



Народна банка Србије

2020
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2020
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 100 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.

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

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. маја 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
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 15. априла.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
<i>Осврт 1: Економске мере у Србији у борби против пандемије вируса корона</i>	9
III. Кретање инфлације	13
IV. Детерминанте инфлације	17
1. Кретања на финансијском тржишту	17
2. Новац и кредити	23
3. Агрегатна тражња	26
4. Економска активност	29
<i>Осврт 2: Прве процене утицаја вируса корона на макроекономска кретања у Србији</i>	32
5. Кретања на тржишту рада	35
6. Међународно окружење	37
<i>Осврт 3: Утицај вируса корона на светску привреду</i>	41
<i>Осврт 4: Мере централних банака и влада ради ублажавања негативних економских последица вируса корона</i>	51
V. Пројекција	55
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	70
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	71
Списак графикана и табела	72
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	75
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	76

I. Резиме

Иако су се крајем 2019. појавили сигнали да је започет опоравак највећих светских привреда, за који се очекивало да ће се постепено убрзавати, изненадна и неочекивана ескалација пандемије вируса корона на глобалном нивоу, према проценама међународних институција, ове године за последицу ће имати **рецесију светске привреде**, а повратак бруто домаћег производа на ниво пре кризе изазване пандемијом не очекује се пре 2022. Према оцени Међународног монетарног фонда, за само три месеца изгледа за раст светске привреде у 2020. години погоршани су са очекивана 3,3% на -3,0%, што је знатно већи пад него током светске економске кризе 2009. године, када је светка привреда забележила пад од 0,1%. Нарочито је погођена зона евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, не само због смањене екстерне тражње и прекинутих ланаца снабдевања већ и услед уведених мера социјалног дистанцирања како би се сачували људски животи. Пад економске активности на светском нивоу био би и већи да централне банке већине земаља нису реаговале **ублажавањем монетарних политика**, конвенционалним и неконвенционалним мерама, а владе **обимним фискалним пакетима** који имају за циљ да подрже привреду током кризе и обезбеде јој што бржи опоравак након пандемије. Иако ће то за последицу имати раст фискалне неравнотеже и раст дугова јавног и приватног сектора у многим земљама, водеће међународне институције сагласне су у томе да приоритет у овом моменту треба да има привредни опоравак.

И поред знатног ублажавања монетарних политика водећих централних банака, повећана је **неизвесност на међународном финансијском тржишту**, при чему је у условима повећаних улагања у сигурну активу (злато, државне хартије од вредности развијених земаља) прилив капитала у земље у успону смањен. Успоравање економске активности и погоршани изгледи за глобални привредни раст одразили су се и на **пад светске цене нафте и других примарних производа**. На ниже цене нафте током марта додатно је утицало то што Русија и Саудијска Арабија нису постигле договор у погледу ограничења производње, да би средином априла, услед даљег пада тражње, фјучерси на нафту ушли у негативну зону,

Пандемија вируса корона ће, по свој прилици, светску привреду ове године увести у рецесију, вероватно највећу од Велике депресије 1930-их година, а постепен опоравак требало би да уследи у другој половини године.

Погоршање изгледа за глобални привредни раст повећало је неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, што се одразило и на пад цена примарних производа на светском тржишту, пре свега нафте.

Период пре избијања пандемије обележила су повољна макроекономска кретања на домаћем тржишту – на шта су указивали водећи показатељи економске активности расположиви у месечној динамици, показатељи на тржишту рада, као и фискална и монетарна кретања.

У условима новонастале кризе, Србија је још пре проглашења ванредног стања (15. марта) донела прве економске мере за подршку домаћој економији, пре свега ублажавање монетарне политике.

Планирано једнократно повећање дефицита и јавног дуга у овој години, ради обезбеђења адекватне подршке привреди и грађанима у борби с пандемијом, не угрожава солвентност земље и не доводи у питање одрживост јавних финансија Србије.

први пут у историји. Пад цена нафте одразио се и на **успоравање инфлације** на светском нивоу претходних месеци, а преовлађује став да ће инфлација остати ниска у условима нижих цена нафте и ниже тражње.

Србија је кризу изазвану пандемијом дочекала у **знатно повољнијој позицији**, са стопом привредног раста од 4,3% просечно у претходне две године, ниском и стабилном инфлацијом седму годину заредом, елиминисаном фискалном неравнотежом и редукованом екстерном неравнотежом, као и девизним резервама земље на највишем нивоу од када се прате. Водећи месечни показатељи економске активности и извора њеног финансирања на домаћем тржишту за прва два месеца 2020. били су повољни, а многи и изнад очекивања Народне банке Србије. Смањење економске активности уследило је у другој половини марта, на шта су се, поред ниже екстерне тражње, одразили и отежани услови пословања у многим делатностима.

Народна банка Србије била је прва институција у земљи и једна од првих централних банака у региону која је на пандемију вируса одговорила доношењем конкретних мера. На ванредној седници 11. марта донета је одлука о **смањењу референтне каматне стопе** за 50 базних поена, на 1,75%, а сужен је и коридор основних каматних стопа, са $\pm 1,25\%$ на $\pm 1,0\%$ у односу на референтну каматну стопу, како би се очували повољни услови финансирања за привреду и грађане. Процењујући да су негативни ефекти вируса по глобални привредни раст већи од претходно процењених, као и да ниски инфлаторни притисци то омогућавају, на седници у априлу Народна банка Србије је референтну каматну стопу снизила за додатних 25 базних поена, на ниво од 1,5%. Поред тога, организовањем репо куповине динарских државних хартија од вредности и редовних и додатних девизних своп аукција, Народна банка Србије обезбедила је банкама додатну динарску и девизну ликвидност како би могле да наставе с пружањем кредитне подршке привреди и грађанима. То је резултирало растом вишкова динарске ликвидности банака и смањењем каматних стопа на тржишту новца.

Одговорна фискална политика у претходних неколико година и њена пуна координација с монетарном политиком, која је резултирала елиминисаном фискалном неравнотежом и свођењем учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу у одрживе оквире, омогућила је да Влада Републике Србије крајем марта донесе *Програм економских мера*

за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије. Наведени програм, у вредности од 608 милијарди динара, према проценама Министарства финансија, за последицу имаће дефицит на консолидованом нивоу ове године од око 7% бруто домаћег производа, док јавни дуг не би требало да пређе 60%. Према нашој оцени, наведено једнократно повећање дефицита и јавног дуга у овој години не угрожава солвентност земље и не доводи у питање одрживост јавних финансија Србије.

Важан део Програма економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије чине кредити за ликвидност намењени микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима, који ће се реализовати преко Фонда за развој, као и преко пословних банака уз гаранцију државе. Поред тога, директна подршка привреди и грађанима пружена је омогућавањем мораторијума на отплату кредитних обавеза, као и обавеза по основу финансијског лизинга, у трајању од најмање 90 дана. Истовремено, та мера доприноси очувању и даљем јачању стабилности финансијског система, које је остварено пре свега системским решавањем питања **проблематичних кредита**, захваљујући чему је њихово учешће у укупним кредитима снижено на 4,0%. Кретања на кредитном тржишту била су веома повољна, при чему је раст **кредитне активности** на међугодишњем нивоу убрзавао из месеца у месец и у марту је износио 11,9%, као резултат убрзања раста кредита привреди (уз допринос укупном расту кредита од око 7,5 процентних поена у марту). Не мање важно, услови кредитирања на домаћем тржишту остали су повољни. Тако је просечна каматна стопа на кредите привреди у динарима почетком године спуштена на нови минимум и додатно се приближила каматној стопи у еврима.

Спољнотрговинска размена Србије расла је у прва два месеца, уз бржи раст извоза робе и услуга (12,2% међугодишње) од увоза (11,8% међугодишње), упркос успоравању екстерне тражње, да би у марту, у условима шока на светском тржишту, извоз био смањен, а раст увоза успорен. С обзиром на веће учешће увоза у структури спољне трговине од извоза, дефицит у трговини робом повећан је на нивоу тромесечја, а тиме и дефицит текућег рачуна, али је он и даље готово у пуној мери био покривен нето приливом страних директних инвестиција (од око 822 милиона евра, према прелиминарним подацима). По основу портфолио инвестиција забележен је нето одлив у износу од 134 милиона евра, али је он пре

Наставља се снажан кредитни раст, уз повољну структуру и повољне услове задуживања.

Криза изазвана вирусом корона и последичним падом домаће тражње довешће до оштрог смањења увоза и редукације текућег дефицита у 2020.

свега последица исплате доспелих преосталих еврообвезница емитованих 2013. године. Према нашој процени, пад екстерне тражње и ограничења на страни понуде условиће у наставку године пад извоза, али ће услед смањене домаће тражње, увоз бити још више погођен. То ће, уз ниже цене нафте, допринети смањењу дефицита текућег рачуна на око 5% бруто домаћег производа ове године. У средњем року, по основу повећаних извозних капацитета и очекиваног глобалног економског опоравка треба очекивати благо смањење учешћа текућег дефицита у бруто домаћем производу, при чему ће темпо тог смањења зависити од динамике инвестиционог циклуса у наредном периоду.

Вођена растом инвестиција, а подржана и другим компонентама домаће тражње, економска активност је и у првом тромесечју остварила релативно висок раст (наша процена је да је раст износио око 5%), упркос смањеној активности од средине марта.

Економска активност је у прва два месеца расла по релативно високој међугодишњој стопи, на шта указују пре свега кретање индустријске производње, промет у трговини на мало, показатељи из области грађевинарства и наставак позитивних трендова на тржишту рада, да би застој, а у појединим услужним секторима и прекид активности, уследио у другој половини марта. Ипак, то се није у већој мери негативно одразило на динамику раста бруто домаћег производа на нивоу тромесечја. Процењујемо да је бруто домаћи производ у првом тромесечју остварио међугодишњи раст од око 5%, који је, посматрано с расходне стране, био вођен растом инвестиција и потрошње домаћинства, а с производне стране, већом активношћу у сектору услуга, грађевинарства и индустрије. Индустријска производња је од средине претходне године расла и њен физички обим у првом тромесечју убрзан је на 4,4% међугодишње. Како је у истом периоду екстерна тражња успорила, раст индустријске производње од друге половине 2019. у потпуности се дугује инвестиционом циклусу у земљи, којим су створени нови производни капацитети.

Полазећи од најновијих кретања у међународном окружењу, ефеката здравствених мера на економску активност и узимајући у обзир донете мере за подршку привреди и становништву, пројекцију раста српске привреде за 2020. годину ревидирали смо наниже, са 4% на -1,5%. Имајући у виду задржану повољну средњорочну перспективу наше земље и донете економске мере, у наредној години очекујемо више него потпуни опоравак од кризе, уз стопу привредног раста од око 6%.

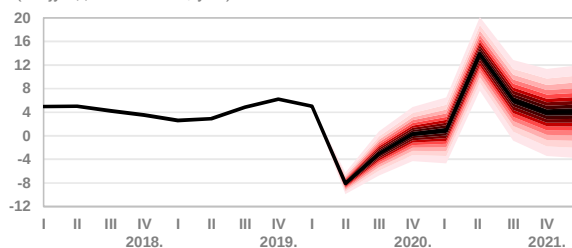
Пад екстерне тражње, али и предузете мере за заштиту здравља људи неминовно ће се одразити на смањену активност у свим привредним секторима током другог тромесечја, док би у наставку године требало да уследи опоравак, потпомогнут донетим мерама Владе и Народне банке Србије. Посматрано с производне стране, најзначајнији негативан утицај ове године потећи ће од услужног сектора, док ће у најмањој мери бити погођено грађевинарство, с обзиром на то да грађевински радови на најзначајнијим инфраструктурним пројектима нису прекидани ни након проглашења ванредног стања, него су само били успорени, а већ од маја очекује се наставак радова у пуном капацитету. Посматрано с

расходне стране, домаћа тражња ће бити у паду, док ће позитивно допринети нето извоз услед очекиваног већег пада увоза од извоза. При томе, поменуте економске мере доприносе да пад ове године не буде знатно већи, а затим да наредне године уследи убрзан опоравак, вођен домаћом тражњом и извозом, што ће обезбедити повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње. И Међународни монетарни фонд слаже се са оценом да ће Србија бити једна од ретких земаља која ће се већ наредне године више него потпуно опоравити од кризе. **Ризици пројекције бруто домаћег производа** у највећој мери потичу од неизвесности у погледу трајања пандемије на светском нивоу, брзине којом ће се уведене мере социјалног дистанцирања повлачити, као и саме величине шока. Ризици пројекције који потичу из међународног окружења асиметрични су наниже, пре свега у погледу брзине опоравка зоне евра, док су ризици који потичу из домаћег окружења асиметрични навише због могућег бржег опоравка инвестиција од очекиваног.

У складу са очекивањима изнетим у фебруарском Извештају о инфлацији, **међугодишња инфлација** је током првог тромесечја успорила раст и у марту је износила 1,3%. На њено успоравање у највећој мери је утицао већи међугодишњи пад цена поврћа, као последица ефекта њихове високе базе из истог периода 2019, а затим знатан пад цена нафтних деривата. И даље ниске инфлаторне притиске потврђује и базна инфлација, која је током првог тромесечја наставила стабилно кретање и у марту је износила 1,6%. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и за годину и за две године унапред налазе у доњем делу циљаног распона.

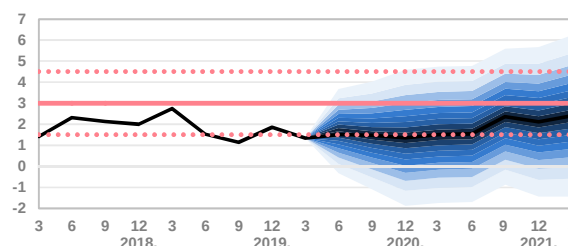
Према мајској централној пројекцији, **међугодишња инфлација** ће се средином године вратити у границе циља, чему ће допринети ишчежавање базног ефекта код цена поврћа, а затим ће до краја године наставити да се креће око доње границе циља, у условима ниских увозних цена, укључујући и цене нафте, као и ниже тражње. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у 2021. услед очекиваног опоравка тражње. Ипак, очекујемо да се у хоризонту пројекције, тј. у наредне две године, инфлација задржи испод централне вредности циља од 3,0%. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на брзину глобалног привредног раста и трговине, токове капитала према земљама у успону и цене

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



Инфлација се од почетка године креће у складу са очекивањима Народне банке Србије.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



У поређењу с претходном, нова пројекција инфлације је на нижем нивоу ове и наредне године услед нижих цена нафте и очекиваног смањења тражње.

нафте и других примарних производа. Ризици за остварење пројекције односе се и на брзину опоравка домаће тражње, кретање домаћих регулисаних цена и карактер нове пољопривредне сезоне, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне. У складу с тим, одлуке монетарне политике у наредном периоду, поред процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике, зависиће и од очекиваног кретања кључних фактора из домаћег и међународног окружења и њиховог утицаја на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Извршни одбор Народне банке Србије смањио је у марту и априлу референтну каматну стопу за укупно 75 б.п., на 1,5%, како би се умањили негативни ефекти вируса корона на економску активност и истовремено обезбедило одржавање инфлације у границама циља у средњем року. Такође, у марту је сужен коридор основних каматних стопа Народне банке Србије, са $\pm 1,25$ п.п. на ± 1 п.п. у односу на референтну каматну стопу. Обезбеђење ликвидности банкама омогућено је репо операцијама куповине динарских државних ХоВ и додатном своп операцијом куповине девиза. Координираном реакцијом Владе Републике Србије и Народне банке Србије обезбеђена је и директна подршка свим дужницима доношењем мораторијума на отплату кредита у трајању од најмање 90 дана, као и пакета фискалне помоћи привреди и грађанима.

Извршни одбор наглашава да су донете мере монетарне и фискалне политике ради подршке привредном расту биле могуће у условима обезбеђене макроекономске стабилности, а пре свега ниске и стабилне инфлације, елиминисане фискалне и смањене екстерне неравнотеже, што је истовремено повећало отпорност домаће привреде на ризике из међународног окружења.

Интензивније ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у периоду од претходног Извештаја о инфлацији има за циљ да умањи негативне ефекте вируса корона на економску активност, уз истовремено одржавање инфлације у границама циља у средњем року. Брзо ширење вируса у готово свим земљама света и увођење мера за његово ограничавање проузроковало је изразит раст неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту. Светска здравствена организација је 11. марта 2020. прогласила глобалну пандемију изазвану вирусом корона, а Извршни одбор Народне банке Србије је истог дана, на ванредној седници, реаговао смањењем референтне каматне стопе за 50 б.п. На седници у априлу, Извршни одбор је смањио референтну каматну стопу за додатних 25 б.п., на 1,5%, имајући у виду да су показатељи из међународног окружења указивали на то да су негативни ефекти вируса по глобални привредни раст већи од претходно процењених. То се одражава и на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, као и на одлуке централних банака и влада земаља широм света.

Извршни одбор је на седници у марту одлучио да **сузи коридор основних каматних стопа, са $\pm 1,25$ п.п. на ± 1 п.п.** у односу на референтну каматну стопу. Тиме је каматна стопа на депозитне олакшице смањена за

25 б.п., на 0,75%, а стопа на кредитне олакшице за 75 б.п., на ниво од 2,75%. Народна банка Србије је предузела и додатне мере за подршку ликвидности банкама путем репо операција куповине динарских државних ХоВ и додатне своп операције куповине девиза EUR/RSD. Такође, координираном реакцијом Владе Републике Србије и Народне банке Србије прописан је застој у отплати обавеза (мораторијум) за све дужнике који то желе, а који не може бити краћи од 90 дана, односно од дужине трајања ванредног стања које је уведено због пандемије.

Могућност да Народна банка Србије реагује поменутих мерама и да, са своје стране и у пуној координацији с Владом, допринесе умањењу негативних ефеката пандемије створена је у претходном периоду. **Србија је ову кризу дочекала у знатно повољнијој позицији,** са стопом привредног раста од преко 4,3% просечно у претходне две године, ниском и стабилном инфлацијом седму годину заредом, елиминисаном фискалном неравнотежом и знатно редукованом екстерном неравнотежом, као и девизним резервама земље на највишем нивоу од када се прате.

Таква позиција Србије омогућила је да се **снажно реагује и монетарним и фискалним мерама, у складу с најбољом светском праксом, а да то не**

угрози макроекономску стабилност. Влада Србије донела је *Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19*, вредан 608,3 млрд динара (5,1 млрд евра). Пакет мера усмерен је пре свега на помоћ приватном сектору како би се умањили негативни ефекти кризе изазване вирусом корона на смањење пословне активности и запослености. Циљ је да се очувају радна места и предузећа и убрза опоравак након окончања пандемије. Захваљујући фискалној консолидацији спроведеној у претходном периоду, јавне финансије Србије имају капацитет да се изборе са актуелном кризом без угрожавања постигнуте ниске и стабилне инфлације, као и других показатеља макроекономске стабилности.

Према оцени Извршног одбора, **инфлаторни притисци и даље ће бити ниски, уз нешто израженије ризике да би инфлација могла бити и нижа од фебруарске средњорочне пројекције.** Извршни одбор је имао у виду то да је због пандемије цена нафте на светском тржишту знатно опала, јер је смањена тражња у условима прекомерне понуде. Због пандемије, процењује се да ће агрегатна тражња бити нижа од очекиване, иако би њено смањење требало да буде ублажено предузетим мерама монетарне и фискалне политике.

Ширење вируса корона знатно је погоршало изгледе за глобални привредни раст, због чега се у великој мери смањују пројекције привредног раста за ову годину и за све водеће земље света и за земље у успону. На смањену економску активност утицао је отежан рад многих услужних делатности, застој, а у појединим случајевима и прекид у глобалним производним ланцима, као и пад потрошачког и пословног поверења. У таквим условима повећана је неизвесност на међународном финансијском тржишту, а инвеститори дају предност улагањима у сигурну активу, што је за последицу имало пад индекса на светским берзама и раст цене злата и државних ХоВ развијених земаља.

Како би умањиле негативне ефекте кризе, бројне централне банке у свету реаговале су додатним ублажавањем својих монетарних политика и знатним неконвенционалним мерама. Тако је ФЕД смањио распон референтне каматне стопе готово на нулти ниво и донео програм квантитативног попуштања, који није ограничен ни временски ни по обиму и представља највећу интервенцију централне банке у њеној историји од више од 100 година. У условима референтне каматне стопе, која се од 2016. године налази на нултом нивоу, ЕЦБ је повећала обим

програма куповине активе. Поред тога, владе бројних земаља реаговале су обимним пакетима фискалне помоћи. Одлучујући о ублажавању монетарне политике, Извршни одбор је имао у виду да би координиране акције монетарне и фискалне политике у највећим привредама света требало да допринесу ублажавању негативних ефеката по глобални привредни раст и задржавању повољних услова финансирања на међународном тржишту у новонасталој ситуацији.

Извршни одбор је навео да су **подаци о кретању показатеља економске активности у Србији и изворима њеног финансирања на домаћем тржишту за прва два месеца били повољни, а многи и изнад очекивања Народне банке Србије.** Смањење економске активности уследило је у другој половини марта, на шта су се, поред ниже екстерне тражње, одразили и отежани услови пословања у многим делатностима. **Након пада у Т2, опоравак економске активности требало би да уследи у наставку године, при чему ће брзина опоравка зависити од дужине трајања пандемије.** Према оцени Извршног одбора, средњорочна перспектива економије и даље је повољна, а ублажавању негативних ефеката кризе по економску активност у кратком року требало би да допринесу донете мере монетарне и фискалне политике.

На седници у мају, Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе, имајући пре свега у виду да ће се ефекти претходно предузетих мера монетарне политике у већој мери испољити с даљим успостављањем економске активности. Извршни одбор је истакао да је директна подршка приватном сектору, који је највише погођен овом кризом, обезбеђена благовременим и координираним активностима Владе Републике Србије и Народне банке Србије – мерама за подршку ликвидности банкарском сектору, мораторијумом на отплату кредита и пакетом фискалне помоћи привреди и грађанима.

Извршни одбор је истакао да ће пуна координација мера монетарне и фискалне политике бити настављена, што ће омогућити смањење евентуалних даљих негативних утицаја из међународног окружења и последица ширења вируса корона на домаћу привреду. У координацији с Владом, Народна банка Србије је применила и примениће све неопходне мере како би се очувала постигнута ценовна и финансијска стабилност и олакшала позиција грађана и привреде у овим екстремним околностима.

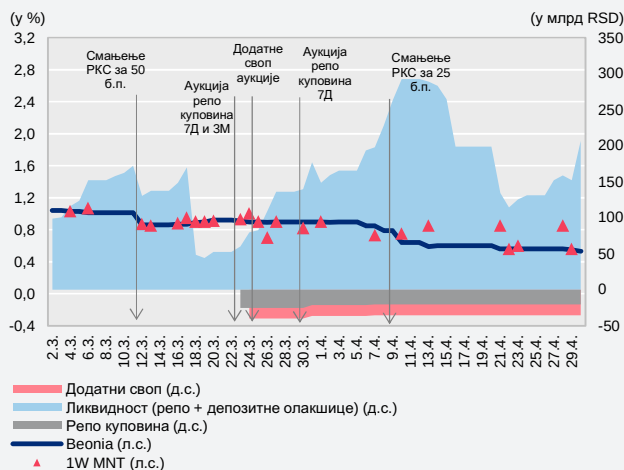
Осврт 1: Економске мере у Србији у борби против пандемије вируса корона

Почетком године појавили су се први сигнали да би вирус корона могао да има одређене ефекте на светска економска кретања и у моменту израде фебруарског Извештаја о инфлацији они су се већ били испојили у виду ниже светске цене нафте, као и повећања неизвесности на међународном финансијском тржишту. Тада смо истакли да би се на глобални привредни раст могли одразити ефекти вируса корона и да би нижа екстерна тражња могла да успори и наш извоз. У међувремену је вирус добио размере пандемије и постало је извесно да ће његови ефекти бити много већи него што се првобитно очекивало и да је потребно предузети адекватне мере како би се умањиле последице ширења заразне болести *COVID-19* на домаћа економска кретања.

У условима новонастале кризе, **Србија је још пре проглашења ванредног стања (15. марта) донела прве економске мере за подршку домаћој економији. Народна банка Србије била је прва институција у земљи и једна од првих централних банака у региону која је на пандемију одговорила доношењем конкретних мера.** На ванредној седници 11. марта донета је одлука о смањењу референтне каматне стопе за 50 б.п., на 1,75%, како би се очували повољни услови финансирања за привреду и грађане. Томе у прилог ишла је и одлука да се коридор основних каматних стопа сузи са $\pm 1,25\%$ на $\pm 1,0\%$ у односу на референтну каматну стопу. Процењујући да су негативни ефекти вируса по глобални привредни раст већи од претходно процењених, као и да ниски инфлаторни притисци то омогућавају, на седници у априлу Народна банка Србије је референтну каматну стопу снизила за додатних 25 б.п., на ниво од 1,5%, чиме је стопа на депозитне олакшице снижена на 0,5%, а каматна стопа на кредитне олакшице на 2,5%.

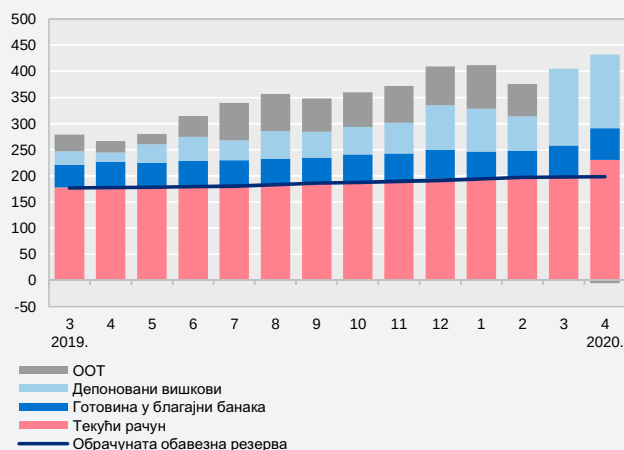
Благовременим и адекватним мерама Народна банка Србије обезбедила је банкама додатну динарску и девизну ликвидност како би могле да наставе с пружањем кредитне подршке привреди и грађанима, и то организовањем репо куповине динарских државних ХоВ и редовних и додатних девизних своп аукција. Прва додатна девизна своп аукција у 2020. години одржана је 23. марта, по фиксним своп поенима, на којој је банкама на три месеца обезбеђена динарска ликвидност у износу од 14,9 млрд динара (у замену за 127 млн евра), по повољној каматној стопи на динаре од 0,85%. Следећег дана реализоване су две аукције репо куповине државних ХоВ, по фиксној каматној стопи од 0,75%, и то операција финог подешавања на рочност од седам дана, на којој је обезбеђена ликвидност у износу од 4,7 млрд динара, и операција рочности од три месеца, на којој је обезбеђена ликвидност у износу од 20,5 млрд динара. На дан доспећа седмодневне репо аукције куповине, на крају марта, одржана је репо аукција куповине динарских државних ХоВ, којом је обезбеђена ликвидност у износу од 1,0 млрд динара, чиме је банкама укупно обезбеђена

Графикон О.1.1. Утицај девизних своп аукција и аукција репо куповине на ликвидност и каматне стопе на МНТ



Извор: НБС.

Графикон О.1.2. Динарска ликвидност банака по обрачунским периодима издвајања обавезне резерве – просек



Извор: НБС.

41,1 млрд динара. То је резултирало растом укупних вишкова ликвидности банака (средстава које банке преконоћно депонују и која се налазе у репо портфељу Народне банке Србије), са 186 млрд динара крајем фебруара на 238 млрд динара крајем априла.

Поред тога, почев од 31. марта промењен је метод по којем се организују редовне девизне своп аукције, тако да се уместо по варијабилним вишеструким своп поенима, аукције организују по фиксним своп поенима. Измењен је и принцип реализације на редовним девизним своп аукцијама тако да износи своп куповине и своп продаје девиза више не морају бити исти. На редовним своп аукцијама 31. марта, по фиксном методу, Народна банка Србије је своп продала 56 млн евра (у замену за 6,6 млрд динара) и своп купила 25 млн евра (у замену за 2,9 млрд динара), омогућивши банкама да прибаве потребан износ динарске и девизне ликвидности по повољним каматним стопама – од 0,85% за динарска средства и 0% за средства у еврима.

Након смањења основних каматних стопа Народне банке Србије у априлу, и стопа на динарска средства у своп аукцијама смањена је за 25 б.п., уз још повољније обезбеђење ликвидности банкарском сектору (каматна стопа на динаре обрачунава се увећавањем каматне стопе на депозитне олакшице Народне банке Србије за 10 б.п.).

У априлу је Народна банка Србије на редовним аукцијама своп куповине и своп продаје девиза по фиксном методу банкама своп продала 218,5 млн евра (у замену за 25,7 млрд динара) и од банака своп купила 131 млн евра (у замену за 15,4 млрд динара).

Ради очувања достигнутог нивоа и даљег јачања стабилности финансијског система, као и да би олакшала позицију привреде и становништва у условима новонастале кризе, Народна банка Србије је на ванредној седници 17. марта омогућила застој (мораторијум) у отплати обавеза по основу кредита и финансијског лизинга за све дужнике који то желе (физичка лица, пољопривреднике, предузетнике и привредна друштва) од најмање 90 дана. Према подацима које су Народној банци Србије крајем марта доставиле банке, 94% грађана и 93% привреде прихватило је мораторијум у отплати кредита.

По угледу на најбољу светску праксу, крајем марта донет је **Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије, који има два приоритета: 1) помоћ привредним субјектима којима је отежано пословање и 2) очување радних места и зарада запослених**. Ове мере примењују се на предузећа која су током ванредног стања смањила број запослених за мање од 10% (не рачунају се запослени на одређено време којима истиче уговор), као и на предузећа која нису обуставила пословање пре проглашења ванредног стања. Да су најављене мере спречиле веће отпуштање радника, показују и званични подаци Националне службе за запошљавање – **од близу 11 хиљада отпуштених радника до краја марта, њих скоро 9 хиљада у међувремену вратило се на посао**. Међу њима је преко 8 хиљада запослених у радном односу (од тога 6,7 хиљада код правних лица и 1,3 хиљаде код предузетника) и око хиљаду запослених ван радног односа. Такође, Агенција за привредне регистре је већ с најавом програма подршке регистровала мањи број привремених прекида обављања делатности (до средине марта око 7,4 хиљаде, а до средине априла око 6,3 хиљаде), док је један број предузетника пријавио и наставак пословања.

Пакет економске подршке садржи **укупно девет мера, расподељених у четири групе, чија је укупна вредност процењена на 608,3 млрд динара, или 5,1 млрд евра (око 11,0% БДП-а)**, што чини око половине годишњег буџета Србије. Реч је о мерама пореске политике, директне помоћи приватном сектору, очувања ликвидности привреде и осталим мерама (мораторијум на исплату дивиденди до краја године и једнократна помоћ свим пунолетним држављанима Републике Србије), чија примена је отпочела 13. априла с прецизирањем правног оквира и доношењем одговарајућих уредби Владе. Важан део програма чине **кредити привреди на бази гарантне шеме (око 240 млрд динара), уз гаранцију државе од око 480 млн евра**, која не представља буџетски расход, осим у случају да дође до њеног активирања. Предвиђено је да се економски програм једним делом финансира обезбеђивањем средстава на домаћем и међународном тржишту капитала, а другим делом из буџетских резерви (премештањем појединих апропријација). Као додатни извор финансирања могло би да послужи и тржиште корпоративних обвезница, на чијем развоју и правној регулативи раде надлежне институције. То би највише помогло великим предузећима, која би, по релативно повољним условима, могла прибављати недостајућа средства на домаћем тржишту капитала.

Прва група мера односи се на пореске олакшице предузећима у приватном сектору, које укључују: одложено плаћање пореза на зараде и доприносе (најмање у периоду од три месеца), уз каснију отплату у ратама (најдуже до 24 месеца), затим одложено плаћање аконтације пореза на добит у Т2 и обуставу плаћања ПДВ-а за даваоце донација. На овај начин држава растерећује послодавце од обавезе плаћања пореза и доприноса и имплицитно их подстиче на очување радних места. **Друга група мера подразумева директну помоћ свим предузећима** за време ванредног стања, пре свега предузетницима, микропредузећима, малим и средњим предузећима, којима ће бити исплаћено 100% нето минималне зараде за сваког запосленог, док је за велика предузећа предвиђена исплата 50% нето минималне зараде за запослене који се услед спречености за рад налазе на принудном одмору. **Оба сета мера имају за циљ одржавање адекватног нивоа пословне активности и запослености**, као и ослобађање додатних средстава пре свега за сегмент микропредузећа, малих и средњих предузећа. **Трећа група мера за очување ликвидности привреде** реализоваће се путем: 1) кредита предузећима преко Фонда за развој Републике Србије и 2) кредита предузећима преко пословних банака, уз гаранције државе.

За оба вида финансијске подршке привреди (укупне вредности 264 млрд динара, тј. око 2,2 млрд евра) прописани су одговарајући услови у погледу обухвата корисника, добијања кредита и захтеваних средстава обезбеђења. Право на коришћење средстава имају предузетници, задруге, микропредузећа, мала и средња предузећа која су у већинском приватном или задружном власништву и која обављају производну, услужну, трговинску или пољопривредну делатност.

Табела О.1.1.1. Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије

I група – мере пореске политике

1. Одлагање плаћања пореза на зараде и доприносе за приватни сектор (током трајања ванредног стања), уз каснију отплату настале обавезе у ратама (с почетком најраније од 2021)
2. Одлагање плаћања аконтација пореза на добит у Т2 2020.
3. Ослобађање давалаца донација од обавезе плаћања ПДВ-а

II група – директна помоћ приватном сектору

4. Уплата помоћи у висини три минималне зараде предузетницима који се паушално опорезују и плаћају порез на стварни приход, као и микропредузећима, малим и средњим предузећима у приватном сектору (током трајања ванредног стања)
5. Уплата помоћи великим предузећима у приватном сектору у висини 50% нето минималне зараде за запослене којима је решењем утврђен престанак рада (током трајања ванредног стања)

III група – мере за очување ликвидности

6. Финансијска подршка привреди преко Фонда за развој Републике Србије
7. Гарантна шема за подршку привреди

IV група – остале мере

8. Мораторијум на исплату дивиденди до краја 2020, осим за јавна предузећа
9. Директна помоћ свим пунолетним грађанима Србије од 100 евра у динарској противвредности

Извор: Министарство финансија.

Кредити преко Фонда за развој су у динарима и могу се добити по каматној стопи од 1% годишње, уз рок отплате до 36 месеци, који укључује грејс-период до 12 месеци, при чему максимални износ кредита зависи од величине предузећа.¹ Такође, **пословне банке (уз гаранције државе) могу одобрити кредите предузећима** за ликвидност и набавку обртних средстава у максималном износу од 2 млрд евра под условом да су пуштени у оптицај најкасније до краја јануара 2021. Максимални износ гаранције на нивоу осигураног портфолија банке износи 480 млн евра, док се највиши износ појединачне гаранције обрачунава као производ вредности осигураног портфолија банке, стопе покрића (80%) и стопе максималне гаранције (30%). При томе, најмање половина износа кредита на које се односи гарантна шема треба да буду нови кредити, односно највише половина кредити који се рефинансирају. Половина укупног износа кредита на који се односи гарантна шема (до 1 млрд евра) биће додељена сразмерно тржишном учешћу банака (у сегменту предузетника, микропредузећа, малих и средњих предузећа), а након што достигне 90% искоришћености максималног осигураног портфолија, банка може конкурисати за његово

¹ <https://www.mfin.gov.rs/propisi/uredba-o-utvrdjivanju-programa-finansijske-podrske-privrednim-subjektima-za-odrzavanje-likvidnosti-i-obrtne-sredstva-u-otezanim-ekonomskim-uslovima-usled-pandemije-covid-19-izazvane-virusom-sars-cov-2/>.

повећање, с тим да сваки појединачни захтев не може бити мањи од 5 млн евра, нити већи од 25 млн евра. Кредити могу да се одобравају у динарима и еврима, и то по стопи која је највише једнака стопи *BELIBOR* рочности један месец увећаној за 2,5 п.п., односно по стопи *EURIBOR* рочности три месеца увећаној за 3 п.п.² Поред тога, држава је преко Управе за аграрна плаћања (под окриљем Министарства пољопривреде) издвојила додатних 2,6 млрд динара за помоћ пољопривредним газдинствима. Повољним финансирањем свих сегмената привреде настоје се минимизирати негативни утицаји неопходних мера социјалног дистанцирања и негативни ефекти из међународног окружења (пад тражње и прекид у ланцима снабдевања), као и њихове последице (пораст неликвидности и отпуштање радника).

Остале мере се односе на обуставу исплате дивиденди акционарима у приватном сектору до краја ове године, као и на директну помоћ свим пунолетним грађанима Србије у износу од 100 евра у динарској противвредности, ради подстицања личне потрошње и јачања потрошачког поверења. И пре самог доношења економског програма, Влада је, као прве мере у борби са здравственом кризом, донела одлуке о улагању додатних средстава у капиталне инфраструктурне пројекте (око 24 млрд динара), повећању плата свим здравственим радницима од 10% (почев од 1. априла), као и исплати једнократне помоћи пензионерима у износу од 4.000 динара (10. априла). Уз то је ограничена висина цена у трговини на мало и велико основних животних намирница и заштитне опреме како би се спречили поремећаји на тржишту и омогућило редовно снабдевање грађана. Из истих разлога, у трајању од 30 дана забрањен је извоз основних производа битних за становништво (семе, уље, квасац, сапуни, детерџенти, средства за дезинфекцију, асепсол, алкохол, заштитна средства), као и лекова који се производе у Србији. У зависности од дужине трајања пандемије, Влада оставља и могућност доношења нових економских мера за помоћ приватном сектору.

Наведени пакет економске подршке било је могуће спровести у условима постигнуте макроекономске стабилности, обезбеђеног фискалног простора и успешне координације монетарне и фискалне политике. Програм је прилагођен карактеру кризе с којом се Србија суочава и у складу је с препорукама водећих међународних институција у погледу мера које треба предузети како би се обезбедила проактивна и благовремена подршка привреди и становништву.

Према подацима Пореске управе, од усвајања националног програма економских мера до краја априла, близу 240 хиљада послодаваца определило се за исплату директне помоћи путем наменског рачуна код изабране банке, при чему ће минималну зараду добити преко 1,1 млн запослених. Закључно са 21. априлом, пореску пријаву за одложено плаћање пореза и доприноса на зараде (путем ППП-ПД обрасца) поднело је преко 38 хиљада предузећа за близу 280 хиљада запослених, чиме је одгођено око 6,9 млрд динара текућих обавеза послодаваца.

Поменуте мере Народне банке Србије и Владе треба да допринесу бржем економском опоравку по окончању пандемије, на основу чега се може очекивати да приватни сектор настави да измирује пореске обавезе, што ће довести до постепеног повећања буџетских прихода и наставка опадајућег тренда јавног дуга и буџетског дефицита. Узимајући то у обзир, **очекујемо да се економска ситуација у нашој земљи нормализује у П2 2020, а затим да наступи убрзани економски опоравак у 2021. години.**

² <https://www.mfin.gov.rs/propisi/uredba-o-utvrdivanju-garantne-seme-kao-mera-podrske-privredi-za-ublazavanje-posledica-pandemije-bolesti-covid-19-izazvane-virusom-sars-cov-2-sluzbeni-glasnik-rs-br-57-2020>.

III. Кретање инфлације

У складу с нашим очекивањима, **мг. инфлација је успорила раст од почетка 2020. и у марту је износила 1,3%.** Такву динамику **мг. инфлације током Т1** определили су пре свега базни ефекат код цена поврћа и појефтињење нафтних деривата, под утицајем пада светске цене нафте. И даље ниске инфлаторне притиске потврђују и базна инфлација, која је током Т1 наставила стабилно кретање и у марту је износила 1,6%, и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и за годину и за две године унапред налазе у доњем делу циљаног распона.

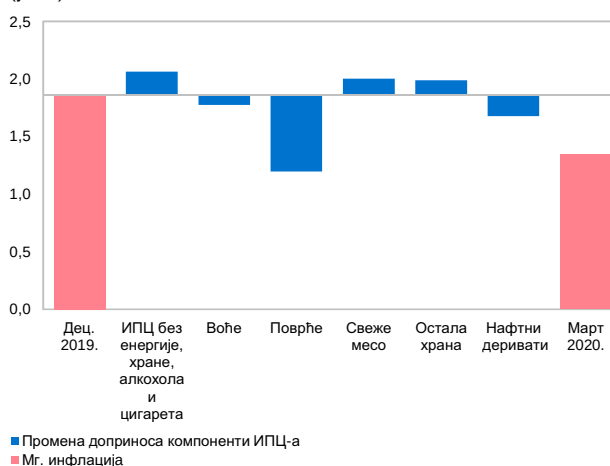
На тромесечном нивоу, раст потрошачких цена од 1,0% у Т1 вођен је поскупљењем хране и појединих услуга, док је у супротном смеру деловало смањење цена нафтних деривата.

Кретање инфлације у Т1

У складу са очекивањима изнетим у фебруарском Извештају о инфлацији, **инфлација је током Т1 успорила раст и у марту је износила 1,3% мг.** На успоравање инфлације у највећој мери утицало је додатно смањење доприноса цена поврћа мг. инфлацији (са -0,3 п.п. у децембру на -1,0 п.п. у марту), као последица ефекта њихове високе базе из истог периода 2019. Поред тога, успоравању мг. инфлације у марту допринео је и знатан пад цена нафтних деривата (чиме је њихов допринос укупној инфлацији прешао у негативну зону и у марту износио -0,14 п.п.), а у мањој мери и нижи раст цена воћа. Насупрот томе, повећан је допринос цена свежег меса и прерађене хране (збирно 0,9 п.п.). **Базна инфлација** (ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета) наставила је током Т1 стабилно кретање и **у марту је износила 1,6% мг.**, уз благо виши допринос мг. инфлацији у марту (0,7 п.п.) него у децембру (0,5 п.п.).

На нивоу тромесечја, раст потрошачких цена од 1,0% доминантно је био опредељен повећањем **цена хране и безалкохолних пића** од 2,9% (уз допринос инфлацији од 0,9 п.п.). Више цене у Т1 евидентирале су и код **непрерађене хране** (6,0%, уз допринос инфлацији од 0,6 п.п.), по основу поскупљења свежег поврћа и воћа, као и код **прерађене хране** (1,4%, уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), по основу виших цена месних прерађевина, уља, млека и млечних прерађевина. Услед ширења вируса корона, **Влада је донела одлуку да ограничи раст цена појединих производа** на период од 60 дана (релевантан је ниво

Графикон III.0.1. Промене доприноса најзначајнијих категорија ИПЦ-а мг. инфлацији (у п.п.)



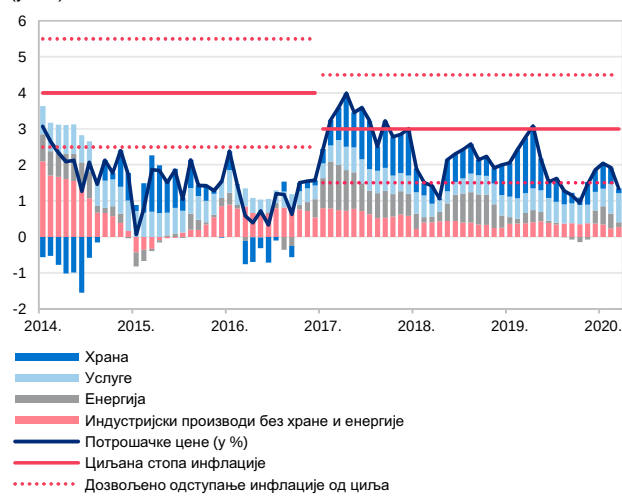
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т1 2020. (тримесечне стопе)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Допринос м. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.4. Допринос м. стопи раста произвођачких цена* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

цена регистрован 5. марта) како би спречила поремећаје у погледу снабдевања тржишта основним животним намирницама (воде, хлеба, воћа и поврћа, брашна, шећера, соли, млека и млечних прерађевина, меса и месних прерађевина и других производа).

Цене енергије у Т1 смањене су за 1,3%, уз негативан допринос тромесечној инфлацији од -0,2 п.п. То се у потпуности дугује знатном појефтињењу нафтних деривата на домаћем тржишту (-3,3% у Т1), под утицајем драстичног пада цене нафте на светском тржишту са ширењем вируса корона.

Раст **цена услуга** у Т1 од 1,2% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.) у највећој мери одређен је поскупљењем услуга фиксне телефоније у фебруару (13,9%). Поред тога, у Т1 су порасле и цене услуга у категорији рекреације и културе, пре свега туристичких пакет-аранжмана (3,1%) и ТВ претплате у јануару (15,9%).

У смеру раста потрошачких цена у Т1 деловало је повећање цена цигарета у фебруару (3,5%) и цена алкохолних пића (1,3%), али је то повећање скоро у целини неутралисано сезонским снижењем цена одеће и обуће (-4,0%), тако да су цене на нивоу групе **индустријских производа (без хране и енергије)** порасле за свега 0,1%, уз незнатан допринос тромесечној инфлацији.

Регулисане цене су у Т1 порасле за 2,3% (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), по основу фебруарског поскупљења услуга фиксне телефоније и редовног годишњег усклађивања акциза на цигарете.

Цене у оквиру базне инфлације (мерене ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) у Т1 порасле су за 0,3% (уз допринос инфлацији од 0,15 п.п.), првенствено услед поскупљења услуга фиксне телефоније, на супрот чега је деловало сезонско појефтињење одеће и обуће.

Произвођачке и увозне цене

Након што су у децембру порасле за 1,2% м.г., **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у марту су смањене за 0,9% м.г., што указује на то да су трошкови притисци у сектору индустрије смањени од почетка 2020. У условима пандемије вируса корона, м.г. пад произвођачких цена у Т1 био је

вођен смањењем **цена у производњи енергије** (услед знатног појефтињења домаће сирове нафте), наспрот повећању **цена нетрајних производа за широку потрошњу** (услед виших цена у производњи хране и пића). Ниски трошковни притисци карактеришу и сектор грађевинарства, с обзиром на то да су **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** додатно снижене, за 0,8% м.г. у марту, након пада од 1,2% м.г. у децембру.

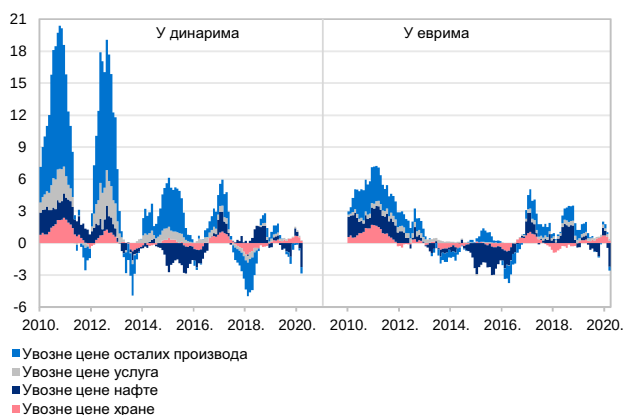
После повећања у децембру, показатељ којим пратимо кретање цена робе и услуга које се увозе у Србију упућује на то да су **увозне цене изражене у динарима**¹ у марту смањене за 2,6% м.г. Томе је највише допринео снажан пад светске цене нафте исказане у доларима (уз допринос укупним увозним ценама од -2,2 п.п.), која је у просеку у марту преполовљена у односу на исти период 2019. У истом смеру је деловао и м.г. пад извозних цена Немачке (уз допринос од -0,6 п.п.), којима апроксимирамо увоз опреме и репроматеријала. С друге стране, укупним увозним ценама позитивно су допринеле више светске цене хране исказане у доларима (0,2 п.п.), као и потрошачке цене у зони евра (0,1 п.п.), којима апроксимирамо цене увоза услуга.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде наставила су да се крећу у оквиру граница циља за инфлацију ($3 \pm 1,5\%$), доприносећи расту кредибилитета Народне банке Србије и указујући на поверење тржишних учесника у мере које предузима.

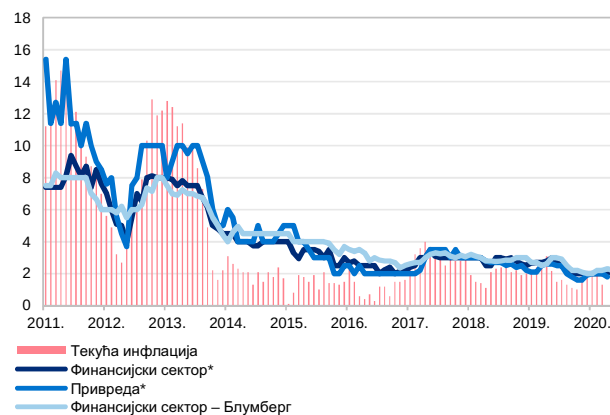
Према резултатима анкете агенције Ипсос, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** и током Т1 кретала су се на нивоу од 2,0%, колико су износила и априлу.² Истовремено, резултати анкете агенције Блумберг показују да финансијски сектор очекује да се инфлација у периоду јануар–мај 2021. креће у распону од 2,0% до 2,3%. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ више од шест година (тј. од октобра 2013) очекује кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије. Такође, смањена дисперзија одговора

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



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

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



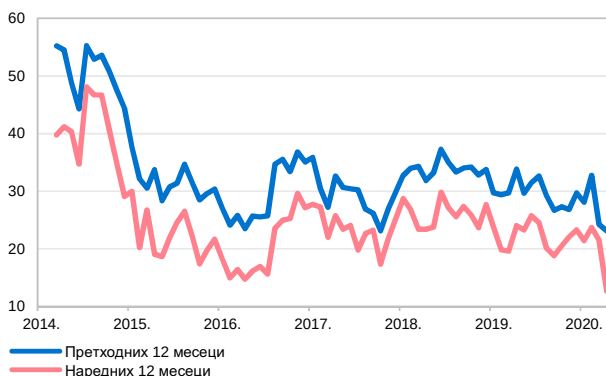
Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.

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

¹ Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент, цена хране на светском тржишту (индекс FAO), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, која спада међу најзначајније спољнотрговинске партнере Србије.

² Већ осам узастопних месеци.

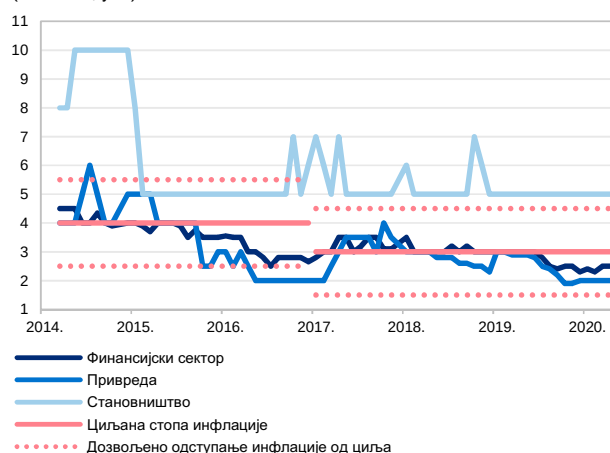
Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва*
(у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

појединачних представника финансијског сектора додатан је показатељ усидрености инфлационих очекивања.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред била су током Т1 стабилна на нивоу од 2,0%, док су у априлу снижена на 1,8%. Поред тога, преко 70% анкетираних представника привреде не очекује промену цена инпута у производњи у наредних 12 месеци, док 50% сматра да се неће променити ни цене готових производа и услуга.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред, уобичајено виша од очекивања осталих сектора, од јула 2019. била су стабилна на нивоу од 5,0%, колико су износила и у прва два месеца текуће године. Привремено повећање на 8,0% у марту може се довести у везу са ширењем вируса корона и психолошког ефекта на грађане, с обзиром да су већ у априлу смањена на 5,0%. Да је повећање квантитативно изражених инфлационих очекивања становништва краткорочно, говоре резултати квалитативне анкете,³ према којима је индекс перципиране инфлације наставио да бележи веће вредности од индекса очекиване инфлације. Наведено показује да становништво сматра да ће инфлација у наредних дванаест месеци бити нижа него у претходној години.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и током четири месеца 2020. кретала су се у распону од 2,3% до 2,5%, док су **очекивања сектора привреде** била стабилна на 2,0%. **Инфлациона очекивања становништва за две године унапред** стабилна су на нивоу од 5,0% последњих 17 месеци.

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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

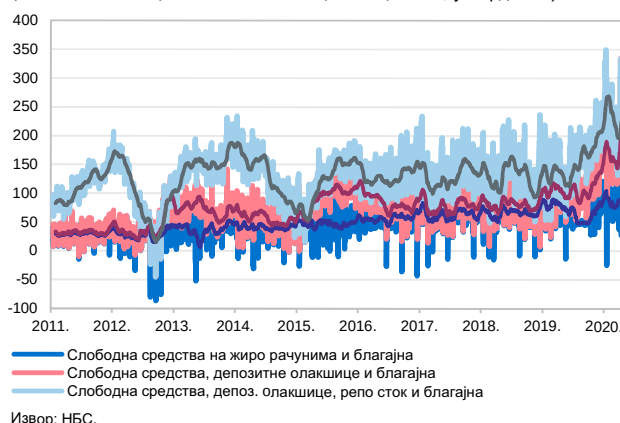
Предузете мере монетарне политике као одговор на појачану неизвесност у међународном окружењу изазвану ширењем вируса корона у потпуности су се одразиле на кретање каматних стопа на тржишту новца, које су снижене. И у условима повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту и раста аверзије према ризику, динар је остао релативно стабилан према еврџу.

Каматне стопе

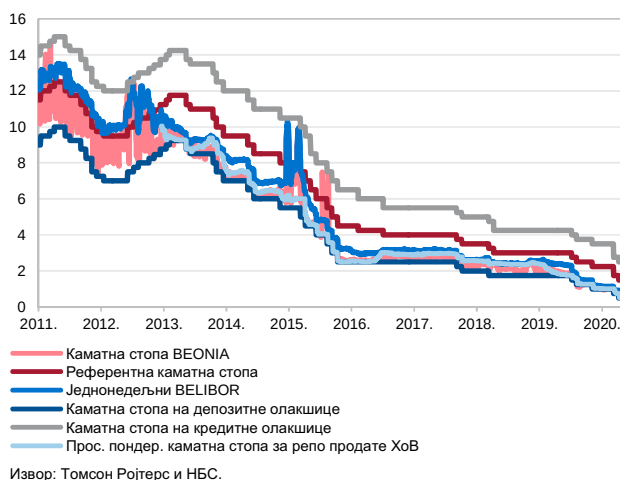
Смањење референтне каматне стопе Народне банке Србије за 0,5 п.п. и каматне стопе на депозитне олакшице за 0,25 п.п. током Т1 у потпуности се одразило на просечну стопу на репо аукцијама, која је и крајем марта била изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице (0,75%).

Поред смањења референтне стопе, на кретање **каматних стопа на међубанкарском тржишту новца** утицала је и одлука Народне банке Србије да, ради додатног повећања динарске ликвидности, организује две аукције репо куповине динарских државних ХоВ с роком доспећа од седам дана и једну аукцију репо куповине динарских државних ХоВ с роком доспећа од три месеца, по каматној стопи на депозитне олакшице од 0,75%, као и једну ванредну своп аукцију за куповину девиза рочности од три месеца, по стопи од 0,85%. У условима додатног раста ликвидности банака, стопа **BEONIA** је на нивоу тромесечја смањена за 16 б.п. и крајем марта износила је 0,9%. Потребно је истаћи да је промет на преконоћном тржишту новца повећан са 2,7 млрд динара у Т4 2019. на 3,2 млрд динара у Т1, првенствено услед раста промета током марта, када је у ванредним околностима остварен просечан дневни промет од 4,6 млрд динара. Каматне стопе **BELIBOR** свих рочности такође су смањене током Т1, при чему је пад био нешто израженији за дуже рочности (од 0,2 п.п. до 0,3 п.п. за рочност од шест месеци), и крајем марта кретале су се у распону од 0,9% до 1,5%.

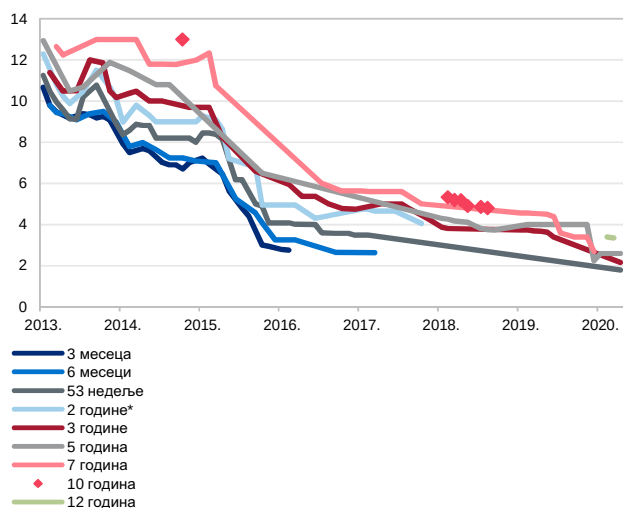
Графикон IV.1.1. **Динарска ликвидност**
(дневна стања и тридесетодневни покретни просеци, у млрд RSD)



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 референт. камат. стопу НБС.

Додатно смањење референтне стопе од 0,25 п.п. у априлу определило је даљи пад просечне репо стопе на 0,5%, што се одразило у нешто већој мери на каматну стопу *BEONIA*, која је у априлу смањена за 0,37 п.п., на 0,53%, док су каматне стопе *BELIBOR* свих рочности смањене за око 0,2 п.п. и крајем месеца су бележиле вредности у распону од 0,7% до 1,4%.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ, у фебруару је први пут емитована динарска обвезница рочности од 12 година, с купонском стопом од 4,5%. Тражња је била више него десетоструко већа од планиране продаје од 7 млрд динара, тако да су продате ХоВ у номиналном износу од 19,3 млрд динара, по стопи од 3,4%. Почетком марта организована је још једна аукција за продају ових обвезница, на којој је такође била изражена висока тражња, па је реализација била већа од планираног износа продаје (14,3 млрд динара наспрам 10 млрд динара), при чему је стопа смањена за 5 б.п., на 3,35%. Поред тога, држава је почетком године емитовала и динарску обвезницу рочности од пет година. На обе аукције у јануару и фебруару остварене су извршне стопе од 2,6%, уз укупну продају од 19,7 млрд динара.

Нерезиденти су исказали велико интересовање за улагање у динарске обвезнице рочности од 12 година, тако да су на примарном тржишту купили ове ХоВ у номиналном износу од 11,5 млрд динара. Ипак, на секундарном тржишту су у нешто већој мери учествовали на страни продаје динарских ХоВ, па је укупно стање ХоВ у њиховом власништву крајем марта смањено на 224 млрд динара, што представља 27,5% укупно продатих динарских ХоВ.

Током Т1 организоване су две аукције превременог откупа продатих ХоВ рочности од три и седам година, на којима су откупљене ХоВ у номиналном износу од 10,2 млрд динара. Поред тога, доспеле су и раније продате ХоВ у номиналном износу од 3 млрд динара, па је стање продатих динарских ХоВ током Т1 повећано за 40,1 млрд динара и крајем марта је износило 814,2 млрд динара.

На примарном тржишту државних ХоВ у еврима, у јануару су први пут емитоване ХоВ рочности од 20 година, при чему је продата целокупна емисија у номиналном износу од 150 млн евра, по стопи од 3% (купонска стопа од 3,5%), уз значајно учешће нерезидената. Поред тога, током Т1 емитоване су ХоВ у еврима рочности од две, пет и 12 година, на којима су остварене извршне стопе од 0,49%, 1,1% и 1,89%, респективно.

На **секундарном тржишту** регистрована је већа активност инвеститора, што је посебно било изражено почетком године, тако да је на нивоу тромесечја промет порастао за преко 20%. Стопе приноса су биле у паду и крајем тромесечја кретале су се у распону од 1,5% за преосталу рочност од једног месеца до 3,35% за рочност од 12 година.

Како би амортизовала доспеће трогодишњих динарских обвезница у номиналном износу од 88 млрд динара (6. априла), држава је почетком априла емитовала нову емисију трогодишњих обвезница, на којој су продате ХоВ у номиналном износу од 51,7 млрд динара, по стопи од 2,15%. Током априла, први пут од 2017, емитоване су и краткорочне динарске ХоВ – трезорски записи рочности 53 недеље. На две одржане аукције извршна стопа је износила 1,8%, док су продати записи у укупном номиналном износу од 35,0 млрд динара. Организовано је и реотварање емисије динарских ХоВ рочности од пет година, на којој је остварена стопа била непромењена у односу на последњу аукцију у фебруару (2,6%).

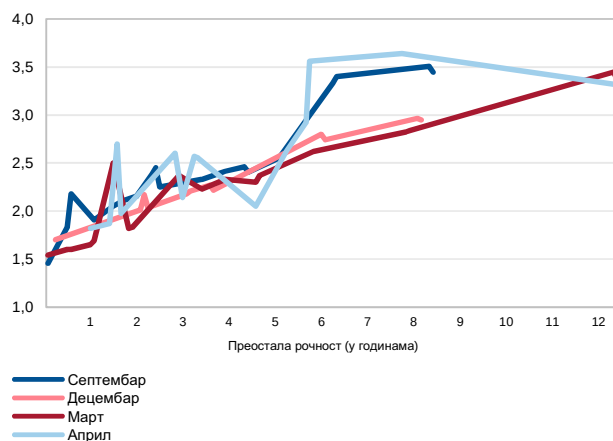
Каматне стопе на **новоодобрене динарске кредите привреди и становништву** нашле су се почетком године на минимуму. Тако су кредити привреди за обртна средства током марта одобравани по стопи од 3,3%. У односу на децембар 2019. то представља пад од 1,1 п.п., што се одразило на смањење просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите привреди за 0,5 п.п., на 3,6%. Каматна стопа на нове динарске кредите становништву остала је готово непромењена и у марту је износила 9,2%. Просечна каматна стопа на најзаступљенију категорију динарских кредита становништву, готовинске кредите, у марту је смањена на 9,3% (са 9,4% у децембру), што је уједно њен најнижи ниво.

Каматне стопе на евроиндексиране кредите приреди у марту су износиле 2,5%, што је за 0,4 п.п. ниже него у децембру 2019. Пад каматних стопа био је најизраженији за инвестиционе кредите (–0,7 п.п.), који су у марту одобравани по стопи од 2,7%, и кредите за обртна средства (–0,2 п.п., на 2,5% у марту). Просечна пондерисана каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву смањена је током Т1 за 0,2 п.п., на 3,6%, услед смањења каматних стопа на стамбене кредите (0,1 п.п.), који су у марту одобравани по стопи од 2,7%.

Каматне стопе на штедњу становништва у еврима током Т1 остале су готово непромењене и у марту су, као и у децембру 2019, у просеку износиле 1,1%, док

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

(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

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

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

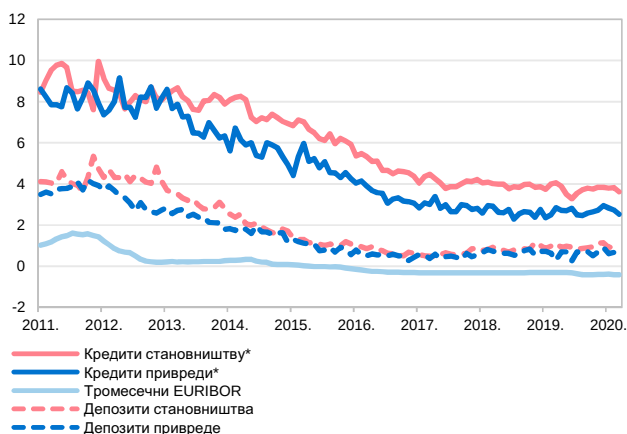


Извор: НБС.

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

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

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

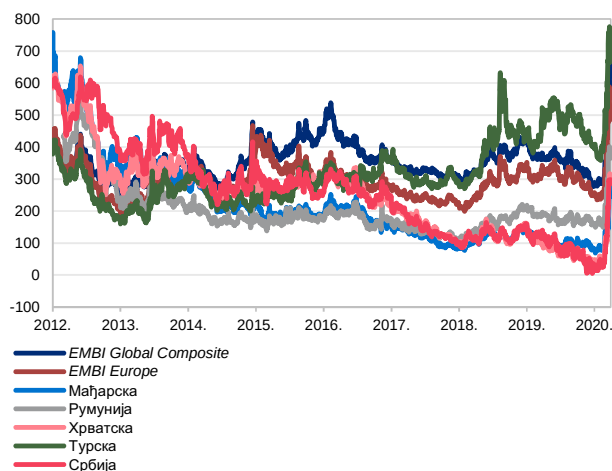


Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

Графикон IV.1.7. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама

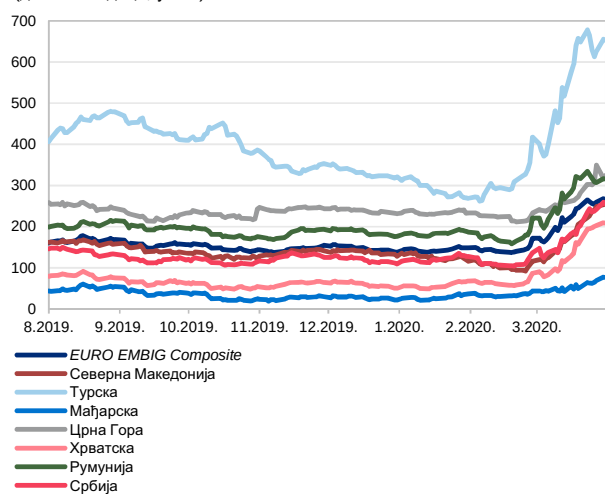
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика за земље региона (на дуг у еврима)

(дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

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

	2016.	2017.	2018.	2019.
	BB-	BB	BB	BB+
S&P	/стабилни ¹⁾ /позитивни ⁵⁾	/стабилни ⁵⁾	/позитивни ⁵⁾	/позитивни ⁵⁾
	BB-	BB		BB+
Fitch	/стабилни ³⁾	/стабилни ⁵⁾		/стабилни ⁴⁾
	B1	Ba3		Ba3
Moody's	/позитивни ²⁾	/стабилни ²⁾		/позитивни ⁴⁾

Извор: НБС.

¹⁾ Јануар, ²⁾ Март, ³⁾ Јун, ⁴⁾ Септембар, ⁵⁾ Децембар.

су стопе на динарску штедњу смањене за 0,4 п.п., на 2,6%. Каматне стопе на динарске орочене депозите привреде смањене су за 0,2 п.п., на 1,7%, док је пад каматних стопа на орочене депозите привреде у еврима био нешто мање изражен током Т1 (–0,1 п.п.) и у марту су оне бележиле вредност од 0,8%.

Премија ризика

Премије ризика земаља у успону имале су релативно стабилно кретање до средине фебруара, али је повећана глобална неизвесност изазвана пандемијом вируса корона након тога условила раст аверзије инвеститора према ризику и већа улагања у сигурну активу. Композитна мера премије ризика земаља у успону за дуг у доларима, *EMBI Global Composite*, порасла је у Т1 за 300 б.п., на 577 б.п., а показатељ премије ризика европских земаља у успону, *EMBI Europe*, за 262 б.п., на 511 б.п. крајем Т1. Порасле су и премије ризика земаља у региону, али су оне, са изузетком Турске, и даље биле знатно ниже од *EMBI Global Composite* и *EMBI Europe*. *EMBI* за Србију порастао је за 269 б.п., на 288 б.п. крајем Т1.

Иако су током Т1 и премије ризика земаља региона, па и Србије, за дуг у еврима (*EURO EMBIG*)⁴ такође бележиле раст, он је био мање изражен него за доларски дуг. Тако је овај показатељ за Србију порастао за 146 б.п., на 255 б.п., што је и даље испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite*, која је порасла на 266 б.п. крајем Т1.

У марту 2020. рејтинг агенција *Fitch* задржала је кредитни рејтинг Србије на *BB+*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање. Тиме је још једном потврђена повољна економска перспектива Србије у средњем року, упркос тренутној кризи изазваној пандемијом вируса корона. У свом саопштењу *Fitch* истиче да је задржавање рејтинга и изгледа за даље повећање резултат појачане отпорности Србије на кризу изазвану пандемијом, захваљујући повећаним девизним резервама земље, ниском спољном дугу државе, очуваној фискалној дисциплини и добром стању јавних финансија.

⁴ Више о *EURO EMBIG* премији ризика видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2020.

Прилив капитала из иностранства

На финансијском рачуну платног биланса и у Т1 остварен је нето прилив капитала, који су, као и раније, највећим делом чиниле СДИ. Прилив је остварен и по основу финансијских кредита због раста задужења предузећа и банака у иностранству, док је по основу портфолио инвестиција забележен одлив, чему је највише допринела исплата доспелих еврообвезница.

Упркос повећаној неизвесности на међународном финансијском тржишту, у Т1 је остварен релативно висок нето прилив СДИ у Србију (821,6 млн евра, према прелиминарним подацима). Улагања су била углавном усмерена на разменљиве секторе, пре свега у прерађивачку индустрију и саобраћај. Највише улагања, као и раније, потицало је из европских земаља, али се раст улагања бележи и из азијских земаља.

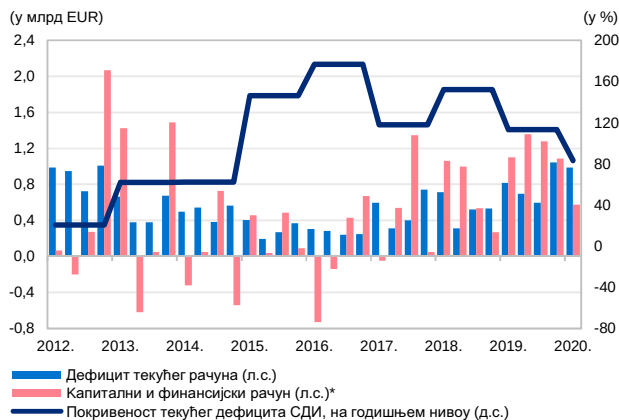
По основу **портфолио инвестиција** у Т1 забележен је нето одлив у износу од 133,9 млн евра, али је он у највећој мери последица исплате доспелих преосталих еврообвезница емитованих 2013, чији је највећи део откупљен пре рока доспећа током прошле године. Истовремено, нерезиденти су повећали улагања на примарном тржишту државних ХоВ, док су резиденти смањили своја улагања у иностране ХоВ. Тиме је у великој мери покривен одлив по основу нето продаје на секундарном тржишту и доспелих ХоВ на домаћем тржишту.

Нето обавезе резидената по основу **финансијских кредита** током Т1 повећане су за 148,9 млн евра. Томе су допринели предузећа и банке, чије су нето обавезе према страним кредиторима повећане за 80,7 млн евра и 120,8 млн евра, респективно. С друге стране, Влада се према иностранству раздужила за 48,4 млн евра, а Народна банка Србије за 4,2 млн евра.

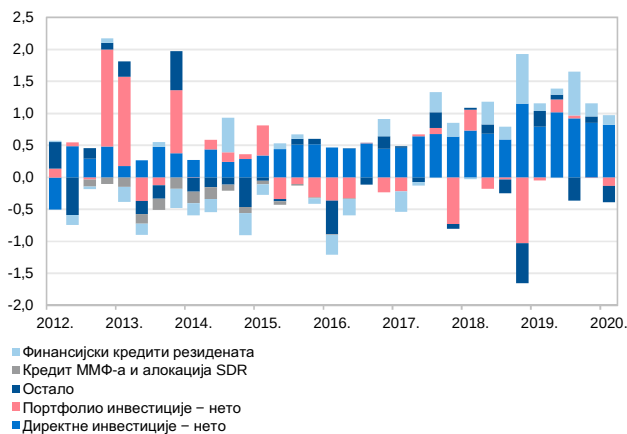
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Упркос знатном расту неизвесности на међународном финансијском тржишту, стабилно кретање динара према евр у настављено је и током Т1. Посматрано крајем периода, вредност динара према евр у била је готово непромењена (апresiasiја од 0,1%). С друге стране, због јачања долара према евр у, динар је према долару ослабио за 1,6%. Вредност динара према евр у и у априлу остала је готово непромењена.

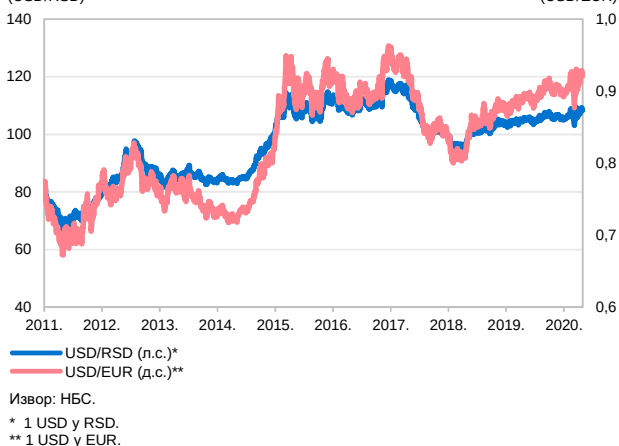
Графикон IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала



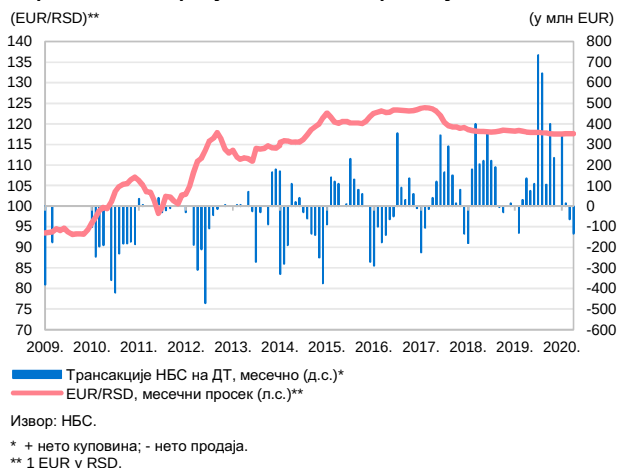
Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и евра према долару (USD/RSD) (USD/EUR)

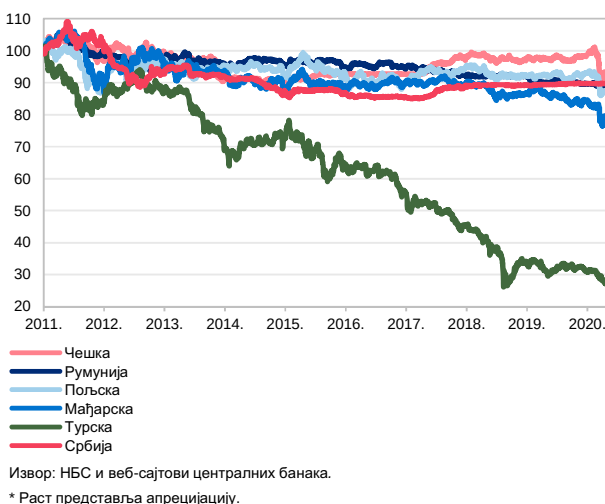


Графикон IV.1.12. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



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

(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Тражња за девизама у Т1 потицала је од домаћих предузећа у условима сезонски уобичајеног појачаног увоза енергената почетком године, као и од нерезидената, посебно током марта, у условима раста неизвесности на међународном финансијском тржишту узрокованог пандемијом. На страни понуде девиза деловало је валутно индексирано кредитирање привреде и становништва, тј. валутно индексирана актива банака,⁵ а делом и откуп ефективног страног новца и продужење позиције банака по основу коришћења платних картица.

У активностима на МДТ-у Народна банка Србије је током Т1 нето продала 185,0 млн евра.

Истовремено, промет на МДТ-у⁶ током Т1 у просеку је дневно износио 30,8 млн евра, што је нешто ниже (за 1,7 млн евра) него у Т4 2019. При томе, највећа вредност промета остварена је у марту (35,2 млн евра просечно дневно).

Обим промета на своп аукцијама које организује Народна банка Србије знатно је повећан током Т1, пошто је овај инструмент од средине марта активно коришћен ради обезбеђења додатне динарске и девизне ликвидности банкама у условима ширења вируса корона. Тако је, поред редовних у марту, организована и додатна тромесечна аукција своп куповине девиза (127,0 млн евра) по фиксним своп поенима. Поред тога, од краја марта и редовне аукције обављају се по фиксним своп поенима уместо по методу варијабилних вишеструких своп поена. Поред тога, измењен је и принцип реализације на овим аукцијама, тако да износ своп куповине и своп продаје више не мора бити исти. Током Т1, на двонедељним аукцијама Народна банка Србије укупно је од банака своп купила и банкама своп продала по 91,0 млн евра, док је на редовним тромесечним аукцијама своп купила 90,0 млн евра и своп продала 121,0 млн евра, што је више него током Т4 2019, пре свега када је реч о тромесечним аукцијама.

За разлику од динара, остале валуте земаља у региону са сличним режимом девизног курса ослабиле су током Т1. Посматрано крајем периода, према евра знатније су ослабили мађарска форинта (8,0%), турска лира (7,8%), чешка круна (7,0%) и пољски злот (6,5%), док је румунски леј ослабио за 1,0%.

⁵ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

⁶ Без Народне банке Србије.

2. Новац и кредити

Раст кредитне и економске активности, као и трошење депозита државе у марту, позитивно је доприносило понуди новца током Т1, што је утицало на то да м. раст монетарних агрегата М1, М2 и М3 у марту убрза у односу на крај прошле године. Раст кредитне активности је убрзан, вођен већим кредитирањем привреде.

Монетарни агрегати

Првенствено захваљујући повећању најликвиднијих компонената, у Т1 је изостало сезонски уобичајено смањење понуде новца. Најшири монетарни агрегат М3 порастао је за 1,0%, при чему се готово целокупно повећање дугује динарској компоненти.

Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** су, сезонски неубичајено, највише повећани, за 23,7 млрд динара. Највећи раст забележен је на рачунима привреде, а следе их трансакциони депозити становништва. Такво кретање резултат је позитивних трендова у економској активности (првенствено у јануару и фебруару), као и на тржишту рада, где је остварен раст плата и запослености. У условима пандемије смањени су текући приходи државе, а повећани расходи, што је такође деловало у правцу раста понуде новца немонетарних сектора.

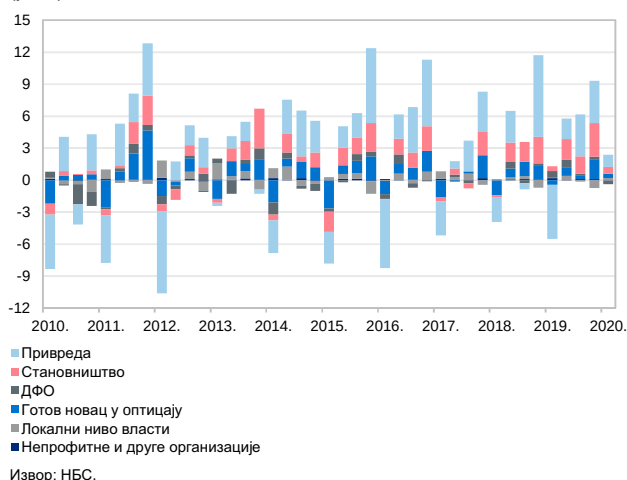
Орочени динарски депозити немонетарних сектора у Т1 смањени су за 5,1 млрд динара, при чему је цео пад регистрован у марту – што се може довести у везу са ширењем вируса корона и у нашој земљи и потребом држања ликвиднијих средстава. Смањено је стање на рачунима свих сектора, осим код становништва и локалне самоуправе. Динарска штедња становништва у Т1 повећана је за 4,1 млрд динара и крајем марта је износила 83,1 млрд динара. Наставак раста динарске штедње представља слику поверења становништва у стабилност домаће валуте, што је резултат остварене ценовне и макроекономске стабилности. Поред тога, већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе, као и њен повољнији порески третман.

Девизни депозити су у Т1 повећани за 40,7 млн евра, највише захваљујући расту девизних депозита привреде, чему су допринели приливи девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству. Девизна штедња становништва благо

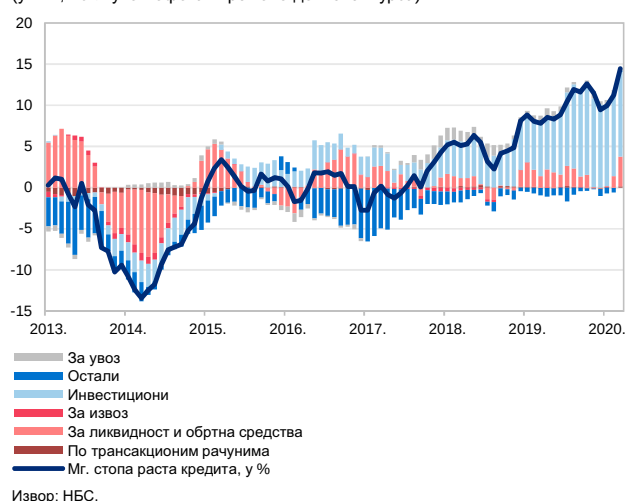
Графикон IV.2.1. **Домаћи кредити немонетарном сектору и М3** (номиналне м. стопе, у %)



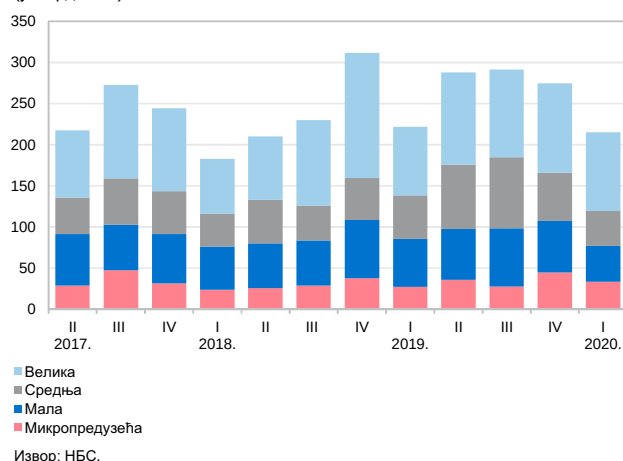
Графикон IV.2.2. **Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура** (у п.п.)



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



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



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



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

је порасла, достигавши 10,5 млрд евра⁷ крајем марта. У прилог очуваном поверењу у банкарски систем и у условима кризе говоре прелиминарни подаци за април, према којима штедња становништва наставља да расте.

Кредити

Укупни домаћи кредити бележили су током Т1 двоцифрене м.г. стопе раста, захваљујући неубичајено високој реализацији за почетак године. Тиме је настављен тренд стабилног и одрживог раста кредитне активности, који је у марту, по искључењу ефекта промене девизног курса, додатно убрзан на 11,9% м.г. Структура кредита остала је повољна, јер је раст кредитне активности вођен пре свега инвестиционим кредитирањем привреде.⁸

Посматрано на нивоу тромесечја, **кредити привреди**, без ефекта промене девизног курса, повећани су за 58,2 млрд динара, што је до сада највећи раст који је остварен у Т1 (за које је уобичајено смањење стања или скроман раст). Посматрано по наменама,⁹ инвестициони кредити су најзаступљенија категорија кредита привреди, са учешћем од 44,9% у марту, и представљају важан извор финансирања инвестиционог циклуса започетог 2015. године. Следе их кредити за обртна средства, са учешћем од 39,7%. Посматрано по делатностима, стање је повећано на рачунима предузећа свих делатности (осим код пољопривреде), а највише код предузећа из области трговине, саобраћаја, пословања некретнинама и прерађивачке индустрије.

Обим новоодобрених кредита привреди у Т1 износио је 215,0 млрд динара, што је, по искључењу кредита рефинансираних код исте банке, за 11,4% више него у истом периоду прошле године. Сегменту тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа одобрено је преко 55% нових кредита у Т1. Овај део тржишта користио је скоро 65% нових инвестиционих кредита у Т1 и готово 60% кредита за обртна средства.

⁷ Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају марта износила 83,7 млрд динара, а девизна 10,8 млрд евра.

⁸ У марту је м.г. раст кредита привреди, по искључењу ефекта промене девизног курса, износио 14,5%, а кредита становништву 9,7%.

⁹ У Т1 је раст инвестиционих кредита износио 21,9 млрд динара, а кредита за обртна средства 30,1 млрд динара.

Резултати априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁰ показују да су конкуренција у банкарском сектору и већа спремност за преузимање ризика допринели ублажавању кредитних стандарда привреди у Т1. Истовремено, оцена банака је да су предузећа у Т1 повећала тражњу за кредитима, највише за инвестиционим. Банке очекују даљи раст тражње привреде за кредитима током Т2, уз поштравање стандарда у условима већег перципираног ризика изазваног пандемијом вируса корона.

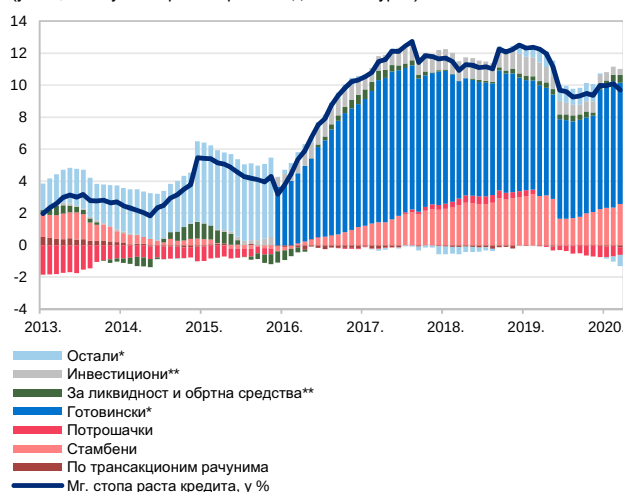
Кредити становништву су у Т1, без ефекта промене девизног курса, повећани за 18,9 млрд динара, од чега се преко 50% раста односи на стамбене кредите, чему доприносе раст понуде некретнина, раст запослености и плата, као и нижи трошкови задуживања. Ако се посматра структура кредита становништва, највеће учешће крајем Т1 и даље имају готовински кредити (44,1%), а затим стамбени кредити (36,7%). Захваљујући релативно брзој и једноставној процедури одобравања, готовински кредити су порасли у Т1 за 13,0 млрд динара, при чему је њихова просечна рочност наставила да се смањује и у 2020. години.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т1 износио је 103,4 млрд динара, што је, уколико искључимо рефинансиране кредите код исте банке, за 0,8% више него у истом периоду 2019. године.

Резултати априлске анкете о кредитној активности показују да је становништво у Т1, према оцени банака, повећало тражњу за стамбеним кредитима, док је тражња за готовинским кредитима била мања него у претходном тромесечју. Стандарди по којима су одобрени кредити становништву били су поштрени, што се у највећој мери одразило на њихову максималну рочност. Банке очекују да становништво у условима повећане неизвесности изазване ширењем вируса корона током Т2 смањи тражњу за кредитима.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву крајем Т1 износило је 33,2% и више је за 0,1 п.п. него на крају прошле године. Динаризација пласмана привреди повећана је на 14,7% крајем Т1 (са 14,0% крајем 2019), добрим делом као резултат већег динарског

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

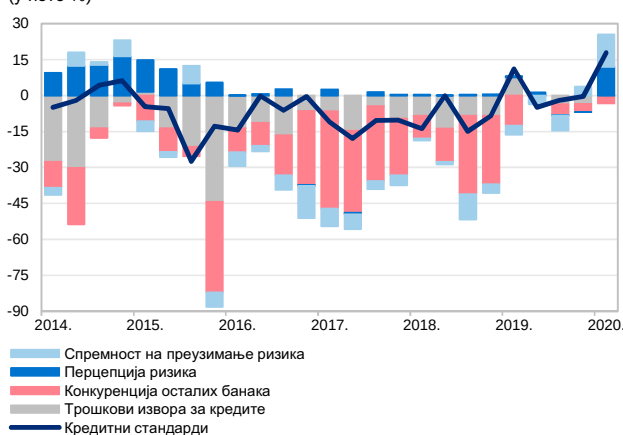


Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

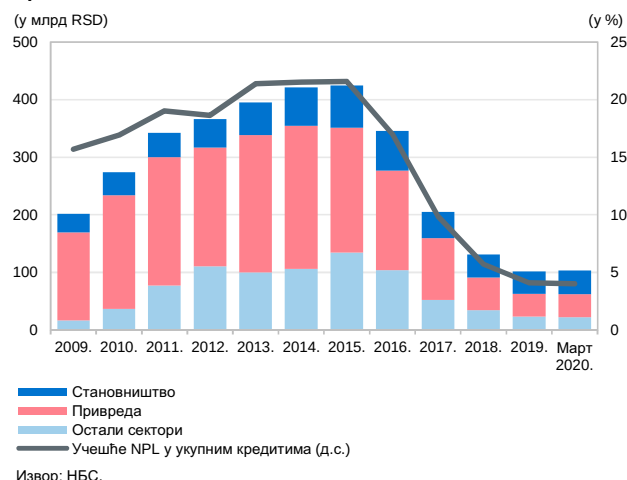
Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



Извор: НБС.

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

¹⁰ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

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

кредитирања у марту. С друге стране, већи раст девизно индексираних пласмана од раста динарских пласмана становништву утицао је на смањење степена динаризација пласмана становништву за 0,2 п.п., на 55,1%.

Бруто *NPL* показатељ наставио је и током 2020. године да се смањује и крајем марта је износио 4,0%,¹¹ што је најнижи ниво откад се овај показатељ квалитета активе прати. Посматрано на нивоу Т1, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 0,1 п.п., при чему је учешће *NPL* у сектору привреде смањено на 3,1%,¹² док је код становништва повећано на 4,1%.¹³ Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у марту износила је 84,7% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 61,4% *NPL*.

Према последњим расположивим подацима, **показатељ адекватности капитала**¹⁴ крајем Т1 износио је 22,7%, што указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

3. Агрегатна тражња

Према нашој процени, раст БДП-а у Т1 износио је 5,0% м.г. и био је вођен домаћом тражњом. Показатељи инвестиција у фиксне фондове и финалне потрошње расположиви у месечној динамици указују на то да су почетком године настављени позитивни трендови, док је негативан ефекат по основу пандемије вируса корона уследио у марту, тако да је њихов допринос расту БДП-а на нивоу Т1 остао релативно висок (4,6 п.п. и 2,8 п.п., респективно). С друге стране, проглашење пандемије на глобалном нивоу и заустављање економске активности на најзначајнијим извозним тржиштима Србије успорили су раст нашег извоза, док је у условима наставка инвестиционог циклуса увоз и даље био динамичан, што је за последицу имало негативан допринос нето извоза расту БДП-а од 2,3 п.п.

¹¹ У односу на јул 2015, тј. период непосредно пре усвајања Стратегије стратегије решавање проблематичних кредита, овај показатељ мањи је за 18,4 п.п., док је ниво *NPL* мањи за 326,5 млрд динара (76,0%).

¹² Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у марту износило је 3,3%, што је непромењено у односу на крај претходне године.

¹³ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је повећано за 0,1 п.п., 4,1%.

¹⁴ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Домаћа тражња

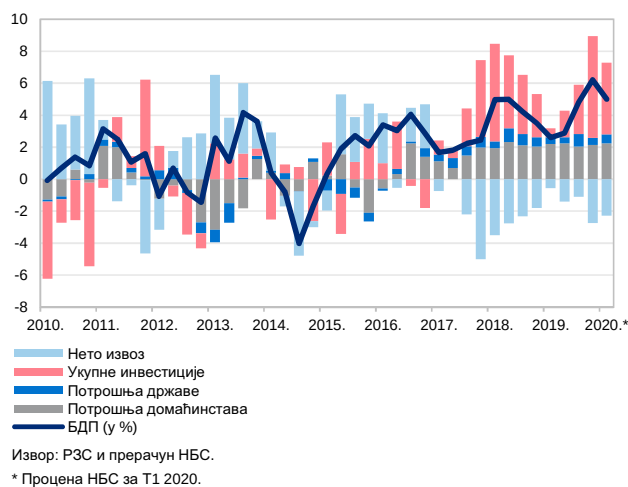
Процењујемо да је током Т1 раст **приватне потрошње** био на нивоу из претходне године (3,4% м.г., уз допринос БДП-у од 2,2 п.п.), што потврђује и кретање показатеља потрошње, који су у прва два месеца знатно порасли. Тако је увоз потрошне робе повећан за преко 15% м.г., а промет у трговини на мало за 12% м.г. Поред тога, број домаћих гостију и њихових ноћења порастао је за преко 20%, али је то анулирано након затварања хотела (од 15. марта) услед проглашења ванредног стања. С друге стране, промет у трговини на мало и у марту је био већи него у истом периоду претходне године (3,9%), јер је повећана тражња за основним животним намирницама, делом и због појачаних психолошких фактора почетком пандемије. Током Т1 и извори потрошње, укупно посматрано, били су већи него у истом периоду претходне године, пре свега због раста масе зарада од 13,8% у прва два месеца и издатака за пензије, а у мањој мери и по основу кредита намењених потрошњи, док су дознаке биле ниже.

Након избијања пандемије, држава је била принуђена да знатно повећа набавке медицинског материјала, што је повећало расходе за робу и услуге. Имајући то у виду, процењујемо да је **државна потрошња** у Т1 порасла за 3,3% м.г., (уз допринос расту БДП-а од 0,6 п.п.).

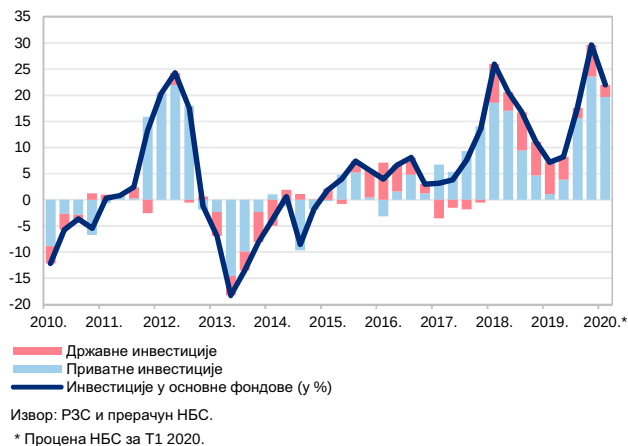
Раст **инвестиција** у фиксне фондове током Т1 у већој мери је био базиран на приватним инвестицијама, које су, према нашој процени, повећане за преко 25% м.г., уз допринос расту БДП-а од 4,1 п.п. Тај раст је остварен пре свега у прва два месеца и представља наставак интензивног инвестирања из претходне године. Финансирање инвестиција је у највећој мери потекло из домаћих извора, и то пре свега из сопствених извора предузећа по основу оствареног профита у претходној години. Поред тога, инвестициони кредити на нивоу тромесечја забележили су раст од 21,9 млрд динара (14,7% м.г.). Такође, прилив СДИ од око 822 млн евра у Т1, који је резултат макроекономске стабилности и континуираног унапређења пословног и инвестиционог амбијента, био је значајан извор финансирања инвестиционих пројеката.

Интензивна реализација инфраструктурних пројеката које финансира држава настављена је и у Т1, тако да

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



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



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

	2019.			2020.
	T2	T3	T4	T1
Потрошња домаћинства	3,2	3,0	3,1	3,4 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	8,8	8,6	11,4	9,1
Промет у угоститељству	8,1	10,7	8,5	8,1 **
Број домаћих туриста	7,1	7,1	10,5	-3,5
Број ноћења домаћих туриста	7,6	5,5	13,6	1,5
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	17,5	15,9	8,0	8,9
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	14,0	14,6	15,4	13,8 ***
Нето прилив дознака, номинално	-7,5	2,5	-3,4	-11,2
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	15,7	13,9	13,2	12,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јануар (процена РЗС).

*** Јануар–фебруар.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2019.			2020.
	T2	T3	T4	T1
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)*	8,2	17,5	29,6	22,0
Грађевинарство (нац. рачуни)*	17,4	36,0	48,3	28,7
Инвестиције државе	33,3	10,6	30,8	10,0
Број издатих грађевинских дозвола	6,9	18,4	18,5	29,1 **
Производња грађевинског материјала	-0,6	3,4	0,3	-3,0
Вредност изведених радова	23,0	40,8	54,1	-
Увоз опреме, номинално	6,8	16,0	42,5	17,3
Производња домаћих машина и опреме	-4,3	-9,2	13,0	0,7
Залихе готових производа у индустрији	0,7	-3,2	-3,8	-5,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за T1 2019.

** Јануар–фебруар.

процењујемо да су **инвестиције државе** порасле за 10% мг., уз допринос расту БДП-а од 0,5 п.п. Потребно је истаћи да грађевински радови на инфраструктурним пројектима из области саобраћаја и енергетике нису прекидани ни након проглашења ванредног стања, него су само били успорени, а већ од маја очекује се наставак радова у пуном капацитету.

Због застоја у производњи у условима прекинутих глобалних ланаца снабдевања трошене су **залихе**, што је за последицу имало њихов пад од око 2% мг. у T1, уз негативан допринос расту БДП-а од 0,1 п.п.

Посматрано на тромесечном нивоу, раст домаће тражње процењујемо на 3,8% дсз. (уз допринос расту БДП-у од 5,0 п.п.), што је анулирало негативан допринос нето извоза.

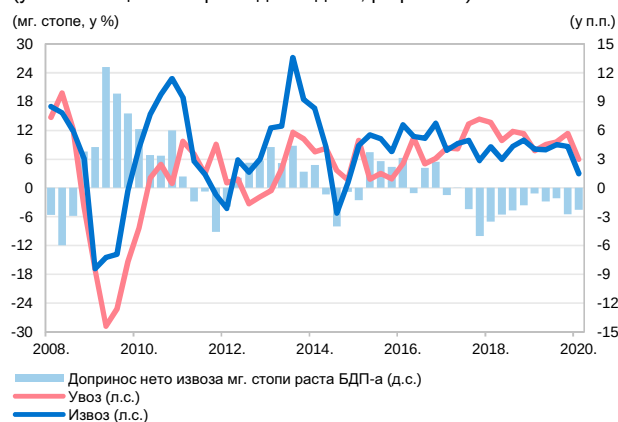
Нето екстерна тражња

Пад екстерне тражње, поремећаји у производним глобалним ланцима снабдевања, као и мере здравствене заштите људи широм света, које су посебно умањиле тражњу за услугама, утицали су на то да извоз и увоз робе и услуга успоре реални мг. раст током T1, на 3,0% и 6,0%, респективно, тако да је негативан допринос нето извоза кретању БДП-а ослабио и у T1 је износио 2,3 п.п.

Упркос успоравању глобалног раста и оштром паду екстерне тражње, који је уследио са ескалацијом пандемије вируса корона, извоз робе изражен у еврима, према платнобилансним подацима, у T1 повећан је за 2,5% мг. Поред тога, ограничавајућу околност представљала је привремена забрана извоза производа битних за становништво ради спречавања њихове несташице у условима епидемије вируса корона — појединих прехранбених производа, производа за дезинфекцију, лекова, медицинске и заштитне опреме. Уобичајено, раст извоза водила је прерађивачка индустрија, док је допринос пољопривреде био минималан. Према подацима спољнотрговинске размене, извоз прерађивачке индустрије у T1 повећан је за 3,3% мг., а раст је забележен у 16 од 23 области. Расту су највише допринели извоз дуванских и прехранбених производа, а у нешто мањој мери и електричне опреме, деривата нафте и намештаја. С друге стране, новонасталом кризом највише је био погођен извоз основних метала, који је у T1 смањен за 16,6% мг.

Робни увоз изражен у еврима успорио је раст у T1 на 9,2% мг., што је последица ниже тражње и застоја и

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 T1 2020.

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



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

прекида ланца снабдевања. Притом, раст увоза опреме износио је 17,3% м.г., а увоза репроматеријала и потрошне робе 6,3% м.г. и 8,9% м.г., респективно. Структура увоза по намени ЕУ показује да је највећи допринос увозу потекао од капиталних производа и производа за широку потрошњу. Мање су допринели интермедијарни производи, као и енергенти, делом и због нижих цена нафте.

Према платнобилансним подацима, и у Т1 је остварен суфицит у размени услуга са иностранством. Притом, извоз услуга је у Т1 остварио скоро двоцифрен раст (9,9% м.г.), вођен извозом пословних и ИКТ услуга, док је увоз услуга повећан за 2,5% м.г.

Покривеност робног увоза извозом¹⁵ у марту износила је 73,7%, а по укључењу услуга 83,3%, што је приближно као и у 2019.

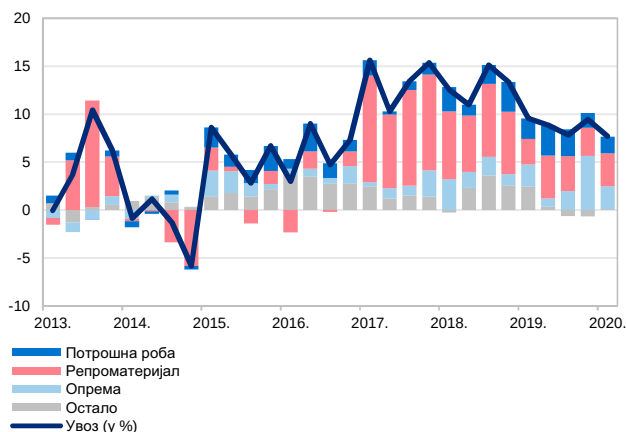
4. Економска активност

Економска активност је у прва два месеца расла по релативно високој м.г. стопи, на шта пре свега указују кретање индустријске производње, промет у трговини на мало, показатељи из области грађевинарства и наставак позитивних трендова на тржишту рада, да би застој, а у појединим услужним секторима и прекид активности, уследио у другој половини марта. Иако је ширење пандемије и проглашење ванредног стања у другој половини марта утицало на мању искоришћеност производних капацитета, БДП је порастао за око 5% м.г.

Индустријска производња треће тромесечје заредом бележи раст, који је, према нашој процени, убрзан са 3,1% м.г. у Т4 2019. на 4,3% у Т1 2020. Како је у истом периоду успорила екстерна тражња, раст индустријске производње од П2 2019. у потпуности се дугује инвестиционом циклусу у земљи, којим су створени нови производни капацитети.

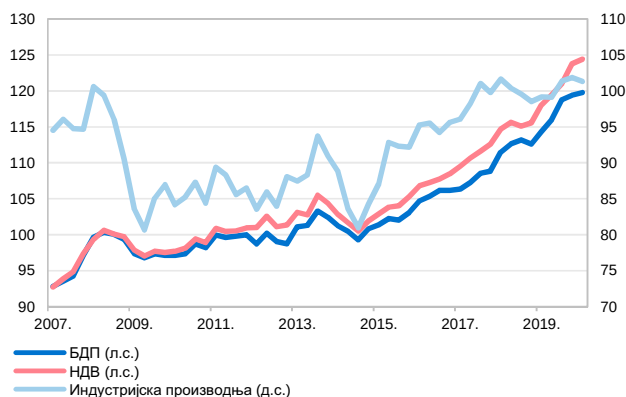
На убрзан раст индустрије у Т1 указује повећање физичког обима индустријске производње у прва два месеца 2020. године од 7% м.г., при чему је физички обим производње прерађивачке индустрије нешто више повећан (8% м.г.). С обзиром на то да је, услед проглашења ванредног стања, у другој половини марта знатно смањена производња, при чему су

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



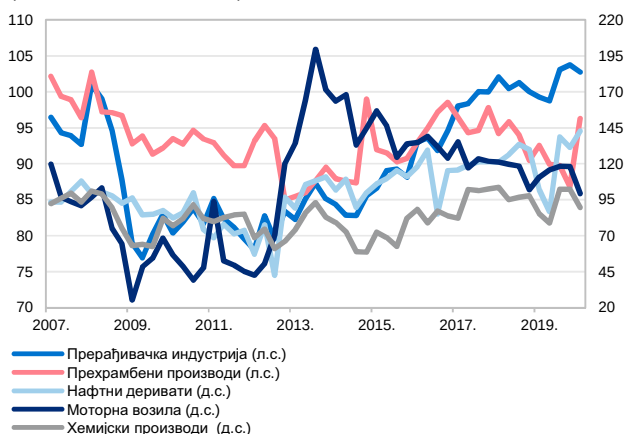
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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.

¹⁵ Мерено 12-месечним покретним просеком.

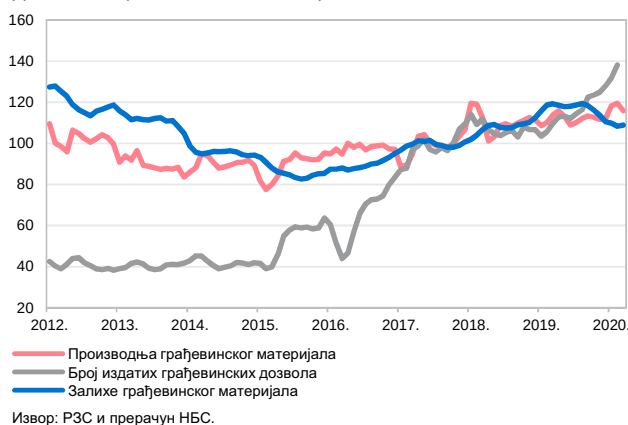
поједине фабрике у потпуности обуставиле рад, на нивоу целог тромесечја раст физичког обима производње прерађивачке индустрије успорен је на 6,1% мг. Највећи позитиван допринос расту у Т1 потиче од нафтне индустрије (2,6 п.п.)¹⁶ и прехранбене индустрије (1,0 п.п.). Како је сектор рударства у мањој мери погођен рестриктивним мерама, током Т1 остварен је нешто већи раст (9% мг). С друге стране, активност у сектору снабдевања електричном енергијом била је смањена за 3% мг.

На тромесечном нивоу, благо је смањен физички обим производње прерађивачке индустрије (–1,0 дсз.), пре свега услед застоја производње у претежно извозним делатностима. Тако је смањен обим производње моторних возила за 16,0% дсз., док нешто мањи пад обима производње бележе хемијска индустрија и производња основних метала (–12,5% дсз. и –9,9% дсз., респективно). С друге стране, снажан тромесечни раст остварила је прехранбена индустрија (10,9% дсз.), као и производња дуванских производа (13,1% дсз.).

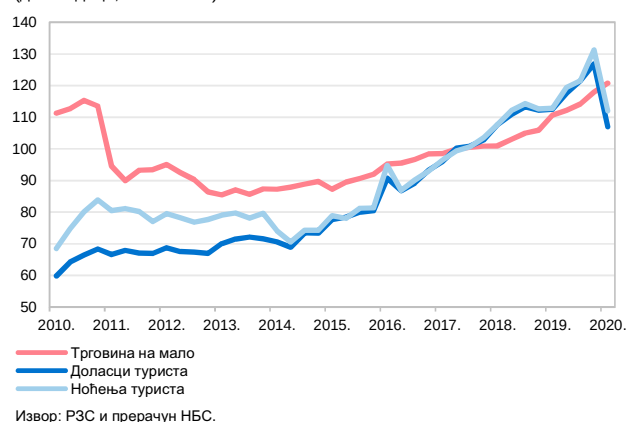
Раст инвестиција приватног сектора и наставак реализације капиталних пројеката финансираних од стране државе подстакли су раст у сектору **грађевинарства**, за који процењујемо да је у Т1 износио 28,7% мг, уз допринос расту БДП-а од 1,0 п.п. То потврђује и кретање показатеља из области грађевинарства током јануара и фебруара. Наиме, број издатих грађевинских дозвола порастао је за 29,1% мг., док је предвиђена вредност радова на основу издатих дозвола била већа за 26% мг.

Расту БДП-а у Т1 највише су позитивно допринели **услужни сектори** (2,5 п.п.), на шта указује наставак позитивних кретања доступних показатеља пре свега из области трговине. Наиме, раст промета у трговини на мало на нивоу тромесечја износио је 9% мг. С друге стране, у другој половини марта обустављене су готово све активности из сектора туризма и саобраћаја услед увођења мера за очување здравља грађана, које су се, између осталог, односиле и на затварање угоститељских и хотелских објеката и прекидање авио-саобраћаја. Ипак, треба имати у виду да је током јануара и фебруара знатно порасла активност у готово свим услужним секторима, тако да је на нивоу тромесечја задржана позитивна динамика раста услуга, на шта указује и стабилан раст потрошње домаћинства.

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



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



¹⁶ Висок мг. раст производње нафтне индустрије скоро у потпуности се дугује ниској бази из претходне године услед спровођења ремонта нафтних постројења током Т1 2019.

Ако се има у виду да је претходне две године пољопривредна сезона била изнадпросечна, а да, с обзиром на недостатак потпунијих информација о овогодишњој сезони, очекујемо да она буде на нивоу дугорочног просека, на нивоу године пад пољопривредне производње требало би да износи од око 4% (уз благ негативан допринос БДП-у од око 0,3 п.п.).

На тромесечном нивоу, процењујемо да је економска активност благо порасла, за 0,3% дсз., првенствено услед раста активности услужних сектора. Потребно је истаћи да је, према нашој процени, упркос ванредним околностима у другој половини марта, ниво активности у индустрији и грађевинарству био готово непромењен.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

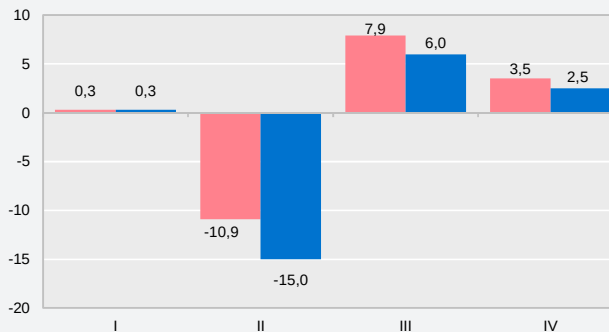
Осврт 2: Прве процене утицаја вируса корона на макроекономска кретања у Србији

Србија је кризу изазвану ширењем вируса корона дочекала у повољној макроекономској позицији, са стопом привредног раста од 4,3% у просеку у претходне две године, ниском и стабилном инфлацијом седму годину заредом, елиминисаном фискалном неравнотежом, знатно редукованом екстерном неравнотежом и девизним резервама на највишем нивоу од када се прате, као важним гарантом сигурности управо у кризним временима. Током прва два месеца 2020. показатељи економске активности и извора њеног финансирања били су повољни, а многи и изнад очекивања Народне банке Србије, што указује на то да успоравање екстерне тражње и поремећаји у ланцима снабдевања на глобалном нивоу због ширења вируса у први мах нису знатније погодили Србију. Тако је физички обим индустријске производње растао по стопи 7%, а четири петине доприноса том расту потицало је од прерађивачке индустрије. На наставак позитивних тенденција из претходне године указивали су и показатељи из области грађевинарства, при чему је број издатих грађевинских дозвола био већи за готово 30%, а сличну динамику бележила је и предвиђена вредност радова по основу тих дозвола. Промет у трговини на мало повећан је за 12%, а високе стопе раста бележили су и показатељи туризма. На наставак повољних извора финансирања економске активности указивали су прилив СДИ, двоцифрен раст кредитне активности, који је додатно убрзан, као и упола већи раст капиталних издатака државе него у истом периоду претходне године.

Смањење **економске активности у Србији** уследило је од средине марта, пошто је у кратком временском размаку велики број земаља увео бројне здравствене мере, које су довеле до незапамћеног затварања економија, прекидања ланаца производње и последичног пада економске активности. И Влада Србије је донела низ мера ради очувања здравља грађана – затварање граница, затварање објеката у услужним делатностима, школа и вртића, ограничење кретања становништва итд. Међутим, с обзиром на добре показатеље током јануара и фебруара, и поред ниже активности у марту, економска активност на нивоу тромесечја није била знатније погођена пандемијом. Према нашој процени, посматрано у односу на претходно тромесечје, она је благо порасла (0,3% дес.), док је њен м.г. раст износио око 5%. м.г. С друге стране, готово је извесно да ће у Т2 бити смањена економска активност. Криза је погодила готово све услужне и производне делатности, а према нашим оценама, највише су погођени саобраћај, туризам и угоститељство (где је активност вероватно више него преполовљена, а који, заједно посматрано, учествују у креирању бруто додате вредности са око 6%). И индустријска производња ће засигурно бити у паду, пошто су бројне фабрике обуставиле производњу на неколико недеља или смањиле обим пословања. Ипак, многа предузећа су организовала рад од куће, чиме је делимично ублажен ограничавајући ефекат тих мера на економску активност, а отворене су и нове могућности флексибилнијег организовања пословања у будућности. Према нашој процени, грађевинарство је у мањој мери погођено пандемијом, јер грађевински радови на инфраструктурним пројектима из области саобраћаја и енергетике нису прекидани ни након проглашења ванредног стања, него су само били успорени, а од маја се очекује наставак радова у пуном капацитету. Пад промета у трговини на мало производа широке потрошње делом је компензован знатним растом промета прехранбеним и другим животним намирницама.

Како би се умањили негативни ефекти вируса корона на економску активност и обезбедило несметано функционисање домаћег тржишта, донете су значајне економске мере. Мере Народне банке Србије усмерене су на обезбеђење веће кредитне подршке привреди и грађанима, а тиме и већи расположиви доходак, а мере Владе

Графикон О.2.1. Раст БДП-а у 2020, с мерама и без њих (у %)



■ Тромесечне стопе раста БДП-а са усвојеним мерама
■ Тромесечне стопе раста БДП-а без мера

Извор: РЗС и пројекција НБС.

на очување запослености и одржање ликвидности приватног сектора. Донете мере требало би да обезбеде да пад економске активности буде привремен и ограничен на Т2 2020, као и да поставе добру основу да већ од П2 наша привреда започне убрзани опоравак. Према нашим првим пројекцијама, очекујемо да би пад БДП-а у 2020. могао да износи око 1,5%, док би се раст у 2021. убрзао на око 6%. Поређења ради, у случају да нису донете мере, процењујемо да би пад економске активности у 2020. износио преко 6%, док би раст у 2021. био скроман, а ни у средњем року не би достигао динамику раста од пре пандемије. То најбоље говори колико је важно то што је у претходних осам година стабилизована економија Србије, јер је то створило простор за доношење економских мера подршке грађанима и привреди.

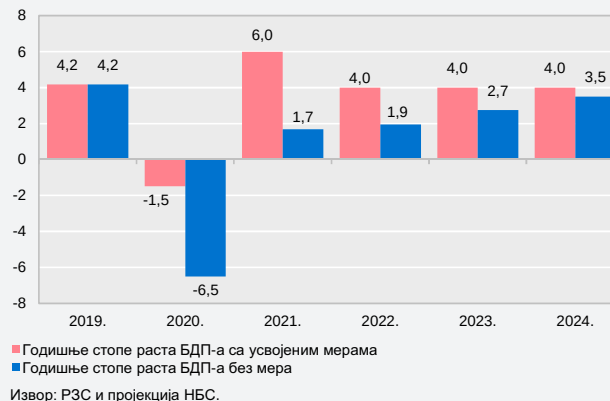
Мањи привредни раст од претходно очекиваног највероватније ће се одразити и на **тржиште рада**, али ће негативни ефекти бити знатно ублажени донетим мерама економске политике, захваљујући чему очекујемо да се тржиште рада стабилизује до краја године и да уследи повратак на позитивну путању, која је карактерисала период пре пандемије. При томе, подаци о регистрованој незапослености, према евиденцији Националне службе за запошљавање, од 513.058 лица у марту 2020, говоре да је незапосленост у марту чак благо нижа него у јануару и фебруару.

Када је реч о **инфлацији**, она је остала ниска и, у складу с нашим очекивањима, у марту је додатно успорена, на 1,3% м.г., услед деловања ефекта високе базе код цена поврха и нафтних деривата. Нижа домаћа и екстерна тражња, која се одражава на даљи пад цена нафте на светском тржишту, требало би да за последицу има нижу инфлацију ове године него што смо очекивали у фебруару, а слична су и очекивања у погледу инфлације на глобалном нивоу.

Кретања на кредитном тржишту од почетка године повољнија су од очекиваних. Кредитна активност бележи двоцифрене м.г. стопе раста, а каматне стопе на кредите привреди и грађанима почетком ове године спуштене су на нове минимуме и око тог нивоа задржане су и у марту. Висока капитална адекватност и ликвидност банкарског сектора, уз драстично смањен ниво *NPL*, указују на очувану и додатно ојачану финансијску стабилност, што обезбеђује отпорност на шокове, попут ових изазваних пандемијом.

Спољнотрговинска размена Србије расла је у прва два месеца, уз бржи раст извоза робе и услуга (12,2% м.г.) од увоза (11,8% м.г.), упркос успоравању екстерне тражње, пре свега из зоне евра. Са изузетком извоза основних метала (бабра и челика), на који се вероватно одразила нижа тражња из Кине, извоз осталих грана прерађивачке индустрије био је релативно висок. Новонастала криза се кроз пад екстерне тражње, застој или прекиде у глобалним ланцима понуде и затварање граница одразила на пад извоза и знатно успоравање раста увоза у марту (−8,4% и 1,3% м.г., респективно). На пад извоза утицало је прерађивачка индустрија, чији је извоз у марту смањен за 11,3% м.г., при чему је пад забележен у већини делатности – м.г. раст извоза бележили су само дувански производи, храна, пиће, деривати нафте и фармацеутски производи, као и извоз пољопривредних производа. Успоравању м.г. раста увоза допринели су мањи увоз потрошне робе (за 2,1% м.г.) и репроматеријала (за 0,9% м.г.), док је повећан увоз опреме деловао у супротном смеру. С обзиром на то да је у условима наставка инвестиционог циклуса, увоз у прва два месеца растао, као и да има веће учешће у структури спољне трговине од извоза, дефицит у трговини робом је на нивоу тромесечја повећан (за 29,6% м.г.). То је утицало и на повећање дефицита текућег рачуна, али је он и даље у великој мери био покривен нето приливом СДИ (од око 822 млн евра). У остатку године очекујемо нижи ниво спољнотрговинске, пре свега робне размене, уз бржи пад увоза од извоза. То ће поправити дефицит текућег рачуна, који ће, према нашој процени, бити за трећину нижи него у 2019. и износиће око 5% БДП-а. На пад увоза одразиће се ниже инвестиције него прошле године, као и мања потрошња

Графикон О.2.2. Раст БДП-а 2019–2024, с мерама и без њих (у %)



становништва, и поред тога што је повећан увоз медицинске опреме. Смањењу текућег дефицита требало би да допринесу и позитивни односи размене, пре свега по основу нижих цена енергената, као и даљи раст суфицита у билансу услуга, пошто би мањи извоз транспортних и туристичких услуга био у потпуности компензован растом извоза ИКТ и пословних услуга, уз истовремено мањи увоз туристичких и саобраћајних услуга. Дефицит текућег рачуна у потпуности би требало да буде покривен нето приливом СДИ. Значајан прилив капитала очекује се и по основу портфолио инвестиција, пре свега по основу очекиване нове емисије еврообвезница. У средњем року очекујемо релативно стабилно учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у, јер ће раст увоза по основу наставка инвестиционог циклуса бити компензован већом извозном понудом по основу инвестиција у разменљиве секторе из претходног периода.

Одговорна **фискална политика** у претходних неколико година и њена пуна координација с монетарном политиком, која је резултирала елиминисаном фискалном неравнотежом и свођењем учешћа јавног дуга у БДП-у у одрживе оквире, омогућила је да Влада Републике Србије крајем марта донесе *Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије*. Наведени програм, према проценама Министарства финансија, за последицу имаће дефицит на консолидованом нивоу ове године од око 7% БДП-а, док јавни дуг не би требало да пређе 60%. Према нашој оцени, наведено једнократно повећање дефицита и јавног дуга у овој години не угрожава солвентност земље и не доводи у питање одрживост јавних финансија Србије, при чему се од наредне године очекује наставак силазне путање учешћа јавног дуга у БДП-у.

Актуелном пандемијом погођени смо и директно и индиректно као мала и отворена економија интегрисана у глобалне ланце производње. У овом тренутку тешко се могу дати прецизне процене кључних макроекономских показатеља за Србију за ову годину, као и ефеката пандемије, с обзиром на то да актуелна криза није завршена, да су многе мере здравствене заштите људи и даље на снази, као и да још увек није могуће у потпуности сагледати магнитуде шока и у свету и код нас. Међутим, имајући у виду предузете економске мере, задржану повољну средњорочну макроекономску перспективу Србије, као и да остварења у прва два месеца указују да бисмо планирану стопу раста од 4% остварили да није било пандемије, процењујемо да ће привредни опоравак по окончању пандемије бити брз и да ће већ наредне године премашити преткризни ниво БДП-а.

5. Кретања на тржишту рада

Добри резултати на тржишту рада из претходног периода настављени су и почетком 2020, а огледали су се у даљем расту запослености и зарада, праћени смањењем незапослености. Како би у што већој мери смањила очекиване негативне ефекте вирусне пандемије на тржиште рада, држава је предузела низ економских мера ради очувања радних места и помоћи угроженим секторима.

Зараде и продуктивност рада

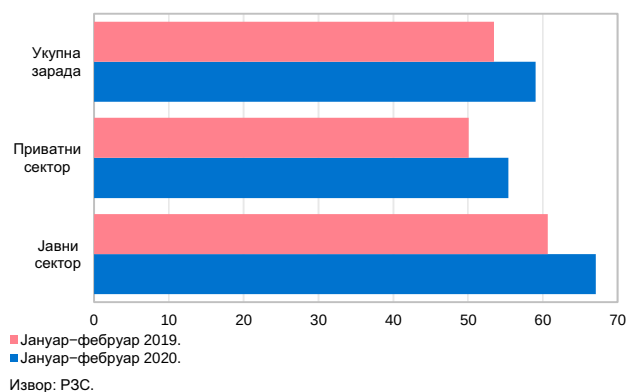
Почетком 2020. године номинална нето зарада достигла је највиши ниво откад се статистички прати, тако да је у јануару и фебруару у просеку износила 59.037 динара (502 евра), остваривши м.г. раст од 10,4%. Номинална нето зарада је порасла и у приватном сектору (10,7% м.г.) и у јавном сектору (10,5% м.г.), чему је допринео и престанак привременог умањења плата у делу јавног сектора,¹⁷ по основу одличних фискалних резултата и стабилизације јавних финансија у протеклим годинама.

На м.г. нивоу, **просечна номинална нето зарада у јануару и фебруару повећана је у свим делатностима**, пре свега у индустрији (збирно 11,8%) и услугама (збирно 10,5%). Паралелно с повећањем зарада у делатностима којима доминира приватни сектор, више зараде су повећане и у здравству, образовању и државној управи, где преовладава јавни сектор. Као меру државне подршке, Влада је донела Уредбу о додатку од 10% на основну плату запослених у здравственим установама због уложених напора у заштити јавног здравља и спречавању ширења епидемије.

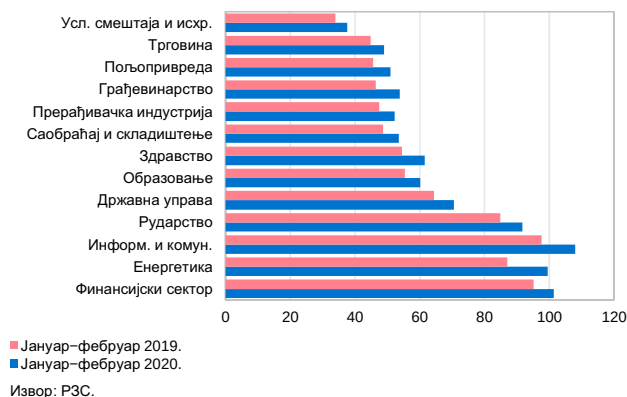
Као главни извор потрошачке тражње, **укупна номинална нето маса зарада у јануару и фебруару** била је за 13,8% виша него у истом периоду прошле године, првенствено услед раста зарада и запослености у приватном сектору.

У условима бржег раста БДП-а од раста запослености, **продуктивност укупне економије** наставила је раст из претходне године и, према прелиминарним подацима, у Т1 је порасла за 3,1% м.г.

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



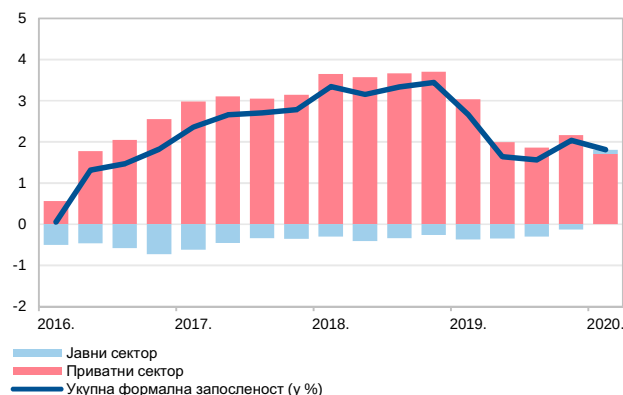
Графикон IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



¹⁷ Закон о престанку важења Закона о привременом уређивању основица за обрачун и исплату плата, односно зарада и других сталних примања код корисника јавних средстава („Службени гласник РС”, бр. 86/2019).

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

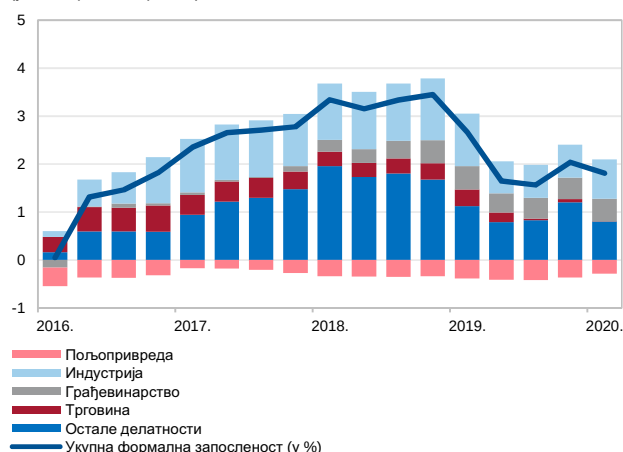
(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела IV.5.1. Кретања формалне запослености и незапослености

(м.г. стопе раста, просек периода)

	2019.			2020.
	T2	T3	T4	T1
Укупан број формално запослених	1,6	1,6	2,0	1,8
Запослени код правних лица	1,9	1,7	2,2	2,4
Приватни предузетници и запослени код њих	2,8	3,0	3,4	1,0
Индивидуални пољопривредници	-8,7	-8,6	-8,4	-7,4
Незапослени	-9,3	-9,5	-8,9	-9,1
Први пут траже запослење	21,1	26,1	32,9	26,3
Били у радном односу	-24,3	-27,2	-29,4	-28,5

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Запосленост

Премда је успорила у односу на претходно тромесечје, **укупна формална запосленост је у Т1 остварила м.г. раст од 1,8%**, вођен даљим запошљавањем код правних лица и предузетника, уз мањи пад броја индивидуалних пољопривредника него у ранијем периоду. У марту се домаће тржиште рада суочило с пандемијом вируса корона, због чега је, према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, у Т1 регистрован м.г. пад броја запослених ван радног односа¹⁸ – за близу 2 хиљаде лица у приватном сектору. Међутим, убрзо након најаве економских мера за подршку привреди,¹⁹ Национална служба за запошљавање евидентирала је повратак већег броја отпуштених радника на посао, а Агенција за привредне регистре мањи број прекида обављања делатности.

Од укупног м.г. повећања формалне запослености у Т1, **скоро 37 хиљада у просеку јесу новозапослени у приватном сектору**. У истом периоду, повећан је и број запослених у јавном сектору (за око 2,2 хиљаде лица у просеку), први пут од почетка поступка рационализације крајем 2015. Међутим, **уведене мере социјалног дистанцирања у марту највише се одражавају на услужни сектор**, пре свега делатности угоститељства, туризма и транспорта, у којима се у наредном периоду због тога може очекивати мањи број запослених.

Према подацима Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост је наставила да пада и у марту је износила 513.058 лица**, тако да је за годину дана број незапослених смањен за више од 55 хиљада лица. При томе, м.г. пад незапослености у Т1 забележен је у свим групама занимања, а највише у онима у оквиру прерађивачке индустрије (за близу 16 хиљада у просеку) и трговине, угоститељства и туризма (за око 5 хиљада у просеку). Мањи број незапослених у Т1 регистрован је и у делатностима пољопривреде, грађевинарства и саобраћаја, чему је допринео побољшан инвестициони и пословни амбијент у Србији, као и програми и мере²⁰ који се у континуитету предузимају на тржишту рада.

¹⁸ Запослени ван радног односа обављају привремене и повремене послове, послове на основу уговора о делу, ауторског уговора и сл.

¹⁹ Видети Осврт бр. 1, стр. 9.

²⁰ Између осталих, активне мере и програми запошљавања обухватају: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapošljavanja, додатну обуку и развој, посебне програме за младе у процесу преласка из система образовања на тржиште рада.

6. Међународно окружење

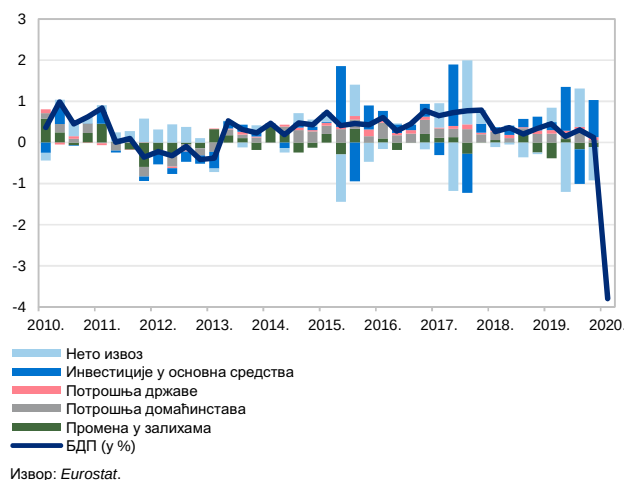
Према су се крајем 2019. појавиле назнаке о започетом привредном опоравку, глобална пандемија вируса корона, према свему судећи, увела је светску привреду у рецесију, и то вероватно највећу од Велике депресије 1930-их година. Међутим, смањење економске активности било би још израженије да земље широм света нису предузимале бројне монетарне и фискалне мере с циљем подршке привреди у новонасталој кризи, као и што бржег опоравка по њеном окончању.

Утицај пандемије на инфлацију за сада се огледа кроз ниже цене нафтних деривата, услед којих је инфлација успорила на светском нивоу, при чему се у наредном периоду очекује њено даље успоравање под доминантним утицајем нижих цена нафте и нижих агрегатне тражње. И поред знатног ублажавања монетарних политика водећих централних банака, повећана је неизвесност на међународном финансијском тржишту и, у условима повећаних улагања у сигурну активу, индекси на светским берзама били су у паду, а прилив капитала у земље у успону смањен.

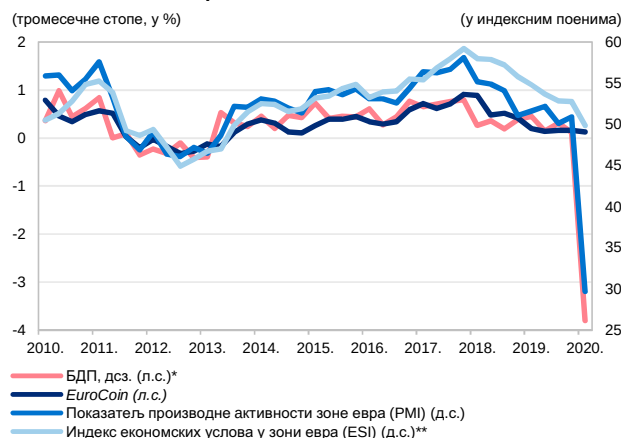
Економска активност

У периоду од претходног извештаја свет се суочио са здравственом и економском кризом изазваном глобалном пандемијом вируса корона, која ће, према оцини водећих међународних институција, изазвати снажан пад економске активности и увести већину земаља у рецесију. С обзиром на новонасталу кризу, ММФ је у априлском извештају *World Economic Outlook (WEO)* пројектовао пад светске привреде од 3% у 2020, под утицајем низа фактора, пре свега пандемије вируса и примене мера социјалног дистанцирања, застоја у ланцима снабдевања, драстичног поопштравања услова на финансијским тржиштима, промене у навикама потрошача и пада поверења, као и волатилности цена примарних производа. При томе, кризом је највише погођен услужни сектор, где се индекс активности на глобалном плану (*Global Services Business Activity Index*) у марту спустио на најнижи ниво откад се прати (37,0). Уз претпоставку смиривања пандемије у П2 2020, ублажавања усвојених мера заштите и постепене нормализације економске активности, ММФ за 2021. годину очекује глобални привредни раст од 5,8%, у условима адекватне економске подршке. Истакнуто је да су ризици ових пројекција врло изражени и асиметрични наниже.

Графикон IV.6.1. Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра (у п.п.)



Графикон IV.6.2. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра



* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т4 2019.

** ESI је стандардизован у односу на PMI.

Графикон IV.6.3. **Водећи показатељи сектора производње по земљама – PMI Manufacturing**
(у индексним поенима)



Услед слабљења индустријске активности и екстерне тражње, **привреда зоне евра** је у Т4 остварила скроман раст од 0,1% дсз., вођен пре свега финалном потрошњом. У истом периоду је пораст инвестиција у основна средства неутрализован падом нето извоза. Ширење заразне болести *COVID-19* крајем фебруара знатно је погоршало изгледе за зону евра. **На привредну контракцију у зони евра упућују и водећи показатељи економске активности**, који су, након опоравка у фебруару, знатно смањени у марту – композитни индекс економске активности (*Eurozone PMI Composite*)²¹ на 29,7, а показатељ економских очекивања (*Economic Sentiment Indicator*)²² на 94,5. Услед заустављања пословне активности широм зоне евра, у априлу су наведени показатељи пали на рекордно ниске нивое од 13,5 и 67,0, респективно. Негативни ефекти пандемије додатно су појачали започето слабљење економске активности у водећим земљама зоне евра у Т4 (стагнација у **Немачкој**²³ и пад БДП-а у **Италији** од 0,3% дсз.), што сигнализира улазак ових земаља у рецесију на крају Т1. Неповољни економски показатељи карактеришу и остале земље у зони евра, пре свега Шпанију, Француску и Холандију, као европска жаришта инфекције.

Премда је тешко проценити укупне ефекте пандемије, **ЕЦБ** је на основу доступних података у марту прогнозирила доста слабију динамику раста зоне евра у кратком року, доминантно под утицајем предузетих мера заштите, смањења екстерне тражње и прекинутих ланаца снабдевања. Када се томе дода поштртавање финансијских услова, као и очекивани пад потрошачког и пословног поверења, **економска активност у зони евра биће под јаким ударом у П1 2020**, пре свих у делатностима туризма, транспорта и угоститељства. То потврђују и прелиминарни подаци *Eurostat*-а, према којима је БДП зоне евра у Т1 забележио највиши пад откад се статистички прати (–3,8% дсз.), првенствено по основу увођења мера социјалног дистанцирања у марту. После достизања најнижег нивоа за протеклих 12 година (7,3% у фебруару), стопа незапослености у зони евра у марту је порасла на 7,4%, с обзиром на то да је пораст неизвесности приморао бројне компаније на отпуштања запослених. О томе говори и показатељ

²¹ Вредност индекса изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод 50 на контракцију економске активности.

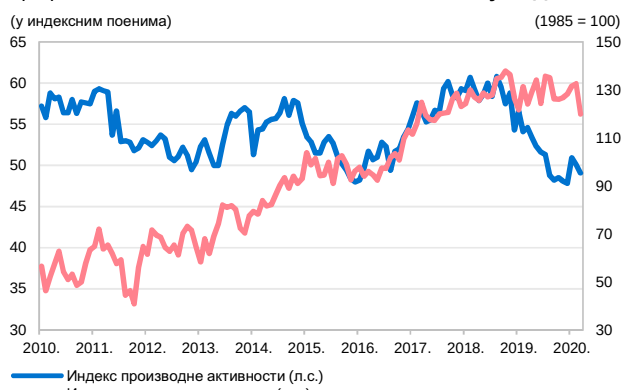
²² Вредност индекса изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

²³ Немачка и Италија су најважнији спољнотрговински партнери Србије унутар зоне евра.

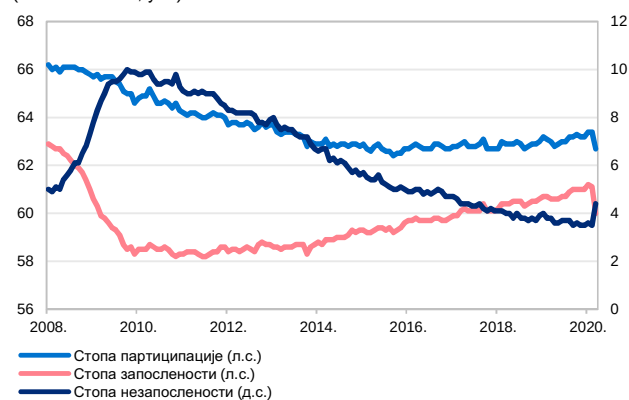
очекивања запослености (*Employment Expectations Indicator*),²⁴ који је, након пада на 93,8 у марту, у априлу додатно спуштен на 63,7. Међутим, **ЕЦБ очекује нормализацију економске ситуације у зони евра током П2**, која ће се наставити и у 2021. години, подржана монетарним и фискалним стимулансима. Ипак, према оцени ММФ-а, наредне године ће само делимично бити надокнађен пад из ове године.

Привреда САД је током највећег дела 2019. имала умерен темпо раста, који је у Т4 износио 2,1% на годишњем нивоу (0,5% дсз.), захваљујући личној и државној потрошњи и опоравку извоза, док је у супротном смеру деловао пад укупних инвестиција. Позитивне назнаке с краја 2019. почеле су да бледе с појавом вируса на територији САД, на шта указују индекс производне активности у зони привредне контракције (49,1 у марту) и приметно погоршање поверења потрошача. Према прелиминарним подацима америчког Бироа за економске анализе, у Т1 је забележен пад БДП-а од -4,8% на годишњем нивоу, вођен приметним смањењем личне потрошње (највише у услужном сектору). Зато је **ФЕД у марту прогнозирао пад економске активности и пораст незапослености у П1 2020**, чији интензитет ће зависити од последица пандемије и предузетих мера заштите. Тако ФЕД у *оптимистичном сценарију* очекује постепени опоравак економске активности током П2, уз подршку обимног фискалног програма, док *песимистични сценарио* предвиђа улазак америчке привреде у рецесију у 2020, уз спорији опоравак у 2021. години.

Последице пандемије се највише осећају на тржишту рада, јер је стопа незапослености у САД порасла на 4,4% у марту (са 3,5% у фебруару), што је њено највеће месечно повећање од јануара 1975. године, чиме се број незапослених за месец дана повећао за око 1,4 млн лица. То је праћено и драматичним скоком броја поднетих захтева за накнаду у случају губитка посла (преко 30 млн од почетка пандемије), чиме је практично анулирано целокупно креирање послова након светске економске кризе. Поред тога, показатељи партиципације и запослености су у паду, о чему сведочи смањење броја запослених ван пољопривреде за око 700 хиљада лица у марту, доминантно у услугама угоститељства, рекреације и забаве.

Графикон IV.6.4. **Водећи економски показатељи у САД**

Извор: Institute for Supply Management, Conference Board.

Графикон IV.6.5. **Кретања на тржишту рада у САД** (месечне стопе, у %)

Извор: Bureau of Labor Statistics.

²⁴ Индекс је конструисан тако да дугорочни просек износи 100 поена.

Посматрано у целини, **привредни раст у регионима средње и источне Европе** на мг. нивоу успорио је на 3,2% у Т4 (са 3,5% у Т3), чему је допринео даљи пад нето извоза и слабији раст фиксних инвестиција, док је у супротном смеру деловао пораст потрошње домаћинстава и државе. При томе, највећи мг. раст у Т4 остварила је Србија (6,2%), за којом следе Мађарска (4,5%) и Румунија (4,3%). Међутим, последице заразне болести *COVID-19* негативно ће се одразити на производњу и извоз у овим регионима, а самим тим и на домаћу тражњу, која је била главни покретач раста током 2019. С тим у вези, ММФ очекује пад економске активности у **европским земљама у успону и развоју** (–5,2% у 2020), при чему ће најтеже бити погођене земље које се у великој мери ослањају на туристичке и угоститељске услуге (Хрватска, Словенија, Чешка, Турска и др.). **За Србију је пројектован најмањи пад БДП-а од –3,0% у 2020**, који ће већ у 2021. бити надомештен снажним економским опоравком.

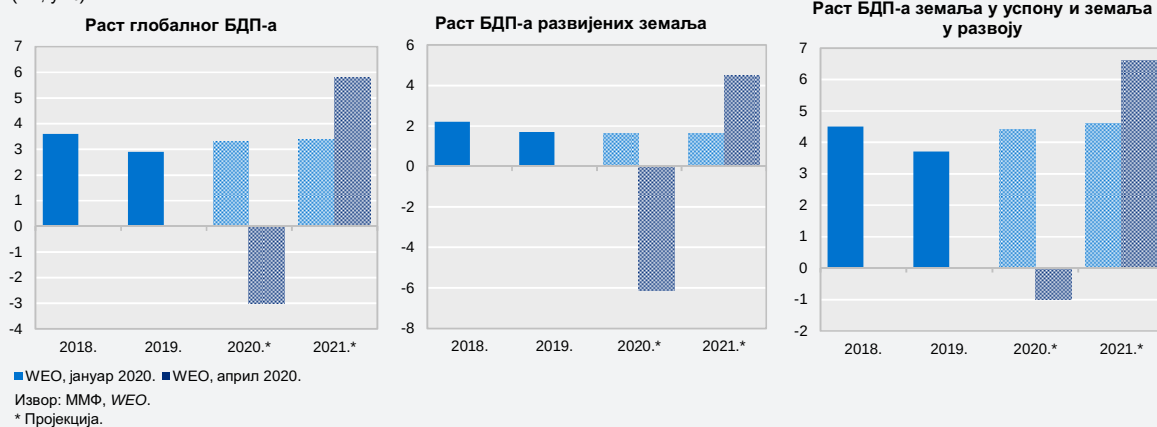
Захваљујући бољим резултатима у индустрији и пољопривреди од очекиваних, **привреда Русије** је на нивоу 2019. порасла за 1,3%, чему је највише допринела потрошња домаћинстава и државе. Позитивно су допринеле и фиксне инвестиције, насупрот даљем смањењу екстерне тражње, услед ограничења у производњи нафте и споријег глобалног раста. Са избијањем пандемије вируса корона, светске цене примарних производа, пре свега нафте, у великој мери су смањене, због чега ће Русија као нето извозник претрпети знатан губитак по том основу. У том смеру ће деловати и уведене мере социјалног дистанцирања и пооштрени финансијски услови, због чега ММФ прогнозира пад руске привреде од 5,5% у 2020. години.

Крајем 2019. у **Кини** је проглашена епидемија вируса корона, на шта су власти реаговале свеобухватним пакетом фискалних мера. Према процени Националног статистичког бироа, БДП Кине у Т1 смањен је за 6,8% на мг. нивоу, по основу пада активности у угоститељству, трговини, грађевинарству и саобраћају. Нешто мањи пад активности евидентиран је у пољопривреди и прерађивачкој индустрији, где је водећи индекс производне активности повећан у марту (50,1). За разлику од већине земаља у којима се пуни ефекти кризе очекују у Т2, у Кини постоје сигнали постепеног опоравка, који би, према пројекцији ММФ-а, значили привредни раст од 1,2% у 2020. години.

Осврт 3: Утицај вируса корона на светску привреду

Пандемија изазвана вирусом корона представља здравствени и економски шок на светском нивоу. Ради заштите живота људи, уведене су мере социјалног дистанцирања, које су биле праћене потресима на међународном финансијском тржишту, изразитим растом неизвесности и бегом у сигурну активу, поремећајима на већини робних тржишта, пре свега тржишту нафте, застојима/прекидима у глобалним производним ланцима итд., што је за последицу имало оштар пад економске активности и раст незапослености. Пандемија би свакако имала негативне ефекте, а увођење неопходних здравствених мера усмерених на њено контролисање и заштиту живота грађана додатно је појачало пад тражње и економске активности. У проценама пада економске активности кључно питање је колики део економије је погођен и колико дуго неће нормално функционисати. Зато се економске последице морају посматрати заједно с током саме пандемије, који је у овом тренутку изразито неизвестан, иако су све институције у својим пројекцијама морале да пођу од неких конкретних претпоставки у вези са самим током пандемије. Свакако је у свим земљама највише погођен сектор услуга (угоститељство, туризам, саобраћај, трговина трајним потрошним добрима и сл.), док утицај на прерађивачку индустрију варира од земље до земље, у зависности од тога у којој мери су прекинути ланци снабдевања, као и у којој мери је смањена екстерна тражња за тим производима.

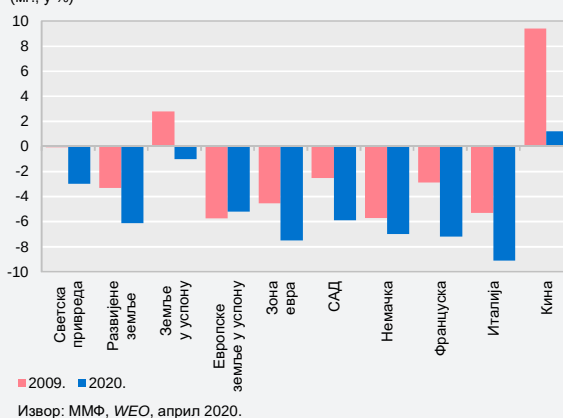
Графикон О.3.1. Раст БДП-а
(мг., у %)



Процењује се да светска привреда није била изложена већој кризи од Велике депесије 1930-их година. За само три месеца, изгледи за раст светске привреде у 2020. години погоршани су са очекивана 3,3% на очекиваних -3,0%,¹ што је знатно већи пад него 2009. због економске кризе (-0,1%). При томе, рецесија се ове године очекује не само у развијеним земљама (-6,1%) већ и у земљама у успону (-1,0%), које су 2009. године, заједно посматрано, успеле да је избегну. Кина би требало да забележи раст, али знатно мањи него 2009. године.

Под претпоставком да ће се пандемија смирити до лета, тако да се могу постепено укидати мере социјалног дистанцирања и нормализовати производња у П2, ММФ очекује глобални раст од 5,8%

Графикон О.3.2. Поређење пројектованог привредног раста у 2020. с растом у светској економској кризи
(мг., у %)



¹ ММФ, *World Economic Outlook*, април 2020.

у 2021. години, али наглашава да је пројекција изразито неизвесна, јер зависи од фактора које је тешко предвидети, уз ризике асиметричне наниже. За разлику од уобичајених криза до којих долази због пада тражње, сада имамо истовремени пад и понуде и тражње, уз пооштравање услова на међународном финансијском тржишту.

Наиме, кључни фактори који су изазвали знатан пад економске активности на светском нивоу могу се сврстати у три групе:

1) смањење понуде у условима прекинутих ланаца производње и снабдевања, смањеног ангажовања радне снаге и ослабљене позиције предузећа;

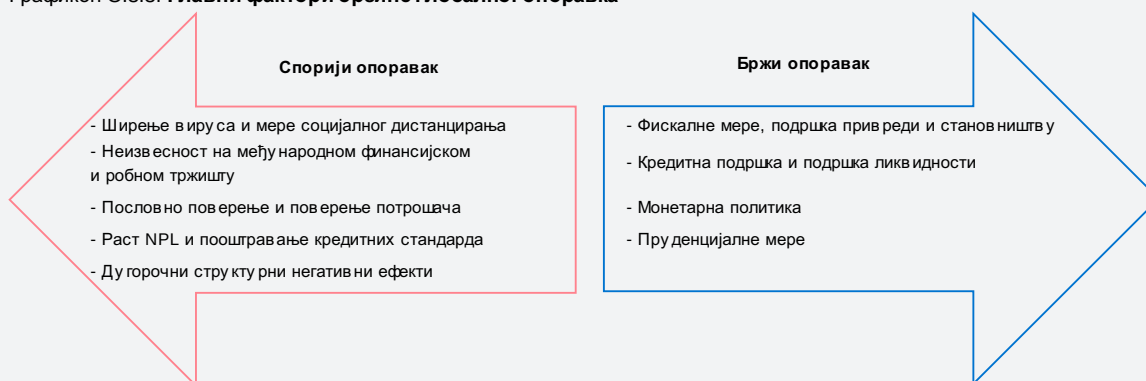
2) смањење тражње услед примене мера социјалног дистанцирања, пада запослености и зарада, потрошачког и пословног поверења, као и пада прихода у земљама извозницама примарних производа, који су снажно погођени нижом тражњом;

3) пооштравање услова на међународном финансијском тржишту и одлив капитала из земаља у успону, у условима повећања глобалне неизвесности и раста аверзије према ризику.

Пад економске активности на светском нивоу био би свакако знатно већи да већина земаља није реаговала снажним економским мерама, често без преседана у новијој историји, како би се пад умањео и привреда што брже опоравила након пандемије. Централне банке већине земаља реаговале су ублажавањем монетарних политика, конвенционалним и неконвенционалним мерама, а владе обимним фискалним пакетима, који, уз фискалне стабилизаторе (пад фискалних прихода и раст трансфера), имају за циљ да подрже привреду током кризе и обезбеде јој што бржи опоравак.

Иако постоји висок степен сагласности да је у кратком року неизбежна рецесија на светском нивоу, таква сагласност не постоји када је у питању средњи и дуги рок, јер процене зависе од тока пандемије, који се не може са сигурношћу предвидети. Према једнима, пандемија ће трајати дуже, уз могућност другог таласа, што ће ослабити позицију предузећа и становништва, уз преливање негативних ефеката на финансијски сектор, пре свега преко раста ненаплативих потраживања од предузећа и становништва, који су снажно погођени кризом. Према другима, актуелна криза ће имати знатне, али краткорочне негативне ефекте, јер њени главни покретачи (обустава пословања, радници на боловањима и губитак поверења) неће деловати у дугом року, а и релативно брзо је снажно реаговано монетарним и фискалним мерама у већини земаља.

Графикон О.3.3. Главни фактори брзине глобалног опоравка



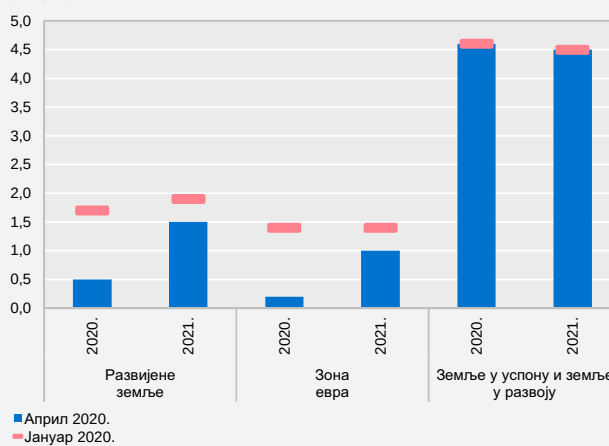
Пад економске активности праћен је знатним растом незапослености. Ситуација је посебно драматична у САД, где се током првих шест недеља пандемије пријавило најмање 30 млн људи за накнаде за незапослене. Процењује се да је стопа незапослености повећана у априлу на 10–15%, док је у фебруару износила свега 3,5%, што је био минимум у последњих 50 година. У зони евра број незапослених такође знатно расте, али нешто споријим темпом него у САД.

С обзиром на комплексне директне и индиректне ефекте пандемије на светску привреду, поставља се и питање на који начин ће се кретати инфлација у наредном периоду. Реч је о истовременом шоку на страни тражње (који делује у правцу пада цена) и шоку на страни понуде (који делује у правцу раста цена), тако да ће кретање инфлације зависити од нето ефекта ова два шока. Постоји висок степен сагласности да ће нето ефекат резултирати нижом инфлацијом на светском нивоу него што се претходно очекивало. Не искључује се ни могућност краткорочне дефлације у развијеним земљама у кратком року, посебно ако се има у виду знатан пад светске цене нафте (чији фјучерси су се чак нашли и у негативној зони) због изразите неравнотеже између прекомерне понуде и драстично смањене тражње. Евентуално, у земљама у успону у којима валуте буду депрецирале инфлација би могла да порасте.

Током важења мера социјалног дистанцирања могу се очекивати промене релативних цена, тј. промене у односима цена, јер су и промене у понуди и тражњи знатно различите по секторима. Највише је смањена тражња за непрехрамбеним производима и угоститељским, туристичким и транспортним услугама, док је повећана тражња за основним животним намирницама.

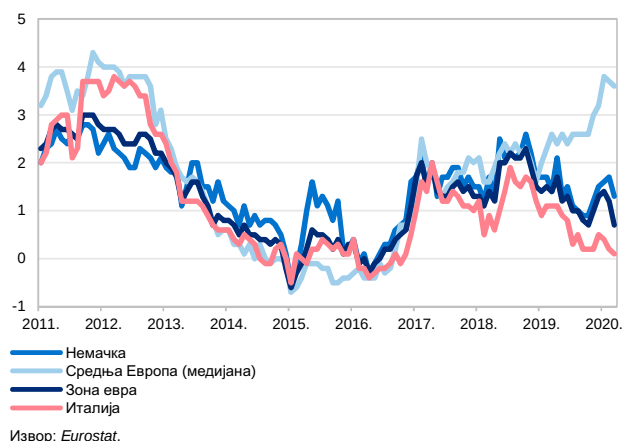
Можемо рећи да први резултати у сузбијању ширења вируса охрабрују и да се економска активност постепено опоравља у Кини и другим земљама Азије, које су биле прве погођене вирусом. У Европи, САД и другим регионима, који су нешто касније били захваћени, постепено се ублажавају мере социјалног дистанцирања, а привреда и становништво прилагођавају се на новонасталу ситуацију. При томе, земље углавном следе опрезан приступ, јер ако би се мере повукле сувише брзо, вирус би могао поново почети да се шири, што би за последицу имало поновно увођење мера социјалног дистанцирања и још теже економске последице.

Графикон О.3.4. Пројекције инфлације
(мг., у %)



Извор: ММФ, WEO, јануар и април 2020.

Графикон IV.6.6. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)



Графикон IV.6.7. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље (мг. стопе, у %)



Кретање инфлације

Опоравак цена енергената и њихова ниска прошлогодишња база, уз бржи раст непрерађене хране, водили су благом убрзању **инфлације у зони евра** за 0,1 п.п., на 1,4% мг. у јануару. Међутим, убрзо потом цене енергената су смањене и њихов допринос у фебруару поново је постао негативан, па је мг. инфлација успорила на 1,2%. Даљи пад цене нафте на светском тржишту водио је паду инфлације у зони евра, на 0,7% мг. у марту, чиме се она још више удаљила од инфлационог циља од близу, али испод 2%. С друге стране, инфлацији су позитивно допринеле цене хране, које су убрзале раст у Т1, што се повезује с растом тражње за основним животним намирницама и паником изазваном вирусом корона. Инфлациона очекивања у зони евра су смањена, а базна инфлација је остала ниска и додатно је успорила са 1,3% мг. крајем 2019. на 1,0% мг. у марту. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, мг. инфлација, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, у марту је успорила на 1,3% у **Немачкој** и 0,1% у **Италији**.

Као и у зони евра, инфлација у већини посматраних земаља **средње и југоисточне Европе** у јануару је расла, вођена растом цена енергената и ниском базом из претходне године, као и растом цена хране. У Мађарској, Пољској и Чешкој нашла се изнад горње границе дозвољеног одступања и достигла је највише нивое у последњих осам година. Инфлација је наставила да расте у фебруару у Пољској и Чешкој услед раста домаће тражње, док је у Мађарској, као и у Румунији, била успорена. Осим у Румунији, код које је мг. инфлација у марту остала непромењена (3,1%), у осталим посматраним земљама инфлација успорава (на 3,9% у Мађарској, 3,4% у Чешкој и 4,6% у Пољској) услед драстичног пада цена нафте на светском тржишту, док су цене хране у свим посматраним земљама деловале у правцу раста мг. инфлације.

Као и у Србији, и у другим земљама **Западног Балкана** мг. инфлација је у Т1 остала релативно ниска. Након благог раста у јануару, инфлација у Црној Гори и Босни и Херцеговини у остатку тромесечја је падала, на 0,0% и 0,1% мг. у марту, респективно, тј. испод нивоа с краја 2019. У Северној Македонији она је расла и у фебруару, да би у марту била снижена на 0,5% мг., што је ипак нешто више него крајем 2019. (за 0,1 п.п.). Једино је у Албанији инфлација у марту порасла на највиши ниво од септембра 2018. (2,1%), пре свега по основу бржег раста цена хране и безалкохолних пића.

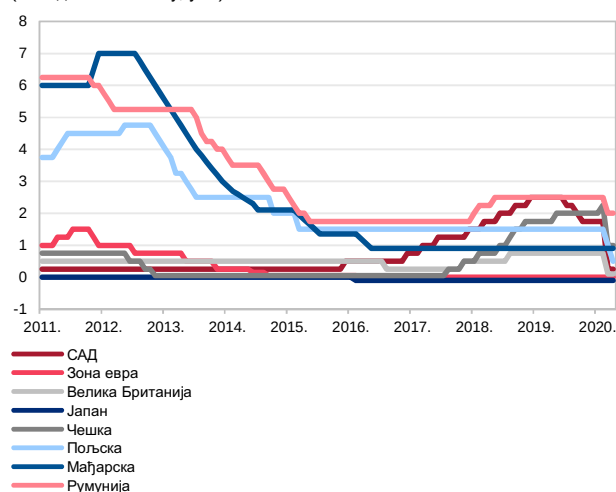
Двоцифрена инфлација у **Турској** била је релативно стабилна током Т1. Након благог раста у прва два месеца, она је, услед пада светске цене нафте, у марту пала на 11,9%, што је незнатно више него крајем 2019. Инфлација у **Русији** наставила је да пада у јануару и фебруару, када је достигла најнижи ниво у претходних више од годину и по дана, да би у марту благо порасла (на 2,5%), први пут у претходних 12 месеци. Дезинфлаторно су деловале светске цене нафте, док је депрецијација рубље деловала у правцу раста инфлације.

Укупна мг. инфлација у **САД**, мерено индексом издатака за личну потрошњу, и током Т1 остала је на нивоу испод 2%, при чему је у марту смањена на 1,3%. Инфлација по искључењу цена хране и енергије, која је преферирана мера ФЕД-а, такође је остала испод циљаног нивоа и износила је 1,7% мг. крајем Т1. ФЕД очекује ниске инфлаторне притиске у наредном периоду услед мање искоришћености капацитета и знатног пада цена енергената.

Монетарна политика

Иако није мењала референтну стопу, **ЕЦБ** је током Т1 и у априлу донела обиман пакет других стимулативних мера како би ублажила негативне ефекте пандемије на привреду зоне евра. Покренута је куповина додатних 120 млрд евра до краја 2020. у оквиру програма куповине aktive да би се ограничило пооштравање финансијских услова у зони евра. Поред тога, уведен је и привремени програм куповине aktive (*PEPP*), у износу од 750 млрд евра, који ће бити спровођен док ЕЦБ не процени да је фаза кризе изазвана вирусом завршена, а најкраће до краја 2020. године. Ублажени су услови у погледу обима и каматне стопе за дугорочне циљане операције рефинансирања (*TLTRO III*), при чему ће током периода јун 2020 – јун 2021. бити примењивана за 50 б.п. нижа каматна стопа од стопе на главне операције рефинансирања, уместо једнака њој. Проширена је и база дозвољеног колатерала у оквиру програма куповине корпоративних обвезница (*CSPP*) и додатно ублажени критеријуми у погледу колатерала код спровођења операција рефинансирања (главних операција рефинансирања, *LTRO*, *TLTRO*). На састанку у априлу донета је одлука о увођењу нових дугорочних операција рефинансирања (*PELTRO*), које ће почети да се спроводе у мају, а доспеваће између јула и септембра 2021, при чему ће се примењивати стопа за 25 б.п. нижа од стопе на главне операције рефинансирања.

Графикон IV.6.8. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

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

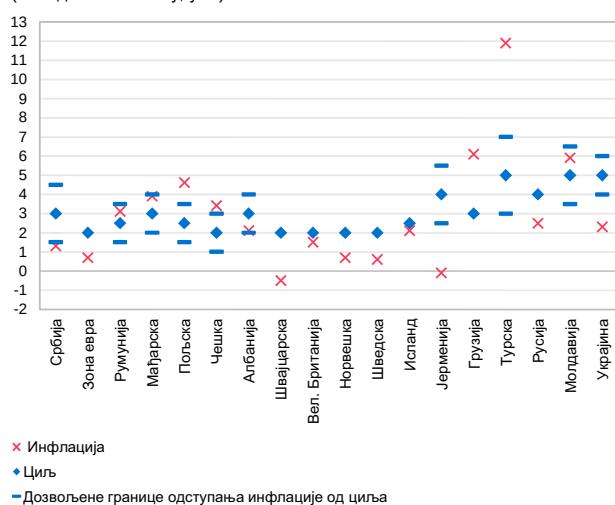
Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	1,3	$3,0 \pm 1,5$	1,50
Пољска	4,6	$2,5 \pm 1,0$	0,50
Чешка	3,4	$2,0 \pm 1,0$	1,00
Мађарска	3,9	$3,0 \pm 1,0$	0,90
Румунија	3,1	$2,5 \pm 1,0$	2,00
Турска	11,9	$5,0 \pm 2,0$	8,75

Извор: веб-сајтови централних банака.

* ИПЦ, мг. стопе у марту.

** Крај априла 2020.

Графикон IV.6.9. Инфлација и циљ по земљама у марту 2020. (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Eurostat и веб-сајтови централних банака.

ФЕД је у марту спустио циљани распон референтне стопе два пута, за укупно 150 б.п., на 0–0,25%. Поново је покренуто квантитативно попуштање на основу откупа државних и хипотекарних обвезница, које ће бити спровођено у ком год износу да је потребно да се поново обезбеди нормално функционисање тржишта. Започето је спровођење привремених обимних репо трансакција како би се убризгала додатна ликвидност у банкарски систем, као и међународних репо трансакција којима се страним централним банкама и другим монетарним властима обезбеђује доларска ликвидност. Такође, активирани су доларске своп линије с централним банкама других развијених земаља (укључујући ЕЦБ) и неколико централних банака тржишта у успону. Стопа обавезне резерве спуштена је на нулу, док је банкама експлицитно наложено да користе своје капиталне резерве и резерве ликвидности како би подстакле веће кредитирање. ФЕД је покренуо и програме подршке попут откупа комерцијалних записа општина и компанија (CPFF), повољнијег финансирања примарних дилера (PDCF), подршке тржишта корпоративних обвезница у САД (PMCCF и SMCCF), подршке ликвидности инвестиционим фондовима на новчаном тржишту (MMLF), малим и средњим предузећима (MSLP) и многе друге.

И централне банке земаља региона средње и југоисточне Европе реаговале су на новонасталу ситуацију изазвану пандемијом ублажавањем својих монетарних политика. Након што је у фебруару повећала референтну каматну стопу за 25 б.п., централна банка Чешке ју је у марту два пута спустила, за укупно 125 б.п., на 1,0%. Централна банка Пољске је најпре на ванредном састанку у марту смањила референтну стопу за 50 б.п., што је прва њена промена од марта 2015, а потом за још толико у априлу, на 0,5%. Централна банка Мађарске није мењала референтну стопу током Т1 (0,9%), али је обезбедила неограничену ликвидност банкама увођењем новог инструмента колатерализованог зајма с фиксном каматном стопом, а на повећање ликвидности утицала је и укидањем обавезне резерве за домаће банке и повећањем обима девизних своп трансакција. Централна банка Румуније је на ванредном састанку у марту увела сет нових мера ради пружања подршке привреди, међу којима су и смањење референтне стопе за 50 б.п., на 2,0%, сужавање коридора основних каматних стопа, обезбеђење ликвидности путем репо операција, као и покретање програма куповине државних ХоВ земље у домаћој валути.

Централна банка Турске је током Т1 наставила да смањује референтну стопу, за укупно 225 б.п., на

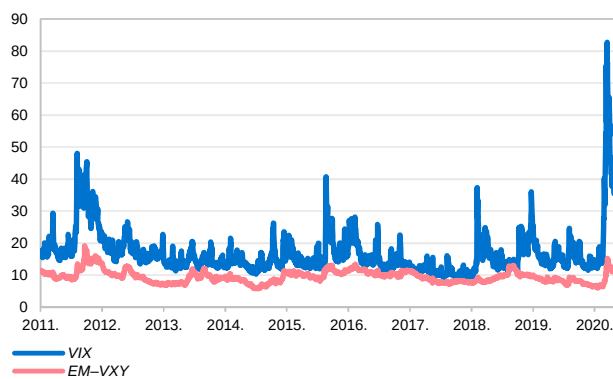
четири састанка и за додатних 100 б.п. у априлу, на 8,75%, у условима смањене тражње и ценовних притисака, упркос депрецијацији лире у претходном периоду. Централна банка **Русије** је у фебруару спустила референтну стопу за 25 б.п., а потом у априлу за још 50 б.п., на најнижи ниво од фебруара 2014. (5,5%), при чему се не искључује могућност њеног даљег смањења. Како се наводи у саопштењу, одлука је донета у условима знатног раста дезинфлаторних притисака по основу смањења домаће и екстерне тражње, који компензују ефекат привремених фактора попут депрецијације рубље и повећане тражње за одређеним групама производа који делују у смеру раста инфлације.

Финансијска и робна тржишта

На кретања на финансијским тржиштима током Т1 доминантно су утицале вести и дешавања у вези са ширењем вируса корона. Инвеститори су продавали акције и корпоративне обвезнице ради куповине сигурнијих облика активе, као и услед потребе за ликвидним средствима, па су водеће светске берзе бележиле највеће падове од светске финансијске кризе. Након што су државе широм света предузеле значајне мере и истакле спремност да додатно реагују уколико се за тим укаже потреба, финансијска тржишта су донекле умирена, па је спречен још већи пад цена активе и поверења инвеститора. Од посебног значаја било је повећање количине долара, за којим је постојала огромна тражња, путем своп линија ФЕД-а с другим централним банкама. Имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта (VIX)** средином марта достигла је историјски максимум и у Т1 је повећана за 39,8 п.п., на 53,5%, а волатилност валута земаља у успону, мерено **ЕМ-VXY**, за 5,7 п.п., на 12,3%. Обе мере су указивале на смањење волатилности на финансијским тржиштима током априла, иако је она и даље била знатно изнад нивоа с почетка године.

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених земаља током Т1 били су изразито волатилни, при чему су приноси на америчке обвезнице забележили рекордно ниску вредност. Услед раста аверзије према ризику, инвеститори су сигурност све више тражили у државним обвезницама развијених земаља, што је све до почетка марта водило паду њихових приноса. Међутим, током марта је уследио њихов неочекивани раст, али су, посматрано крајем периода, приноси на америчке и немачке државне ХоВ и даље били знатно нижи него крајем 2019. и на тим релативно ниским нивоима задржали су се и током априла. Тако су приноси на

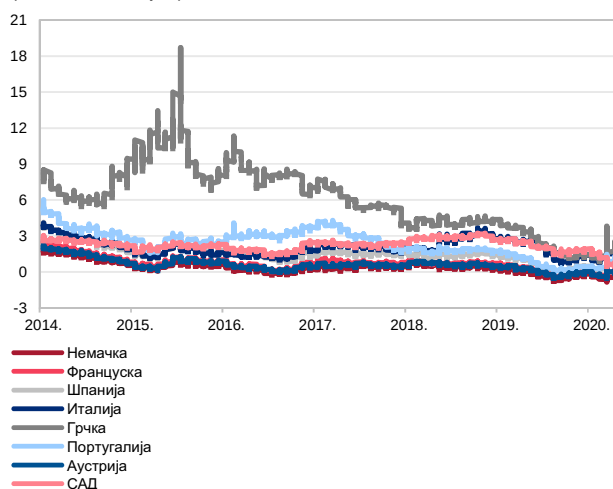
Графикон IV.6.10. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта* (у %)



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.6.11. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.6.12. Кретање курсева одређених националних валута према долару*
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



десетогодишње државне америчке обвезнице у Т1 смањени за 1,2 п.п., на 0,7%, а цела крива приноса се први пут нашла испод нивоа од 1%. Крива приноса на немачке државне обвезнице остала је у негативној зони, при чему су приноси на десетогодишње обвезнице смањени за 0,3 п.п., на -0,5%. Паду је у знатној мери допринело покретање новог програма куповине активе (PEPP), уз укидање појединих ограничења која су важила за досадашњи програм куповине активе. С друге стране, иако знатно нижи него средином марта, приноси на упоредиве обвезнице периферних земаља зоне евра крајем априла ипак су били нешто виши него крајем 2019.

Кретања на девизним тржиштима такође су одражавала повећану аверзију према ризику, па су водеће светске валуте током Т1 забележиле знатну волатилност према долару. Долар је у другој половини фебруара достигао највишу вредност према еврџу од априла 2017. (1,08 долара за еврџ), да би почетком марта пао на најнижу вредност у претходних више од 12 месеци (1,15 долара за еврџ) услед забринутости у погледу ефеката вируса корона по привреду САД. Услед пандемије која је уследила, долар, као најликвиднија и главна резервна светска валута, поново јача и достиже нову највишу вредност од априла 2017. (1,07 долара за еврџ). Додатне мере водећих централних банака у смеру повећања доларске ликвидности донекле су задовољиле огромну тражњу за овом валутом, па је до краја Т1 долар губио на вредности, али је и даље био јачи према еврџу него крајем 2019, за 2,1%. Инвеститори су сигурност тражили и у валутама попут јапанског јена и швајцарског франка, које су, уз знатну волатилност током посматраног периода, у Т1 ојачале према долару за 0,4% и 0,6%, респективно. С друге стране, британска фунта је ослабила према долару за 5,8%, а руска рубља за 20,4%. Током априла, еврџ и швајцарски франак благо су ослабили према долару (за 0,7% и 0,5%, респективно), док су јачали британска фунта (1,2%), јапански јен (2,0%) и руска рубља (6,9%).

Знатну волатилност током Т1 забележила је и **цена злата**. У смеру њеног раста деловали су повећано улагање инвеститора у овај облик сигурне активе, смањење прогноза глобалног привредног раста, спуштање референтне стопе ФЕД-а и др. Цена злата је почетком марта достигла највиши ниво у претходних више од седам година. Након што је краткорочно смањена услед очекивања да ће стимулативне мере монетарне и фискалне политике умањити негативан ефекат пандемије на привреду и допринети расту

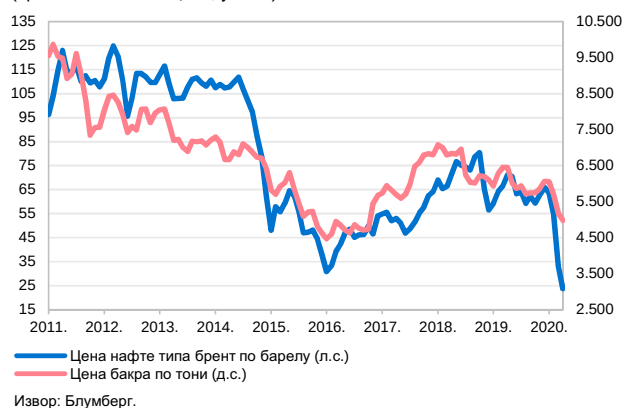
ликвидности на тржишту новца, крајем месеца уследио је њен поновни раст, па је крајем Т1 била за 6,2% виша него крајем 2019 и износила је 1.609 долара по унци. Током априла цена злата је наставила да расте, на 1.703 долара по унци крајем априла.

Цена нафте на светском тржишту знатно је смањена у Т1, за 67,7%, на 21,5 долара по барелу, приближно колико је износила и крајем априла. Паду цене нафте допринели су смањена тражња услед уведених мера за сузбијање епидемије, које су директно погодили сектор транспорта, препуна складишта нафте, као и забринутост око утицаја пандемије на тражњу за нафтом у наредном периоду, која је надвладала оптимизам у погледу донетих подстицајних економских мера. Поред тога, на пад цене нафте утицао је и неуспех договора чланица *OPEC+* о смањењу производње, уз ценовни рат између Саудијске Арабије и Русије. Током априла, земље *OPEC+* ипак су постигле договор о драстичном ограничавању производње, али то није могло да спречи пад цене нафте. Фјучерси на цену нафте у САД први пут у историји нашли су се у негативној зони, показујући колико је тражња за нафтом смањена услед пандемије вируса корона.

Након краткотрајног оптимизма, који је преовладавао почетком јануара услед потписивања прве фазе трговинског споразума између САД и Кине, с предузимањем ванредних мера због ширења вируса дошло је до успоравања индустрије и грађевинарства у Кини, па су и **цене метала и минерала** оштро пале. Затварање фабрика широм света које је потом уследило одразило се на даљи пад тражње, па су, према индексу цена примарних производа Светске банке, цене метала и минерала у Т1 опале за 11,3%, при чему су смањене све посматране поткатегорије. Највише је смањена цена цинка, за 16,2%, цена бакра пала је за 14,7%, никла за 14,3%, а цена руде гвожђа за 4,0%.

Светске цене хране, мерено **индексом ФАО**, у Т1 снижене су за 5,1%. Највише су смањене цене уља (15,6%), пре свега услед пада цене палминог уља. Цена шећера је пала за 10,9% због мера које су донеле поједине земље и које су утицале на смањену увозну тражњу. Поред тога, снажан пад цене енергената водио је преусмеравању шећерне трске из производње биогорива у производњу шећера, поготову у Бразилу, који је највећи извозник шећера. То је повећало понуду и додатно допринело паду његове цене. Цене меса су биле ниже за 7,7% него крајем 2019, пре свега услед смањеног кинеског увоза овчијег и говеђег меса

Графикон IV.6.13. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



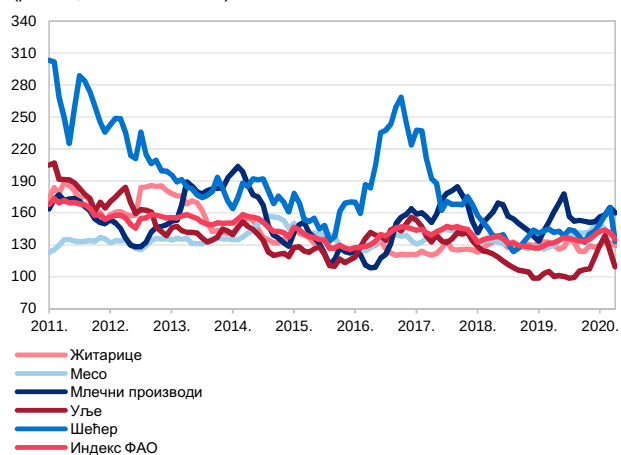
Графикон IV.6.14. Индекс цена примарних производа (2010 = 100)



* Сирова нафта, природни гас и угаљ.

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

Графикон IV.6.15. Индекс светских цена хране
(реално, 2002–2004 = 100)



изазваног застојем у транспорту и последичним нагомилавањем залиха у земљама извозницама. Међутим, цене свињског меса у марту су порасле услед знатног раста тражње и застоја у процесу прераде меса у условима логистичких проблема и ограничавања кретања радника. У Т1 су порасле и цене млечних производа (2,3%), док су, иако волатилне, цене житарица на крају Т1 биле само незнатно више него на крају 2019. (0,1%). Цене пшенице и кукуруза, за нас најзначајнијих примарних пољопривредних производа, расле су у јануару услед раста тражње, да би у наставку тромесечја пале због великих светских залиха, у комбинацији с добрим изгледима жетве пшенице и мање тражње за кукурузом из сектора биогорива вођене падом цене енергената.

Осврт 4: Мере централних банака и влада ради ублажавања негативних економских последица вируса корона

Поред здравствене кризе, и убрзано ширење вируса корона представља снажан економски шок, чији ће пуни ефекти бити познати тек по окончању глобалне пандемије. Готово да не постоји држава на свету која неће претрпети неки вид негативних последица, било на директан или индиректан начин. Иако су укупни економски губици још увек непознати, извесно је да ће бити велики, јер је у питању негативан шок и на страни понуде и на страни тражње, што значи да је неопходно заједничко деловање свих носилаца власти – монетарних и фискалних, као и интензивна сарадња на међународном нивоу у борби за опоравак светске привреде.

Када је реч о **монетарним мерама**, као одговор на застој у економској активности и пооштравање финансијских услова, централне банке су реаговале промтно, доносећи свеобухватне мере ради подршке кредитној и економској активности. Међу њима, **ФЕД је донео најобимнији и уједно најопсежнији пакет мера у историји. Мере без преседана предузела је и ЕЦБ** како би додатно подржала финансијске услове у зони евра. И пре избијања пандемије, референтне стопе многих централних банака биле су релативно ниске, па је у односу на светску финансијску кризу из 2008. постојао мањи простор да се реагује њиховим смањењем. **Централне банке развијених земаља** попут САД, Канаде, Енглеске, Аустралије и Норвешке **смањивале су каматне стопе**, што је, поред других мера монетарне политике, отворило простор централним банкама земаља у успону попут Чешке, Пољске, Румуније, Бразила, Мексика, Индије, Русије, Турске, као и земаља у нашем непосредном окружењу (Северна Македонија и Албанија), да реагују смањењем својих референтних каматних стопа. Иако ЕЦБ није мењала основне каматне стопе, усвојила је пакет мера којим се обезбеђује додатна ликвидност финансијском сектору и омогућава знатно ублажавање услова у оквиру програма циљаног дугорочног рефинансирања банака (*TLTRO III*), пре свега повећањем износа кредита који је банкама на располагању и смањењем каматне стопе која се примењује у тим операцијама за 50 б.п. Најављен је и нови програм дугорочних операција рефинансирања (*PELTRO*) како би се обезбедио довољан ниво ликвидности и додатно ублажили финансијски услови у зони евра за време пандемије, у оквиру кога ће се примењивати каматна стопа за 25 б.п. нижа од референтне каматне стопе.

Упоредо с конвенционалним инструментима, водеће централне банке спровеле су и опсежне неконвенционалне мере, међу којима су знатно проширење програма куповине aktive и увођење нових, ванредних програма чији је примарни циљ обезбеђење неопходне ликвидности. Тако је ФЕД најпре најавио поновно покретање програма куповине aktive на основу откупа државних обвезница у вредности од 500 млрд долара и хипотекарних обвезница у вредности од 200 млрд долара, да би касније саопштио да ће куповина aktive бити примењена у коликом год обиму и трајању то буде било потребно. Поред ФЕД-а, и ЕЦБ је битно проширила програм куповине aktive како би се ограничило пооштравање финансијских услова у зони евра. Првобитни програм, који је започет у новембру 2019. и који је подразумевао нето куповину у износу од 20 млрд евра месечно, повећан је за додатних 120 млрд евра до краја године, при чему ће у већој мери бити усмерен на ХоВ приватног сектора. Након тога, уведен је и привремени програм куповине aktive у износу од 750 млрд евра, којим је, поред обвезница јавног и приватног сектора, први пут обухваћена и куповина комерцијалних записа нефинансијског сектора који задовољавају одређене критеријуме кредитног рејтинга, уз истовремено укључивање ових хартија и у постојећи програм куповине aktive. ЕЦБ истиче да је спремна да повећа овај програм и прилагоди његову композицију, у ком год износу и временском периоду да је то потребно. Куповина није, као до сада, условљена класама aktive и „кључем” који дефинише сразмере куповине по државама (максимално 33% дуга сваке земље), тако да ће први пут обухватити и грчке обвезнице, што представља одступање од раније дефинисаних правила. ЕЦБ ће моћи да купује обвезнице рочности од 70 дана до 31 године, док је до сада могла да купује обвезнице рочности од једне године. И друге водеће централне банке повећале су (Банка Јапана) или поново покренуле програме куповине aktive (Банка Енглеске), док је Банка Канаде први пут увела програм квантитативног попуштања.

Ради подстицања кредитирања, ФЕД је, уз поменуте мере, дефинисао и велики број додатних програма, од којих су неки усвојени у сарадњи с Трезором САД. Између осталог, усвојен је програм откупа комерцијалних записа за подршку ликвидности градова и компанија, а додатна ликвидност је обезбеђена и примарним дилерима како би се омогућило несметано функционисање тржишта. Такође, донет је програм подршке одобравању нових кредита и издавања корпоративних обвезница на примарном тржишту, као и програм повећања ликвидности раније издатих корпоративних обвезница. Уведен је и програм подршке ликвидности инвестиционим фондовима

на новчаном тржишту, с обзиром на приметан пад депозита који бележе, тако што је омогућено позајмљивање новца финансијским институцијама зарад куповине aktive ових фондова. Као вид подршке малим предузећима донет је програм којим се омогућава емисија обвезница покривених активом попут зајмова за мала предузећа, зајмова за куповину аутомобила, студентских кредита и др.

У координисаној акцији с другим централним банкама, ФЕД је обезбедио и додатну доларску ликвидност путем постојећих валутних своп линија, а договорене су и нове своп линије с другим централним банкама и развијених земаља и појединих тржишта у успону (Аустралија, Шведска, Норвешка, Данска, Мексико, Бразил, Сингапур, Нови Зеланд и Јужна Кореја). Такође, уведене су међународне репо трансакције како би се страним централним банкама омогућило да преко ноћи прибављају америчке доларе у замену за америчке државне ХоВ. Многе централне банке спроводе додатне репо трансакције различитих рочности како би обезбедиле потребну ликвидност и смањују стопу обавезне резерве како би подстакле пословне банке да користе своје

Табела О.4.1. Предузете мере одабраних централних банака као одговор на последице ширења вируса корона

ФЕД	ЕЦБ	Централна банка Шведске
Циљани распон референтне стопе спуштен за укупно 150 б.п., на 0–0,25%; Започета је куповина aktive без ограничења у погледу њеног трајања и обима; <i>CPFF (Commercial Paper Funding Facility)</i> – подршка ликвидности општина и компанија; <i>PDCF (Primary Dealer Credit Facility)</i> – подршка примарним дилерима кроз преконоћно и финансирање на рок до 90 дана; <i>PMCCF</i> и <i>SMCCF (Primary and Secondary Market Corporate Credit Facility)</i> – подршка одобравању нових кредита и издавања корпоративних обвезница на примарном тржишту и ликвидности већ издатих обвезница; <i>MMLF (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)</i> – омогућено позајмљивање новца финансијским институцијама зарад куповине aktive инвестиционих фондова на тржишту новца (попут муниципалних обвезница и комерцијалних записа) који се сусрећу са великим падом депозита; <i>TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)</i> – подршка малим предузећима кроз емисију обвезница покривене активом попут студентских кредита, зајмова малих предузећа, за куповину аутомобила, зајмова по кредитним картицама итд.; <i>Main Street Business Lending Program</i> – куповина дугова малих и средњих предузећа; <i>Municipal Liquidity Facility</i> – кредити савезним државама и општинама; <i>PPPLF</i> – рефинансирање банака које одобравају кредитне гарантоване од стране државе.	Додатне дугорочне операције рефинансирања (<i>LTRO</i>) и ублажени услови за <i>TLTRO III</i>, као и нове дугорочне операције рефинансирања (<i>Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTRO)</i>); Куповина додатних 120 млрд евра у оквиру програма куповине aktive (<i>APP</i>), као и привремени програм куповине aktive (<i>Pandemic Emergency Purchase Program PEPP</i>), у износу од 750 млрд евра; Проширење дозвољеног колатерала у оквиру програма куповине корпоративних обвезница (<i>CSPP</i>) које сада укључују и нефинансијски сектор; Ублажавање критеријума у погледу колатерала код спровођења операција рефинансирања за банке у оквиру евросистема.	Смањење стопе на кредитне олакшице за 55 б.п., на 0,2%; Повећање куповине aktive у износу до 300 млрд круна (око 27 млрд евра) којом су обухваћене државне и муниципалне обвезнице, хипотекарне обвезнице и ХоВ нефинансијског сектора.
		Централна банка Норвешке
		Референтна стопа смањена за укупно 125 б.п., на 0,25%.
		Централна банка Чешке
		Референтна стопа смањена за укупно 125 б.п., на 1,0%.
		Централна банка Пољске
		Референтна стопа смањена за укупно 100 б.п., на 0,5% и сужен коридор основних каматних стопе (на ниво $\pm 0,5$ п.п.); Започет програм куповине државних обвезница Пољске у домаћој валути; Уведен је програм у оквиру којег ће комерцијалне банке моћи по повољним каматним стопама да рефинансирају нове зајмове одобрене домаћинствима и предузећима.
		Централна банка Румуније
		Референтна стопа смањена за 50 б.п., на 2,0% и смањила и коридор основних каматних стопе са $\pm 1,0$ п.п. на $\pm 0,5$ п.п.; Покретање програма куповине државних ХоВ Румуније у домаћој валути на секундарном тржишту.
		Централна банка Турске
		Референтна стопа спуштена за 200 б.п., на 8,75%. Донета одлука о куповини државних обвезница и проширена база колатерала у операцијама које банка спроводи.
		Централна банка Северне Македоније
		Референтна стопа спуштена за 25 б.п., на 1,75%.
		Централна банка Албаније
		Референтна стопа спуштена за 50 б.п., на 0,5%.
Централна банка Јапана	Централна банка Енглеске	
Одлука о повећању куповине јапанских државних обвезница, <i>ETF</i>-ова (<i>exchange-traded funds</i>), ХоВ инвестиционих фондова који улажу у некретнине (<i>Japan-Real Estate Investment Trusts – J-REITs</i>) и привременом повећању куповине комерцијалних записа и корпоративних обвезница.	Референтна стопа смањена за укупно 65 б.п., на 0,10%; Покренут програм куповине aktive, пре свега државних, али и корпоративних обвезница, у износу од 200 млрд фунти; Покретање новог програма финансирања са додатним подстицајима за кредитирање малих и средњих предузећа (<i>TFSME</i>); Два координисана програма подршке привреди у укупној вредности од 330 млрд фунти: <i>BoE</i> је почела да купује комерцијалне записе корпорација у оквиру програма <i>Covid Corporate Financing Facility (CCFF)</i>, а министарство финансија да пружа гаранције за кредитне малим и средњим предузећима у оквиру програма <i>Coronavirus Business Interruption Loan Scheme (CBILS)</i>.	
	Централна банка Аустралије	
	Каматна стопа снижена за укупно 50 б.п., на 0,25% и сужен коридор каматних стопе са 50 б.п. на 40 б.п.; Таргетирање приноса на трогодишње државне обвезнице на нивоу од око 0,25% кроз куповину државних обвезница на секундарном тржишту; Планирана куповина државних обвезница свих рочности на секундарном тржишту; Програм дугорочног финансирања (<i>Term Funding Facility – TFF</i>), у оквиру којег ће банкама, у периоду до септембра, бити стављено на располагање 90 млрд AUD на рок од три године, по каматној стопи од 0,25%. Банкама које током ове године повећају кредитирање привреде биће одобрен приступ додатним фондовима.	
Централна банка Канаде		
Референтна стопа спуштена за укупно 150 б.п., на 0,25%; Покренути су програми куповине ХоВ на секундарном тржишту којима су обухваћене државне обвезнице дуж целе криве приноса на неодређени период, комерцијални записи и банкарски акцепти које у свом пословању користе мала и средња предузећа.		

Извор: IMF Policy Responses To Covid-19, Institute of International Finance, Covid-19.

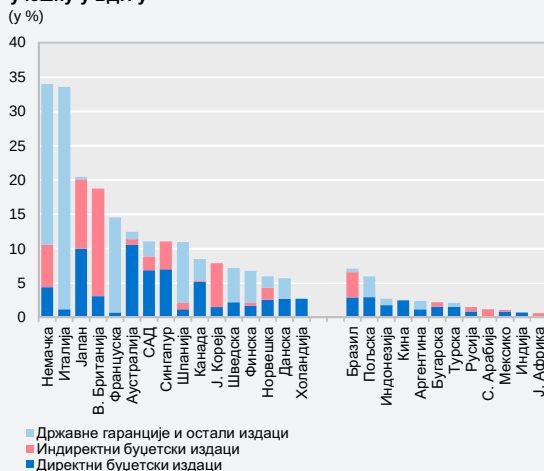
капиталне и резерве ликвидности у пружању кредитне подршке привреди и становништву. Веома честа мера централних банака јесте и увођење застоја у отплати кредита, што се односи и на земље из нашег непосредног окружења попут Мађарске, Румуније, Црне Горе, Босне и Херцеговине, Албаније и Хрватске. Земље у региону Западног Балкана дозволиле су банкама да репрограмирају дугове клијената у погледу продужетка рочности кредита, грејс-периода, ниже каматне стопе и др. Те мере се односе и на друге финансијске институције – лизинг компаније, штедионице, микрофинансијске организације и сл., у којима је до даљег одложена исплата дивиденди и бонуса акционарима.

Мерама монетарне политике циљани су првенствено економски поремећаји на страни тражње. Криза изазвана вирусом корона посебно је изазовна за креаторе економских политика, јер представља шок и на страни понуде – због чега је мере монетарне политике неопходно допунити мерама фискалне политике. Иако је пандемија условила потребу за фискалном подршком незапамћених размера, истакнути економисти и међународне институције готово су једногласни у ставу да су фискалне мере, иако у овом тренутку представљају знатно оптерећење за буџете многих држава, неопходне за опоравак економије у средњем и дугом року. Свесни да ће то за последицу имати пораст фискалне неравнотеже и дугова јавног и приватног сектора, већина је сагласна да приоритет у овом тренутку треба да буде стварање повољних услова за што бржи привредни опоравак. С тим у вези, владе широм света донеле су мере уважавајући специфичности својих економија, при чему је њихова суштина недвосмислена – директна и индиректна помоћ привреди и становништву у условима делимичне или потпуне спречености за рад и очување радних места. Из тог разлога донете су одлуке о привременом одлагању плаћања пореза и доприноса с намером обезбеђења додатне ликвидности предузећима и смањења трошковног притиска на пословање у ванредним околностима. Највећи број таквих мера је привременог карактера, услови које компаније треба да испуне разликују се, а период примене и обухват предузећа треба да уважавају буџетска ограничења сваке појединачне државе.

Фискални пакет САД у износу од око 2.000 млрд долара (око 10% БДП-а) без преседана је у новијој историји, с обзиром на то да је скоро двоструко већи него фискални пакет који је донет као одговор на светску економску кризу из 2008. Пакетом је предвиђена директна новчана подршка становништву, повећање накнада за незапослене, подршка великим предузећима у форми традиционалних кредита, подршка сегменту малих и средњих предузећа, издвајања за здравствене установе, одлагање отплате студентских кредита, одлагање пореских обавеза послодаваца за запослене и др. **У земљама ЕУ врло заступљен облик фискалне подршке јесу кредити и државне гаранције на кредитне,** који чине око 17% БДП-а чланица ЕУ 27. У неким земљама (Француској, Немачкој, Италији, Јапану и Великој Британији) фискални пакети у виду подршке ликвидности, кредита и гаранција премашују и 10% БДП-а.

Сличне пакете мера донеле су и многе европске земље у успону, првенствено нудећи помоћ директно погођеним предузећима у исплати дела зарада запослених који због тренутне ситуације нису у могућности да обављају своју делатност или послују у посебно угроженим секторима. Основна идеја ових мера јесте очување производних капацитета привреде и радних места с циљем што бржег привредног опоравка. Тако су Чешка и Словачка донеле одлуку да, под одређеним условима, висина ове помоћи досегне и 80% бруто зараде запослених. **У земљама Западног Балкана она се креће од исплате минималне нето зараде (Република Српска, Албанија и Северна Македонија) до покрића 50–70% просечне зараде (Црна Гора).** С обзиром на повећане потребе предузећа за ликвидним средствима, као и чињеницу да ће многе банке у условима изражене неизвесности и ризика

Графикон О.4.1. Пакети фискалних мера у развијеним економијама у успону као одговор на пандемију, према учешћу у БДП-у

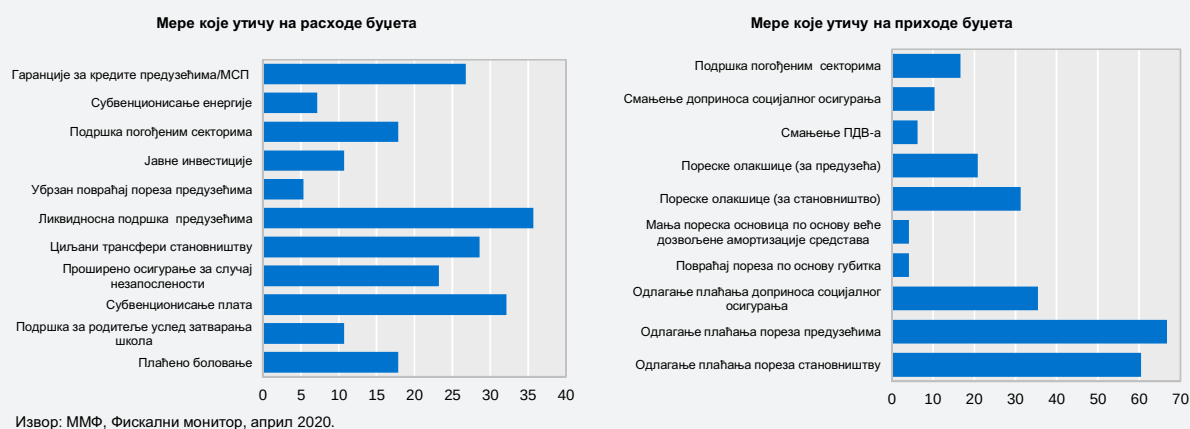


Извор: IMF Fiscal Monitor (закључно са 8. априлом 2020).

Напомена: Фискални пакети нису директно упоређиви међу земљама услед њихових специфичности.

одлучити да поопштре своје кредитне стандарде и услове финансирања, већина држава донела је пакете мере за подршку финансирања предузећа, и то првенствено сегмента тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа као најосетљивијег дела привреде. Чешка је обезбедила посебну кредитну линију за финансирање предузећа, док ће у форми државних гаранција издвојити око 33,3 млрд евра (16% БДП-а). Пољска је предвидела помоћ у виду кредита за ликвидност и финансирање обртних средстава, где ће око 60% њих имати опцију да буду отписани уколико предузећа испуне одређене критеријуме. Земље региона су такође пратиле праксу развијених европских земаља – Црна Гора је отворила кредитну линију за предузетнике у вредности од око 120 млн евра, Албанија је издвојила око 110 млн долара за покриће текућих обавеза у приватном сектору, док је Северна Македонија наменила око 50 млн евра за потребе одржавања ликвидности предузећа. Предвиђена је и финансијска помоћ за отпуштене раднике, рањива домаћинства и привредне делатности које су највише погођене кризом, као и

Графикон О.4.2. Заједничке фискалне мере подршке нездравственим секторима
(с мерама фискалне подршке)



социјални трансфери за незапослене.

Пандемија вируса корона неминовно ће оставити последице по светску привреду – остаје да се види у којој мери и колико дуго ће се оне осећати. Међународне институције, националне владе и водећи економисти сагласни су да су предузете мере монетарне и фискалне политике биле оправдане и да представљају најважнији корак ка стварању предуслова за опоравак светске привреде. Чињеница је да би без предузетих мера пад у већини земаља био много већи, а опоравак знатно спорији. Разноврсност мера, њихов широки обухват и релативно брза примена уливају оптимизам да ће негативни ефекти ове изненадне економске и здравствене кризе бити заједничким снагама превазиђени.

V. Пројекција

Полазећи од најновијих кретања у домаћем и међународном окружењу и ефеката неопходних здравствених мера на економску активност, пројекцију раста српске привреде за 2020. годину ревидирали смо наниже, са 4% на –1,5%. Ова пројекција узима у обзир и донете мере за подршку привреди и становништву, које омогућавају минимизирање пада економске активности у кратком року и њен снажан опоравак у наредном периоду. Уз задржану повољну средњорочну перспективу наше земље, према нашој процени, ове мере ће допринети да у наредној години уследи више него потпуни опоравак од кризе, уз стопу привредног раста од око 6%, а затим повратак на стабилну и одрживу путању раста од око 4% након тога. Ризици пројекције БДП-а у највећој мери потичу од неизвесности у погледу трајања пандемије на светском нивоу, брзине којом ће се уведене мере социјалног дистанцирања повлачити, као и саме величине шока. Ризици пројекције који потичу из међународног окружења асиметрични су наниже, пре свега у погледу брзине опоравка зоне евра, док су ризици који потичу из домаћег окружења асиметрични навише због могућег бржег опоравка инвестиција од очекиваног.

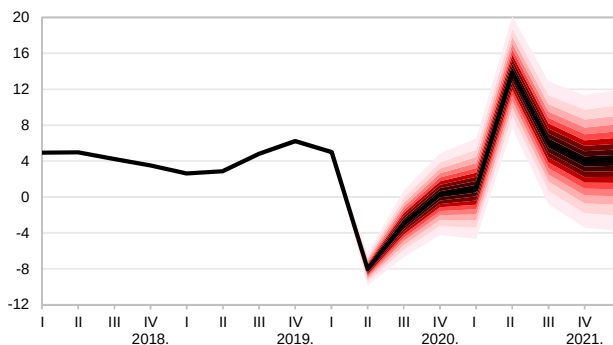
Према мајској централној пројекцији, м.г. инфлација ће се средином године вратити у границе циља, чему ће допринети ишчезавање базног ефекта код цена поврћа. Након тога очекујемо кретање инфлације око доње границе циља до краја године, у условима ниских увозних цена, укључујући и цене нафте, као и ниже агрегатне тражње. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекујемо у 2021. услед очекиваног опоравка тражње. Ипак, очекујемо да се у хоризонту пројекције, тј. у наредне две године, инфлација задржи испод централне вредности циља од 3,0%. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на брзину глобалног привредног раста и трговине, токове капитала према земљама у успону и цене нафте и других примарних производа. Ризици за остварење пројекције односе се и на брзину попуштања мера социјалног дистанцирања, а тиме и опоравка домаће тражње, кретање домаћих регулисаних цена и карактер нове пољопривредне сезоне, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Пројекција БДП-а

Почетком године појавили су се први сигнали да би вирус корона могао имати одређене ефекте на глобални привредни раст и у моменту израде фебруарског Извештаја о инфлацији они су се већ били испољили у виду ниже светске цене нафте и повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту. Тада смо истакли да су ризици пројекције БДП-а Србије од 4% у овој години присутни по основу ширења вируса корона, имајући у виду да би по том основу глобални привредни раст могао да се успори ове године и да би нижа екстерна тражња могла да успори и наш извоз.

Успоравање екстерне тражње и поремећаји у ланцима снабдевања на глобалном нивоу због ширења вируса у први мах нису знатније погодили Србију. Домаћа макроекономска кретања у прва два месеца ове године била су повољна, а поједини показатељи

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



Извор: НБС.

Графикон V.0.2. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



економске активности и извора њеног финансирања бележили су раст и изнад наших очекивања. На то су указивали пре свега подаци о индустријској производњи, извозу, промету у трговини на мало, показатељи из области грађевинарства и наставак позитивних трендова на тржишту рада. Поред тога, обим спољнотрговинске размене био је већи него у истом периоду претходне године, а буџет на консолидованом нивоу остварио је благи дефицит. Међутим, убрзано ширење вируса корона у Европи и мере здравствене заштите људи, које је било неминовно предузети, за последицу су имали застој, а у појединим услужним секторима и потпун прекид активности у другој половини марта. Ипак, према нашим проценама, захваљујући остварењима у прва два месеца и две недеље марта, раст БДП-а на нивоу тромесечја остао је висок и износио је око 5% м.г.

Србија, као и већина других земаља у свету, са изузетком Кине, која је пандемијом највише погођена током Т1 и која се сада постепено опоравља, ефекте пандемије ће највише осетити у Т2. Ескалација кризе била је брза и изненадна, при чему је нарочито погођен услужни сектор, и то пре свега туризам, угоститељство, трговина и саобраћај, јер су у другој половини марта затворени тржни центри, угоститељски и хотелски објекти, прекинут је авио, градски и међуградски путнички саобраћај. Према нашој процени, грађевинарство је у мањој мери погођено пандемијом, јер грађевински радови на инфраструктурним пројектима из области саобраћаја и енергетике нису прекидани ни након проглашења ванредног стања, него су само били успорени, а од маја се очекује наставак радова у пуном капацитету. Пад екстерне тражње и прекиди и поремећени ланци снабдевања, према нашој оцени, одразиће се и на нижу активност у индустрији у Т2. Узимајући у обзир претходно наведено, као и то да ће донете мере заштите здравља људи бити фазно укидане, процењујемо да ће се највећи ефекти на БДП осетити током Т2 (пад може достићи и 8% м.г.).

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

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

Полазећи од остварених и очекиваних кретања у домаћем и међународном окружењу, као и процењених ефеката здравствених мера на економску активност током Т2, пројекцију раста српске привреде за 2020. годину ревидирали смо наниже, са 4% на -1,5%. Ова пројекција узима у обзир и донете мере за подршку привреди и становништву, без којих би, према нашој процени, пад БДП-а ове године био знатно већи, а опоравак наредне године много спорији. Уз задржану повољну средњорочну перспективу наше земље, ове мере доприносе да у

наредној години уследи више него потпуни опоравак од кризе, уз стопу привредног раста од око 6%, а затим повратак на стабилну и одрживу путању раста од око 4% након тога. Посматрано с расходне стране, такву динамику БДП-а определиће пре свега домаћа тражња, која ће се, након овогодишњег пада, убрзано опорављати наредне године, чему ће допринети првенствено наставак инвестиционог циклуса и раст расположивог дохотка привреде и грађана. Поред тога, може се очекивати да ће структуру раста ове године карактерисати и поправљање спољнотрговинске позиције, услед очекиваног већег смањења увоза од извоза.

Међународно окружење у овом тренутку карактеришу застој и прекид глобалних ланаца снабдевања, као и даљи пад тражње и обима трговинске размене у условима примењених мера социјалног дистанцирања. Наш најзначајнији спољнотрговински партнер, зона евра, нарочито је погођена због своје отворености и велике укључености у глобалне ланце снабдевања. Водећи показатељи економске активности зоне евра у марту и априлу смањени су на рекордно ниске нивое, као и показатељи пословног и потрошачког поверења. Они указују на то да је привреда зоне евра дубоко ушла у рецесију, при чему су међу највише погођеним земљама управо оне које су, појединачно посматрано, наши најзначајнији спољнотрговински партнери – Италија и Немачка. Како је у овом тренутку још увек веома тешко проценити сразмере шока, дужину трајања пандемије, а и тиме брзину повлачења предузетих мера за здравствену заштиту људи, процене за 2020. које су дале релевантне међународне финансијске институције знатно варирају и из месеца у месец коригују се наниже. Када је конкретно реч о зони евра, преовлађује процена да ће пад БДП-а износити око 5%, што је и претпоставка која је коришћена у изради ове пројекције. За наредну годину очекујемо да ће уследити делимичан опоравак и да ће привредни раст зоне евра износити око 4%, потпомогнут додатним неконвенционалним мерама ЕЦБ-а и обимним фискалним програмима донетим у појединим земљама.

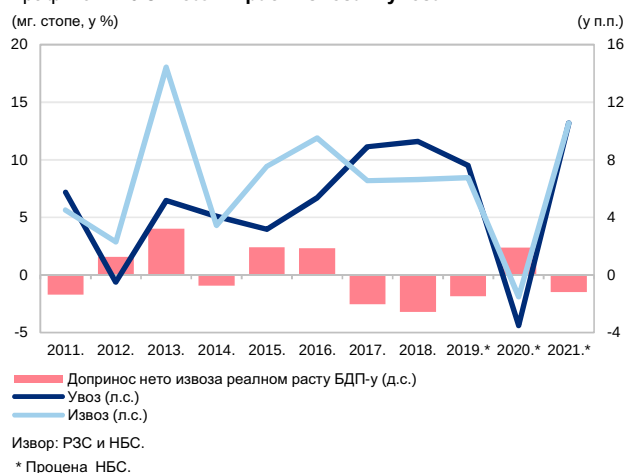
Пандемија представља шок и на страни понуде и на страни тражње, што за последицу има знатно отварање **негативног производног јаза зоне евра** и отварање нашег производног јаза, који процењујемо да ће ове године просечно износити -2,4%, а да ће се с постепеним растом екстерне тражње и убрзаним опоравком домаће тражње наредне године делимично затворити на око -0,8%.

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

	Октобар 2019.		Април 2020.	
	2020.	2021.	2020.	2021.
Пољска	3,1	2,7	-4,6	4,2
Чешка	2,6	2,6	-6,5	7,5
Мађарска	3,3	2,9	-3,1	4,2
Румунија	3,5	3,0	-5,0	3,9
Словачка	2,7	2,7	-6,2	5,0
Словенија	2,9	2,7	-8,0	5,4
Хрватска	2,7	2,5	-9,0	4,9
Бугарска	3,2	3,0	-4,0	6,0
Албанија	4,0	4,0	-5,0	8,0
Босна и Херцеговина	2,6	2,6	-5,0	3,5
Северна Македонија	3,4	3,2	-4,0	7,0
Црна Гора	2,5	2,9	-9,0	6,5
Србија	4,0	4,0	-3,0	7,5

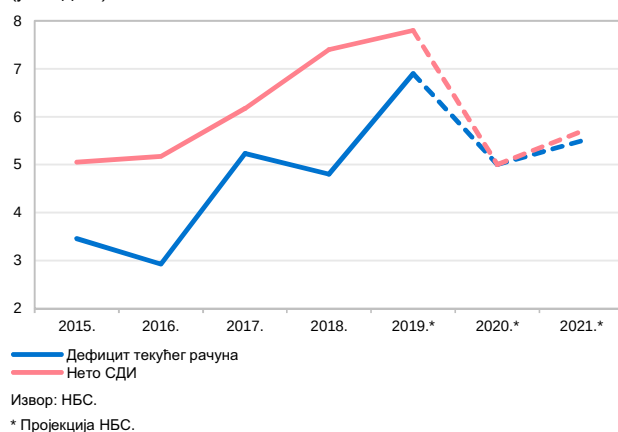
Извор: ММФ.

Графикон V.0.3. Реални раст извоза и увоза



Успоравање екстерне тражње одразиће се на нижи **извоз Србије**, за који у овом тренутку процењујемо да ће исказати реални пад на нивоу године од око 2%. Међутим, прекинути ланци снабдевања, пад домаће потрошње, као и нешто нижи прилив СДИ у условима ниже економске активности на светском нивоу и глобалне аверзије према ризику, за последицу имаће и пад увоза, који ће, према нашим тренутним проценама, бити већи (-4,4%). То би требало да резултира позитивним доприносом нето извоза БДП-у у овој години од око 2 п.п., а затим, због очекиваног раста увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије с наставком инвестиционог циклуса, у 2021. очекујемо негативан допринос нето извоза (-1,2 п.п.). Након тога, по основу раста извозних капацитета у наредним годинама очекујемо благ позитиван допринос нето извоза.

Графикон V.0.4. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ (у % БДП-а)



Уз повољне односе размене, а пре свега ефекте ниже светске цене нафте, за коју процењујемо да ће у овој години у просеку износити око 40 долара по барелу, већи реални пад увоза од извоза резултираће **смањењем учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у** на око 5% ове године. Смањењу дефицита текућег рачуна позитивно ће допринети и укидање такса од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију. Дефицит текућег рачуна и даље ће у пуној мери бити покривен **нето приливом СДИ**, за који смо у овој години претпоставили да ће износити око 2,3 млрд евра, што се може сматрати конзервативном проценом с обзиром на остварење у Т1. У средњем року очекујемо релативно стабилно кретање учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у, јер ће раст увоза по основу инвестиција бити компензован већом извозном понудом.

Са очекиваним слабљењем пандемије, уследиће и **опоравак домаће тражње** у П2. Томе ће допринети задржавање повољних услова финансирања захваљујући ефектима досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и додатних неконвенционалних мера ЕЦБ-а. Подршка Народне банке Србије потрошњи и инвестицијама обезбеђена је и омогућавањем мораторијума на отплату кредитних обавеза у трајању од најмање 90 дана. Поред тога, подршку домаћој тражњи обезбедила је и Влада доношењем Програма економских мера у износу од 5,1 млрд евра, који укључује одлагање плаћања обавеза по основу пореза на зараде и доприносе, директну помоћ предузећима ради очувања запослености, мере за очување ликвидности предузећа путем кредитне подршке, као и мере за директан подстицај приватне потрошње путем раста расположивог дохотка. То ће, према

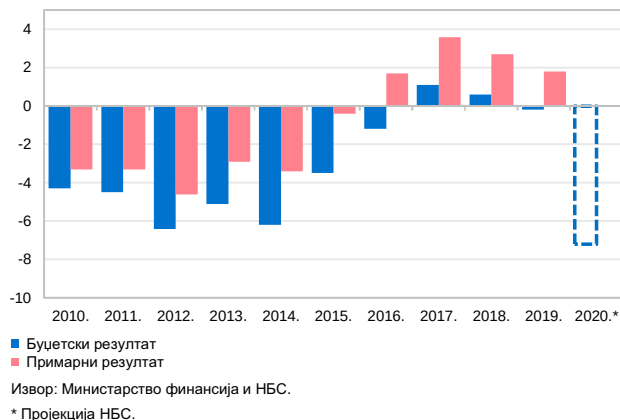
проценама Министарства финансија, за последицу имати **фискални дефицит опште државе** ове године од око 7% БДП-а, али је, према нашем мишљењу, такав једнократни дефицит у потпуности оправдан, јер би у супротном пад економске активности ове године био далеко већи, праћен већим падом запослености и зарада, а опоравак у наредној години спорији.

Имајући у виду изванредан пад потрошње током Т2, као и очекивање да ће се грађани још неко време уздржавати од куповине трајних потрошних добара и коришћења услуга (попут туристичких и саобраћајних услуга), процењујемо да ће **приватна потрошња** у овој години пасти за око 2% и да ће негативно допринети кретању БДП-а са 1,3 п.п., да би наредне године уследио њен потпуни опоравак (уз допринос расту БДП-а од око 3,5 п.п.). Једини позитиван допринос од компонената домаће тражње у овој години очекује се од државне потрошње, услед већих издвајања за робу и услуге, што укључује и набавку медицинског материјала.

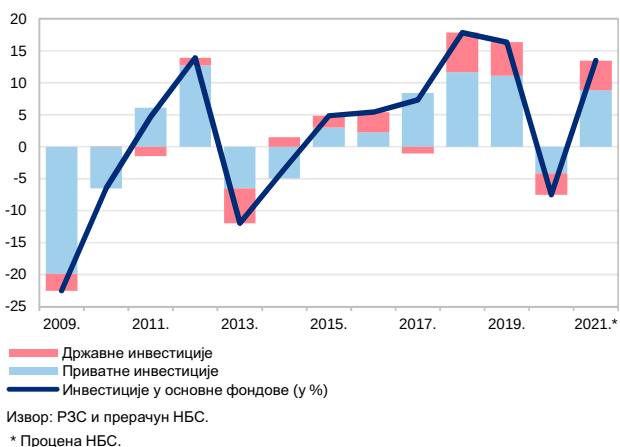
И поред наставка реализације кључних инфраструктурних пројеката, у условима глобалне аверзије према ризику, пада профитабилности привреде, као и очекивано нижих прилива по основу СДИ, процењујемо да ће **фиксне инвестиције** у овој години негативно допринети кретању БДП-а са 1,8 п.п. Повољна макроекономска перспективе земље, унапређен пословни амбијент, задржавање повољних финансијских услова и планирани инвестициони пројекти државе, према нашој процени, наредне године резултираће растом инвестиција и доприносом расту БДП-а од око 3 п.п. И пројекција раста ММФ-а за Србију предвиђа потпуни опоравак економске активности у наредној години.

Посматрано с **производне стране**, ове године очекује се смањење активности у свим производним секторима, изузев грађевинарства, за разлику од претходне пројекције, која је претпостављала пад само у пољопривреди на годишњем нивоу због претпоставке о просечној пољопривредној сезони. Због готово потпуног прекида рада појединих области током априла, највеће смањење активности забележиће услужни сектор. 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 код наших главних спољнотрговинских партнера. Убрзање раста

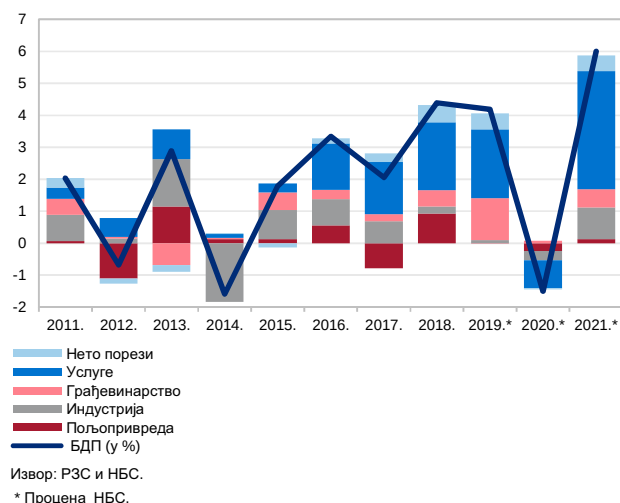
Графикон V.0.5. **Фискални и примарни резултат буџета опште државе**
(у % БДП-а)



Графикон V.0.6. **Кретање инвестиција у основне фондове**
(мг. раст, у п.п.)



Графикон V.0.7. **Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна**
(у п.п.)



активности очекује се и у услужним секторима по основу наставка позитивних кретања на тржишту рада и раста домаће тражње. Расту БДП-а позитивно би требало да допринесе и грађевинарство, с обзиром на актуелне и планиране пројекте у области саобраћајне инфраструктуре (према програму „Србија 2025”, планирано је улагање у путну инфраструктуру од преко 5 млрд евра у наредних пет година), као и повољне тенденције на тржишту некретнина.

Ризици пројекције БДП-а у највећој мери потичу од неизвесности у погледу трајања пандемије на светском нивоу, брзине којом ће се уведене мере социјалног дистанцирања повлачити, као и саме величине шока. Ризике пројекције, укупно посматрано, оцењујемо као симетричне, при чему су ризици који потичу из међународног окружења асиметрични наниже, а ризици по основу фактора из домаћег окружења асиметрични навише.

Иако је захваљујући повећаној географској и производној распрострањености извоза Србија смањила своју изложеност поремећајима на појединачним сегментима екстерне тражње, кључни ризик из међународног окружења и даље се односи на **темпо раста зоне евра**, која је овом кризом знатно погођена. Поред тога што је наш најзначајнији трговински партнер, зона евра истовремено утиче на динамику **привредног раста у земљама средње и југоисточне Европе**, с којима Србија све више остварује снажне економске везе. Према већини релевантних међународних финансијских институција, очекује се пад економске активности у зони евра од око 5%, а затим делимичан опоравак наредне године. Ипак, оцењујемо да су ризици ове пројекције асиметрични наниже, јер још увек није позната тачна дужина пандемије, јачина њених ефеката, као ни интензитет шока. Евентуално већи пад економске активности у зони евра и земљама с којима остварујемо значајне трговинске везе одразио би се и на нижи раст извоза Србије и последично нижу производњу у прерађивачкој индустрији.

Као мала и отворена привреда, Србија је под утицајем и **токова капитала и односа главних валута на међународном финансијском тржишту**. Спорији глобални привредни раст од очекиваног додатно би повећао неизвесност на међународном финансијском тржишту и негативно би се одразио на пословно поверење и инвестиционе одлуке, што би вероватно смањило прилив капитала у земље у успону, укључујући и Србију. Монетарне политике

водећих централних банака ублажене су у условима ширења пандемије, при чему су централне банке изразиле спремност да предузму додатне мере уколико се за тим укаже потреба, што би требало да ублажи евентуално заоштравање финансијских услова. Важно је истаћи и то да је Србија, захваљујући очуваној макроекономској стабилности, смањеној унутрашњој и спољној неравнотежи, постала привлачнија за дугорочна улагања, што је посебно важно у околностима повећаних потреба многих земаља за финансирањем ради обезбеђења средстава за спровођење економских програма помоћи приватном сектору.

Ризици пројекције БДП-а у одређеној мери односе се и на **кретање цена примарних производа, пре свега нафте, основних метала и житарица на светском тржишту, које су знатно снижене у условима пандемије**. С обзиром на то да је Србија нето увозница нафте, даљи пад цене нафте прелио би се на виши расположиви доходак и ниже трошкове пословања, док би њихов раст имао супротан ефекат. Када је реч о ценама основних метала (посебно челика и бакра) и житарица, Србији као нето извознику не би погодовао њихов даљи пад.

Када је реч о **домаћим факторима** раста БДП-а, оцењујемо да би њихов ефекат могао бити асиметричан навише. Могућ је мањи пад инвестиција ове године, као и њихов бржи раст наредне године, будући да ниски инфлаторни притисци, остварена макроекономска стабилност и отворен фискални простор омогућавају да Народна банка Србије и Влада предузму додатне мере и активности како би се олакшала позиција **привреде**, а да то не наруши ценовну стабилност и одрживост јавних финансија. Поред тога, наставак структурних реформи и планирана даља системска унапређења пословног амбијента требало би да допринесу и бржем расту укупне факторске продуктивности, а тиме и производног потенцијала. Притом, боља реализација капиталних издатака државе у односу на план у претходне две године указује на то да би и **инвестиције државе** у наредном периоду могле расти брже од очекивања и утицати и на бржи раст грађевинарства од очекиваног. С обзиром на то да су инвестиције претежно усмерене у разменљиве секторе, требало би да њихово веће активирање допринесе и убрзању раста извоза, посматрано с расходне стране, односно раста прерађивачке индустрије, посматрано с производне стране. Ризик пројекције БДП-а односи се и на **кретање пољопривредне производње**, за коју смо

претпоставили да ће у 2020, као и у наредним годинама, бити просечна. Како ова пројекција може одступити у оба смера, у зависности пре свега од агрометеоролошких услова, ризике по овом основу оцењујемо као симетричне.

Пројекција инфлације

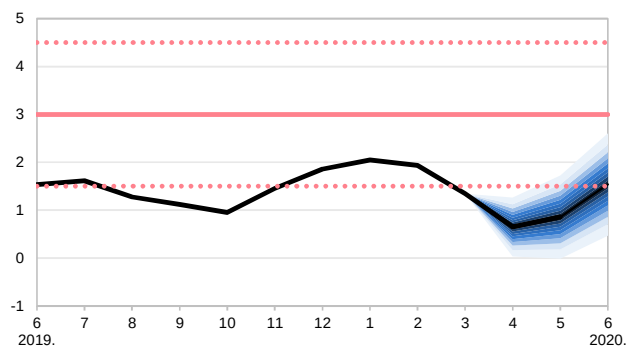
Приликом израде пројекције инфлације имали смо у виду да ће њено кретање у наредном периоду у највећој мери одредити снажан утицај пандемије на смањење понуде и тражње, који се готово истовремено испољио у свим земљама света. Преко смањења тражње, утицај пандемије је дезинфлаторан, док је преко утицаја на смањење понуде, њен утицај инфлаторан. Приликом израде пројекције инфлације узели смо у обзир очекиване ефекте обимних мера монетарне и фискалне политике које су донете како би се негативан утицај пандемије на понуду и тражњу што више ублажио. Притом, имали смо у виду да ће појединачно најснажнији дезинфлаторни фактор ове године, по свему судећи, бити светска цена нафте, која је оштро смањена због изразите неравнотеже између прекомерне понуде и драстично смањене тражње. Процењујемо да ће у Србији, као и у већини других земаља, нето ефекат пандемије у наредном периоду резултирати нижом инфлацијом него што се претходно очекивало. Такође, могу се очекивати извесне промене у односима цена, јер су и промене у понуди и тражњи због пандемије знатно различите по секторима. Најизраженији је пад тражње за угоститељским, туристичким и транспортним услугама, а у извесној мери и за непрехрамбеним производима, па би се код њих могли очекивати нешто израженији дезинфлаторни притисци.

Краткорочна пројекција инфлације

Према централној вредности краткорочне пројекције, инфлација би током Т2 требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља – најпре ће бити успорена испод те границе, да би се у јуну вратила у границе циља. На успоравање инфлације деловаће ниже цене нафтних деривата услед пада светске цене нафте, као и ефекат високе базе цена поврћа из прошле године, чији ће утицај до краја тромесечја ишчезнути, што ће допринети повратку инфлације у границе циља.

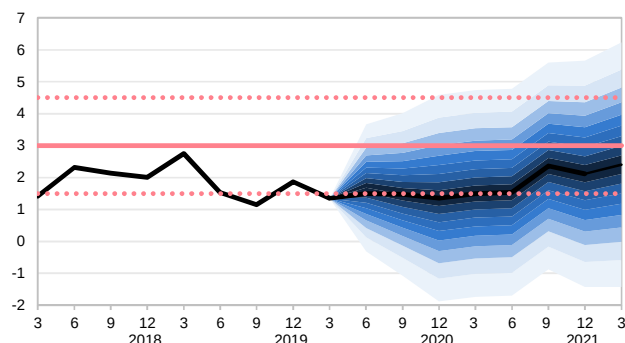
Процењујемо да се кључни ризици пројекције у кратком року односе на кретање светске цене нафте и нафтних деривата на домаћем тржишту, као и цене

Графикон V.0.8. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.9. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

поврћа, воћа и меса. Додатни ризик потиче и од ниже тражње од претходно очекиване услед пандемије и последичног отварања негативног производног јаза.

Средњорочна пројекција инфлације

Према мајској централној пројекцији, мг. инфлација ће се средином године вратити у границе циља, чему ће допринети ишчеђавање базног ефекта код цена поврћа, а затим ће до краја године наставити да се креће око доње границе циља због ниских увозних цена, а посебно ниже светске цене нафте, као и због ниже агрегатне тражње. С јачањем економске активности и опоравком тражње, очекујемо да ће се мг. инфлација током 2021. године постепено приближити централној вредности циља од 3,0%, али да ће остати испод те вредности до краја периода пројекције.

Посматрано по појединачним компонентама инфлације, профил инфлације ће највише бити одређен **ценама свежег поврћа**, не толико због њихових актуелних промена, колико због базног ефекта (јер су прошле године одступале од свог уобичајеног кретања), као и **ценама нафтних деривата**, због пада цене нафте на светском тржишту. Тако ће базни ефекат цена поврћа до априла ове године негативно допринети мг. инфлацији, а након тога, посебно током јесењих месеци, базни ефекат ће бити позитиван, с обзиром на то да је пад цена поврћа у тим месецима прошле године био већи од пада типичног за те месеце. С друге стране, цена нафте на светском тржишту оштро је пала с почетком пандемије и очекујемо да ће на релативно ниском нивоу остати и у наредном периоду, што би могло да утиче на даље појефтинјење нафтних деривата у наредним месецима.

Графикон V.0.10. Пројекција компонента инфлације
(просечна мг. стопа, у %)



Извор: НБС.

Када су у питању **цене хране (без воћа и поврћа)**, не очекујемо знатније притиске на њихов раст, имајући у виду да у наредне две године очекујемо сасвим умерен раст цена примарних пољопривредних производа који су важне сировине у производњи прерађене хране (пшенице, кукуруза и соје). Цене хране су у П2 2019. и почетком 2020. године биле у порасту, углавном због поремећаја на светском тржишту које је изазвало поскупљење свињског меса. Како то поскупљење буде излазило из мг. обрачуна инфлације, очекујемо успоравање ове компоненте инфлације у П2 ове године. У средњем року очекујемо да ће раст цена хране бити скроман и првенствено одређен постепеним растом агрегатне тражње.

Због ниских увозних трошкова и ниске агрегатне тражње, очекујемо успоравање и иначе скромног раста **цена непрехрамбених производа** и услуга. С постепеним опоравком тражње, очекујемо умерен раст тих цена током наредне године, али ће он и даље бити релативно низак. Када су у питању **регулисане цене**, претпоставили смо да ће њихов раст ове, као и наредне две године, износити око 4%.

Израду мајске пројекције инфлације доминанто је определила чињеница да су **глобална понуда и тражња** снажно погођени актуелном пандемијом. Процењује се да ће **пад глобалне економске активности водити нижој инфлацији у наредном периоду него што се претходно очекивало**, јер ће негативан ефекат пандемије на тражњу бити већи од њеног негативног ефекта на понуду. Због пандемије је обустављено функционисање знатног дела светске привреде, због чега је ослабљена позиција предузећа, пољуљано пословно поверење и повећана аверзија према ризику, што је у многим земљама већ довело до драстичног смањења запослености, плата и инвестиција, а тиме и тражње. На смањену тражњу одражава се и уздржавање становништва од потрошње из предострожности. Поред тога, иако су реакцијом водећих централних банака знатно ублажени монетарни услови, оцењује се да су финансијски услови поштрени у условима изразито повећане неизвесности и бојазни да би се могла повећати ненаплатива потраживања од предузећа и становништва који су снажно погођени кризом.

Када је у питању **привредни раст зоне евра**, нашег најважнијег трговинског партнера, он је за ову годину коригован на -5,0% у нашој текућој пројекцији, за разлику од 1,1%, колико смо претпостављали у претходној пројекцији. У наредној години очекујемо опоравак раста зоне евра на 4,2%, у великој мери због предузетих експанзивних мера ЕЦБ-а и снажних фискалних пакета већине земаља чланица.

У време израде ове пројекције (април 2020) преовлађује очекивање да ће се **негативан утицај пандемије код нас, као и у другим европским земљама, у највећој мери испољити током Т2** и да ће **опоравак економске активности и тражње уследити у П2 ове године**. Процењујемо да ће отворени негативни производни јаз ове године просечно износити око -2,4% и да ће се са убрзањем опоравка домаће тражње и постепеним растом екстерне тражње јаз смањити на око -0,8% наредне године.

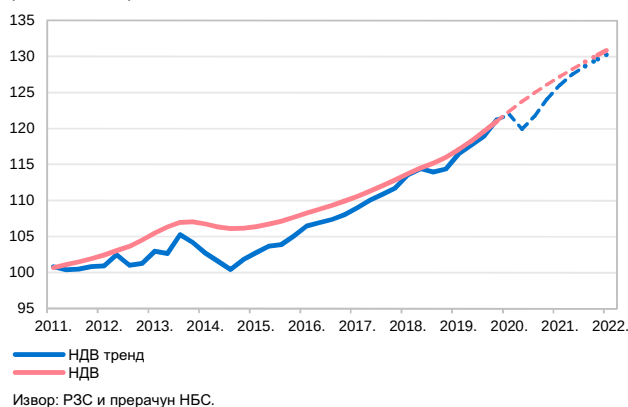
Табела V.0.3. Најважније претпоставке пројекције

	2020.		2021.		2022.
	Феб.	Мај	Феб.	Мај	Мај
Екстерне претпоставке					
Извештаја о инфлацији					
Раст БДП-а у зони евра	1,1%	-5,0%	1,4%	4,2%	2,5%
Инфлација у зони евра (просек)	1,1%	0,7%	1,4%	1,0%	1,5%
Тромесечни EURIBOR (децембар)	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	6,2%	2,6%	4,0%	7,9%	2,8%
Цена нафте типа брент по барелу (децембар, у USD)	57	40	56	43	46
Интерне претпоставке					
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,8%	4,0%	3,8%	4,0%	4,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС, ЕЦБ, *Eurolex*, *CBOT* и Блумберг.

Графикон V.0.11. Пројектовано кретање производног јаз (Т3 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела V.0.4. Процена инфлације по земљама (годишњи просек, у %)

	Октобар 2019.		Април 2020.	
	2020.	2021.	2020.	2021.
Пољска	3,5	3,4	3,2	2,6
Чешка	2,3	2,0	2,1	2,0
Мађарска	3,4	3,3	3,3	3,2
Румунија	3,3	2,9	2,2	1,5
Словачка	2,1	2,1	1,1	1,4
Словенија	1,9	1,9	0,4	1,4
Хрватска	1,2	1,3	1,3	1,2
Бугарска	2,3	2,2	1,0	1,9
Албанија	2,0	2,4	2,4	2,7
Босна и Херцеговина	1,4	1,5	-0,6	1,4
Северна Македонија	1,7	2,0	-0,9	0,8
Црна Гора	1,9	1,6	0,7	0,9
Србија	1,9	2,5	1,4	1,9

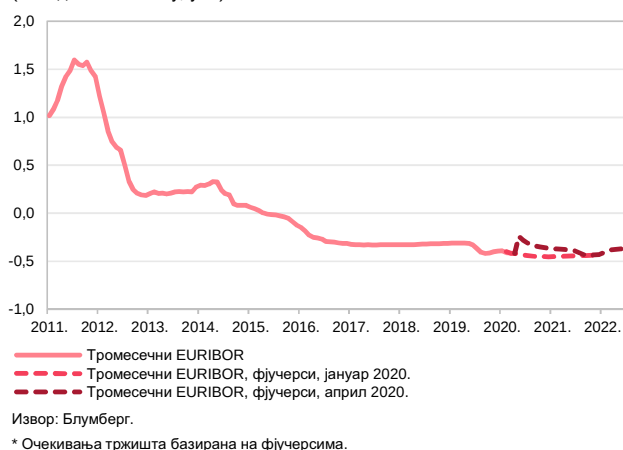
Извор: ММФ.

Опоравку домаће тражње допринеће благовремено донете мере монетарне и фискалне политике, које ће ограничити негативне ефекте пандемије и подржати опоравак економске активности од П2. Србија је ову кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској позицији, што је омогућило и Влади Србије да **снажно реагује пакетом фискалних мера** ради подршке становништву и привреди у савладавању кризе изазване пандемијом и очувању производног потенцијала. Очекујемо да ће предузете монетарне и фискалне мере ограничити смањење економске активности, запослености и зарада у приватном сектору, као и да ће подстаћи убрзан опоравак након окончања пандемије.

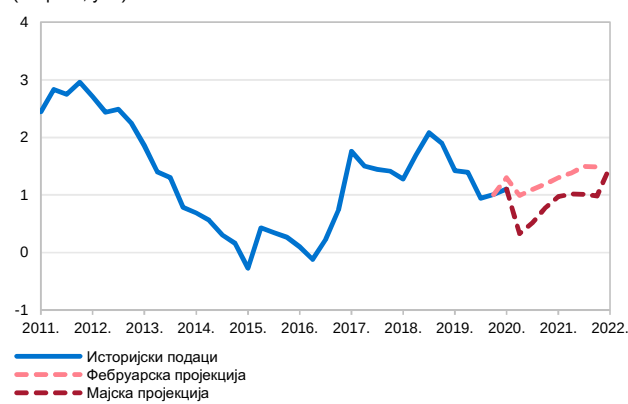
Поред позитивног ефекта ублажавања монетарне политике Народне банке Србије на домаћу тражњу, позитиван ефекат имаће и ниске каматне стопе на евроиндексиране кредите, које би дуже требало да остану ниске него што се претходно очекивало. У зони евра, која је најзначајнији финансијски партнер Србије, **ЕЦБ** је неконвенционалним монетарним мерама, укључујући обимне куповине aktive, повећала експанзивност своје монетарне политике. Циљ је да се у новонасталим околностима обезбеди додатна ликвидност финансијском сектору и ограничи поштравање финансијских услова у зони евра. Фјучерси *EURIBOR* указују на то да ће, захваљујући изразито експанзивној монетарној политици ЕЦБ-а, тромесечни *EURIBOR* бити негативан не само до краја наше пројекције већ чак и у 2026. години. Заједно с донетим обимним фискалним пакетима од стране већине земаља зоне евра, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а требало би да допринесе постепеном опоравку економске активности у зони евра, а тиме и наше екстерне тражње.

Иако су у многим земљама света донете изразито експанзивне монетарне и фискалне мере, **очекује се да ће инфлација на глобалном нивоу бити нижа него што се претходно очекивало.** Развијене земље су ушле у ову кризу с већ ниском инфлацијом, тако да се у неким од њих ни дефлација не искључује. У сваком случају, постизање циљане инфлације у већини развијених земаља не очекује се ни у наредне две године. **У зони евра,** која је наш најважнији трговински партнер, очекујемо да ће се инфлација ове године успорити на 0,7%, а да ће затим благо расти на 1,0% у 2021. и на 1,5% у 2022. години. И у **већини земаља нашег региона,** које су нам такође важни трговински партнери, инфлација би требало да буде нижа него што се претходно очекивало. Претпостављајући нижу инфлацију у међународном

Графикон V.0.12. **Очекивани тромесечни EURIBOR**
(на годишњем нивоу, у %)



Графикон V.0.13. **Претпоставка о инфлацији у зони евра**
(мг. раст, у %)



окружењу, пре свега у зони евра, него што смо претпостављали приликом израде наше претходне пројекције, очекујемо да ће **инфлаторни притисци по основу увозних цена изражених у динарима бити изразито ниски** до краја периода пројекције.

Када су у питању увозне цене, очекујемо да најснажнији дезинфлаторни фактор у наредном периоду буде **светска цена нафте**. Она је оштро пала с почетком пандемије, због изразите неравнотеже између прекомерне понуде и драстично смањене тражње. Ни договор земаља *OPEC+* о знатном смањењу производње, који је постигнут у априлу, није успео да обезбеди повратак светске цене нафте навише. У складу с нафтним фјучерсима средином априла, у новој пројекцији претпоставили смо да ће се светска цена нафте кретати око 40 долара по барелу у децембру 2020, а затим око 43 долара по барелу у децембру 2021, за разлику од 57 долара по барелу и 56 долара по барелу, респективно, колико смо на основу фјучерса претпостављали у претходној пројекцији.

Када су у питању за нас важне **светске цене примарних пољопривредних производа**, у нашој пројекцији користили смо податке о фјучерсима с берзи *Euronext Paris* и *Chicago Board of Trade*. Према тим подацима, претпоставили смо нешто мањи раст цена примарних пољопривредних производа у 2020, а затим нешто већи раст у 2021. (2,6% и 7,9%, респективно) него у претходној пројекцији. У складу с тим, **очекујемо да ће и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту,²⁵ 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 и даље се у највећој мери односи на кретања у међународном окружењу, пре свега на глобалну трговину и привредни раст, токове капитала према земљама у успону и светске цене нафте и других примарних производа. Ризици за остварење пројекције односе се и на брзину попуштања мера социјалног дистанцирања, а тиме и опоравка домаће тражње, кретање домаћих регулисаних цена и карактер нове пољопривредне сезоне.

Графикон V.0.14. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Графикон V.0.15. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



Графикон V.0.16. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа (базни индекс, 2013 = 100)



²⁵ Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

Када је у питању **глобална трговина и привредни раст, а тиме и наша екстерна тражња и инфлација у међународном окружењу**, постоји висок степен неизвесности у погледу оцена њиховог кретања у наредном периоду. Ширење вируса корона представља и здравствени и економски шок, који се не могу одвојено посматрати. С обзиром на процењене ризике, кључно питање је колики део економије неће функционисати и колико дуго ако се имају у виду мере социјалног дистанцирања, којима се, с једне стране, ограничава ширења вируса и штити здравствени систем и животи становништва, а с друге стране, смањује економска активност. Тренутно не постоје одговори на питања колико дуго ће трајати пандемија и да ли ће бити њеног другог таласа. С једне стране, постоји могућност да ће главни покретачи актуелне кризе престати да делују у наредном периоду (као што су обустава пословања, радници на боловањима и губитак пословног поверења) ако се актуелна пандемија оконча током лета и вирус не појави на јесен или бар не дође до његовог поновног брзог ширења. У том случају је могућ чак и изванредан пострециесиони скок потрошње, пре свега због одложених куповина трајних потрошних добара и уздржавања од потрошње различитих услуга током мера социјалног дистанцирања. Поред тога, релативно брзо и изузетно снажно је реаговано монетарним и фискалним мерама у већини земаља, што би требало да подстакне брз опоравак. С друге стране, постоји вероватноћа да ће вирус корона бити присутан и у наредном периоду, као и могућност другог таласа ширења вируса на јесен, што би могло да појача ионако оштро смањење глобалне економске активности. Према проценама ММФ-а, глобални пад економске активности због актуелне пандемије највероватније ће бити већи од свих криза које смо имали од Велике депресије 1930-их и знатно већи од кризе 2008. године, уз изражене ризике надоле. И након смиревања првог таласа ширења вируса, повратак на нормалу биће отежан – многе мере социјалног дистанцирања остаће на снази како би се ограничило ширење вируса, док ће позиција предузећа бити ослабљена. Веома је вероватно да ће аверзија према ризику бити већа, инвестиције ниже, незапосленост виша, као и да ће се становништво уздржавати од потрошње из предострожности. Треба очекивати и знатно већи фискални дефицит и јавни дуг у већини земаља и сл.

Висока неизвесност односи се и на **услове на међународном финансијском тржишту, а тиме и токове капитала према земљама у успону**. Прва реакција инвеститора на пандемију било је

преиспитивање портфолија и давање предности улагањима у сигурну активу, што је за последицу имало померања у глобалним токовима капитала, пад индекса на светским берзама, раст цене злата и државних ХоВ развијених земаља. Неизвесност је у извесној мери ублажена изузетно експанзивним монетарним политикама водећих централних банака, као и обимним фискалним пакетима великог броја земаља, који би требало да се прелију на глобалне финансијске услове. Неизвесност на међународном финансијском тржишту у наредном периоду, а тиме и глобални токови капитала, у великој мери ће бити одређени самим током пандемије у будућности.

Имајући у виду неизвесност у погледу кретања глобалне трговине и привредног раста, као и кретања на међународном финансијском тржишту, процењујемо да су ризици пројекције инфлације по том основу асиметрични наниже.

Изгледу за опоравак глобалне трговине и привредног раста у највећој мери ће одредити кретања на међународном робном тржишту, а пре свега кретање **цене нафте и других примарних производа**. На страни тражње, постоје ризици да би раст светске привреде могао бити мањи од процењеног, што би смањило изгледе за опоравак тражње за примарним производима и тиме ограничило опоравак њихових цена. Када су у питању фактори на страни понуде, они су специфични за сваки примарни производ. Иако тржишни учесници, према фјучерсима, очекују ниске **светске цене нафте**, померања су могућа у оба смера. Поред ефеката пандемије, постоје и трговинске и геополитичке тензије, што заједно нарушава пословно поверење и повећава неизвесност у погледу ограничавања производње нафте земаља *OPEC+*, као и у којој мери ће се земље чланице придржавати договора. Кретање цене нафте на светском тржишту одразиће се и на цене **примарних пољопривредних производа**, пре свега преко трошкова горива у пољопривредној производњи и цена вештачких ђубрива. Имајући у виду неизвесност у погледу кретања светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, процењујемо да су ризици пројекције по основу светских цена примарних производа симетрични.

Ризици остварења пројекције односе се и на брзину попуштања мера социјалног дистанцирања, а тиме и опоравка **домаће тражње**. Смањење економске активности у Србији уследило је у другој половини марта и у априлу, на шта су се, поред ниже екстерне тражње, одразили и отежани услови пословања у

многим делатностима. **Опоравак економске активности требало би да уследи у наставку године, при чему ће брзина опоравка у великој мери зависити од самог тока пандемије, тј. потребе за здравственим мерама.** Опоравак ће бити подстакнут благовремено донетим мерама монетарне и фискалне политике. Координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена и у наредном периоду, што ће омогућити смањење евентуалних даљих негативних утицаја из међународног окружења и последица ширења вируса корона на домаћу привреду. Како је, према нашој оцени, вероватније да би домаћа тражња могла да расте брже од наших очекивања и у наредном периоду, ценимо да су по том основу ризици пројекције инфлације благо асиметрични навише.

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

Ризик пројекције представља и карактер овогодишње **пољопривредне сезоне**, за коју смо претпоставили да ће бити просечна, након претходне натпросечне. По овом основу су, пре свега, могућа одступања код цена поврћа, воћа и меса. У овом тренутку ценимо да су ризици пројекције по том основу симетрични.

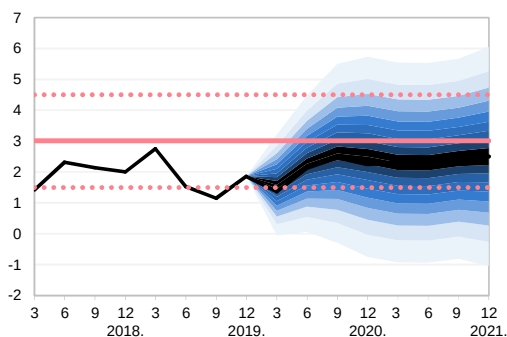
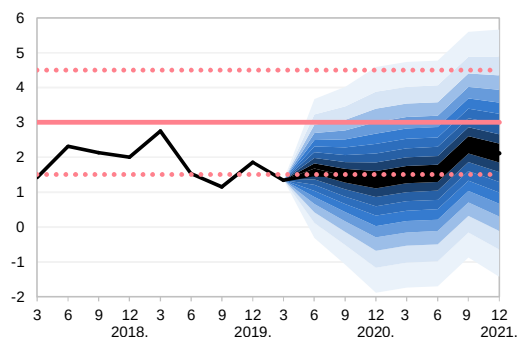
Оцењујемо да су **ризиви у погледу остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, симетрични до краја периода пројекције.**

Поред процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације у наредном периоду, одлуке о монетарној политици у наредном периоду зависиће и од очекиваног кретања кључних фактора из домаћег и међународног окружења и њиховог утицаја на брзину економског опоравка, инфлацију и финансијску стабилност.

Поређење и остварење пројекција инфлације

Период од наше претходне пројекције обележили су снажни директни и индиректни ефекти пандемије на економска кретања у готово свим земљама. У поређењу с том пројекцијом, **нова средњорочна пројекција инфлације је на нижем нивоу**, пре свега због оштрог пада светске цене нафте и пада агрегатне тражње. Нижи су и трошковни притисци по основу

Графикон V.O.17. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

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

Извор: НБС.

ниже увозне инфлације и нижих цена примарних пољопривредних производа.

У периоду од наше претходне пројекције, оштро је смањена **цена нафте на светском тржишту** и знатно су коригована очекивања у погледу њеног кретања у наредном периоду. Таква кретања на светском тржишту нафте нисмо очекивали приликом израде претходне пројекције, па је зато **наша пројекција цена нафтних деривата нижа него што је била пре три месеца**.

Такође, пандемија је утицала на **отварање негативног производног јаза код нас и у зони евра**, која је наш главни трговински партнер, што је утицало на то да наша пројектована инфлација буде на нижем нивоу од нивоа у претходној пројекцији.

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

Остварење пројекције инфлације од пре годину дана

Инфлација се у протеклој години дана кретала у великој мери у складу с пројекцијом коју смо израдили и објавили у Извештају о инфлацији — мај 2019. Најпре се кретала по доњој граници распона

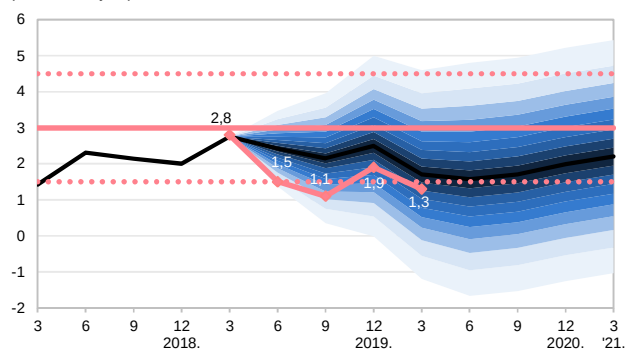
пројекције, да би се крајем прошле године приближила централној вредности пројекције.

Успоравање инфлације у првој половини посматраног периода (Т2 и Т3 2019) било је нешто израженије од оног који смо предвиђали централном пројекцијом из маја 2019, пре свега због две компоненте инфлације које прати највећи степен неизвесности – цене свежег поврћа и цене нафтних деривата. **Пад цена поврћа** у посматраном периоду био је већи од пада типичног за тај период године, који смо у нашој пројекцији из маја 2019. очекивали. Такође, неочекивано смањење светске цене нафте због ескалације трговинских тензија средином прошле године почело је да се преноси на **цене нафтних деривата** на домаћем тржишту, које су мање порасле него што смо очекивали.

Кретање инфлације у другој половини посматраног периода (Т4 2019. и Т1 2020) било је у **највећој мери у складу с нашом пројекцијом од пре годину дана**, што доприноси јачању поверења у Народну банку Србије и усидрености инфлационих очекивања.

Графикон V.0.18. **Остварење пројекције инфлације из маја 2019.**

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	I 2020.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	5,5
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	260,1	
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1	28,0
Отплата дуга / БДП	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,0	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,5	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,5	72,1	65,1	62,2	61,9	
Краткорочни дуг / БДП	12,5	13,1	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	12,5	11,2	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,5	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	165,3
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	175,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																
67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,7	106,3	108,3	111,9	111,8	
МЕМОРАНДУМ (у млн евра)																
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.716	36.723	39.183	42.855	45.908 ³⁾	11.131 ⁹⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.418	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.573	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.115
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.929	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.160	-989
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																
2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.		
Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец	Дец	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец	Јан/Март/Јун/Дец	Дец	Дец	Септ./Дец		
S&P	BB-/стабилан	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/негативан				BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/позитиван	BB+/позитиван		
Fitch	BB-/стабилан			BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/негативан		B+/стабилан	B+/позитиван	BB-/стабилан	BB-/стабилан		BB+/стабилан		
Moody's								B1/стабилан			B1/позитиван			Ba3/позитиван		

Методолошка објашњења:

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

¹⁾ Према методологији ЕСА 2010.

²⁾ По оригиналној рочности.

³⁾ Процена РЗС-а као збир квартала

⁴⁾ Процена НБС

Напомене:

1. РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

4. Од 1. јануара 2010. 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 дате су према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

5. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (479,2 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (947,4 млн евра, од чега се 427,5 млн евра односи на домаће банке, 519,9 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	I 2020.
Реални раст БДП-а (у %)¹	5,5	4,9	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,0	4,4	4,2 ⁹	5,0 ¹⁰
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.115
Извоз робе и услуга (у млн евра)³	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.398	5.558
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,5	4,6
Увоз робе и услуга (у млн евра)³	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.966	6.884
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	7,9
Текући рачун платног биланса³ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.160	-989
у % БДП-а	-8,0	-9,1	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-8,9
Незапосленост по Анкети (у %)⁴	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2	17,7	15,3	13,5	12,7	10,4	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁵	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	383,9	419,7	465,9	502,1
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁶				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2	-3,6
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁶	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-3,8
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁶	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,8	57,9	53,7	52,0	51,9
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	106,57
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	106,68
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,57
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,50
МЕМОРАНДУМ:																
БДП (у млн евра)⁵	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.716	36.723	39.183	42.855	45.908 ⁹	11.131 ¹⁰

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6)*. Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007. 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

⁴) Консолидовани (од 2005) и републички (од 2008) дефицит у кључују плаћање активираних гаранција, докапитализације банака и преузимања дуга, према методологији ММФ-а.

⁵) Према методологији ЕСА 2010.

⁶) Нова методологија *Анкете о радној снази* од 2014. године. Податак за 2019. је прерачун НБС, просек четири тромесечја.

⁷) До 2017. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2017. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т1 2020. просек је два месеца.

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

⁹) Процена РЗС као збир тромесечја.

¹⁰) Процена НБС.

Напомене:

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

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Промене доприноса најзначајнијих категорија ИПЦ-а м. инфлацији	13
III.0.2.	Допринос м. стопи раста потрошачких цена	14
III.0.3.	Укупна и базна инфлација	14
III.0.4.	Допринос м. стопи раста произвођачких цена	14
III.0.5.	Допринос појединих компонената м. стопи раста увозних цена	15
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	15
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	16
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	16
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	19
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 – <i>EMBI</i> по земљама	20
IV.1.8.	Показатељ премије ризика за земље региона (на дуг у еврима)	20
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	21
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	21
IV.1.11.	Кретање курса динара и евра према долару	21
IV.1.12.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	22
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	22
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	23
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	23
IV.2.3.	Доприноси м. расту кредита привреди	23
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	24
IV.2.5.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	24
IV.2.6.	Доприноси м. расту кредита становништву	25
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	25
IV.2.8.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	26
IV.3.1.	Доприноси м. стопи раста БДП-а – расходна страна	27
IV.3.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	27
IV.3.3.	Извоз и увоз робе и услуга	28
IV.3.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	28
IV.3.5.	Кретање главних компонената увоза	29
IV.4.1.	Кретање показатеља економске активности	29
IV.4.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	29
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	30
IV.4.4.	Показатељи активности сектора услуга	30
IV.5.1.	Просечна номинална нето зарада	35
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	35
IV.5.3.	Структура м. раста укупне формалне запослености	36
IV.5.4.	Допринос м. расту укупне формалне запослености по делатностима	36

IV.6.1.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	37
IV.6.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	37
IV.6.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	38
IV.6.4.	Водећи економски показатељи у САД	39
IV.6.5.	Кретања на тржишту рада у САД	39
IV.6.6.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	44
IV.6.7.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље	44
IV.6.8.	Кретање референтних стопа по земљама	45
IV.6.9.	Инфлација и циљ по земљама у марту 2020.	46
IV.6.10.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	47
IV.6.11.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	47
IV.6.12.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	48
IV.6.13.	Кретање цена нафте и бакра	49
IV.6.14.	Индекс цена примарних производа	49
IV.6.15.	Индекс светских цена хране	50
V.0.1.	Пројекција раста БДП-а	55
V.0.2.	Доприноси реалном расту БДП-а	56
V.0.3.	Реални раст извоза и увоза	58
V.0.4.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	58
V.0.5.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	59
V.0.6.	Кретање инвестиција у основне фондове	59
V.0.7.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	59
V.0.8.	Краткорочна пројекција инфлације	61
V.0.9.	Пројекција инфлације	62
V.0.10.	Пројекција компонената инфлације	62
V.0.11.	Пројектовано кретање производног јаза	63
V.0.12.	Очекивани тромесечни <i>EURIBOR</i>	64
V.0.13.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	64
V.0.14.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	65
V.0.15.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	65
V.0.16.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	65
V.0.17.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	68
V.0.18.	Остварење пројекције инфлације из маја 2019.	69

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т1 2020.	13
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	20
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	27
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	28
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	31
IV.5.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	36
IV.6.1.	Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама	46
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. ММФ-а	56
V.0.2.	Процена привредног раста по земљама	57
V.0.3.	Најважније претпоставке пројекције	63
V.0.4.	Процена инфлације по земљама	63

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	70
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	71

Графикони у освртима

О.1.1. Утицај девизних своп аукција и аукција репо куповине на ликвидност и каматне стопе на МНТ	9
О.1.2. Динарска ликвидност банака по обрачунским периодима издвајања обавезне резерве – просек	9
О.2.1. Раст БДП-а у 2020, с мерама и без њих	32
О.2.2. Раст БДП-а 2019–2024, с мерама и без њих	33
О.3.1. Раст БДП-а	41
О.3.2. Поређење пројектованог привредног раста у 2020. с растом у светској економској кризи	41
О.3.3. Главни фактори брзине глобалног опоравка	42
О.3.4. Пројекције инфлације	43
О.4.1. Пакети фискалних мера у развијеним економијама у успону као одговор на пандемију, према учешћу у БДП-у	53
О.4.2. Заједничке фискалне мере подршке нездравственим секторима	54

Табеле у освртима

О.1.1. Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса <i>COVID-19</i> и подршку привреди Србије	11
О.4.1. Предузете мере одабраних централних банака као одговор на последице ширења вируса корона	52

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2019. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
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

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 3. 2020.

Извршни Извршни одбор Народне банке Србије на данашњој ванредној седници одлучио је да референтну каматну стопу смањи за 50 базних поена, на ниво од 1,75%. Доносећи такву одлуку, Народна банка Србије благовремено и на адекватан начин реагује на појачану неизвесност у међународном окружењу изазвану ширењем вируса корона (*COVID-19*), што је у складу са активностима које предузимају и друге централне банке у свету.

Ова одлука је у складу и с повољним кретањима у домаћем окружењу. Смањењем референтне каматне стопе у условима ниских инфлаторних притисака, Народна банка додатно подржава кредитни и привредни раст.

Истовремено, Народна банка Србије је одлучила да сузи коридор својих основних каматних стопа, са $\pm 1,25$ процентних поена на ± 1 процентни поен у односу на референтну каматну стопу. Тиме је каматна стопа на депозитне олакшице смањена за 25 базних поена, на 0,75%, а стопа на кредитне олакшице за 75 базних поена, на ниво од 2,75%.

Кретања на светском финансијском тржишту последњих дана под снажним су утицајем ширења вируса корона – светске берзе су у паду, а расту цене сигурних облика улагања, попут злата или државних хартија од вредности развијених земаља. Повећана неизвесност представља ризик по глобални привредни раст, услед чега релевантне светске институције смањују прогнозе раста светске привреде за текућу годину.

У оваквим условима, водеће централне банке у свету (Федералне резерве САД, Банка Енглеске, Банка Канаде и Банка Аустралије) претходних дана смањиле су своје основне каматне стопе и објавиле да су спремне да предузму све расположиве мере ради спречавања негативних последица ширења вируса корона по глобални привредни раст. Сличне активности у ублажавању монетарних политика очекују се и од других централних банака (пре свега Европске централне банке). То би требало да допринесе смањењу неизвесности на међународном финансијском тржишту и задржавању повољних услова финансирања у наредном периоду.

Одлуку о наставку ублажавања монетарне политике Извршни одбор је донео имајући у виду домаће факторе, појачане ризике из међународног окружења у правцу нижег глобалног раста, као и оцену да су инфлаторни притисци по том основу додатно ублажени у односу на фебруарску средњорочну пројекцију.

Народна банка Србије истиче да је домаћи економски и финансијски систем стабилан и довољно јак да се суочи с потенцијалним негативним последицама ширења вируса корона. Такође, домаћи фактори који током протеклих година доприносе расту домаће економије наставиће да имају снажан подстицајни ефекат на привредну активност у Србији, чиме ће у великој мери бити надомештен евентуални негативан ефекат из међународног окружења. И данашња одлука Народне банке Србије корак је у том смеру.

Инфлација је седму годину заредом чврсто под контролом и у јануару је, у складу са очекивањима Народне банке Србије, износила 2,0% на међугодишњем нивоу. Базна инфлација је и даље ниска и стабилна, на нивоу од 1,0% међугодишње. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања, која се и за годину и за две године унапред налазе испод централне вредности циља за инфлацију Народне банке Србије. Извршни одбор очекује да ће се међугодишња инфлација до средине 2020. године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а да ће се након тога постепено приближавати централној вредности циља, чему ће допринети постепени раст агрегатне тражње, захваљујући и ефектима досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије. Оцењујемо да ће додатни допринос смањењу инфлаторних притисака имати и пад цена примарних производа, пре свега цене нафте, који је био изражен претходних дана.

Извршни одбор оцењује да су изгледи за привредни раст Србије остали повољни, имајући у виду инвестиције, пре свега у разменљиве секторе, као и повољне услове финансирања, који ће наставити да делују подстицајно на привредни раст. Раст у последњем тромесечју 2019. износио је 6,2% међугодишње, уз једноцифрену стопу незапослености, а расположиви показатељи с почетка ове године указују на наставак позитивних тенденција у реалном сектору. Подршку привредном расту, пре свега расту инвестиција, пружа и фискална политика, без угрожавања ценовне стабилности и уз очување фискалне равнотеже. Ипак, успоравање глобалног привредног раста, а пре свега наших важних трговинских партнера, може да се одрази и на успоравање раста у Србији.

Поновићемо, у условима ниских инфлаторних притисака и изражених глобалних неизвесности, смањењем референтне каматне стопе за 50 базних поена Народна банка Србије додатно подржава кредитни и привредни раст.

Народна банка Србије свакодневно пажљиво прати кретања на међународном тржишту и процењује њихов могући утицај на домаћу економију. У складу с тим, спремни смо да и у наредном периоду благовремено реагујемо свим расположивим инструментима како би евентуални негативан утицај поменутих глобалних кретања на домаћу економију био сведен на најмању могућу меру.

Извршни одбор је истакао да ће пуна координација мера монетарне и фискалне политике бити настављена, што ће омогућити очување остварене макроекономске стабилности и смањење негативних ефеката дешавања у међународном окружењу. Народна банка Србије и даље ће пажљиво пратити глобална кретања и процењивати њихове импликације на домаћу економију и инфлацију и благовремено реаговати како би очувала постигнуту ценовну и финансијску стабилност и допринела одрживом привредном расту земље.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 4. 2020.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да додатно снизи референтну каматну стопу на ниво од 1,5% како би умањио негативне ефекте вируса корона (*COVID-19*) на привредну активност и истовремено обезбедио одржавање инфлације у границама циља у средњем року. Одлуку о наставку ублажавања монетарне политике Извршни одбор је донео пре свега имајући у виду да показатељи из међународног окружења указују на то да су негативни ефекти вируса по глобални привредни раст већи од претходно процењених, што се одражава и на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, као и на одлуке централних банака и влада земаља широм света.

Извршни одбор наглашава и да је Србија ову кризу дочекала у знатно повољнијој позицији, са стопом привредног раста од преко 4%, ниском и стабилном инфлацијом седму годину заредом, елиминисаном фискалном неравнотежом и знатно редукованом екстерном неравнотежом, као и девизним резервама земље на највишем нивоу од када се прате, што је отворило простор да се у периоду кризе повећа експанзивност монетарне и фискалне политике, а да се не угрози макроекономска стабилност.

Доносећи одлуку, Извршни одбор је имао у виду и претходно предузете мере монетарне политике ради ублажавања негативних ефеката ширења вируса корона – смањење референтне каматне стопе за 50 базних поена у марту, сужавањем коридора основних каматних стопа, са $\pm 1,25$ процентних поена на ± 1 процентни поен у односу на референтну каматну стопу, као и обезбеђење додатне ликвидности банкама кроз репо операције куповине динарских државних хартија од вредности и своп операције куповине девиза. Поред тога, координираном реакцијом Владе Републике Србије и Народне банке Србије обезбеђена је и директна подршка приватном сектору доношењем мораторијума на отплату кредита током ванредног стања у трајању од најмање 90 дана и пакета фискалне помоћи привреди и грађанима.

Извршни одбор наглашава да су мере монетарне и фискалне политике с циљем подршке привредном расту могуће у условима обезбеђене ниске и стабилне инфлације, која је, према последњим расположивим подацима, у фебруару износила 1,9% међугодишње. У наредном периоду, Извршни одбор процењује да ће инфлаторни притисци и даље бити ниски, уз нешто израженије ризике да би инфлација могла да буде и нижа у односу на фебруарску средњорочну пројекцију, пре свега по основу знатног пада цена нафте и ниже агрегатне тражње као последица пандемије, што ће делом бити ублажено предузетим мерама монетарне и фискалне политике.

Ширење вируса корона знатно је погоршало изгледе за глобални економски раст, због чега се у великој мери смањују пројекције привредног раста за ову годину и за све водеће економије света и за земље у успону. На смањену привредну активност утицао је отежан рад многих услужних делатности, застој, а у појединим случајевима и прекид у глобалним производним ланцима, као и пад потрошачког и пословног поверења. У таквим условима повећана је неизвесност на међународном финансијском тржишту, а инвеститори дају предност улагањима у сигурну активу, што је за последицу имало пад индекса на светским берзама и раст цене злата и државних хартија од вредности развијених земаља. Погоршање изгледа за глобални привредни раст одразило се и на пад цена примарних производа на светском тржишту, пре свега нафте.

Како би умањиле негативне ефекте кризе, бројне централне банке у свету реаговале су додатним ублажавањем својих монетарних политика. Тако је Систем федералних резерви смањio распон референтне каматне стопе готово на нулти ниво и најавио програм квантитативног попуштања који није ограничен ни временски ни по обиму, док је Европска централна банка, у условима референтне каматне стопе која се већ извесно време налази на нултом нивоу, повећала обим програма куповине активе. Поред тога, владе бројних земаља реаговале су обимним пакетима фискалне помоћи. Координиране акције монетарне и фискалне политике требало би да допринесу ублажавању негативних ефеката по привредни раст и задржавању повољних услова финансирања у новонасталој ситуацији.

Извршни одбор истиче да су подаци о кретању показатеља економске активности и изворима њеног финансирања на домаћем тржишту за прва два месеца били повољни, многи и изнад очекивања Народне банке Србије. Смањење привредне активности уследило је у другој половини марта, на шта су се, поред ниже екстерне тражње, одразили и отежани услови пословања у многим делатностима. Након пада у другом тромесечју, опоравак привредне активности требало би да уследи у наставку године, при чему ће брзина опоравка зависити од дужине трајања пандемије. Према оцени Извршног одбора, средњорочна перспектива економије и даље је повољна, а ублажавању негативних ефеката кризе по привредну активност у кратком року требало би да допринесу донете мере монетарне и фискалне политике.

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

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 5. 2020.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 1,5%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду претходно предузете мере монетарне политике ради ублажавања негативних ефеката ширења вируса корона (*COVID-19*), чији ефекти ће у већој мери бити испољени с даљим успостављањем економске активности. Извршни одбор имао је у виду и да је директна подршка приватном сектору, који је највише погођен овом кризом, обезбеђена благовременим и координираним активностима Владе Републике Србије и Народне банке Србије - мерама за подршку ликвидности банкарском сектору, мораторијумом на отплату кредита и пакетом фискалне помоћи привреди и грађанима.

Извршни одбор наглашава да је доношење поменутих подстицајних мера монетарне и фискалне политике било могуће у условима обезбеђене ниске и стабилне инфлације, која је, у складу са очекивањима Народне банке Србије, у марту успорила на 1,3% међугодишње. Према оцени Извршног одбора, инфлација би у остатку године требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља у условима ниже агрегатне тражње, као и нижих увозних цена, укључујући и цене нафте. Постепено приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у средњем року, чему би требало да допринесе опоравак тражње.

Према оценама релевантних међународних институција, ширење вируса корона увело је светску привреду у рецесију и знатно погоршало изгледе за њен раст. У таквим условима повећана је неизвесност на међународном финансијском тржишту, а инвеститори дају предност улагањима у сигурну активу, што за последицу има нижи прилив капитала у земље у успону. Погоршање изгледа за глобални привредни раст одразило се и на пад цена примарних производа на светском тржишту, пре свега нафте. Како би умањиле негативне ефекте кризе, бројне централне банке у свету реаговале су додатним ублажавањем својих монетарних политика, конвенционалним и неконвенционалним мерама, а владе њихових земаља обимним пакетима фискалне помоћи. Координиране акције монетарне и фискалне политике требало би да допринесу ублажавању негативних ефеката пандемије на привредни раст, утичу на повољније услове финансирања и подстакну опоравак привреде у наредном периоду.

Смањење привредне активности које је уследило у другој половини марта није се знатније одразило на динамику раста бруто домаћег производа Србије у првом тромесечју, који је, према оцени Извршног одбора, остао висок и износио је око 5% међугодишње. У условима ниже екстерне тражње и застоја или прекида у раду у појединим

делатностима, негативни ефекти кризе биће највидљивији у текућем, другом тромесечју, али ће опоравак привредне активности уследити у наставку године, чему ће допринети благовремено донете мере монетарне и фискалне политике. Извршни одбор наглашава и да је, захваљујући одговорном вођењу економске политике, Србија ову кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској позицији у односу на претходне кризе, што је отворило простор да се у периоду кризе повећа експанзивност монетарне и фискалне политике, а да се не угрозе макроекономска и финансијска стабилност.

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

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен 13. маја. Том приликом биће детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ / Народна
банка Србије. - 2006- . - Београд (Краља
Петра 12) : Народна банка Србије, 2006-
(Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца "Топчидер") . - 30 cm

Тромесечно
ISSN 1820-9408 = Извештај о инфлацији
(Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 154291980