пандемије вируса корона) кретала близу педесетогодишњег минимума, што је знатно ниже од њеног процењеног природног нивоа незапослености. Међутим, раст зарада и смањење незапослености **нису подстакли раст инфлације у већој мери**. Пад стопе незапослености и опоравак економске активности у периоду пре пандемије нису се прелили на раст инфлације, тј. **заравнала се Филипсова крива**, којом се представља веза између незапослености и инфлације, односно економске активности и инфлације. Слична ситуација забележена је и у зони евра. У претходном периоду опао је производни потенцијал. Према члановима *FOMC*-а, од јануара 2012. до 2020. процењени потенцијални раст привреде САД смањен је са 2,5% на 1,9%, а медијана процењене стопе незапослености у дугом року са 5,5% у 2012. на 4,1%, колико је износила према последњој пројекцији у септембру 2020. **Потешкоће у процени производног потенцијала и самим тим производног јаза и природне стопе незапослености**, додатно појачане у условима великих шокова које је искусила светска економија у претходном периоду, такође имају знатне последице на моделе који у основи пројекције инфлације имају Филипсову криву. Могуће је да је економски јаз био још већи него што се мислило, а природна стопа незапослености још нижа од процењене, па из тих разлога инфлација у периоду пре пандемије није знатније реаговала на опоравак економске активности. Такође, ЕЦБ истиче да је потребно размотрити да ли је обухват концепта незапослености одговарајући, будући да, на пример, ефекти рада са скраћеним радним временом нису узети у обзир. Налази појединих аутора сугеришу на то да заравњивање Филипсове криве имплицира да монетарне власти могу подстицати економску активност и постићи нижу стопу незапослености, а да притом инфлација не порасте у већој мери. Међутим, равнија Филипсова крива такође значи да ће, у случају прекомерног раста инфлације, економска активност требати много више да се смањи него што је раније био случај да би се постигла нижа инфлација. Друга

Графикон О.4.1. **Инфлација у развијеним земљама** (просечне потрошачке цене, %)



Извор: *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2020.*

Графикон О.4.2. **Инфлација у тржиштима у успону и развоју** (просечне потрошачке цене, %)



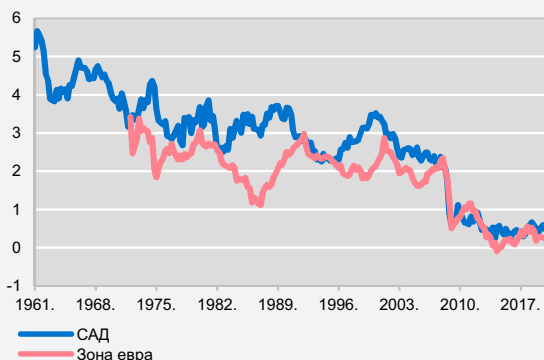
Извор: *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2020.*

опасност је да Филипсова крива почне да функционише у свом традиционалном облику, на пример у случају да се у неком делу ланца производње раст запослености прелије на више зараде и већу инфлацију. На основу података за САД приказаних на Графикону О.4.4. може се видети да је веза представљена Филипсовом кривом била постојана раније, али је уочљиво њено слабљење у претходних неколико деценија.

Иако је тржиште рада било нешто снажније него што би економски опоравак зоне евра сугерисао, изостао је, све до пред крај 2017, очекивани раст зарада. Међутим, чак и након раста зарада који је уследио, инфлација је остала ниска, тј. он се није пренео на инфлацију, као што се очекивало. Једно од објашњења, које је и ЕЦБ истицала у претходном периоду, јесте то да су предузећа у датим условима смањивала своје профитне маргине и трошкове нису пребацивала на потрошаче. Са аспекта монетарне политике, битно је да ли је узрок томе очекивано нижа тражња или **истрајне структурне промене попут глобализације и дигитализације**. Глобализација је повећала доступност радне снаге и конкуренцију између предузећа и тиме ограничила њихову могућност да подижу цене, док је дигитализација учинила цене транспарентнијим и многим компанијама омогућила снижавање трошкова. Поред тога, демографске промене, тј. старење становништва, допринеле су расту штедње и паду потрошње у развијеним економијама. Међутим, како наводи председница ЕЦБ-а Кристин Лагард, исти ти структурни фактори могу у периоду након пандемије утицати у супротном смеру, уколико дође до деглобализације у условима раста протекционизма и скраћивања ланца снабдевања, док демографске промене на глобалном нивоу могу смањити понуду рада. Не мање важно, контрациклична фискална политика након кризе изазване пандемијом вируса корона може допринети расту инфлације. Како наводи ЕЦБ, климатске промене и политике усмерене на смањење загађења такође су битан фактор који ће утицати на монетарну политику у будућности, преко свог утицаја на економску активност, инфлацију, дугорочне каматне стопе и трансмисиони механизам монетарне политике.

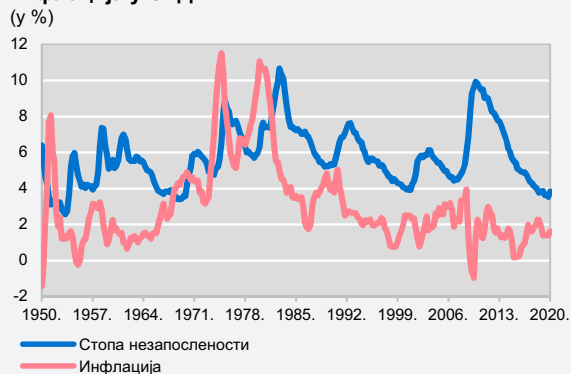
Један од кључних изазова за монетарну политику представља и смањење **неутралне каматне стопе** у претходној деценији. Природна (неутрална) каматна стопа је процењена каматна стопа која води равнотежи штедње и инвестиција или, другим речима, приближавању економске активности њеном потенцијалном нивоу. У односу на неутралну каматну стопу одређује се да ли је монетарна политика експанзивна или рестриктивна. Смањење неутралне каматне стопе значи да је било потребно спустити референтну каматну стопу на још нижи ниво како би монетарна политика попримила експанзиван карактер. Имајући у виду одлучност ФЕД-а да не уводи негативне каматне стопе, председник ФЕД-а Џером Пауел истакао је да кретање каматних стопа око њихове доње ефективне границе у узлазној фази економског циклуса у великој мери ограничава ефикасност монетарне политике да смањењем референтне каматне стопе подржи економску активност у кризним временима, што је био један од основних мотива за ревизију монетарне стратегије ФЕД-а. Процењена неутрална каматна стопа од стране чланова *FOMC*-а (која је конзистентна с пуном запосленошћу и стабилном инфлацијом) смањена је са 4,25% у 2012. на 2,5% у 2020, а неутрална каматна стопа у зони евра са 0,6–2,2% у просеку у периоду 1999–2011. на –1,3–0,5% у просеку у периоду након тога до данас.

Графикон О.4.3. **Процене неутралне каматне стопе** (у %)



Извор: *Federal Reserve Bank of New York*.

Графикон О.4.4. **Стопа незапослености и мг. инфлација у САД** (у %)



Извор: *Federal Reserve Economic Data*.

Централне банке широм света реаговале су на смањење процењене неутралне каматне стопе спуштањем каматних стопа, а у појединим случајевима оне су се нашле и у негативној зони, што је случај и са стопом на депозитне олакшице ЕЦБ-а. Ради ублажавања финансијских услова за дуже рочности, водеће централне банке реаговале су куповином активе, оцењујући да су ефекти ових мера били значајни. Када су, као одговор на финансијску кризу, увођени неконвенционални инструменти, очекивало се да ће се временом нормализовати монетарна политика, у смислу да ће се постепено напуштати неконвенционалне мере. Међутим, ако неутралне каматне стопе остану ниске, као и инфлација, потребно је узети у обзир могућност да ће ови нови инструменти остати активни део монетарне политике, при чему ЕЦБ истиче да је тада потребно јасно дефинисати редослед којим ће се они примењивати у случају различитих потреса. У условима **наставка примене неконвенционалних мера, пре свега куповине активе, на важности посебно добија интеракција монетарне и фискалне политике.** Фискални подстицаји повећавају тражњу, што побољшава економске изгледе и подстиче предузећа да позајмљују и у потпуности искористе монетарне подстицаје. Једно од објашњења зашто је инфлација у претходном периоду била виша у САД него у зони евра јесте управо то што је фискална политика у САД имала експанзивнији карактер. ЕЦБ оцењује да обе политике морају остати експанзивне довољно дуго како би постигле циљеве у тренутним условима дезинфлаторних притисака и економске активности испод свог потенцијала.

Носиоци монетарних политика водећих централних банака **као главне изазове и потенцијалне опасности када је реч о вођењу монетарне политике виде у могућности одсидравања инфлационих очекивања**, које би са собом носило велике трошкове. Инфлациона очекивања зоне евра заснована на финансијским инструментима указују на пад дугорочних инфлационих очекивања, а од почетка 2019. и петогодишња инфлациона очекивања на бази анкете имају тенденцију пада. Дугорочно подбацавање инфлационог циља може негативно утицати на економску активност, уколико доведе до усидравања дугорочних инфлационих очекивања испод циљаног нивоа. Инфлациона очекивања која су усидрена испод циља директно су повезана и с нижим каматним стопама на тржишту, што смањује маневарски простор централне банке да у кризним временима својим конвенционалним мерама (првенствено смањењем референтне каматне стопе) подстакне раст запослености и економски опоравак. Један од начина усидравања инфлационих очекивања јесте приступ који је усвојио ФЕД. Међутим, како истичу представници ЕЦБ-а, у њихова очекивања у погледу будуће инфлације (*forward guidance*) већ су уграђене смернице да ће каматне стопе остати на рекордно ниским нивоима све док се ЕЦБ не увери да је раст инфлације ка циљу одржив, уз услов да се то већ читава у оствареној, а не само у пројектованој инфлацији. Остаје да се види да ли ће ЕЦБ пратити ФЕД у примени стратегије којом се надокнађује пропуштена инфлација (*make-up strategies*), као и колико је тај приступ успешан.

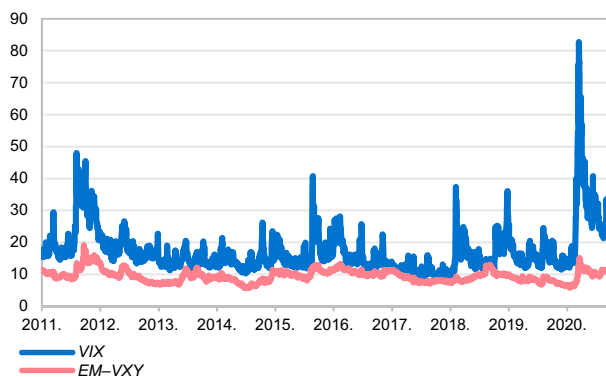
## Финансијска и робна тржишта

Честе промене спремности инвеститора за преузимање ризика на тржишту обележиле су Т3. Оне су, с једне стране, биле под утицајем повећања броја заражених вирусом корона и могућности поновног увођења карантина и рестриктивних мера, обнављања трговинских тензија између САД и Кине, потом бојазни да ће темпо економског опоравка САД бити додатно успорен у случају изостанка одговарајуће фискалне подршке. С друге стране, на већу спремност инвеститора на улагање утицале су објаве података које су указивале на бржи темпо опоравка глобалне економске активности од очекиваног, уз позитивне вести о развоју и производњи вакцине. Тако је имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта (VIX)** крајем Т3 била за 4,1 п.п. нижа него крајем Т2 и износила је 26,4%, док је волатилност валута земаља у успону, мерено индексом **EM-VXY**, порасла за 1,3 п.п., на 11,8%. Током октобра **VIX** је порастао за 11,7 п.п., чему је допринела забринутост због повећања броја нових случајева заразе вирусом корона у САД и Европи, а **EM-VXY** је смањен за 0,2 п.п.

Упркос расту броја новозаражених у САД, неизвесности око избора, непостизању договора о даљој фискалној помоћи и неповољним подацима с тржишта рада, приноси на **десетогодишње државне ХоВ САД** крајем Т3 остали су на истом нивоу као и крајем Т2 (0,7%), захваљујући објављеним подацима о расту пословне активности који указују на наставак солидног опоравка економије САД у Т3. Упоредиви приноси земаља зоне евра додатно су смањени у Т3, услед страха од новог таласа ширења вируса корона, као и пада инфлације у зони евра већег од очекиваног, услед чега расте притисак на ЕЦБ да донесе нове стимулативне мере и остави могућност повећања обима куповине активе у наредном периоду. При томе, највише су пали приноси на десетогодишње државне ХоВ периферних земаља зоне евра (за 0,2–0,4 п.п.), али су они и даље били позитивни, док су приноси на десетогодишње обвезнице Немачке (–0,5%), Француске (–0,2%) и Аустрије (–0,4%) пали још дубље у негативну зону. Током октобра посматрани приноси су наставили да падају, у просеку за 0,1 п.п., док су једино приноси на десетогодишње обвезнице САД порасли за 0,2 п.п.

Током Т3 **евро је према долару ојачао за 4,6%**. Томе су допринисале позитивне вести о развоју вакцине, што је подстакло оптимизам на тржишту и утицало на већу спремност за преузимање ризика. На јачање евра су утицале и процене да се зона евра боље бори с

Графикон IV.6.16. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта\*

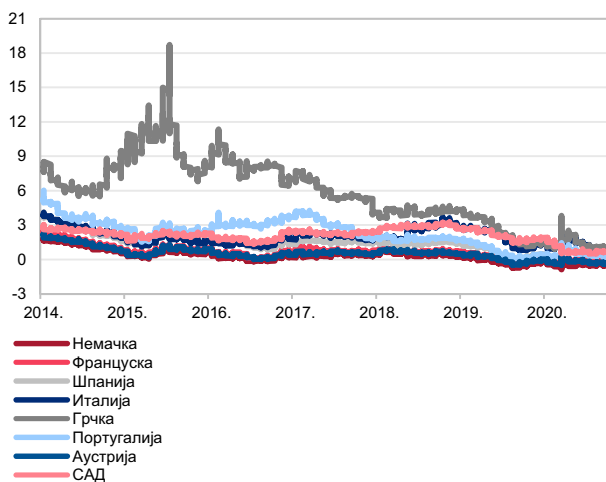


Извор: Блумберг.

\* 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.

Графикон IV.6.17. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама

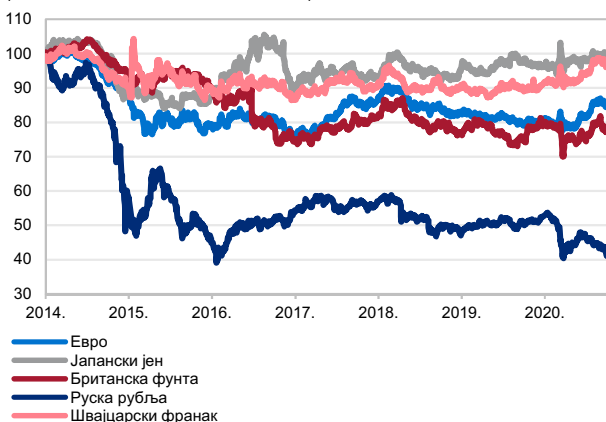
(дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.6.18. Кретање курсева одређених националних валута према долару\*

(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: ММФ.

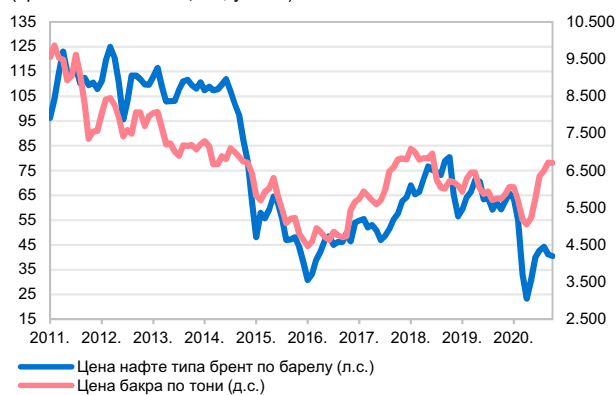
\* Раст представља апрецијацију.

пандемијом него САД. Слабљењу долара допринела је и одлука ФЕД-а о промени стратегије монетарне политике, која имплицира дужи период ниских каматних стопа у САД, што је навело тржишне учеснике да излазе из активе у доларима и траже принос у другим валутама и класама активе. Почетком септембра однос долара и евра у једном тренутку у току дана премашио је психолошку границу од 1,20 долара за евро, први пут од почетка маја 2018. Међутим, услед наглог погоршања ситуације с вирусом корона у Европи у наставку месеца, евро је слабио према долару. На повећање аверзије према ризику утицала је и забринутост инвеститора у погледу могућности америчког Конгреса да постигне договор око новог фискалног стимулуса, па је и то допринело да долар, као валута сигурног уточишта, поново јача према евр, али је ипак крајем Т3 (1,17 EUR/USD) био и даље знатно слабији него крајем Т2 (1,12 EUR/USD). Долар је током Т3 слабио и према већини других водећих светских валута – јапанском јену (1,8%), швајцарском франку (за 3,1%), британској фунти (4,6%), док је једино руска рубља ослабила према долару, за 10,4%, и тиме анулирала јачање из Т2. Током октобра вредност долара према евр није битније промењена.

**Цена злата** је током Т3 знатно осцилирала. На повећану тражњу за златом, као најсигурнијом активом, и раст његове цене утицали су ширење пандемије вируса корона, трговинске и геополитичке тензије, ниске и негативне каматне стопе, широко распрострањени монетарни и фискални подстицаји и пад вредности америчког долара. Почетком августа цена злата достигла је рекордно високих 2.067 долара по унци, али је под утицајем веће спремности инвеститора за преузимање ризика уследио њен пад, захваљујући охрабрујућим економским подацима у свету и јачању долара током септембра. Крајем септембра цена злата је поново почела да расте услед раста броја заражених вирусом корона у САД, одсуства напретка у преговорима око усвајања новог пакета фискалних подстицаја у САД и поновног слабљења америчког долара, па је крајем Т3 била за 6,7% виша у односу на крај Т2 и износила је 1.887 долара по унци, да би током октобра била незнатно смањена, на 1.882 долара по унци.

**Цена нафте на светском тржишту** расла је током јула под утицајем смањења производње од стране OPEC+, пада нивоа залиха сирове нафте у САД, као и слабљења долара. Раст цене настављен је и у августу, додатно подржан потешкоћама око извоза нафте из Венецуеле, смањењем производње у Ираку,

Графикон IV.6.19. Кретање цена нафте и бакра  
(просечне месечне цене, у USD)



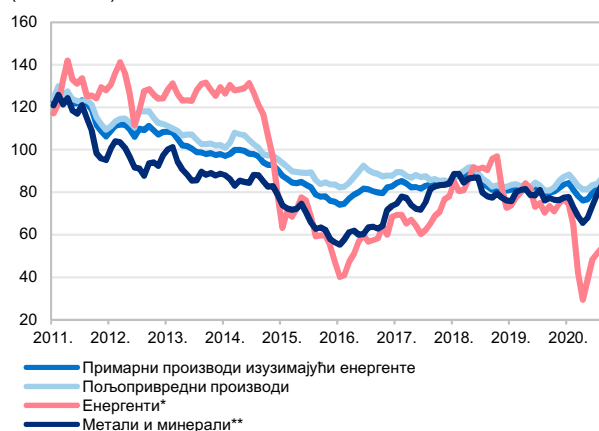
Извор: Блумберг.

опоравком тражње за нафтом у Кини, као и услед тропских олуја које су претиле да затворе производњу у Мексичком заливу. Након што је крајем августа достигла 46 долара по барелу, уследио је пад цене нафте, као последица забринутости око тражње за нафтом услед повећања броја заражених вирусом корона у свету, раста залиха, смањења увоза сирове нафте од стране Кине услед великих залиха у кинеским рафинеријама итд., па је средином септембра она пала на 39 долара по барелу. Након тога цена нафте поново расте, чему је допринело затварање извозних лука у Мексичком заливу услед урагана, као и најава *OPEC*-а да ће до краја године раније прекомерна производња нафте бити смањена. Међутим, раст цене био је краткотрајног карактера, јер је уследило погоршавање здравствене ситуације у свету и раст понуде нафте из Либије, па је крајем Т3 она била на готово истом нивоу као и крајем Т2 (41 долар по барелу). На приближно том нивоу цена нафте се кретала и током октобра, да би на самом крају месеца била смањена на 36,9 долара по барелу.

Услед постепеног опоравка светске производње, који је вођен пре свега растом у Кини, **цене метала и минерала** наставиле су да расту, па су крајем Т3 биле за 15,5% више него крајем Т2. Цена цинка порасла је за 20,6%, руде гвожђа за 19,8%, а цена никла за 16,7%. Цена руде гвожђа порасла је на највиши ниво у претходних шест и по година, услед растуће производње челика у Кини и ризика смањења понуде из Бразила услед ширења вируса корона у бразилским рудницима. Цена бакра порасла је за 16,5%, подржана падом залиха. Растући тренд бележиле су и цене алуминијума, олова и калаја. Поред опоравка индустријске производње у Кини, расту цена метала допринело је и побољшање сентимента на финансијским тржиштима и слабљење долара.

Светске цене хране, мерено **индексом ФАО**, порасле су за 5,2% током Т3. Највећи раст, од 20,7%, забележиле су цене уља, које су у септембру порасле на највиши ниво у претходних осам месеци. То је, пре свега, последица раста цене палминог уља, који је био вођен растом глобалне тражње и смањењем залиха у Малезији, док су у септембру знатније порасле и цене сунцокретовог уља, услед лошијих изгледа производње црноморског региона. Цене житарица порасле су за 7,6% у Т3, при чему је раст цене пшенице био вођен забринутошћу због перспективе жетве на јужној хемисфери и неповољних услова за сетву у многим деловима Европе. Раст су забележиле и цене кукуруза, као одговор на смањење производних изгледа у Европи и очекиваног знатног

Графикон IV.6.20. Индекс цена примарних производа (2010 = 100)

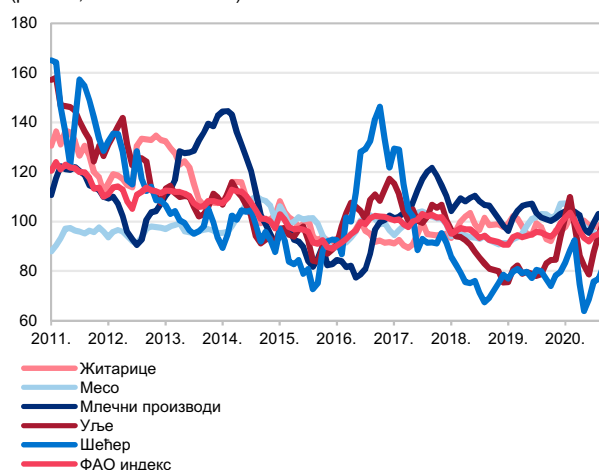


Извор: Светска банка.

\* Сирова нафта, природни гас и угаљ.

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

Графикон IV.6.21. Индекс светских цена хране (реално, 2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

пада залиха у САД. Цена шећера порасла је за 5,4% услед неповољних временских услова у ЕУ и на Тајланду, који је други светски произвођач шећера, као и под утицајем снажне увозне тражње Кине. Цене млечних производа су такође расле, за 3,9%, док су цене меса наставиле тренд пада започет у јануару ове године и у Т3 су смањене за 3,4%, чему је делимично допринела и забрана увоза свињског меса у Кину из Немачке у септембру, услед појаве афричке куге код дивљих свиња, као и сезонски висока понуда овчијег меса из Аустралије.



## V. Пројекција

Мањи пад БДП-а у Т2 од иницијално очекиваног, бољи резултати у индустрији и трговини током Т3, као и приноси главних пољопривредних култура већи од очекиваних, утицали су на то да пројекцију стопе раста БДП-а за ову годину коригујемо навише, са  $-1,5\%$ , на  $-1\%$ . Посматрано с расходне стране, повољнијем резултату доприноси опоравак инвестиција, који је такође бржи од очекиваног, пре свега услед очувања пуне макроекономске и финансијске стабилности у условима пандемије, очувања производних капацитета, убрзања реализације инфраструктурних пројеката, као и задржаних повољних услова финансирања. Домаћи фактори могу утицати на то да резултат ове године буде и бољи од пројекције, при чему је важно имати у виду и погоршање епидемиолошке ситуације у свету која може довести до новог успоравања зоне евра и одразити се на опоравак нашег извоза. Наредне године очекујемо убрзан економски опоравак од око  $6\%$ , вођен домаћом тражњом и извозом, у чему ће кључну улогу одиграти правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и очекивани опоравак екстерне тражње, што ће обезбедити повратак на стабилну средњорочну путању раста од око  $4\%$  годишње. Ризици пројекције за 2021. годину су симетрични и односе се пре свега на ток пандемије и с њим повезану брзину економског опоравка и у свету, и код нас. При томе, ризици који се односе на раст зоне евра асиметрични су наниже због погоршања епидемиолошке ситуације и пооштравања здравствених мера, док су услед могућег бржег опоравка домаће тражње од очекиваног, ризици пројекције по основу фактора из домаћег окружења асиметрични навише.

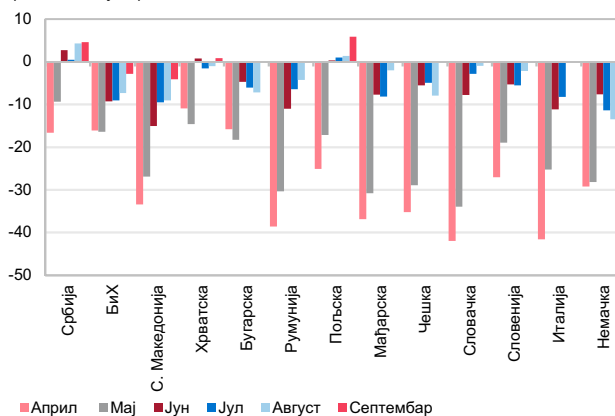
И према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће се мг. инфлација кретати у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља до краја 2021. године. Таквом кретању инфлације допринеће релативно ниска агрегатна тражња и инфлација у међународном окружењу, док ће ефекти пада светске цене 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. години. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације у кратком року односи се пре свега на кретање цена воћа и поврћа. У средњем року, кључни ризици пројекције и даље потичу из међународног окружења, а односе се пре свега на брзину опоравка зоне евра, светске цене примарних производа, као и токове капитала према земљама у успону. Ризици за остварење пројекције делом се односе и на брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих регулисаних цена и цена хране, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

### Пројекција БДП-а

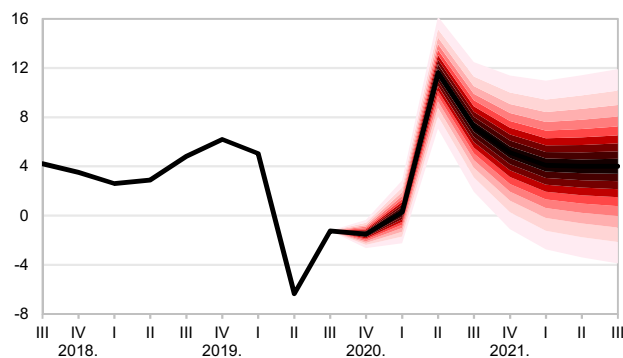
Економски опоравак у протеклих пет месеци у већини производних и услужних делатности био је бржи од наших очекивања, тако да је економска активност у Т3, према нашој процени, остварила раст у односу на Т2 од  $7,7\%$  дсз., док је на мг. нивоу њен пад успорен на  $1,3\%$ . Имајући у виду мањи пад БДП-а у Т2 и опоравак бржи од очекиваног током Т3, којем доприноси материјализација позитивних ризика из домаћег окружења, што смо истицали и у претходном извештају, пројектовану **стопу раста БДП-а за ову годину кориговали смо са  $-1,5\%$  на  $-1,0\%$** , и поред неизвесности у погледу тока пандемије у наредном периоду и ризика који долазе из међународног окружења. Уз задржану повољну средњорочну

Графикон V.0.1. Индустриска производња по земљама у 2020.

(мг. стопе, у %)



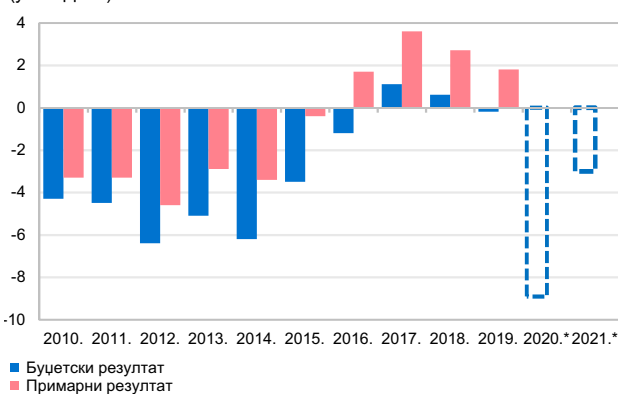
Извор: Eurostat и РЗС.

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

Извор: НБС.

перспективу наше земље, мере Владе и Народне банке Србије омогућавају да у наредној години уследи више него потпуни економски опоравак, **уз стопу привредног раста од око 6%**, а затим повратак на стабилну и одрживу путању раста од око 4%.

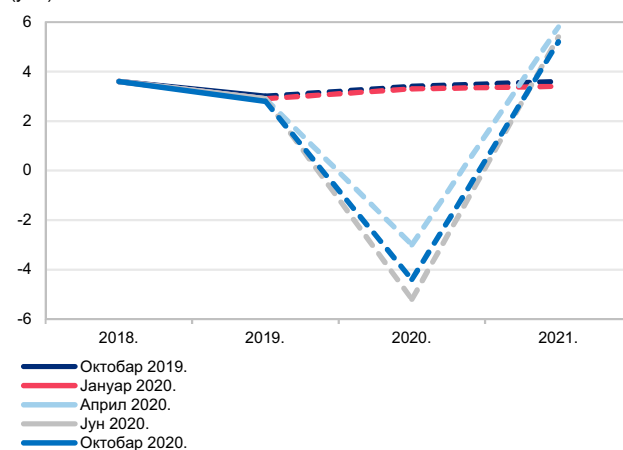
Опоравак економске активности потпомогнут је донетим мерама Владе и Народне банке Србије, укључујући други пакет мера економске помоћи, усвојен у јулу, од око 66 млрд динара, као и продужење мораторијума у отплати кредитних обавеза за два месеца, као и постепеним опоравком екстерне тражње услед отварања економија и ублажавања здравствених мера.

Графикон V.0.3. Фискални и примарни резултат буџета  
опште државе  
(у % БДП-а)

Извор: Министарство финансија.

\* Пројекција.

Пакет економске помоћи који је донела Влада ове године у вредности од око 12,5% БДП-а један је од најиздашних у Европи. Уз смањене приходе буџета, који су последица успоравања економске активности услед пандемије, доношење овако обимног и правременог пакета помоћи за последицу је имало **фискални дефицит на консолидованом нивоу од 360,8 млрд динара у девет месеци**. Према проценама Министарства финансија, овај дефицит на нивоу године износиће око 8,9% БДП-а, што је привремено повећало јавни дуг ове године, али ће он до краја године остати испод мастриског критеријума од 60% БДП-а, док би од наредне године требало да уследи наставак његове силазне путање, чему ће допринети знатно нижи планирани дефицит за наредну годину, од око 3% БДП-а, уз знатно бржи пројектовани номинални раст БДП-а. Према нашем мишљењу, повећана експанзивност фискалне политике, која не нарушава одрживост јавних финансија, оправдана је, јер би у супротном пад економске активности у 2020. години био далеко већи. Такође, са изостанком наведених мера, опоравак привреде би и у 2021. години и у наредним годинама био знатно спорији услед губитка производних капацитета и људског потенцијала.

Графикон V.0.4. ММФ-ове пројекције глобалног  
реалног привредног раста за 2020. и 2021.  
(у %)

Извор: ММФ WEO и WEO Update.

У периоду од претходног извештаја, и **светска привреда** је започела опоравак, подржан постепеним отварањем економија и експанзивним мерама фискалне и монетарне политике великог броја земаља. Притом, остварења на глобалном нивоу у Т2 била су боља од очекивања међународних финансијских институција током јуна и јула, пре свега у развијеним економијама, а на бржи опоравак указују и водећи показатељи економске активности у Т3. Имајући то у виду, ММФ је у октобру кориговао навише **пројекцију глобалног раста** за 2020. за 0,8 п.п., на -4,4%, при чему и у 2021. години очекује незнатно спорији опоравак у односу пројекцију из

јуна (за 0,2 п.п.) – од 5,2%, јер претпоставља да ће поједине заштитне здравствене мере остати на снази и током 2021, али да ће се постепено оне укидати како буде расла употреба вакцине. Након тога, у средњем року пројектује се глобални привредни раст од око 3,5% годишње. Према оцени ММФ-а, ризици овакве пројекције су неуобичајено високи и проистичу пре свега из даљег тока пандемије и одговора на њу, нарочито ако се има у виду поновно погоршање епидемиолошке ситуације у свету и заоштравање здравствених мера, па чак и делимично затварање појединих земаља. Ризици потичу и од тога у којој мери ће се ефекти ниже тражње, нижих дознака и смањења туристичких услуга прелити на остале секторе. Неизвесност је присутна и у погледу спремности за улагања, а тиме и токова капитала на глобалном нивоу. Поред тога, још увек је тешко проценити колику је штету проузроковала пандемија на производни потенцијал, што у великој мери зависи од тога колико ће још дуго она трајати и колике ће јачине бити, али и од ефикасности одговора носилаца економске политике. Притом, треба имати у виду да увођење рестриктивних здравствених мера и делимично затварање појединих економија указују на то да ће економска активност у зони евра бити успорена у Т4, а то сугеришу и водећи индекси економске активности, при чему се не искључује могућност ни да стопа раста БДП-а буде негативна.

Са ублажавањем здравствених мера, опоравак **зоне евра** започет је у мају и настављен и наредних месеци. Опоравку су допринеле мере ЕЦБ-а и пакети фискалне помоћи у већини њених чланица. Водећи показатељи економске активности ипак указују на то да је тај опоравак временом губио на интензитету и да је за разлику од прерађивачке индустрије, која је остала у фази експанзије и у октобру, активност у сектору услуга смањена, тако да се и композитна мера економске активности у октобру нашла у фази контракције. Изузетак је била Немачка, која је, појединачно посматрано, наш најважнији трговински партнер, где је композитна мера економске активности и у октобру задржана у фази експанзије захваљујући знатном опоравку индустријске производње. Ипак, мере за сузбијање ширења вируса у Немачкој могле би да успоре економску активност у Т4.

Након прилично песимистичких прогноза датих током јуна и јула и резултата бољих од очекиваних током летњих месеци, међународне финансијске институције кориговале су навише прогнозу БДП-а зоне евра за ову годину. Тако је ЕЦБ у септембру кориговала стопу раста БДП-а за ову годину са  $-8,7\%$  у јуну на  $-8,0\%$  у септембру, а ММФ у октобарском

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	-5,2	-4,4	5,4	5,2
Зона евра	-10,2	-8,3	6,0	5,2
Немачка	-7,8	-6,0	5,4	4,2
Италија	-12,8	-10,6	6,3	5,2
САД	-8,0	-4,3	4,5	3,1
Русија	-6,6	-4,1	4,1	2,8
Кина	1,0	1,9	8,2	8,2

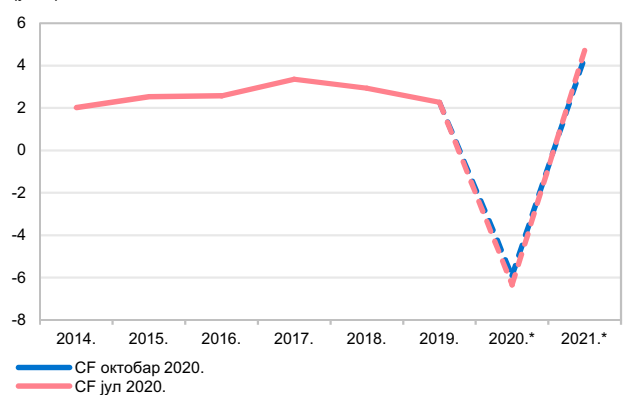
Извор: ММФ WEO Update (јун 2020) и ММФ WEO (октобар 2020).

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

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

Извор: Consensus Forecasts.

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



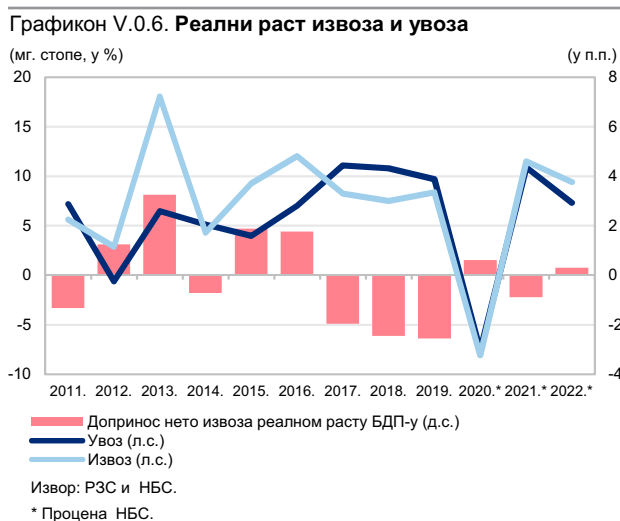
Извор: Consensus Forecasts.

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

издању *WEO* на  $-8,3\%$ , што је за 1,9 п.п. више у односу на пројекцију из јуна. Истовремено, због ефекта више базе, наниже су кориговане пројекције за наредну годину – ЕЦБ очекује раст зоне евра од  $5\%$ , а ММФ од  $5,2\%$ . У складу с пројекцијом *Consensus Forecasts*-а из октобра, у новој пројекцији претпоставили смо да ће зона евра ове године забележити пад економске активности од око  $7,5\%$ , вођен падом домаће тражње, при чему ће инвестиције бити у већој мери погођене. Следеће године уследиће опоравак (раст од  $5,3\%$ ), потпомогнут мерама ЕЦБ-а и обимним фискалним програмима донетим у појединим земљама. Ипак, на конференцији ЕЦБ-а у октобру изнета је оцена да су ризици пројекције БДП-а асиметрични наниже, јер се епидемиолошка ситуација погоршава и многе земље појачавају мере за спречавање ширења вируса. Имајући то у виду, ЕЦБ је најавила да ће у децембру донети нове мере како би се негативни ефекти новог таласа ширења вируса смањили на најмању могућу меру, уз наглашавање да ће у наредних месец дана интензивно радити на утврђивању оптималне комбинације инструмената.

У односу на претходни извештај, и за већину **осталих важних трговинских партнера Србије** *Consensus Forecasts* кориговао је навише БДП за ову годину (са изузетком Мађарске и Хрватске) и, по том основу, наниже за наредну годину, уз оцену да у већини земаља током 2021. неће бити достигнут преткризни ниво. Брзина опоравка региона средње и југоисточне Европе у наредном периоду зависиће пре свега од ефикасности мера усмерених на ограничавање ширења вируса корона, као и од могућности коришћења фискалних и монетарних стимуланса.

Успоравање екстерне тражње и застоји у ланцима снабдевања одразили су се на знатан пад **извоза Србије током марта и априла**, али је у мају започет његов опоравак и извоз прерађивачке индустрије се приближава преткризном нивоу. Процењујемо да ће извоз робе и услуга на нивоу године исказати реални пад од око  $8\%$ , док ће пад домаће потрошње и одложене инвестиције током пандемије у условима ниже економске активности на глобалном нивоу и глобалне аверзије према ризику за последицу имати и реални пад **увоза од око  $7,5\%$** . То би требало да резултира **позитивним доприносом нето извоза БДП-у у овој години (од око  $0,6$  п.п.)**. 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 (око  $-1$  п.п.), а у годинама након тога, услед раста извозних капацитета и



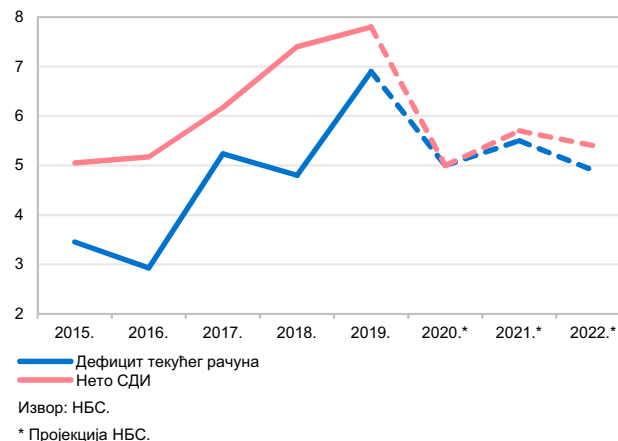
опоравка екстерне тражње, очекујемо прелазак доприноса нето извоза у позитивну зону.

Већи реални пад увоза од извоза ове године поправиће спољнотрговинску позицију земље. Смањењу **учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у на око 5% ове године** допринеће и повољни односи размене, а пре свега пад светске цене нафте на око 41 долар по барелу у просеку ове године, затим 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. Према нашој процени, у наредној години учешће текућег дефицита у БДП-у биће благо повећано (на око 5,5% БДП-а) услед потпуног опоравка домаће тражње, 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, као што је то случај и у протеклих шест година.

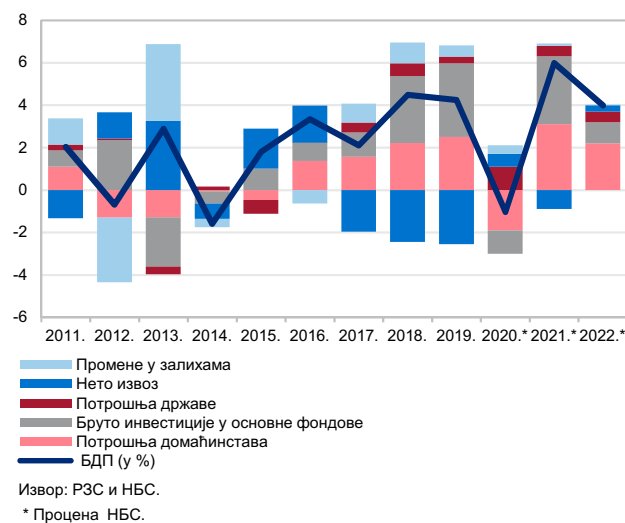
Када је реч о **домаћој тражњи**, очекујемо да се она, након овогодишњег пада, убрзано опоравља током наредне године, чему ће допринети првенствено наставак инвестиционог циклуса и раст расположивог дохотка привреде и грађана.

Уведене здравствене мере за спречавање ширења вируса корона одразиле су се на пад **потрошње домаћинства** током Т2, али је он био мањи од првобитно процењеног. Током Т3, с попуштањем здравствених мера уследио је и опоравак потрошње, којем су допринеле очуване зараде и запосленост у већини делатности, као и раст расположивог дохотка становништва по основу омогућеног мораторијума у отплати кредитних обавеза и повољних услова узимања нових и отплате постојећих кредита. С обзиром на то да процењујемо да ће се грађани још неко време уздржавати од куповине трајних потрошних добара и коришћења услуга (попут туристичких и саобраћајних услуга), нарочито имајући у виду погоршање епидемиолошке ситуације од октобра, процењујемо да ће приватна потрошња у овој години негативно допринети кретању БДП-а са 1,9 п.п., али и да ће захваљујући очувању запослености и зарада у највећем делу привреде и предузетим монетарним и фискалним подстицајима, наредне године уследити њен потпуни опоравак (уз допринос расту БДП-а од око 3 п.п.). За разлику од приватне потрошње, позитиван допринос БДП-у ове године потекао је **од државне потрошње** (око 1 п.п.), између осталог и услед већих издвајања за набавку

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



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



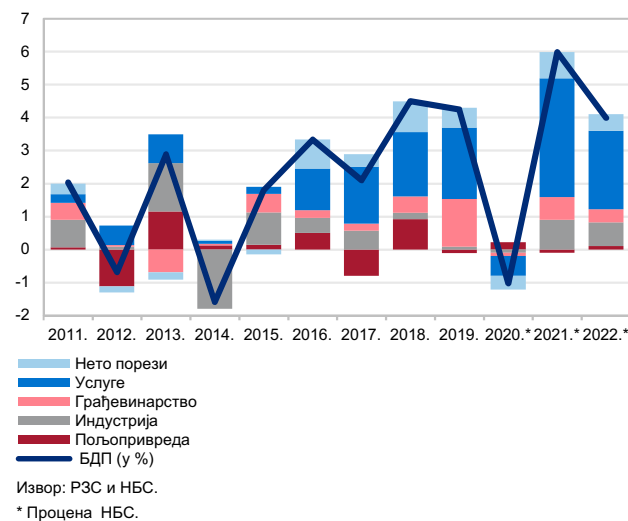
Графикон V.0.9. Кретање инвестиција у основне фондове (мг. раст, у п.п.)



медицинског материјала, а с обзиром на планиран фискални дефицит, раст ће се наставити и у наредној години, али знатно споријим темпом.

Корекција навише пројекције БДП-а у овој години за 0,5 п.п. у највећој мери резултат је мањег пада инвестиција од очекиваног, чему је пре свега допринела реализација инфраструктурних пројеката, која није прекидана ни током Т2, као и задржани повољни услови финансирања. Капитални издаци државе, супротно иницијалним проценама након избијања пандемије, у девет месеци виши су него у истом периоду претходне године и процењује се да ће ове године достићи око 5% БДП-а, док се у средњем року очекује њихов раст на око 6% БДП-а, што доприноси расту производног потенцијала. У нашој актуелној пројекцији процењујемо да ће **фиксне инвестиције** у овој години, у условима глобалне аверзије према ризику, очекиваног пада профитабилности привреде, као и очекивано нижих прилива по основу СДИ, забележити пад, али да ће он бити једноцифрен (уз негативан допринос кретању БДП-а од око 1 п.п.). Повољна макроекономска перспектива земље, 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.

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



Посматрано с **производне стране**, виша пројекција БДП-а за ову годину у односу на август резултат је бржег од очекиваног опоравка индустрије и појединих услужних сектора, као и боље пољопривредне сезоне. Иако смо услед знатног пада екстерне тражње у претходној пројекцији очекивали негативан допринос индустрије БДП-у, он ће, према нашој новој пројекцији, ове године највероватније бити неутралан или тек благо негативан. С друге стране, услед заоштравања епидемиолошке ситуације очекује се нешто већи негативан допринос сектора услуга него у претходној пројекцији. Благ негативан допринос очекује се и од 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 планирано даље повећање капиталних издатака државе, а пре свега актуелне и планиране пројекте у области саобраћајне инфраструктуре, као и повољне тенденције на тржишту некретнина. Према програму „Србија 2025”, планирано је улагање у путну инфраструктуру од преко 5 млрд евра у наредних пет година.

**Ризици пројекције БДП-а** и у наредној години у највећој мери потичу од неизвесности у погледу **тока и трајања пандемије на глобалном нивоу**, као и предузетих здравствених мера и мера економске политике, при чему су, како и саме међународне финансијске институције истичу, ризици пројекције **глобалног економског опоравка** неуобичајено високи. У складу с претпоставком ММФ-а изнетом у октобарском *WEO*, у основном сценарију смо претпоставили да ће трансмисија вируса слабити током наредне године како буде расла употреба вакцине и, генерално, како буду напредовали начини лечења. Како и сам ММФ наводи, ако напредак у проналажењу вакцине буде бржи и трансмисија вируса смањена, повратак економске активности на преткризни ниво могао би да буде и бржи од очекиваног. Ако пак епидемиолошка ситуација буде додатно погоршана и услед додатне рестриктивне здравствене мере, глобални привредни опоравак ће успорити. Брзина опоравка светске економије зависиће и од тога да ли ће бити примењене нове експанзивне мере фискалне политике и какви ће бити њихови домети, с обзиром на то да је ипак сада простор за контрациклично деловање фискалне политике у многим земљама сужен. Притом, за Србију ће бити посебно важна **епидемиолошка ситуација у зони евра и земљама средње и југоисточне Европе**, с којима све више остварујемо снажне економске везе. Према оцени ЕЦБ-а, **ризиви пројекције БДП-а зоне евра израженији су наниже** и биће потребно предузети нове мере монетарне и фискалне политике да би се ограничили негативни ефекти новог таласа пандемије. Евентуално већи пад економске активности у зони евра и земљама с којима остварујемо значајне трговинске везе одразио би се и на нижи раст извоза Србије и смањење СДИ, а последично и на нижу производњу у прерађивачкој индустрији.

Спорији глобални привредни раст од очекиваног додатно би **повећао неизвесност на међународном финансијском тржишту** и негативно би се одразио на пословно поверење и инвестиционе одлуке, што би вероватно смањило прилив капитала у земље у успону, укључујући и Србију. **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 су изразиле спремност да предузму додатне мере ако се за тим укаже потреба, што би требало да ублажи евентуално заоштравање финансијских услова. Чланови Извршног одбора ЕЦБ-а једногласни су у оцени да је већ на децембарској седници неопходно да се примени конкретан пакет додатних монетарних подстицаја. Поред тога, најаву промене монетарне стратегије ФЕД-а ка циљању просечне инфлације од 2% сигнализира да би ФЕД могао дуже него што је претходно очекивано да задржи основну каматну стопу на ниском нивоу. У том случају ликвидност на међународном финансијском тржишту остала би висока дужи период, што би се позитивно одразило и на токове капитала према земљама у успону, а тиме и према Србији.

Ризици пројекције БДП-а односе се и на **кретање цена примарних производа**, пре свега нафте, које опет у великој мери зависе од брзине глобалног економског опоравка и присуства геополитичких тензија у свету. Претходних месеци цене нафте су биле прилично волатилне, а на њихову волатилност утицали су и фактори на страни понуде и на страни тражње, док су цене примарних пољопривредних производа и метала расле и достигле преткризни ниво. У складу с кретањем фјучерса, процењујемо да би цене нафте требало да буду релативно стабилне у наредном периоду, а слична су очекивања и за цене осталих примарних производа. С обзиром на то да је Србија нето увозница нафте, евентуални поновни пад цена нафте прелио би се на виши расположиви доходак и ниже трошкове пословања, док би њихов раст имао супротан ефекат. Када је реч о ценама основних метала (посебно челика и бакра) и житарица, Србији, као нето извознику, не би погодовао њихов пад.

**Ток пандемије ће опредељивати и кретања у домаћем окружењу.** У основном сценарију претпоставили смо да неће доћи до затварања економије и увођења рестриктивних здравствених мера које су биле на снази у априлу, као и да ће утицај пандемије слабити током 2021. Погоршање епидемиолошке ситуације могло би да изазове **уздржавање од потрошње** још неко време и одложи њен опоравак у наредној години у очекиваном обиму. С друге стране, сачувани производни капацитети и зараде и запосленост у највећем делу привреде, као и раст расположивог дохотка захваљујући предузетим



мерама Владе и Народне банке Србије, могли би да за резултат имају и опоравак бржи од очекиваног, нарочито ако вакцина буде раније доступна. Требало би да **наставак структурних реформи и планирана даља системска унапређења пословног амбијента** допринесу бржем расту укупне факторске продуктивности, а тиме и производног потенцијала у наредном периоду. 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 претпоставили да ће у 2021. бити просечна и да ће с обзиром на овогодишњу одличну сезону негативно допринети БДП-у. И овде су могућа одступања у оба смера, при чему би боља пољопривредна сезона допринела расту извоза примарних и прерађених прехранбених производа, нарочито ако се има у виду да је глобална тражња за храном нееластична и да се ни у фази затварања економија није смањивала.

Табела V.0.3. Кључни ризици пројекције БДП-а

Ризик	Могући канали утицаја на БДП у Србији	Процена утицаја ризика у односу на основни сценарио
<b>Међународно окружење</b>		
Неизвесност у погледу тока пандемије и утицаја на глобални привредни раст	Спорији глобални опоравак утицао би на успоравање екстерне тражње, мањи извоз Србије и спорији раст прерађивачке индустрије и обрнуто.	↕
Темпо опоравка зоне евра од пандемије	Спорији раст зоне евра утицао би на мањи извоз Србије и мање инвестиције, што би, посматрано с производне стране, за последицу имало и спорији раст прерађивачке индустрије. С друге стране, ранији проналазак вакцине или бржи опоравак зоне евра за резултат би имало већи извоз и инвестиције у Србију.	↓
Токови капитала, односи главних валута на међународном финансијском тржишту, монетарне политике водећих централних банака	Повећање/смањење неизвесности на међународном финансијском тржишту и раст/пад аверзије према ризику по основу споријег/бржег глобалног опоравка смањило/повећало би прилив инвестиција и повећало/смањило трошкове задуживања. Експанзивне мере монетарне и фискалне политике водећих земаља доприносе смањењу аверзије према ризику и утичу на већу спремност инвеститора за улагања.	↕
Цене примарних производа: – сирова нафта (Србија нето увозник) – житарице (Србија нето извозник) – основни метали (Србија нето извозник)	Раст/пад цена нафте 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>		
Неизвесност у погледу тока пандемије и доступности вакцине.	Погоршање епидемиолошке ситуације могло би да изазове уздржавање од потрошње још неко време и одложи њен опоравак. С друге стране, сачувани производни капацитети и зараде и запосленост у највећем делу привреде, као и раст расположивог дохотка захваљујући предузетим мерама Владе и Народне банке Србије, могли би да за резултат имају опоравак и бржи од очекиваног, нарочито уколико вакцина буде раније доступна.	↕
Макроекономска позиција земље, структурне реформе и реализација капиталних инвестиција	Наставак структурних реформи и планирана даља системска унапређења пословног амбијента доприносе бржем расту инвестиција и извоза с расходне, односно прерађивачке индустрије и грађевинарства с производне стране. Боља реализација капиталних издатака државе у односу на план, као што је то био случај 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.	↑
Пољопривредна сезона	Већи/мањи раст пољопривредне производње од очекиваног доприноси расту/паду извоза и прерађивачке индустрије.	↕

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

### Осврт 5: Пројекција раста домаћег БДП-а Народне банке Србије, њена ревизија током године и поређење с пројекцијама међународних финансијских институција

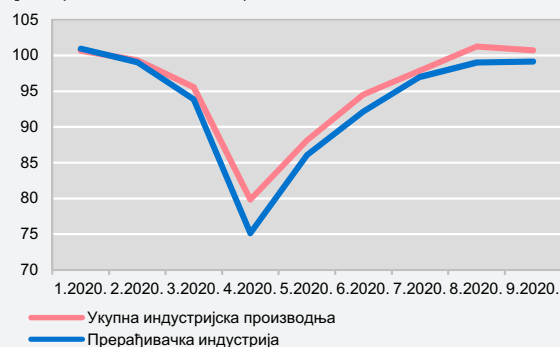
У периодима великих економских шокова, какав је и овај изазван пандемијом вируса корона, тешко је израђивати макроекономске пројекције. Поред тога, неизвесност у погледу трајања шока и јачине утицаја на глобална економска кретања чини и ризике таквих пројекција веома израженим.

Пандемија вируса корона довела је до знатног одступања наниже пројекција глобалног привредног раста и привредног раста готово свих земаља света понаособ за 2020. од очекивања изнетих крајем прошле или почетком ове године, при чему су корекције биле израженије него приликом избијања светске економске кризе 2008/2009. године. Тако је ММФ у јануарском издању извештаја *World Economic Outlook (WEO)* очекивао раст од 3,3% у овој години и његово незнатно убрзање на 3,4% у наредној години, а сада (октобарски *WEO*) очекује да ће на глобалном нивоу бити забележен пад економске активности од 4,4%, а да се светска економија неће од кризе у потпуности опоравити ни наредне године. Ипак, показало се да су негативни ефекти пандемије током Т2 били мањи од процењених, као и да је опоравак током Т3 био бржи од очекиваног, тако да је актуелна прогноза економског пада за 2020. мање песимистична него што се предвиђало у јуну. У октобарском издању *WEO* прогноза глобалног привредног раста за наредну годину је због ефекта више базе благо коригована наниже и сада износи 5,2%.

Када је конкретно реч о пројекцији привредног раста Србије за ову годину, Народна банка Србије је крајем 2019. и почетком ове године (фебруарско издање Извештаја о инфлацији) очекивала стопу реалног раста од 4% ове и наредне године. При томе, захваљујући високом расту инвестиција, Србија је 2020. годину започела с растом БДП-а од 5,1% м.г. у Т1, који би био и већи и највероватније достигао 6% да није избила пандемија, а на нивоу године готово би извесно надмашио пројектованих 4%. Ефекти пандемије на домаћу економију осетили су се од друге половине марта, а највећи негативни ефекти забележени су током априла, када су на снази биле мере физичког дистанцирања становништва ради обезбеђења његове здравствене заштите. Имајући у виду глобалну неизвесност изазвану пандемијом, пројекцију привредног раста за 2020. кориговали смо у мајском Извештају о инфлацији на -1,5%, процењујући да би пад економске активности у Т2 могао достићи 8% м.г., а да би био и далеко већи да није донет обиман пакет мера економске помоћи. Корекција привредног раста наниже последица је чињенице да је снажно била погођена пре свега зона евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, што би се кроз ефекте пада екстерне тражње одразило и на наш извоз. Такође, на ревизију наниже утицала је и чињеница да је негативан утицај на домаћа привредна кретања потицао од застоја у глобалним производним ланцима и увођења рестриктивних здравствених мера. С постепеним попуштањем тих мера и отварањем економија широм света, од маја је уследио опоравак, који је у већини производних и услужних сектора био и бржи него што смо очекивали. Иако смо узели у обзир да је пад економске активности у Т2 био мањи од процењеног у мају и износио 6,4% м.г., а затим да су у међувремену донете додатне економске мере, као и да су бољи изгледи за пољопривредну сезону, у августу смо задржали пројекцију из маја, имајући у виду да се због поновног ширења вируса, према оценама релевантних међународних институција, у наставку године очекивао спорији глобални опоравак. Тада смо оценили да су ризици из међународног окружења асиметрични наниже, док су ризици из домаћег окружења асиметрични навише, па је сада већ извесно да су се они и материјализовали.

Бржи опоравак у индустрији од очекиваног и у јулу и августу, очувана запосленост на формалном сегменту тржишта рада и наставак раста зарада, као и објављени подаци о приносима јесењих култура, који су такође повољнији од очекивања, указују на то да ће БДП и у П2

Графикон О.5.1. Ниво индустријске производње (јан.–феб. 2020 = 100, дсз.)



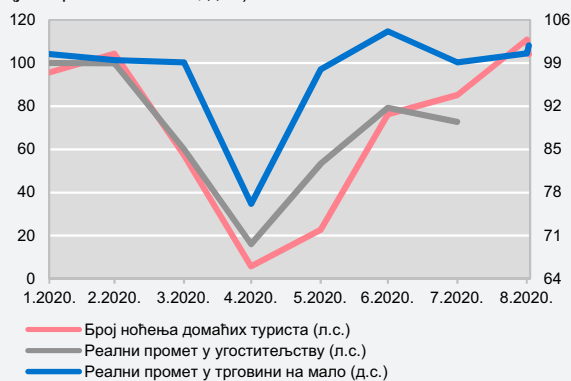
Извор: РЗС и прерачун НБС.

бити виши од наших процена изнетих у августовском Извештају о инфлацији. Због тога смо стопу раста БДП-а за ову годину кориговали сада са  $-1,5\%$  на  $-1,0\%$ , и поред неизвесности у погледу тока пандемије у наредном периоду и ризика који долазе из међународног окружења. То имплицира да би, након пада од  $0,8\%$  м.г. у П1, БДП у П2 био реално нижи за око  $1,2\%$  м.г., што је делом последица и више базе из истог периода претходне године, пре свега у грађевинарству. Треба нагласити да ће то бити један од најбољих резултата у Европи, чему су допринели одговорно вођење економске политике и постигнута и очувана макроекономска стабилност у претходним годинама, захваљујући чему је и повећана отпорност домаће економије на ризике. То је омогућило и снажно контрациклично деловање монетарне и фискалне политике кроз обиман и правовремен пакет економске помоћи, а без нарушавања ценовне стабилности и одрживости јавних финансија. Мањем паду Србије у поређењу с појединим земљама у региону доприноси и мање учешће у БДП-у сектора који су снажно погођени пандемијом, попут туризма, угоститељства и саобраћаја.

У прилог таквој пројекцији говори кретање кључних економских показатеља који су доступни за ТЗ. Индуријска производња опоравља се континуирано од маја, пре свега захваљујући расту прерађивачке индустрије и налази се изнад преткризног нивоа. Промет у трговини на мало је преткризни ниво достигао још у јуну, а посматрано на м.г. нивоу, у ТЗ је био виши за  $5,6\%$ . Томе су допринели укидање ванредних мера почетком маја и раст домаће тражње подстакнут фискалним и монетарним стимулансима. Број долазака и број ноћења домаћих туриста такође се опоравља и у ТЗ је забележен њихов м.г. раст од  $11,3\%$  и  $13\%$ , што је делом компензовало мање доласке страних туриста. Промет у угоститељству такође је растао од маја, при чему је у јулу, услед раста броја заражених вирусом корона, тај опоравак ипак био успорен и на м.г. нивоу је био нижи за  $22,1\%$ . Код показатеља грађевинске активности посебно се истиче реализација инфраструктурних пројеката, на коју указује извршење капиталних расхода буџета, који су у девет месеци били виши реално за  $12,8\%$  м.г.

Извоз прерађивачке индустрије приближава се преткризном нивоу, а м.г. посматрано, након што је снижен за близу  $31\%$  у априлу и  $28\%$  у мају, у наредним месецима бележен је знатно нижи пад (око  $5\%$  м.г. у јулу и августу), док је у септембру остварен раст од  $2,2\%$  м.г. Посматрано по областима и на м.г. нивоу, опоравак није био равномеран – најспорије се опорављао извоз основних метала и металних производа, док, с друге стране, поједине

Графикон О.5.2. Показатељи услужних сектора (јан.–феб. 2020 = 100, дсз.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.5.3. Извоз прерађивачке индустрије у 2020. (јан.–феб. 2020 = 100, дсз.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

гране прерађивачке индустрије, попут хране, пића и дувана, као и фармацеутске индустрије, готово да нису биле погођене мањом екстерном тражњом.

Пројекције привредног раста Србије током године кориговале су и друге међународне финансијске институције (ММФ, Европска комисија, Светска банка, *EBRD*, *Consensus Forecasts* и др.). Већина наведених институција крајем прошле и почетком ове године очекивала је привредни раст у 2020. од око 4%, да би потом те пројекције кориговале наниже са избијањем пандемије. У пројекцијама објављеним током априла и маја поменуте институције очекивале су пад економске активности на нивоу године у распону од 2%, колико је очекивао *Consensus Forecasts*, до 4,1%, колико је очекивала Европска комисија. На таква очекивања утицала је оцена да је Србија погођена пандемијом, али још у већој мери чињеница да је пандемијом снажно погођена зона евра, која је наш најзначајнији трговински и финансијски партнер.

Табела О.5.1. Пројекције БДП-а Србије

	Пројекција за 2020.					Пројекција за 2021.				
	X-XI	I-II	IV-V	VII-VIII	X-XI	X-XI	I-II	IV-V	VII-VIII	X-XI
	2019.	2020.	2020.	2020.	2020.	2019.	2020.	2020.	2020.	2020.
Народна банка Србије	4,0	4,0	-1,5	-1,5	-1,0	4,0	4,0	6,0	6,0	6,0
ММФ	4,0	4,0	-3,0	-3,0	-1,5	4,0	4,0	7,5	6,0	5,5
<i>Consensus Forecasts</i>	3,3	3,7	-2,0	-3,4	-2,3	-	3,5	4,2	5,5	5,3
Европска комисија	3,8	-	-4,1	-	-1,8	3,7	-	6,1	-	4,8
Светска банка	3,9	-	-2,5	-	-3,0	4,0	-	4,0	-	2,9
<i>EBRD</i>	3,5	-	-3,5	-	-3,5	-	-	6,0	-	3,0

Извор: Народна банка Србије (извештаји о инфлацији), ММФ (*WEO* и саопштења поводом разматрања програма), *Consensus Forecasts* (месечни извештаји за источну Европу), Европска комисија (пролећне и јесење пројекције), Светска банка (Регионални економски извештаји, пролећно и јесење издање), *EBRD* (Регионални економски изгледи, пролећно и јесење издање)

Како се с временом ипак испоставило да је повећана отпорност извоза Србије на поремећаје на појединачним сегментима екстерне тражње захваљујући факторима на страни понуде (инвестицијама из претходног периода у извозно оријентисане секторе и повећаној географској и производној распрострањености извоза), да је прилив СДИ, иако нижи у односу на претходну рекордну годину, ипак остао солидан и настављен и у условима пандемије, као и да је бржи опоравак током летњих месеци домаће привреде, али и зоне евра – поједине институције су кориговале навише пројекције привредног раста Србије за 2020. Тако је ММФ у октобарском издању *WEO* кориговао стопу раста БДП-а Србије за 2020. на -2,5%, да би након разматрања пете ревизије аранжмана уз координацију политике, ту стопу кориговао на -1,5%. И Европска комисија је кориговала стопу раста Србије навише, на -1,8% у оквиру јесењих пројекција, образлажући ову одлуку мањим ефектима пандемије на Србију од претходно процењених. *Consensus Forecasts* је из месеца у месец кориговао навише пројекцију за ову годину, тако да се, према пројекцији из октобра, очекује да ће стопа раста БДП-а ове године износити -2,3%, што је у односу на јул корекција навише за 1,1 п.п. Супротно томе, Светска банка је чак погоршала прогнозу из априла, са -2,5% на -3% у октобру, док *EBRD* крајем септембра није мењала пројекцију из априла од -3,5%. С обзиром на остварења за П1 и расположиве показатеље за Т3, остварење пројекција Светске банке и *EBRD*-а сматрамо мало вероватним.

Пројекције за 2021. такође се знатно разликују међу институцијама. Тако Народна банка Србије, ММФ, *Consensus Forecasts* и Европска комисија очекују стопу привредног раста у распону 5–6%, тј. да БДП крајем ове или почетком наредне године достигне преткризни ниво, а да га у току 2021. и претстигне. С друге стране, Светска банка и *EBRD* не очекују достизање преткризног нивоа економске активности ни у 2021. години.

Имајући у виду разлике у прогнозама економске активности међу институцијама, израчунали смо средњу апсолутну грешку прогнозе за претходне године. Средња апсолутна грешка предвиђања (*MFE*) по годинама израчунава се као просек апсолутних вредности разлике пројектоване вредности БДП-а за одређену годину ( $f_t$ ) и остварења ( $a_t$ ) и изражена је у процентним поенима:

$$MFE = \frac{\sum_{t=1}^n |a_t - f_t|}{n}$$

Пошто Европска комисија, *EBRD* и Светска банка дају пројекције за Србију два пута годишње (тзв. пролећне и јесење пројекције), за сваку годину од 2016. до 2019. упоређене су пројекције из маја и новембра претходне и текуће године. Рачунато према *MFE*, Народна банка Србије имала је најнижу грешку предвиђања у 2016, 2018. и 2019. години, при чему је раст у тим годинама и надмашио наше пројекције. С друге стране, за 2017. најмање одступање забележиле су пројекције Светске банке и *Consensus Forecasts*-а. Раст БДП-а у 2017. био је нижи од очекивања Народне банке Србије због негативног деловања фактора на страни понуде, који су били последица хладног времена почетком године и највише се осетили у енергетици, али и у пољопривреди, која је затим у току лета била погођена и сушом, што ни Народна банка Србије ни друге институције нису могле предвидети. То успоравање активности делимично је надокнађено растом индустријске производње у П2. Супротно томе, раст БДП-а превазишао је наша очекивања у претходне две године и износио је преко 4%, при чему је Народна банка Србије у својим пројекцијама била најближа остварењу.

Имајући у виду да је задржана повољна макроекономска перспектива Србије и да је захваљујући предузетим правовременим економским мерама спречен већи пад инвестиционог и потрошачког поверења, очекујемо да ће се у средњем року наставити динамичан раст Србије, који је привремено прекинут ове године због пандемије вируса корона. Иако је ток пандемије у наредном периоду тешко предвидети, посебно ако се има у виду да се број заражених у свету убрзано повећава и да су поједине земље у Европи поново почеле парцијално да уводе рестриктивне мере, наша централна пројекција за наредну годину предвиђа да ће преношење вируса слабити како буде расла употреба вакцине, што је у складу с претпоставкама ММФ-а коришћеним у најновијој пројекцији глобалног привредног раста. У таквим околностима пројектујемо да би привредни раст требало да достигне око 6% наредне године, а затим да се врати на средњорочну путању раста од око 4% годишње.

Графикон О.5.4. Грешке предвиђања БДП-а по годинама (у п.п.)



Извор: веб-сајтови међународних институција и прерачун НБС.

## Пројекција инфлације

Приликом израде пројекције инфлације имали смо у виду да ће на њено кретање у наредном периоду и даље у највећој мери утицати успешност у контроли пандемије на глобалном нивоу, а тиме и њених негативних ефеката који су на страни понуде инфлаторни, а на страни тражње дезинфлаторни. Може се рећи да су, уз донете и најављене обимне стимулативне мере монетарне и фискалне политике, негативни ефекти пандемије на понуду знатно умањени, али да су на страни тражње и даље присутни, што је основа за очекивање да ни у наредном периоду неће бити знатнијих инфлаторних притисака.

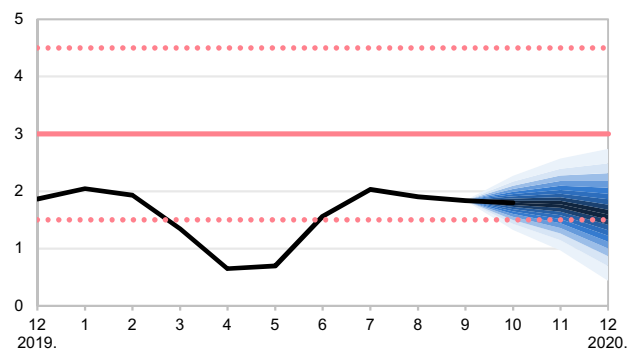
Наша средњорочна пројекција инфлације базирана је на томе да ће пандемија бити контролисана стриктном применом здравствених мера у Србији и већини других земаља, што ће омогућити избегавање поновног затварања и наставак започетог економског опоравка. У њеној основи су и позитивни ефекти обимних монетарних и фискалних мера, који умањују ефекте пандемије и подстичу опоравак економске активности. У наредном периоду очекујемо раст наше економије на одрживим основама, који неће стварати веће инфлаторне притиске.

### Средњорочна пројекција инфлације

Према новембарској 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 и инфлација у међународном окружењу, 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.

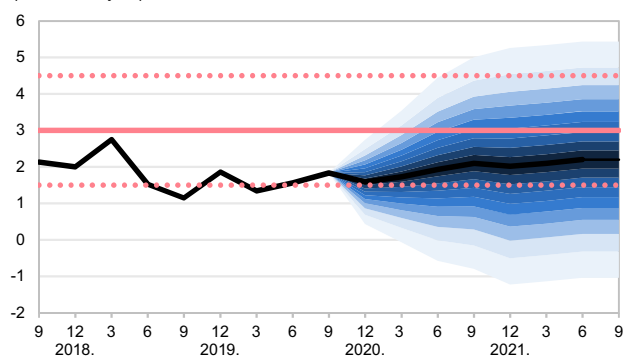
**Посматрано по појединачним компонентама,** профил инфлације и даље ће највише бити одређен ценама воћа и поврћа и нафтних деривата. Када су у питању **цене воћа и поврћа**, као и у другим европским земљама, временске прилике нису погодиле воћу и поврћу, док је, с друге стране, тражња за овим намирницама због пандемије, по свему судећи, повећана. Иако су смањене током ТЗ,

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

Табела V.0.4. Најважније претпоставке пројекције

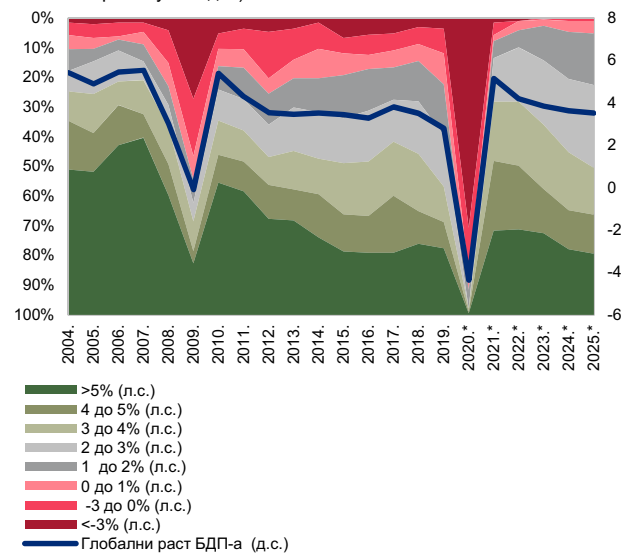
	2020.		2021.		2022.	
	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.
<b>Екстерне претпоставке</b> <b>Извештаја о инфлацији</b>						
Раст БДП-а у зони евра	-8,1%	-7,5%	5,9%	5,3%	3,3%	3,0%
Инфлација у зони евра (просек)	0,3%	0,3%	0,8%	1,0%	1,3%	1,3%
EURIBOR 3М (децембар)	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,5%	-0,6%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	6,9%	18,4%	2,0%	-4,6%	3,0%	3,0%
Цена нафте типа брент по барелу (децембар, у USD)	44	41	47	44	49	45
<b>Интерне претпоставке</b>						
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

\* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

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

Графикон V.0.13. Поређење кризе изазване COVID-19 и светске финансијске кризе

(дистрибуција земаља по стопи раста БДП-а – л.с.; стопе глобалног раста у % – д.с.)



Извор: ММФ WEO, октобар 2020.

\* Пројекција.

цене воћа и поврћа налазе се нешто изнад свог неутралног нивоа. Имајући у виду и значајан базни ефекат код ове категорије хране, очекујемо да ће оне имати позитиван допринос инфлацији до средине наредне године, а након тога би њихов допринос требало да пређе у негативну зону.

С друге стране, када су у питању **цене нафтних деривата**, у новој пројекцији смо, према фјучерсима, претпоставили нижи ниво светске цене нафте него у претходној пројекцији. Имајући у виду да је цена нафте на светском тржишту нижа него прошле године, али да је коригована навише након почетне фазе пандемије, очекујемо да ће се негативан допринос цена нафтних деривата постепено смањивати у наредним тромесечјима и да ће у Т2 2021. године прећи у позитивну зону.

Иако су цене примарних пољопривредних производа од летос повећане, очекујемо умерен раст цена хране (без воћа и поврћа), имајући у виду да је овогодишња пољопривредна сезона у Србији била изнадпросечна, као и да се, према фјучерсима, на светском тржишту очекује пад цена примарних пољопривредних производа у 2021. години, а затим само умерен раст у 2022. години. Цене домаћих примарних пољопривредних производа, које се тренутно налазе изнад неутралног нивоа, ни до сада нису изазивале знатније притиске у правцу раста цена хране. Дешавало се да знатније расту цене појединих категорија хране због изненадних промена на светском тржишту, као што је то био случај с поскупљењем свињског меса крајем прошле године због скока тражње из Кине и раста цена у ЕУ. С друге стране, у периоду мај–септембар ове године изостао је уобичајени раст цена свињског меса, такође због изненадних промена на светском тржишту, овај пут услед пандемије и мање тражње, као и затварања кланица и прекомерне понуде у ЕУ. Изненадне промене могу се очекивати и у наредном периоду због пандемије, али и због појаве афричке свињске куге у Немачкој и забране коју су на увоз свињског меса из Немачке увеле Кина и неколико других земаља. Ипак, можемо рећи да у средњем року очекујемо да ће раст цена хране бити умерен и првенствено одређен постепеним растом агрегатне тражње.

Смањена агрегатна тражња, уз релативно ниске увозне трошкове и ниску инфлацију у међународном окружењу, ограничиће раст **цена непрехрамбених производа и услуга**. С постепеним опоравком тражње, очекујемо умерен раст тих цена, али ће тај раст 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.

**Посматрано по факторима инфлације**, као и наше претходне две пројекције у мају и августу, и ову пројекцију инфлације доминантно је определила чињеница да на **глобалну понуду и тражњу** снажно утиче актуелна пандемија. Иако се очекује нешто мањи негативан ефекат пандемије на светску привреду него пре три месеца, то не мења чињеницу да ће она ове године бити у већој рецесији него 2009. године услед светске финансијске кризе, што ће ограничити знатнији раст инфлације на глобалном нивоу. Пандемија наставља да отежава функционисање светске привреде и, с једне стране, повећава јединичне трошкове производње, због чега је ослабљена позиција предузећа, пољуљано пословно поверење и повећана аверзија према ризику. С друге стране, то је у многим земљама довело до смањења запослености, плата и инвестиција, а тиме и тражње. На смањену тражњу одражава се и уздржавање становништва од потрошње и раст штедње из предострожности. Поред тога, иако су реакцијом водећих централних банака знатно побољшани финансијски услови, и даље је присутна бојазан да би кредитну активност банака у наредном периоду могао да ограничава раст ненаплативих потраживања од оног дела предузећа и становништва који су највише погођени кризом.

Када је у питању **привредни раст зоне евра**, претпоставили смо мањи пад БДП-а у овој години: -7,5%, за разлику од -8,1% у претходној пројекцији. Пад БДП-а зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, значи да ће ове године пасти и тражња за производима и услугама предузећа из Србије, што би требало да има дезинфлаторне ефекте на домаћем тржишту. У наредној години требало би да се раст зоне евра убрза по стопи од 5,3%, а тиме и њена тражња за производима и услугама из Србије.

Вирус се од октобра убрзано шири у Европи и све земље настоје да ситуацију контролишу стриктно применом здравствених мера, како би избегле поновно затварање и нарушавање започетог економског опоравка, за који се очекује да ће од средине 2021. бити подржан и применом вакцине. Међутим, поједине земље ипак нису успеле да избегну одређен степен затварања. Ипак, у време израде ове пројекције преовлађује очекивање да ће се тренутно дубоко негативан производни јаз зоне евра постепено смањивати и коначно затворити у 2022. години. У складу с тим, иако такође негативан током хоризонта пројекције, **производни јаз Србије**

Графикон V.0.14. Пројекција компонента инфлације (просечна мг. стопа, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.15. Пројектовано кретање производног јаза (у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

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

требало би да настави да се смањује, чиме ће дезинфлаторни утицај тражње на инфлацију постепено слабити. Процењујемо да ће производни јаз крајем ове године износити око  $-3,7\%$  и да ће се, са опоравком домаће тражње и постепеним растом екстерне тражње, смањити на око  $-1\%$  наредне године, а потом готово затворити крајем 2022. године.

**Опоравак домаће тражње снажно је подржан благовремено донетим мерама монетарне и фискалне политике**, које су ограничиле негативне ефекте пандемије на економску активност, запосленост и зараде у Т2 и подстакле привредни раст од Т3. Србија је ову кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској позицији, што је омогућило доношење подстицајних економских мера ради подршке становништву и привреди у савладавању кризе изазване пандемијом и очувању производног потенцијала. Очекујемо да ће убрзање раста наше привреде наредне године бити вођено наставком инвестиционог циклуса и растом расположивог дохотка привреде и грађана.

Поред позитивног ефекта ублажавања монетарне политике Народне банке Србије на домаћу тражњу, позитиван ефекат требало би да имају и очекиване ниске каматне стопе у зони евра. ЕЦБ је неконвенционалним монетарним мерама, укључујући обимне куповине активе, знатно повећала експанзивност монетарне политике, а за децембар су најављене и додатне мере како би се подржао опоравак економије. Фјучерси указују на то да ће тромесечни *EURIBOR* бити на нешто нижем нивоу него што се очекивало пре три месеца и у негативној зони не само до краја наше пројекције већ чак и у периоду до 2026. године.

Иако су у многим земљама света донете изразито експанзивне монетарне и фискалне мере, очекује се да ће **инфлација на глобалном нивоу бити релативно ниска и у наредном периоду**. Развијене земље су ушле у ову кризу с већ ниском инфлацијом, тако да се у зони евра бележи и пад потрошачких цена. Као и пре три месеца, у зони евра се не очекује постизање циљане инфлације ни у наредне две године. У нашој пројекцији претпоставили смо успоравање **инфлације у зони евра** на  $0,3\%$  ове године, а затим раст на  $1,0\%$  у 2021. и  $1,3\%$  у 2022. години. И у **већини земаља нашег региона**, које су нам такође важни трговински партнери, требало би да инфлација буде релативно ниска у наредном периоду. Имајући то у виду, очекујемо да ће **инфлаторни притисци по основу увозних цена изражених у динарима бити изразито ниски** до краја периода пројекције.

Графикон V.0.16. Очекивани тромесечни *EURIBOR* (на годишњем нивоу, у %)



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



Када су у питању увозне цене, најзначајнија је **светска цена нафте**, која је, након снажног пада у априлу, повећана, због оштрог ограничавања производње од стране земаља *OPEC+* и постепеног опоравка тражње. Ипак, она се и даље налази испод прошлогодишњег нивоа, а и у наредном периоду очекује се да ће њен раст бити умерен, јер ће се започето попуштање ограничења у производњи од стране земаља *OPEC+* поклапати с постепеним растом тражње, која вероватно неће достићи свој ниво пре пандемије пре 2023. године. У складу с нафтним фјучерсима, у новој пројекцији смо претпоставили да ће светска цена нафте бити на нижем нивоу него у претходној пројекцији: 41 долар по барелу у децембру 2020, а затим 44 и 45 долара по барелу у децембру 2021. и 2022. године. У складу с тим, очекујемо да и раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту буде умерен у наредном периоду.

Када су у питању за нас важне **светске цене примарних пољопривредних производа**, у пројекцији смо користили податке о фјучерсима на светским берзама. Према тим подацима, кориговали смо навише претпоставку о расту тих цена за ову годину (на 18,4%, у поређењу са 6,9% у претходној пројекцији), а наниже за наредну годину (на -4,6%, у поређењу са 2,0%). Као и у претходној пројекцији, за 2022. претпоставили смо раст ових цена од 3,0%. У складу с тим, **очекујемо да ће и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту,<sup>33</sup> које прате кретање светских цена, имати слично кретање.**

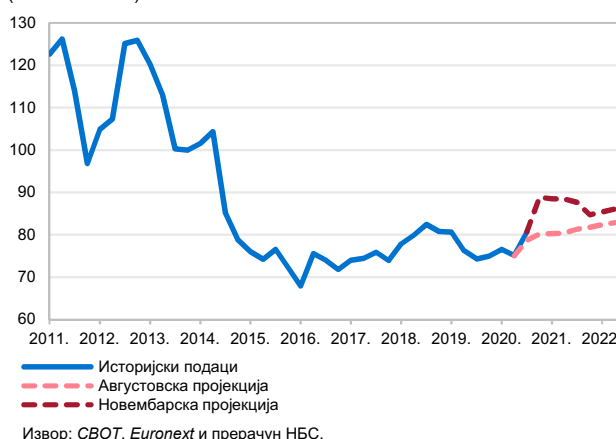
У условима ниске и стабилне инфлације седму годину заредом, очекиваних ниских инфлаторних притисака, као и повећаног кредибилитета Народне банке Србије, очекујемо да ће **инфлациона очекивања остати стабилна до краја периода пројекције.**

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

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



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



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



<sup>33</sup> Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

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 у великој мери и на цену, утичу временске прилике. У текућој пројекцији очекујемо м.г. раст цена воћа и поврћа до средине наредне године, а затим њихов пад. Ипак, будући да се ради о најволатилнијој категорији инфлације, код које су одступања могућа у оба смера, ценимо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

**Неизвесност у средњем року** и даље се у највећој мери односи на кретања у међународном окружењу, 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**. Као и приликом израде претходне две пројекције, ни сада није познато колико дуго ће трајати пандемија и какав ће бити њен интензитет, нити се са сигурношћу зна када ће вакцина бити доступна и којом брзином ће бити дистрибуирана. Иако је економски опоравак зоне евра започет у Т3, од октобра је ситуација почела да се погоршава и да доводи у питање позитиван раст БДП-а у Т4. Да би се умањили негативни ефекти пандемије и подстакао бржи привредни раст, поред већ донетих обимних монетарних и фискалних мера, ЕЦБ је најавила додатне мере у децембру. Имајући у виду интензивирање новог таласа ширења вируса и увођење додатних здравствених мера у бројним земљама зоне евра, процењујемо да је ризик њеног привредног раста и инфлације у наредном периоду асиметричан наниже.

Обимне монетарне и фискалне мере водећих економија света ублажиле су **неизвесност на међународном финансијском тржишту услед пандемије**. Земље у успону су забележиле знатне одливе капитала по основу портфолио инвестиција у почетној фази пандемије, с тим да су након тога портфолио токови били позитивнији, што је допринело стабилизацији њихових девизних тржишта. С новим таласом ширења вируса у Европи неизвесност се повећава, али се најављују и нове монетарне и фискалне мере како би се негативни ефекти пандемије ублажили. Неизвесност на међународном финансијском тржишту у наредном периоду, а тиме и токови капитала, у великој мери ће бити одређена успешношћу у контроли пандемије на глобалном нивоу и ефектима предузетих и најављених мера монетарне и фискалне политике. Имајући то у виду, процењујемо да су ризици пројекције инфлације по том 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**. Уколико би опоравак привреде био спорији од очекиваног, смањили би се изгледи за опоравак тражње за примарним производима, што би 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 путем 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 примарних производа, процењујемо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

Ризици остварења пројекције односе се и на **брзину опоравка домаће тражње**. Погоршање епидемиолошке ситуације од октобра могло би да успори започет опоравак економске активности. С друге стране, сачувани производни капацитети, радна места и зараде у највећем делу привреде, као и раст расположивог дохотка и повољни услови финансирања, захваљујући предузетим мерама монетарне и фискалне политике, могли би да резултирају и бржим економским опоравком од очекиваног, нарочито ако вакцина буде раније доступна. Такође, даљи раст капиталних издатака државе могао би да буде већи од очекиваног, као што је то био случај у претходне две године, што би такође допринело бржем опоравку економске активности. Имајући то у виду, ценимо да би по основу домаће

тражње производни јаз могао бити и брже затворен него што је пројектовано, тј. да су ризици пројекције инфлације по основу домаће тражње 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 нешто нижи раст од очекиваног, тако да су по том основу ризици пројекције благо асиметрични наниже. Такође, ризици се односе и на цене хране, због изненадних промена на светском тржишту, а посебно тржишту ЕУ, јер се те промене преливају на цене хране на домаћем тржишту. Ценимо да су одступања по том основу могућа у оба смера, тј. да су ризици пројекције по основу цена хране симетрични.

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

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.	↕
<b>Средњи рок</b>		
Темпо опоравка зоне евра	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Спорији опоравак зоне утиче на успоравање раста екстерне тражње, мањи извоз Србије, већу понуду на домаћем тржишту и тиме има дезинфлаторне ефекте. Обрнуто, бржи од очекиваног раст зоне евра би повећао извоз и смањio дезинфлаторне притиске;</li> <li>– Спорији/бржи опоравак зоне евра утиче на успоравање/убрзавање раста инфлације у зони евра и тиме, у условима релативно стабилног девизног курса, на дезинфлаторне/инфлаторне притиске код нас по основу увозних цена;</li> <li>– 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.</li> </ul>	↓
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/апредијацију домаће валуте и тиме на раст/пад цена.	↕
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.	↕
Темпо опоравка домаће тражње	Погоршање епидемиолошке ситуације могло би да успори започет опоравак економске активности и тражње, што би имало дезинфлаторне ефекте. Међутим, сачувани производни капацитети, радна места и зараде у највећем делу привреде, као и раст расположивог дохотка и повољни услови финансирања умањују негативне ефекте пандемије на тражњу. Поред тога, даљи раст капиталних издатака државе могао би да буде већи од очекиваног, а тиме и његов утицај на тражњу и инфлаторне притиске.	↑
Регулисане цене	Нижи 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.

Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретање и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка. У том смислу континуирано ће процењивати да ли су све мере и даље оптимално комбиноване и да ли су одговарајућег обима, како би се пружила потребна подршка опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности. Народна банка Србије, у координацији с Владом, спремна је да реагује и у наредном периоду у складу с развојем ситуације у погледу даљег тока пандемије код нас и у свету.

### Поређење актуелне с претходном пројекцијом

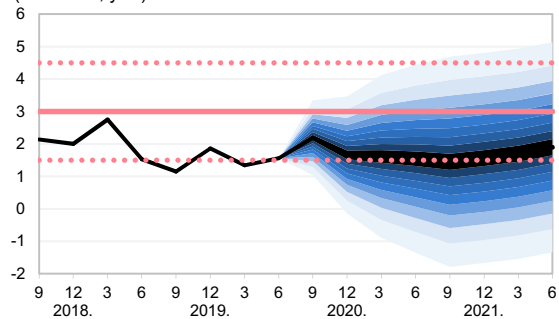
Нова средњорочна пројекција инфлације је на благо вишем нивоу од наредне године у поређењу са августовском пројекцијом, с тим да се и даље креће у доњој половини циљаног распона.

Главни разлог за благо виши ниво пројектоване инфлације од наредне године јесу **цене хране**, за које очекујемо да ће бити нешто више него што смо пројектовали пре три месеца. Основу за таква очекивања представља **раст цена примарних пољопривредних производа у свету у периоду од претходне пројекције, који се прелива и на домаће тржиште**. Такође, наредне године позитиван допринос инфлацији имаће и **базни ефекат код цена меса**, чији раст је, због пандемије и прекомерне понуде у ЕУ, изостао у периоду мај–септембар ове године, када је сезонски био очекиван.

Такође, очекујемо да ће **базна инфлација** бити на нешто вишем нивоу него у претходној пројекцији због мање негативног производног јазга, тј. **очекиваног бржег опоравка економске активности, а тиме и тражње, него што смо очекивали пре три месеца**.

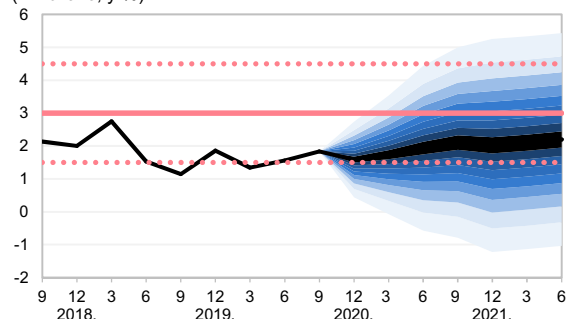
Графикон V.0.21. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

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



Извор: НБС.

#### Новембарска пројекција (мг. стопе, у %)



## Остварење пројекције инфлације од пре годину дана

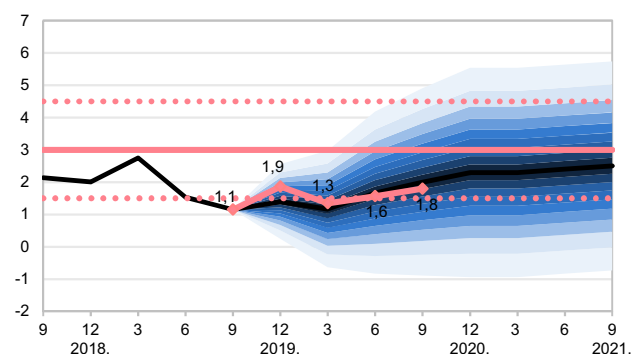
Кретање инфлације у протеклој години дана било је у великој мери у складу с пројекцијом коју смо израдили и објавили у Извештају о инфлацији – новембар 2019, што доприноси јачању поверења у Народну банку Србије и усидрености инфлационих очекивања.

У посматраном периоду, извесно одступање мг. инфлације навише у односу на централну пројекцију из новембра 2019. забележено је **само у Т4 2019. због раста цена хране и свежег поврћа**. Цена хране је порасла пре свега због сезонски неубичајеног раста цена **свежег свињског меса**. Свињско месо на домаћем тржишту неочекивано је поскупело пратећи раст цена у ЕУ, који је био **под утицајем дешавања на међународном тржишту**, тј. чињенице да је у Кини тражња премашила понуду због ширења афричког свињског грипа, па је Кина знатно повећала увоз из ЕУ. У Т4 је **поскупело и свеже поврће**, и то у нешто већој мери него што је уобичајено за тај период године. Међутим, **и поред већег раста у Т4 од очекиваног, цене поврћа су и даље биле на нижем нивоу него крајем 2018.** због претходног снажног пада од маја 2019. с доласком нове пољопривредне сезоне. Остале компоненте ИПЦ-а имале су релативно стабилно кретање, у складу с нашим очекивањима.

**Након Т4 2019, мг. инфлација кретала се у складу с централном пројекцијом из новембра 2019, с тим што су забележена извесна одступања по појединим компонентама инфлације**, као и у другим земљама, у великој мери под утицајем пандемије изазване вирусом корона. Притом, та одступања су била уравнотежена, јер су у супротним смеровима деловала на инфлацију. Реч је пре свега о **ценама нафтних деривата, које су биле ниже од очекиваних, и ценама хране и свежег воћа и поврћа, које су биле нешто више од очекиваних у новембру 2019.** Цене нафтних деривата кретале су се око пројектованог нивоа све до Т2, када су нагло пале због снажног пада светске цене нафте на око 32 долара по барелу, што је за 50% ниже од очекиваног, под утицајем драстичног пада глобалне економске активности услед пандемије. Иако се светска цена нафте делимично опоравила након тога, она се у Т3 и даље налазила знатно испод пројектованог нивоа у новембру 2019, тако да је допринос цена нафтних деривата инфлацији остао негативан. С друге стране,

Графикон V.0.22. Остварење пројекције инфлације из новембра 2019.

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.



цене хране биле су на нешто вишем нивоу него што смо очекивали пре годину дана. Више су и цене хране на светском тржишту, због гомилања залиха у бројним земљама услед бојазни да би интензивније ширење вируса током јесени и зиме могло изазвати проблеме у ланцима снабдевања храном.

Табела А  
Показатељи екстерне позиције Србије

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	I 2020.	II 2020.	III 2020.
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>																
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	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	5,9
Девизне резерве / краткорочни дуг	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	272,9	249,0	259,6	
Девизне резерве / БДП	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	30,2	28,1
Отплата дуга / БДП	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	7,5	6,2	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	15,0	14,3	
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>																
Спољни дуг / БДП	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,4	72,0	65,1	62,2	61,5	61,5	67,2	
Краткорочни дуг / БДП	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,4	10,7	11,3	11,6	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	121,6	138,1	
<b>ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>																
Девизне резерве / М1	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	136,2
Девизне резерве / примарни новац	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	161,9
<b>СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП</b>																
	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,6	106,2	108,2	111,6	112,7	94,4	101,3
<b>МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)</b>																
БДП <sup>1)</sup>	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	45.967	11.025	10.750	12.034
Спољни дуг	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	28.738	31.024	
Сервисирање спољног дуга	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	832	670	
Девизне резерве НБС	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	13.030
Краткорочни дуг <sup>2)</sup>	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	2.326	2.410	
Биланс текућих трансакција	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-957	-350	-407
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)</b>																
	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2019.	2020.	
	Јул	Март/дец.	дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	дец.	Јан/март/Ју/дец.	Март/дец.	дец.	Септ.	дец.	Мај	
<b>S&amp;P</b>	BB-	BB-	BB-	BB	BB-	BB-				BB-	BB	BB		BB+	BB+	
	/стабилан	/негативан	/стабилан	/стабилан	/негативан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван		/позитиван	/стабилан	
<b>Fitch</b>		BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	B+	B+	BB-	BB	BB		BB+			
		/негативан	/стабилан	/стабилан	/негативан	/негативан	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан	/стабилан		/стабилан			
<b>Moody's</b>						B1	B1	Ba3	B1	Ba3	Ba3		Ba3			
						/стабилан	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/позитиван			

## Методолошка објашњења:

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

<sup>1)</sup> Према методологији ESA 2010. Податак за ТЗ 2020. је процена НБС.

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

## Напомене:

- РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6)*. Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
- Од 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 транзит. 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 (476,9 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 (946,1 млн евра, од чега се 426,9 млн евра односи на домаће банке, 519,2 млн евра на домаћа предузећа).
- Отплата спољног дуга за 2019. не укључује превремену отплату дуга по основу еврообвезница.

Табела Б  
Основни макроекономски показатељи

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	I 2020.	II 2020.	III 2020.
Реални раст БДП-а (у %) <sup>1)</sup>	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,1	4,5	4,2	5,1	-6,4	-1,3
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) <sup>2)</sup>	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	1,8
Девизне резерве НБС (у млн евра)	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	13.030
Извоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)</sup>	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	5.566	4.680	5.609
- стопа раста у % у односу на претходну годину	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	5,4	-20,0	-7,5
Увоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)</sup>	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	6.861	5.464	6.582
- стопа раста у % у односу на претходну годину	-	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	-21,0	-6,7
Текући рачун платног биланса <sup>3)</sup> (у млн евра)	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-957	-350	-407
у % БДП-а	-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	-8,7	-3,3	-3,4
Незапосленост по Анкети (у %) <sup>6)</sup>	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	7,3	
Зараде (просечне за период, у еврима) <sup>7)</sup>	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	503,4	504,1
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а) <sup>4)</sup>		-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	-20,4	-4,2
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) <sup>4)</sup>	-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	-20,5	-3,6
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а) <sup>5)</sup>	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	56,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	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	100,63
Курс динара према долару (крај периода)	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	100,17
Курс динара према евра (просек у периоду)	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	117,59
Курс динара према евра (крај периода)	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	117,58
МЕМОРАНДУМ:																
БДП (у млн евра) <sup>5)</sup>	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.740	36.779	39.235	42.892	45.967	11.025	10.750	12.034

<sup>1)</sup> У сталним ценама претходне године. Податак за ТЗ 2020. је флеш процена РЗС-а.

<sup>2)</sup> Цене на мало до 2006. године.

<sup>3)</sup> 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.

<sup>4)</sup> Консолидовани (од 2005) и републички (од 2008) дефицит укључују плаћање активираних гаранција, докапитализације банака и преузимања дуга, према методологији ММФ-а. Податак за ТЗ 2020. је процена НБС.

<sup>5)</sup> Према методологији ЕСА 2010. Податак за ТЗ 2020. је процена НБС.

<sup>6)</sup> Нова методологија *Анкете о радној снази* од 2014. године.

<sup>7)</sup> 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 прерачуан динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за ТЗ 2020. је просек два месеца.

<sup>8)</sup> Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су са вебсајта Министарства финансија.

#### Напомене:

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



## Списак графикана и табела

### Графикони

III.0.1.	Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији	11
III.0.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	11
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	12
III.0.4.	Допринос мг. стопи раста произвођачких цена	13
III.0.5.	Допринос појединих компоненти мг. стопи раста увозних цена	13
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	14
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	14
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	15
IV.1.1.	Динарска ликвидност	17
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	17
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	18
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	18
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	19
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	19
IV.1.7.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	25
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	25
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	26
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	27
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	27
IV.1.12.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	28
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	28
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	29
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	29
IV.2.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	30
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	31
IV.2.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	31
IV.2.6.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	32
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	32
IV.2.8.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип.	33
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	33
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	34
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	35
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	41
IV.4.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	41
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	42
IV.4.4.	Показатељи активности сектора услуга	42
IV.5.1.	Просечна номинална нето зарада	47
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	47
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	48
IV.5.4.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	49
IV.5.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	49
IV.6.1.	Водећи <i>PMI</i> индекс глобалне економске активности од почетка 2019.	49
IV.6.2.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	50
IV.6.3.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	50
IV.6.4.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	51

IV.6.5.	Доприноси стопи раста БДП-а на годишњем нивоу у САД	52
IV.6.6.	Водећи економски показатељи у САД	52
IV.6.7.	Кретања на тржишту рада у САД	52
IV.6.8.	Мг. стопе раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе	53
IV.6.9.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а у Т2 2020.	53
IV.6.10.	Водећи показатељи активности у секторима производње и услуга у Кини	53
IV.6.11.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	54
IV.6.12.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у 2020.	54
IV.6.13.	Кретање индекса потрошачких цена за Западни Балкан	55
IV.6.14.	Кретање референтних стопа по земљама	55
IV.6.15.	Инфлација и циљ по земљама у септемру 2020.	56
IV.6.16.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	61
IV.6.17.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	61
IV.6.18.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	61
IV.6.19.	Кретање цена нафте и бакра	62
IV.6.20.	Индекс цена примарних производа	63
IV.6.21.	Индекс светских цена хране	63
V.0.1.	Индустријска производња по земљама у 2020.	65
V.0.2.	Пројекција раста БДП-а	66
V.0.3.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	66
V.0.4.	ММФ-ове пројекције глобалног реалног привредног раста за 2020. и 2021.	66
V.0.5.	Показатељ екстерне тражње	67
V.0.6.	Реални раст извоза и увоза	68
V.0.7.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	69
V.0.8.	Доприноси реалном расту БДП-а	69
V.0.9.	Кретање инвестиција у основне фондове	70
V.0.10.	Доприноси реалном расту БДП-а, производа страна	70
V.0.11.	Краткорочна пројекција инфлације	79
V.0.12.	Пројекција инфлације	79
V.0.13.	Поређење кризе изазвае <i>COVID-19</i> и светске финансијске кризе	80
V.0.14.	Пројекција компонената инфлације	81
V.0.15.	Пројектовано кретање производног јаза	81
V.0.16.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	82
V.0.17.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	82
V.0.18.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	83
V.0.19.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	83
V.0.20.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	83
V.0.21.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	87
V.0.22.	Остварење пројекције инфлације из новембра 2019.	88

## Табеле

II.1.	Одговор Народне банке Србије на <i>COVID-19</i>	10
III.0.1.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т3 2020.	12
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	25
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	41
IV.5.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	48
IV.6.1.	Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	56

V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. ММФ-а	67
V.0.2.	Процена привредног раста по земљама	67
V.0.3.	Кључни ризици пројекције БДП-а	74
V.0.4.	Најважније претпоставке пројекције	80
V.0.5.	Кључни ризици пројекције инфлације	86

Табела А.	Показатељи екстерне позиције Србије	90
-----------	-------------------------------------	----

Табела Б.	Основни макроекономски показатељи	91
-----------	-----------------------------------	----

### Графикони у освртима

O.1.1.	Кретање репо стопе и каматних стопа <i>BELIBOR</i>	22
O.1.2.	Кретање каматних стопа на кредите и каматних стопа <i>BELIBOR</i>	22
O.2.1.	Утицај <i>COVID-19</i> на аутомобилску индустрију ЕУ	38
O.2.2.	Број нових регистрованих путничких аутомобила у ЕУ по месецима 2019–2020.	38
O.2.3.	Укупан извоз ауто-компонената Србије, по месецима 2019–2020.	38
O.2.4.	Динамика извоза ауто-компонената Србије и производње аутомобила у Немачкој	39
O.2.5.	Извоз ауто-компонената Србије на најважнија тржишта, по месецима 2019–2020.	39
O.2.6.	Глобална продаја аутомобила по кључним тржиштима и пројекција за 2020.	40
O.3.1.	Динамика пословних расхода и пословних прихода домаће привреде у периоду 2014–2019.	43
O.4.1.	Инфлација у развијеним земљама	58
O.4.2.	Инфлација у тржиштима у успону и развоју	58
O.4.3.	Процене неутралне каматне стопе	59
O.4.4.	Стопа незапослености и мг. инфлација у САД	59
O.5.1.	Ниво индустријске производње	75
O.5.2.	Показатељи услужних сектора	76
O.5.3.	Извоз прерађивачке индустрије у 2020.	76
O.5.4.	Грешке предвиђања БДП-а по годинама	78

### Табела у осврту

O.1.1.	Оцењени коефицијенти модела за <i>BELIBOR</i>	22
O.1.2.	Оцењени коефицијенти модела за каматне стопе на кредите становништву	23
O.1.3.	Оцењени коефицијенти модела за каматне стопе на кредите привреди	23
O.3.1.	Однос пословних трошкова и пословних прихода домаће привреде у периоду 2014–2019.	44
O.3.2.	Однос пословних трошкова и пословних прихода предузећа у прерађивачкој индустрији у периоду 2014–2019.	45
O.5.1.	Пројекције БДП-а Србије	77

**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	1,25	0
8. октобар	1,25	0
12. новембар	1,25	0
10. децембар		



## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 9. 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 претходно предузетих мера монетарне политике ради ублажавања негативних последица пандемије и подстицања привредног раста. Извршни одбор очекује да ће досадашње ублажавање монетарне политике, а пре свега смањење референтне каматне стопе за један процентни поен у односу на преткризни ниво, наставити да доприноси очувању повољних услова финансирања привреде и грађана и расту њиховог расположивог дохотка и у наредном периоду.

У складу са очекивањима Извршног одбора, економски опоравак наше привреде уследио је од маја и у већини производних и услужних сектора био је бржи од очекивања, тако да је, према процени Републичког завода за статистику, у првој половини године привредна активност у Србији била нижа за око 0,8% у односу на исти период претходне године, што је бољи исход од првобитно очекиваног.

Извршни одбор истиче да је таквом исходу допринело то што је Србија ову глобалну кризу дочекала у знатно повољнијој позицији у односу на претходне кризе. То је створило простор за доношење обимних монетарних и фискалних мера, као и за евентуалне будуће мере ако то буде потребно, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности и фискалне позиције државе. Извршни одбор очекује да ће започети опоравак бити настављен у наредном периоду и да ће већ наредне године бити престигнут преткризни ниво привредне активности.

Бржем опоравку домаће привреде требало би да допринесу и стимулативне мере Народне банке Србије, које, поред омогућеног продуженог застоја у отплати кредитних обавеза и обавеза по основу финансијског лизинга за два месеца, предузећима обезбеђују повољније услове финансирања у динарима у оквиру гарантне шеме Владе Републике Србије, а становништву олакшавају узимање стамбених кредита, као и отплату кредита и за остале намене. Извршни одбор је имао у виду и очекиване ефекте обимног пакета фискалних мера (у укупном износу од преко 12% бруто домаћег производа), којима је обезбеђена снажна подршка приватном сектору како би опоравак наше привреде од пандемије био што бржи.

Извршни одбор наглашава да је доношење поменутих подстицајних мера било могуће у условима очуване ниске и стабилне инфлације, чему су допринели, пре свега, обезбеђена релативна стабилност девизног курса и пуна снабдевеност тржишта робом и у условима кризе, као и усидрена инфлациона очекивања. Инфлација је у јулу износила 2% међугодишње, а према оцени Извршног одбора око тог нивоа наставиће да се креће и у наредним месецима. 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 глобалном нивоу, након знатног пада привредне активности током другог тромесечја изазваног пандемијом вируса корона, уследило је постепено ублажавање здравствених мера и започет је опоравак економске активности, који је у многим земљама био подстакнут и предузетим експанзивним мерама монетарне и фискалне политике. Иако кретања у међународном окружењу и даље карактерише висок степен неизвесности, показатељи економске активности од јуна указују на опоравак светске економије од кризе изазване пандемијом, а у појединим земљама, укључујући и нашег најзначајнијег трговинског партнера – зону евра, тај опоравак се за сада одвија изнад претходних очекивања. Кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље су волатилна, на шта се, поред неизвесности око тока пандемије, одражавају и економске тензије између САД и Кине.

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

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 10. 2020.

Извршни одбор Народне банке Србије на данашњој седници разматрао је актуелна макроекономска кретања и очекивања за наредни период и донео одлуку 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 претходно предузетих мера монетарне политике ради ублажавања негативних последица пандемије и подстицања привредног раста. Извршни одбор је истакао да резултати у већини производних и услужних делатности четврти месец заредом превазилазе очекивања. Сасвим је извесно да ће на нивоу године стопа раста бруто домаћег производа бити боља од раније пројектоване од  $-1,5\%$  и да ће, према новој пројекцији, смањење износити око  $1\%$ , уз израженије ризике ка још повољнијем исходу (асиметричне навише), што ће бити један од најбољих резултата у Европи. Већ је достигнут преткризни ниво активности у индустрији и трговини на мало, извоз је на путу нормализације, а ревидирана пројекција бруто домаћег производа за 2020. одражава и боље резултате у грађевинарству и пољопривреди. Повољне изгледе потврђује и прилив страних директних инвестиција, који је остао солидан упркос пандемији и економском успоравању наших највећих спољнотрговинских партнера и који даље у потпуности покрива дефицит текућег рачуна. Брз опоравак наше привреде најбоље потврђује адекватност мера и активности које координирано спроводе Народна банка Србије, Влада и председник Републике, захваљујући чему смо очували производне капацитете и запосленост, а уједно и спречили већи пад пословног и потрошачког поверења. Извршни одбор очекује да ће досадашње ублажавање монетарне политике и у наредном периоду наставити да доприноси очувању повољних услова финансирања привреде и грађана и расту њиховог расположивог дохотка. То ће подстаћи даљи раст домаће тражње и, уз постепени опоравак екстерне тражње, омогућити да већ у првој половини наредне године буде премашен преткризни ниво економске активности.

Извршни одбор наглашава да је доношење поменутих подстицајних мера било могуће у условима очуване ниске и стабилне инфлације, чему су допринели, пре свега, обезбеђена релативна стабилност девизног курса и пуна снабдевеност тржишта робом и у условима кризе, као и усидрена инфлациона очекивања. Инфлација је у августу била стабилна на нивоу од  $1,9\%$  међугодишње, а, према оцени Извршног одбора, око тог нивоа наставиће да се креће и у наредним месецима. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у средњем року, чему би требало да допринесе опоравак тражње, подстакнут мерама монетарне и фискалне политике.

Иако се економска активност на глобалном нивоу постепено опоравља, делом и захваљујући монетарним мерама водећих централних банака и фискалним мерама, изгледи за наредни период и даље у највећој мери зависе од тока пандемије. Опоравак нашег најважнијег трговинског и финансијског партнера, зоне евра, за сада се одвија изнад претходних очекивања, чему доприносе и стимулативне мере Европске централне банке. Кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље су волатилна, на шта се, поред неизвесности око тока пандемије, одражавају и геополитичке тензије у свету.

Извршни одбор истиче и повећану отпорност наше економије на потресе из међународног окружења, као резултат одговорног вођења економске политике у претходним годинама и адекватног одговора на актуелну глобалну кризу. О томе говори и чињеница да је Србија успела да очува кредитни рејтинг и током пандемије, што је јасно признање успеха Владе и Народној банци Србије на очувању макроекономске и финансијске стабилности Србије и повољних изгледа за привредни раст.

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

#### Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 11. 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 претходно предузетих мера монетарне и фискалне политике ради ублажавања негативних последица пандемије и подстицања привредног раста. Извршни одбор очекује да ће правовремено предузете економске мере наставити повољно да делују на услове финансирања привреде и грађана и раст њиховог расположивог дохотка.

Правовремена и адекватна подршка Народне банке Србије и Владе нашој привреди у великој мери је заслужна за мањи пад економске активности у другом тромесечју од иницијално очекиваног, као и за боље резултате током трећег тромесечја. Имајући то у виду, Народна банка Србије је кориговала навише пројекцију раста бруто домаћег производа за ову годину, са  $-1,5\%$  на  $-1\%$ , што ће бити један од најбољих резултата у Европи. Повољним кретањима и у условима пандемије посебно доприноси опоравак инвестиција, који је био бржи од очекиваног.

Томе је у великој мери допринело очување производних капацитета и радних места, убрзање реализације инфраструктурних пројеката, као и обезбеђени повољнији услови финансирања. Требало би да опоравак од кризе, вођен растом домаће и екстерне тражње, наредне године буде више него потпун, уз стопу раста бруто домаћег производа од око 6%.

Извршни одбор наглашава да је инфлација у Србији остала на ниском и стабилном нивоу и током пандемије, као што је то била и у протеклих седам година. Важан фактор те стабилности била је и остала обезбеђена релативна стабилност девизног курса, као и усидреност инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде, што потврђује кредибилитет монетарне политике. Укупна инфлација у септембру износила је 1,8% на међугодишњем нивоу, а на сличном нивоу је и базна инфлација (1,7%). Према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће се и у наредном периоду кретати у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља, а са очекиваним даљим опоравком тражње, током 2022. године почеће постепено да се приближава централној вредности циља од 3%. Оваква кретања указују на то да у наредном периоду постоји простор за додатне мере ублажавања монетарне политике.

Иако је опоравак глобалне економске активности од маја бржи него што се очекивало, забрињава убрзано ширење вируса од октобра, пре свега у Европи. Опоравак нашег најважнијег трговинског и финансијског партнера – зоне евра биће подржан додатним стимулативним мерама Европске централне банке које су најављене за децембар, као и фискалним подстицајима великог броја земаља. Кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље налажу опрезно вођење монетарне политике, на шта се, поред неизвесности око тока пандемије, одражавају и геополитичке тензије у свету. Међутим, Извршни одбор истиче повећану отпорност наше економије на потресе из међународног окружења, као резултат одговорног вођења економске политике у претходним годинама и адекватног одговора на актуелну глобалну кризу.

Народна банка Србије је донела одлуку да у амбијенту поново пооштрене здравствене ситуације делује економски проактивно и превентивно, обезбеђујући могућност коришћења додатне јефтине динарске ликвидности. Банке ће имати на располагању две линије за обезбеђење динарске ликвидности – путем додатних своп аукција куповине девиза и аукција репо куповине хартија од вредности. На овај начин, у амбијенту опоравка домаће економије бржег од очекиваног, Народна банка Србије настоји да ниво доступне и јефтине ликвидности у банкарском, а преко њега и у привредном сектору – одржи довољно високим, како би се обезбедио наставак подстицајног деловања.

У банкарском сектору и даље су присутни значајни вишкови динарске ликвидности, а обезбеђење додатних средстава треба да учини услове финансирања још повољнијим одржавањем каматних стопа на ниским нивоима и да подстакне раст кредитне активности банака. Организовањем своп и репо аукција на редовној недељној основи (понедељком – свопови и четвртком – репо аукције), банкама се пружа могућност да прибаве потребну динарску ликвидност на рок од три месеца по повољним условима, користећи девизе или динарске хартије од вредности као колатерал. Прве аукције биће организоване 16. новембра (свопови) и 19. новембра (репо аукције).

Извршни одбор ће наставити пажљиво да прати кретање и утицај кључних фактора из домаћег и међународног окружења на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка. У координацији с Владом, Извршни одбор је спреман да реагује ако се негативни ефекти пандемије на кретања у домаћем и међународном окружењу појачају.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио новембарски Извештај о инфлацији, који ће бити објављен 18. новембра. Поред нове пројекције инфлације и бруто домаћег производа, Извештај о инфлацији садржи детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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





**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