

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2020

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2020

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 80 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије, најкасније до 30. септембра текуће године, подноси Народној скупштини *Полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.¹

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике, и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Годишњи извештај о монетарној политици у 2020. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. јуна 2021. године.

Извештаји о монетарној политици доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС”, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 – одлука УС и 44/2018.

² „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015, 72/2015 и 50/2018.

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

дсз. – десезонирано

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕЦБ – Европска централна банка

ИПЦ – индекс потрошачких цена

мг. – међугодишње

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

РЗС – Републички завод за статистику

РС – Република Србија

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика у 2020. години	7
2. Инструменти монетарне политике	13
Операције на отвореном тржишту	13
Депозитне и кредитне олакшице	14
Обавезна резерва	14
Операције на девизном тржишту	14
Каматне стопе	15
Девизне своп аукције Народне банке Србије	15
3. Остварење циљане инфлације у 2020. години	16
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	19
1. Међународно окружење	19
Економска активност и инфлација	19
Монетарна политика	22
Финансијска и робна тржишта	24
2. Међународне трансакције	27
Платнобилансна кретања и девизне резерве	27
Међународна инвестициона позиција земље	31
3. Кретања на финансијском тржишту	32
Каматне стопе	32
Премија ризика земље	34
Кретања на девизном тржишту и курс динара	35
4. Новац и кредити	37
Монетарни агрегати M1, M2 и M3	37
Кредити банака	38
5. Показатељи степена динаризације	41
6. Тржиште непокретности	43
7. Инфлациона очекивања	44
8. Фискална политика	46
9. Агрегатна тражња	48
Домаћа тражња	48
Нето екстерна тражња	49
10. Економска активност	50
11. Зараде и запосленост	52
Списак графикана и табела	57

Резиме

Годину за нама обележила је пандемија вируса корона, која је изазвала незапамћену здравствену и економску кризу. Ради сузбијања негативних ефеката пандемије, наступило је „велико закључавање” и увођење рестриктивних здравствених мера широм света, нарочито током другог тромесечја. То је довело до контракције **светске привреде** и уласка већине земаља у рецесију, са знатним последицама по светско робно и финансијско тржиште, при чему, за разлику од претходних криза, ова криза има врло неповољан ефекат и на проток људи и услуга. На светском робном тржишту у почетној фази пандемије знатно су смањене цене примарних производа, нарочито нафте, а на светском финансијском тржишту повећана је неизвесност услед раста аверзије инвеститора према ризику. С постепеним отварањем економија, попуштањем здравствених мера и донетим експанзивним мерама фискалне и монетарне политике великог броја земаља, започет је опоравак светске привреде. Међутим, од октобра уследио је други талас пандемије, који је био праћен заостравањем здравствених мера и новим успоравањем глобалног опоравка. Ипак, делом и због глобалног прилагођавања потрошачких навика и процеса рада новим условима, показало се да су негативни ефекти у другом таласу пандемије били знатно мањи него у првом таласу. Таква кретања била су подржана и позитивним вестима о вакцинама, што је повећало оптимизам инвеститора и утицало на раст цена примарних производа и већу спремност за улагања у земље у успону. Иако је неизвесност у погледу тока пандемије на глобалном нивоу и даље присутна, очекује се да ће ове године уследити глобални економски опоравак, нарочито у другој половини године, којем ће допринети започет процес вакцинације.

Одговорно вођење економске политике и предузете структурне реформе, одржана ценовна и ојачана финансијска стабилност, као и смањена фискална и екстерна неравнотежа и девизне резерве земље на највишем нивоу откад се прате, представљали су темеље макроекономске стабилности Србије у претходних осам година. Исти фактори допринели су и наставку повољних макроекономских кретања почетком 2020, повећаној отпорности домаће економије на ризике из међународног окружења, као и стварању простора да монетарна и фискална политика снажно реагују када је наступила пандемија како би се подржала привреда у превазилажењу негативних ефеката пандемије.

Још пре увођења ванредног стања, на ванредној седници 11. марта, а неколико дана након првог потврђеног случаја вируса корона у Србији, Извршни одбор Народне банке Србије донео је одлуку о **смањењу референтне каматне стопе** за 50 базних поена, на 1,75%. По брзини реакције на пандемију, Народна банка Србије била је једна од првих институција у земљи и међу првим централним банкама у свету. Такође, на седницама у априлу, јуну и децембру, референтна каматна стопа снижена је за по 25 базних поена, на 1,0%, будући да су размере кризе у свету изазване пандемијом захтевале додатну подршку монетарне политике. Смањење референтне каматне стопе било је могуће у условима ниских инфлаторних притисака и очуване финансијске стабилности. У два наврата сужен је и коридор основних каматних стопа, прво са $\pm 1,25\%$ на $\pm 1,0\%$, а затим на $\pm 0,9\%$.

Народна банка Србије је предузела и **додатне мере за подршку реалном сектору** – обезбедила је знатан

износ динарске и девизне ликвидности банкама путем директних репо операција, своп аукција и билатералне куповине динарских државних хартија од вредности од банака. Такође, прописан је мораторијум у отплати обавеза по основу кредита и финансијског лизинга, за све дужнике који то желе, најпре на 90 дана, а затим и на додатних 60 дана, чиме је олакшан терет кризе нашим грађанима и привреди. Поред тога, Извршни одбор је у јулу увео **стимулативне мере у оквиру гарантне шеме Владе Републике Србије, које доприносе још бољим условима динарског кредитирања привреде**, а тиме и расту степена динаризације и додатном јачању финансијске стабилности. Све наведено помогло је да се ублаже негативни ефекти кризе и да кредитни канал настави несметано да функционише и доприноси опоравку наше привреде.

Ублажавање монетарне политике у потпуности се пренело на даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, као и на спуштање каматних стопа на динарске кредите привреди и становништву на нови најнижи ниво до сада. Посебно је значајно било приближавање каматних стопа на динарске кредите привреди каматним стопама у евро знаку, што је за резултат имало и веће коришћење динарских кредита. Уз мере којима се стимулише одрживо кредитирање становништва, омогућен застој у отплати кредита, одобравање кредита из гарантне шеме микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима, као и задржане ниске каматне стопе на тржишту новца у зони евра, ублажавање монетарне политике Народне банке Србије за резултат је имало готово двоцифрени раст **домаћих кредита немонетарном сектору** трећу годину заредом (9,9%, по искључењу ефекта девизног курса). Структура кредита остала је повољна са становишта доприноса одрживом расту економске активности, а готово подједнак допринос расту укупних кредита потицао је од кредита одобрених привреди и становништву. Веће коришћење динарских кредита привреди допринело је расту **степенa динаризације** пласмана на највиши ниво до тада – 37,3% на крају 2020. Резултати на плану стратегије динаризације коју спроводе Народна банка Србије и Влада Републике Србије огледају се и у расту учешћа динарских депозита у укупним депозитима на око 40%, што је такође највиши ниво до сада, као и у расту учешћа динарског дела јавног дуга на 30,5% крајем године.

Обезбеђујући банкама потребну девизну ликвидност у условима смањене понуде девиза и ефективног страног новца, **Народна банка Србије је допринела**

и наставку стабилног кретања динара према евру и у условима појачане неизвесности услед кризе изазване пандемијом вируса корона. Вредност динара према евр у 2020. готово непромењена, док је, с друге стране, због слабљења долара према евр, динар према долару у 2020. ојачао за 9,7%. Народна банка Србије је током 2020. у активностима на међубанкарском девизном тржишту нето продала 1.450,0 милиона евра, при чему је највећи износ нето продаје забележен у априлу (440,0 милиона евра), када су ефекти неизвесности били најизраженији. С друге стране, током новембра и децембра Народна банка Србије је претежно интервенисала на страни куповине, са укупном нето куповином од 285,0 милиона евра, чему су допринели раст оптимизма због развоја вакцина и већа спремност инвеститора за улагања у земље у успону.

Крајем марта донет је *Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије*, који је у јулу додатно проширен, тако да је укупан обим помоћи, укључујући и кредите из гарантне шеме, био планиран на око 13% бруто домаћег производа. Кључне мере овог програма биле су: одлагање плаћања пореза на зараде и доприносе за приватни сектор, затим директна помоћ приватном сектору уплатама целе или дела минималне зараде, омогућавање привреди да узме кредите из гарантне шеме по повољним условима, као и директна помоћ становништву. Доношење правовременог и обимног пакета економске помоћи привреди као одговор на пандемију, уз повећане трошкове обезбеђења здравствене заштите грађана, утицало је на повећање **фискалног дефицита** на 8,1% бруто домаћег производа, с практично нултог нивоa у 2019. Ипак, пре свега захваљујући бољој реализацији прихода од очекиване (реални пад прихода износио је свега 2,5%), фискални дефицит на консолидованом нивоу био је нижи у односу на пројектованих 8,9% бруто домаћег производа из *Фискалне стратегије за 2021. са пројекцијама за 2022. и 2023. годину*. Поред тога што су мере спречиле већи пад економске активности и очувале производне капацитете и радна места, важно је нагласити да су у 2020. повећани и капитални расходи државе (8,5% реално) и да су били усмерени пре свега у инфраструктурне објекте, што доприноси расту производног потенцијала и побољшава изгледе привредног раста у будућности.

Повећање **јавног дуга** опште државе у 2020. години за 5,3 процентна поена, на 58,2%, односно централног нивоa власти на 57,4% бруто домаћег производа, привремено је зауставило силазну путању јавног дуга.

Ипак, дуг је остао испод мастрихтског критеријума од 60% бруто домаћег производа, а захваљујући мањем паду економске активности у односу на већину других земаља у Европи, као и задржаним повољним условима финансирања, раст учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу био је мањи у поређењу с већином земаља, нарочито оних које су предузеле фискалне мере сличног обима као Србија. То су истовремено фактори који ће доприносити наставку смањења учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које се очекује од 2022. године, упркос томе што ће се фискална подршка наставити и у наредном периоду, мада у мањој мери него 2020. године.

Као и у протеклих седам година, у условима обезбеђене релативне стабилности девизног курса и усидрених инфлационих очекивања, **инфлација** је и у 2020. остала ниска и стабилна и у просеку је износила 1,6%. Њену динамику на међугодишњем нивоу током године највише су определиле цене хране и енергената, које су доминантно пратиле кретање ових цена на светском тржишту, при чему су на цене воћа и поврћа знатно утицале и временске прилике у земљи. Након 2,0% у јануару, међугодишња инфлација је успорила и у марту, априлу и мају кретала се испод доње границе циља, пре свега под утицајем високе базе код цена поврћа, као и нижих цена нафтних деривата у условима драстичног пада светске цене нафте. У јуну се инфлација вратила у границе циља, где се задржала до децембра, када је под утицајем изостанка сезонски уобичајеног раста цена поврћа, уз нетипично појефтињење свежег меса и спорији раст цена воћа од сезонски уобичајеног, била спуштена на ниво од 1,3% међугодишње. Ниске инфлаторне притиске потврђивала је и **базна инфлација** (по искључењу цена хране, нафтних деривата, алкохола и цигарета), која је такође у просеку износила 1,6% у 2020. Благо убрзање међугодишње базне инфлације крајем године (на 2,1% у децембру) било је последица раста тражње за медицинским производима и производима који омогућавају рад од куће (рачунари, телефони и др.).

Народна банка Србије очекује да ће **међугодишња инфлација ове године постепено расти и да ће се у другој половини године кретати око централне вредности циља од 3%. На оваква кретања утицаће** првенствено раст цена нафте и примарних пољопривредних производа, као и корекције цене електричне енергије, док ће инфлаторни притисци по основу тражње и даље остати ниски, и поред очекиваног опоравка домаће тражње. Базни ефекат код цена хране и енергената утицаће на то да се инфлација у 2022. нађе на нижем нивоу него ове године.

У условима ниже екстерне тражње, затварања економија и примене мера за здравствену заштиту, **спољнотрговинска размена** Србије очекивано је смањена од марта, при чему је на нивоу године забележен већи пад увоза робе и услуга (-5,8%) од извоза (-4,9%). Уз мање расходе по основу доходака од страних директних инвестиција, поменуто смањење дефицита спољнотрговинске размене утицало је на то да **дефицит текућег рачуна платног биланса** буде нижи за 37,3% у односу на претходну годину и да у 2020. износи 4,3% бруто домаћег производа. При томе, важно је нагласити да је робни извоз, и поред драстичног смањења екстерне тражње, захваљујући расту капацитета који је резултат инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходног периода, остао релативно отпоран (пад од 2,3%). Робни извоз је у августу достигао преткризни ниво, а затим је и у наредним месецима наставио да расте, и поред погоршања епидемиолошке ситуације на светском нивоу од октобра.

Иако је пандемија снажно утицала на токове капитала према земљама у успону, прилив капитала у Србију и у тим условима остао је релативно висок. Прилив **страних директних инвестиција** у Србију у 2020. години достигао је 3,0 милијарди евра, а нето прилив 2,9 милијарди евра, чиме су оне шесту годину заредом биле довољне да у потпуности покрију дефицит текућег рачуна. Истовремено, по основу **портфолио инвестиција** остварен је нето прилив од 1,6 милијарди евра, у највећој мери као резултат успешних емисија еврообвезница на међународном финансијском тржишту ради обезбеђења адекватне фискалне подршке привреди у борби с пандемијом, као и превременог враћања дела дуга по основу раније емитованих еврообвезница по знатно неповољнијим условима.

Висока тражња за еврообвезницама и повољнији услови финансирања потврђују спремност инвеститора за улагања у Србију и њихово поверење у макроекономску стабилност и повољне изгледе за привредни раст Србије у наредном периоду. Томе у прилог говори и чињеница да је Србија успела да очува **кредитни рејтинг** и током ванредних околности, када је смањивање кредитних рејтинга земаља било израженије него у периоду светске финансијске кризе 2008/2009, као и да га додатно побољша у марту ове године (од стране рејтинг агенције *Moody's*). Важно је поменути и да ће, као резултат преданог рада Владе и Народне банке Србије, *J.P. Morgan* од 30. јуна 2021. укључити динарске обвезнице Републике Србије у свој реномирани индекс – *J.P. Morgan GBI-EM*. На

тај начин дат је још један снажан сигнал међународним инвеститорима да је Србија сигурно и пожељно место за улагање и да ће то остати и у наредним годинама.

Значајна отпорност наше економије на негативне утицаје из међународног окружења обезбеђена је **девизним резервама**, које су и током 2020. године очуване на адекватном и стабилном нивоу (13,5 милијарди евра на крају године). Њихов ниво обезбеђује покривеност више од шест месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватност девизних резерви. У складу с принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне хартије од вредности чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних финансијских институција и првокласних иностраних банака).

Почетком 2020. године **показатељи економске активности наставили су да бележе позитивне тенденције**, а поједини од њих били су и изнад наших очекивања. Међутим, проглашење пандемије вируса корона утицало је на затварање економија широм света, пад екстерне тражње и застој у ланцима снабдевања, тако да је, након снажног раста економске активности у Србији у првом тромесечју од 5,2% међугодишње, у другом тромесечју забележен пад од 6,3% међугодишње. С попуштањем здравствених мера од маја уследио је опоравак економске активности, тако да је на међугодишњем нивоу пад бруто домаћег производа у трећем тромесечју успорен на 1,4%, а затим у четвртном тромесечју на 1,0%, упркос погоршању епидемиолошке ситуације и у свету и код нас. Тиме је економска активност у условима пандемије у 2020. години смањена за 1%, што представља један од најбољих резултата у Европи, и у потпуности је у складу с пројекцијама које је у октобру објавила Народна банка Србије. Смањење економске активности готово се у потпуности дугује смањењу активности у услужним секторима, што се пре свега може довести у везу с мерама усмереним ка очувању здравља становништва које су ограничиле активност појединих услужних делатности, а што је посебно било изражено током другог тромесечја. С друге стране, позитиван допринос је потекао од пољопривреде, јер је пољопривредна сезона трећу годину заредом била натпросечна, као и од

индустрије, која је и поред смањене екстерне тражње избегла пад. Посматрано с расходне стране, највећи негативан допринос потекао је од приватне потрошње, а у мањој мери и од приватних инвестиција и нето извоза, док су јавне инвестиције и државна потрошња дале позитиван допринос.

Правовремена и издашна економска подршка привреди Србије за време пандемије допринела је очувању зарада, наставку запошљавања у приватном сектору, као и даљем паду броја незапослених, чиме је **домаће тржиште рада у 2020. избегло теже последице светске кризе**. На то указују задржавање стопе незапослености током 2020. године на једноцифреном нивоу (9,0% у просеку), повећање броја формално запослених у приватном сектору за готово 42 хиљаде лица у просеку, као и годишњи раст просечне номиналне нето зараде од 9,4%, до нивоа од 66.092 динара, колико је износила просечна нето зарада у децембру.

Ове године очекујемо потпун економски опоравак од кризе, **уз стопу раста бруто домаћег производа од 6%**. Тај раст ће бити вођен домаћом тражњом и извозом, којима ће допринети масовна вакцинација и код нас и у свету, као и опоравак екстерне тражње. Расту ће допринети и правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и по том основу обезбеђени повољни услови финансирања и очувани производни капацитети и радна места. Према нашој оцени, исти фактори обезбедиће повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње у наредним годинама.

Пуна координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена и у наредном периоду, што ће умањити евентуалне даље негативне утицаје из међународног окружења и обезбедити динамичан раст привреде Србије у наредном периоду. Уз једну од најуспешнијих стратегија вакцинације у свету коју спроводи Република Србија, Извршни одбор истиче значај подршке монетарне и фискалне политике привреди, која ће бити настављена и током 2021. године, укључујући и нови, трећи пакет фискалних мера помоћи привреди и становништву и даљи раст капиталних инвестиција. Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретања у нашој и светској економији и да континуирано процењује све до сада донете мере како би се подржао даљи опоравак економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Монетарни одбор Народне банке Србије¹ усвојио је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе РС о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе РС 19. децембра 2008, у којем је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила монетарне политике – у основи је нумерички циљ за инфлацију на средњи рок, у оквиру кога се задржава дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на краatak рок.

Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и

стабилизације инфлационих очекивања, одлука о циљаној инфлацији доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред, све док се не заврши процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према ЕУ. Будући да тај процес још увек траје, циљана инфлација је благо изнад квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Тако је крајем 2020. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2023. године на нивоу од 3,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.**²

Подсетимо да је циљана стопа инфлације смањена од 2017. године за 1 п.п., на $3,0 \pm 1,5\%$,³ што је потврдило одлучност носилаца економске политике да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. У сарадњи с Владом РС, Народна банка Србије донела је такву одлуку захваљујући постигнутој и одржаној ниској и стабилној инфлацији, тада три године заредом, знатно поправљеним макроекономским показатељима и изгледима наше привреде за наредни период, којима су допринели успешна координација монетарне и фискалне политике и одлични резултати фискалне консолидације. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред била су већ дужи период ниска и релативно стабилна, што је истовремено била потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Ширина дозвољеног одступања од циља задржана је на нивоу од $\pm 1,5$ п.п., што умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике и доприноси већој предвидивости монетарних услова. Као мала и

¹ У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС”, бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења дотадашњег Монетарног одбора.

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2023. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 10. децембра 2020.

³ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018.

отворена привреда, Србија је изложена дешавањима на међународном робном и финансијском тржишту, која **привремено** могу да узрокују волатилност укупне инфлације. Распон дозвољеног одступања од циља оставља Народној банци Србије већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе РС, која подстиче одрживи привредни раст.

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе РС.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне **променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Та каматна стопа

представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијског тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије спроводи **режим руковођено пливајућег девизног курса**. Интервенције на девизном тржишту спроводи како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувала стабилност цена и финансијског система и одржала адекватан ниво девизних резерви.

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор доноси одлуке о монетарној политици према утврђеном распореду седница и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања. Такође, приликом објављивања Извештаја о инфлацији, детаљно се образлажу макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у 2020. години

Монетарна политика током 2020. водила се у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2020. години**,⁴ уз уважавање новонасталих околности изазваних пандемијом вируса корона. Програм монетарне политике, који је донет у децембру 2019, предвиђао је да ће Народна банка Србије настојати да оствари утврђени циљ за инфлацију доследним и предвидивим променама референтне каматне стопе, при чему ће у обзир узимати пројекцију инфлације, економска кретања у домаћем и међународном окружењу, као и утицај на финансијску стабилност. У Програму је истакнуто да су снажно фискално прилагођавање, спровођење структурних реформи и пуна координација монетарне и фискалне политике утицали на јачање макроекономске стабилности и повећање отпорности домаће привреде на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења, чинећи изгледе за привредни раст повољнијим. Поред тога, Програмом је било предвиђено да ће Народна банка Србије и током 2020. године задржати потребну опрезност приликом доношења одлука монетарне политике, имајући у виду неизвесност која долази из међународног окружења.

Током јануара и фебруара 2020. висина референтне каматне стопе задржана је на непромењеном нивоу од 2,25%, што је тада био њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду чињеницу да домаћи

фактори и даље доприносе ниској и стабилној инфлацији, док дешавања у међународном окружењу захтевају опрезност у вођењу монетарне политике. Такође, водило се рачуна да се пуни ефекти претходних ублажавања монетарне политике у јулу, августу и новембру 2019. године за укупно 75 б.п., на 2,25%, очекују у наредном периоду.

Почетак 2020. године карактерисали су повољни макроекономски услови спровођења монетарне политике Народне банке Србије. Инфлација се седму годину заредом кретала на ниском нивоу, што се очекивало и у наредном периоду. Према тада актуелној пројекцији, очекивало се да ће се м.г. инфлација до средине 2020. године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а након тога да ће почети постепено да се приближава његовој централној вредности. Томе је у кратком року требало да допринесе ниска база код цена поврћа и регулисаних цена, а у средњем року раст агрегатне тражње.

Као и у претходним пројекцијама, раст домаће тражње био је главни фактор који је требало да допринесе приближавању инфлације централној вредности циља у средњем року. Према оцени Извршног одбора, требало је да тај раст у потпуности компензује негативне утицаје очекиване слабије екстерне тражње у 2020. години. Доступни месечни показатељи економске активности током прва два месеца 2020. указивали су на снажан раст БДП-а вођен инвестицијама, потрошњом и извозом. Извршни одбор је очекивао да ће раст БДП-а у 2020. износити око 4% и да ће сличну динамику задржати и у средњем року.

⁴ „Службени гласник РС”, бр. 88/2019.

Насупрот повољним домаћим макроекономским условима, дешавања у међународном окружењу и даље су налагала опрезност у вођењу монетарне политике. Иако су се тензије у погледу трговинских политика водећих светских економија донекле смириле, неизвесност је у великој мери потицала од геополитичких тензија. Подршка светској привреди дошла је од монетарних политика водећих централних банака, што је требало да настави да се позитивно одражава на услове на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. Међутим, неизвесно је било колико ће се монетарна политика водећих централних банака у наредном периоду разликовати од очекивања тржишта, што је могло утицати на токове капитала према земљама у успону. Такође, одлуке Извршног одбора о монетарној политици захтевале су опрезност и због неизвесног кретања цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, с обзиром на сложен утицај бројних фактора на страни понуде и тражње на њихово кретање.

Међутим, због кризе без преседана у новијој историји – пандемије изазване вирусом корона, Народна банка Србије је од марта до јуна снажно ублажила монетарну политику. Наиме, Светска здравствена организација је 11. марта 2020. прогласила пандемију изазвану вирусом корона, а Извршни одбор је истог дана, на ванредној седници, реаговао смањењем референтне каматне стопе за 50 б.п. Поред смањења референтне каматне стопе, Извршни одбор је на седници у марту одлучио и да сузи коридор својих основних каматних стопа, са $\pm 1,25$ п.п. на ± 1 п.п. у односу на референтну каматну стопу. По брзини реакције на ефекте пандемије, Народна банка Србије је била једна од првих институција у земљи и међу првим централним банкама у свету. На седницама у априлу и јуну Извршни одбор је поново смањио референтну каматну стопу за по 25 б.п., на 1,25%, имајући у виду да су размере кризе у свету изазване пандемијом захтевале додатну подршку монетарне политике како би се ублажили негативни ефекти пандемије и подстакао опоравак економске активности. Смањење референтне каматне стопе пренело се на даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и динарских кредита, чиме је омогућен наставак раста кредитне активности.

Народна банка Србије је у периоду март–јун доносила и одлуке о **додатним мерама за подршку реалном сектору**. Путем директних репо операција, своп аукција и билатералне куповине динарских државних ХоВ од банака обезбеђен је знатан износ динарске и девизне ликвидности. Такође, динарске корпоративне обвезнице укључене су на листу ХоВ које банке могу користити у монетарним операцијама. Такође, прописан је **мораторијум у отплати обавеза по основу кредита и финансијског лизинга**, за све дужнике који то желе, најпре на 90, а затим и на додатних 60 дана, чиме је олакшан терет кризе нашим грађанима и привреди.

Поред тога, Извршни одбор је у јулу увео **стимулативне мере у оквиру гарантне шеме Владе РС, које доприносе још бољим условима динарског кредитирања привреде**, а тиме и расту степена динаризације и додатном јачању финансијске стабилности. Наиме, банке које клијентима одобравају динарске кредите из гарантне шеме по нижим каматним стопама од максималне (која износи једномесечни *BELIBOR* + 2,5 п.п.), и то за најмање 50 б.п., имају вишу стопу ремунације на износ издвојене обавезне резерве у динарима за 50 б.п., и то на износ одобрених кредита под повољнијим условима. Поменуте мере, као и друге мере које је због пандемије донела Народна банка Србије,⁵ помогле су банкама, привреди и становништву да се први талас кризе у великој мери ублажи и осигура што бржи економски опоравак од њених последица.

У ситуацији глобалне неизвесности изазване пандемијом, Народна банка Србије је у јулу успоставила и **превентивну репо линију са ЕЦБ-ом**, путем које би се, у случају потребе, домаћем финансијском систему могла обезбедити додатна ликвидност у еврима. При томе, треба истаћи да ни динарска ни девизна ликвидност домаћег банкарског сектора ни једног момента нису биле угрожене, а висок ниво девизних резерви земље био је више него довољан за одговор на евентуалне поремећаје девизне ликвидности. Успостављање превентивне репо линије са ЕЦБ-ом треба посматрати као још један вид сигурности, који указује на то да Народна банка Србије предузима све потребне активности у свом домену и делује проактивно како би се подржала домаћа привреда и сачувала макроекономска стабилност у условима високе глобалне неизвесности због пандемије.

⁵ Преглед мера Народне банке Србије дат је у Табели II.1.1, стр. 11.

Могућност да Народна банка Србије реагује поменутим мерама и да, са своје стране и у координацији с Владом РС, допринесе смањењу негативних ефеката пандемије и пружи пуну подршку привредном опоравку земље створена је одговорним вођењем економске политике у протеклих осам година. **Србија је ову кризу дочекала у знатно повољнијој макроекономској позицији него раније кризе** – са стопом привредног раста од 4,3% у просеку у претходне две године, ниском и стабилном инфлацијом седму годину заредом, снажним банкарским сектором, смањеним јавним дугом, елиминисаном фискалном неравнотежом и знатно смањеном екстерном неравнотежом, као и девизним резервама земље на највишем нивоу откад се прате. Таква позиција Србије омогућила је **снажну реакцију монетарне и фискалне политике у складу с најбољом светском праксом, и то на начин који не угрожава макроекономску стабилност и фискалну позицију државе.**

Да би се негативни ефекти пандемије свели на најмању могућу меру, Влада РС реаговала је током 2020. доносећи два обимна пакета фискалних мера,⁶ која су допринела очувању пословног и потрошачког поверења, производних капацитета и радних места у већини привредних делатности. Уз повећане трошкове обезбеђења здравствене заштите, то је водило привременом повећању фискалног дефицита на консолидованом нивоу у 2020. на 8,1% БДП-а. Посебно треба истаћи значај даљег раста капиталних расхода државе, који доприноси убрзаној реализацији инфраструктурних пројеката и расту производног потенцијала. Иако је у 2020. привремено повећан и јавни дуг у БДП-у (за 5,3 п.п., на 58,2% БДП-а), он је остао испод мастрихтског критеријума од 60%. При томе, његово повећање било је међу најмањима у Европи, захваљујући обезбеђеним повољним условима финансирања државе, с једне стране, и паду економске активности од свега 1%, с друге стране.

Правовремене и координиране мере Владе и Народне банке Србије спречиле су већи пад економске активности у почетној фази пандемије. Било је извесно да ће се највећи ефекти кризе, као и у већини других европских земаља, у Србији осетити у априлу, али и да ће у наредним месецима уследити опоравак, подстакнут предузетим мерама монетарне и фискалне политике, које имају за циљ да путем повољних услова финансирања привреде и становништва

стимулишу раст и очувају повољну средњорочну перспективу земље.

Одлуке о смањењу референтне каматне стопе биле су одређене и чињеницом да је све извесније било да ће отварање светске економије бити постепено, а тиме и њен опоравак, због чега су драстично смањене пројекције привредног раста за многе развијене земље, као и за земље у успону, а светска цена нафте пала је на историјски минимум. 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 робном и финансијском тржишту, а инвеститори су давали предност улагањима у сигурну активу, што је за последицу имало пад индекса на светским берзама и раст цене злата и цена државних ХоВ развијених земаља.

Како би умањиле негативне ефекте кризе, бројне централне банке у свету реаговале су снажним ублажавањем својих монетарних политика и бројним неконвенционалним мерама. Тако је ФЕД смањео распон референтне каматне стопе готово на нулти ниво и донео програм квантитативног попуштања, који представља највећу интервенцију централне банке у њеној историји. Монетарне мере у САД биле су праћене изузетно снажним фискалним мерама. За нас посебно важан, опоравак зоне евра био је подстакнут експанзивним мерама ЕЦБ-а, али и постепеним ублажавањем здравствених мера, које је, након почетне фазе пандемије, уследило од маја. Поред тога, владе бројних земаља реаговале су обимним пакетима фискалне помоћи, а мере су предузете и на нивоу ЕУ. 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 повољним условима финансирања на међународном тржишту у новонасталој ситуацији. Такође, Извршни одбор је имао у виду и да се због лошијих изгледа за глобални привредни раст очекивало да ће цене примарних производа на светском тржишту, пре свега цене нафте, остати на релативно ниском нивоу и у наредном периоду.

Након почетног снажног и свеобухватног одговора на актуелну светску кризу услед пандемије,

⁶ Додатни, трећи пакет фискалних мера биће спроведен током 2021. и требало би да износи око 2,0 млрд евра.

Извршни одбор до децембра није мењао висину референтне каматне стопе. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду пре свега остварене и очекиване ефекте претходно предузетих мера монетарне и фискалне политике ради ублажавања негативних ефеката пандемије и подстицања привредног раста. Резултати у већини производних и услужних делатности превазилазили су очекивања. Након што су крајем септембра објављени подаци за већину економских показатеља за август, постало је сасвим извесно да ће на нивоу 2020. стопа раста БДП-а бити виша од првобитно процењених $-1,5\%$, због чега је Народна банка Србије кориговала своју пројекцију на -1% . То је Извршни одбор узео у обзир приликом одлучивања о висини референтне каматне стопе у октобру. Извршни одбор је истакао да је преткризни ниво активности у индустрији и трговини на мало већ достигнут, да је извоз на путу нормализације, као и да актуелна пројекција БДП-а за 2020. одражава и боље резултате у пољопривреди. Повољне изгледе потврђивао је и прилив СДИ, који је остао солидан упркос пандемији и паду економске активности наших највећих спољнотрговинских партнера, и који је и даље у потпуности покривао дефицит текућег рачуна.

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

Иако Извршни одбор на седници у новембру није мењао висину референтне каматне стопе, забринутост због убрзаног ширења вируса од октобра утицала је на доношење одлуке **о могућности да банке користе додатну јефтину динарску ликвидност** – путем додатних своп аукција куповине девиза и аукција репо куповине ХоВ. Организовањем своп и репо аукција на

редовној недељној основи (понедељком – свопови и четвртком – репо аукције), банкама се пружила могућност да прибаве потребну динарску ликвидност на рок од три месеца по повољним условима, користећи девизе или динарске ХоВ као колатерал. На тај начин, Народна банка Србије је настојала да ниво доступне и јефтине ликвидности у банкарском, а преко њега и у привредном сектору, одржи довољно високим како би се обезбедио наставак подстицајног деловања на економску активност.

Одлука Извршног одбора у децембру о **смањењу референтне стопе за додатних 25 б.п.**, на $1,0\%$, била је пре свега опредељена проценом да ниски инфлаторни притисци дозвољавају да се додатно подржи домаћа привреда у условима погоршања епидемиолошке ситуације и успоравања привредног опоравка на глобалном нивоу, посебно у зони евра, у којој су заострене здравствене мере. Иако су охрабривале вести о вакцинама, постојала је неизвесност у погледу брзине њихове производње и дистрибуције, као и тока вакцинације у свету.

Смањењем у децембру на нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације, референтна стопа је била за $1,25$ п.п. нижа у односу на ниво пре избијања светске кризе изазване пандемијом. Истовремено, Народна банка Србије је одлучила да **сузи коридор својих основних каматних стопа**, са $\pm 1,0$ п.п. на $\pm 0,9$ п.п. у односу на референтну каматну стопу. Тиме је каматна стопа на депозитне олакшице смањена за 15 б.п., на $0,1\%$, а стопа на кредитне олакшице за 35 б.п., на $1,9\%$. Такође, у децембру је Извршни одбор донео и одлуку о **олакшицама у отплати обавеза дужницима** који због околности изазваних пандемијом не могу да измирују своје обавезе.⁷

Снажна подршка Народне банке Србије привреди и становништву током пандемије омогућена је одговорним вођењем економске политике у претходном периоду, што је обезбедило капацитет монетарној политици и јавним финансијама да се изборе са актуелном кризом без угрожавања постигнуте макроекономске стабилности. Народна банка Србије је водила подстицајну монетарну политику у условима очуване ценовне и финансијске стабилности, којима су допринели, пре свега, обезбеђена релативна стабилност девизног курса и

⁷ Олакшице се односе на репрограм и рефинансирање кредита, уз одобравање грејс-периода од шест месеци и одговарајућег продужења рока отплате, тако да месечне обавезе дужника не буду веће од оних из плана отплате пре одобравања олакшица.

Табела II.1.1. Одговор Народне банке Србије на COVID-19 у 2020.

Март	Април	Мај	Јун	Јул	Август	Септембар	Октобар	Новембар	Децембар
Мере монетарне политике									
Референтна каматна стопа									
Смањена за 0,5 п.п., на 1,75%	Смањена за 0,25 п.п., на 1,5%		Смањена за 0,25 п.п., на 1,25%						Смањена за 0,25 п.п., на 1,0%
Смањење коридора к.с. са ±1,25 п.п. на ±1,0 п.п.									Смањење коридора к.с. са ±1,0 п.п. на ±0,9 п.п.
Пружање подршке динарској ликвидности									
Додатне своп аукције, рочност три месеца								Додатне своп аукције на редовној недељној основи (понедељком), рочност три месеца	
	Смањење к.с. на дев. своп аукцијама								
Аукција репо куповине државних ХоВ, рочност седам дана									
Аукција репо куповине државних ХоВ, рочност три месеца								Додатне репо куповине ХоВ на редовној недељној основи (четвртком), рочност три месеца	
	Трајна куповина државних ХоВ на секундарном тржишту								
		Корпоративне обвезнице укључене у ХоВ које се могу користити у монетарним операцијама НБС							
Повољнији услови за кредите у оквиру гарантне шеме									
				Омогућено одобравање динарских кредита из гарантне шеме по нижим каматним стопама – умањење од најмање 50 б.п. НБС компензује кроз вишу стопу ремунарације на износ издвојене обавезне резерве					
Додатне мере Народне банке Србије									
Мораторијум									
Застој у отплати обавеза дужника				Застој у отплати обавеза дужника				Застој у отплати обавеза дужника који због пандемије не могу да измирују своје обавезе, уз продужење рока отплате тако да месечне обавезе дужника не буду веће од оних пре одобравања олакшица	
Стамбено кредитирање									
			Смањено обавезно учешће грађана у кредитима за куповину прве стамбене непокретности са 20% на 10%						
					Смањен минимални степен изграђености објекта чију је куповину могуће финансирати стамбеним кредитима банака				
					Продужавање рока отплате стамбених кредита за најдуже пет година				
Остали кредити									
					Продужење рока отплате за одобрене кредите становништву (осим стамбених) до осам година				
					Омогућено је банкама да до краја 2021. одобравају динарске кредите (до 90.000 динара) становништву, рочности до две године, само с потписаном изјавом о запослењу/пензији				
Превентивна репо линија са ЕЦБ-ом									
					Успостављена превентивна репо линија са ЕЦБ-ом да би се, у случају потребе, домаћим банкама обезбедила додатна ликвидност у еврима				

Извор: НБС.

пуна снабдевеност тржишта робом и у условима кризе, као и усидрена инфлациона очекивања, која потврђују кредибилитет монетарне политике. Као и у протеклих седам година, инфлација је била чврсто под контролом и у 2020. години у просеку је износила 1,6%. На истом нивоу била је и просечна базна инфлација током 2020. године, што указује на то да су притисци на страни тражње били и даље релативно ниски и поред наставка раста зарада и запослености у већини делатности. Извршни одбор је очекивао да ће се инфлација кретати у доњој половини циљаног распона и у наредном периоду, а да ће њен благ раст у кратком року потицати од очекиваних корекција појединих регулисаних цена и ефекта ниске базе код цена нафтних деривата и хране.

Предузете мере Народне банке Србије и Владе у великој мери су утицале на бољи економски резултат од оног који се очекивао на почетку пандемије. Према процени РЗС-а, стопа раста БДП-а у 2020. износила је -1%, што је један од најповољнијих резултата у Европи и бољи исход од оног који се очекивао на почетку пандемије. Бољем резултату посебно је допринело очување производних капацитета и запослености у условима пандемије, али и брз опоравак инвестиција, пре свега услед убрзања реализације инфраструктурних пројеката, повољнијих услова финансирања, као и прилива СДИ, који је остао релативно висок и пројектно распрострањен. Подаци с тржишта рада о расту стопе запослености и задржаној једноцифреној стопи незапослености потврђују значај пакета економских мера, захваљујући којем су настављена повољна кретања, упркос изазовима пандемије. Извршни одбор је истицао да очекује да задржане позитивне средњорочне перспективе наше земље и мере Владе и Народне банке Србије допринесу опоравку домаће тражње, што ће, уз постепену нормализацију екстерне тражње, утицати на више него потпун опоравак наше привреде у П1 2021. године.

Извршни одбор је истицао да је значајна отпорност наше економије на потресе из међународног окружења обезбеђена и девизним резервама, које су и током 2020. године очуване на адекватном и стабилном нивоу (13,5 млрд евра на крају године). Њихов ниво

обезбеђује покривеност више од шест месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво покривености увоза робе и услуга девизним резервама.

На успех Владе и Народне банке Србије у очувању макроекономске и финансијске стабилности током пандемије и повољних изгледа за привредни раст указује и то што је Србија успела да очува кредитни рејтинг и током ванредних околности пандемије, када је смањивање кредитних рејтинга земаља било израженије него у периоду светске финансијске кризе 2008/2009.⁸ Успех је и нумерички био исказан у новембру 2020, када је Србија на међународном финансијском тржишту постигла најнижу цену финансирања до сада. Такође, у јануару 2021. Одбор извршних директора ММФ-а донео је одлуку о успешном завршетку петог, последњег разматрања резултата програма подржаног Инструментом за координацију политике (*The Policy Coordination Instrument – PCI*).⁹ ММФ је оценио да је током целог трајања програма његово спровођење било успешно, као и да су мере предузете током пандемије биле добро осмишљене и на прави начин усмерене на заштиту грађана и подршку домаћинствима, очувању радних места, на већа улагања у здравство, обезбеђење довољне ликвидности у банкарском систему и лакше отплате обавеза по основу кредита.

Пуна координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена, што ће умањити евентуалне даље негативне утицаје из међународног окружења и обезбедити динамичан раст привреде Србије у наредном периоду. Уз једну од најуспешнијих стратегија вакцинације у свету коју спроводи РС, Извршни одбор је истицао значај подршке монетарне и фискалне политике привреди, која ће бити настављена и током 2021. године, укључујући и нови, трећи пакет фискалних мера помоћи привреди и становништву и даљи раст капиталних инвестиција. Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретања у нашој и светској економији и да континуирано процењује све до сада донете мере како би се пружила подршка даљем опоравку економске активности, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности.

⁸ Штавише, агенција *Moody's* повећала је кредитни рејтинг Србије марта 2021.

⁹ Програм подржан Инструментом за координацију политике (*The Policy Coordination Instrument – PCI*), одобрен Србији у јулу 2018. на период од 30 месеци, саветодавног је карактера и није предвиђао коришћење финансијских средстава.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте **референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Улога референтне каматне стопе подржана је **коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту**. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања, пре свега **обавезну резерву и операције на девизном тржишту**.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током 2020. године биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије спроводила је својим ХоВ. За потребе репо продаје у 2020. години емитована је једна серија благајничких записа у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

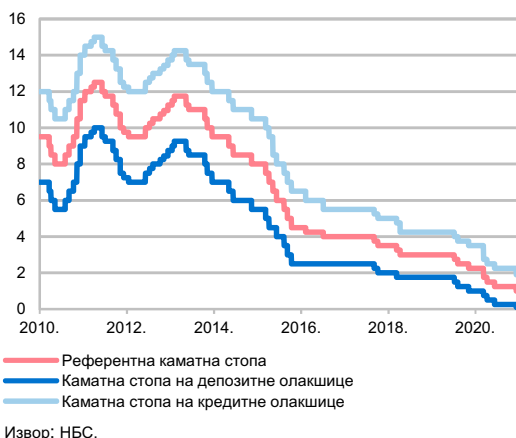
Током 2020. године организоване су 52 аукције репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Остварени обим продаје ХоВ у 2020. години (1.748,5 млрд динара) био је мањи него у 2019. години (2.521,0 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током 2020. године износило је 34,4 млрд динара, што је за 12,5 млрд динара мање него у 2019. години. Посматрано у односу на крај 2019. године, стање тих ХоВ смањено је за 40,0 млрд динара и крајем 2020. године износило је 30,0 млрд динара.

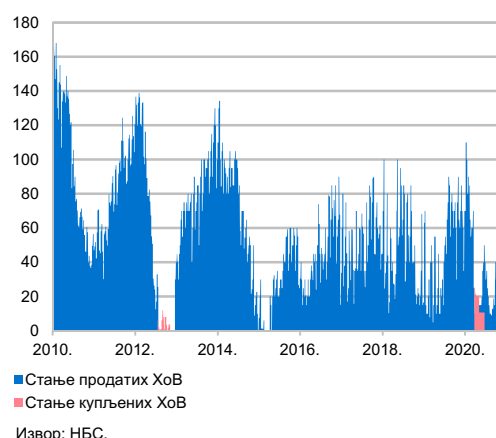
Ради подршке домаћем финансијском систему и укупним економским токовима за опоравак од кризе изазване пандемијом вируса корона, Народна банка Србије је обезбедила додатну динарску ликвидност банкарском систему, између осталог, и путем директних репо операција (рочности од једне недеље и три месеца), по веома повољним каматним стопама једнаким важећој стопи на депозитне олакшице. Ова мера је на снази и даље. Крајем марта и током новембра и децембра 2020. године Народна банка Србије је путем аукција репо куповине државних и корпоративних ХоВ банкарском сектору обезбедила додатну динарску ликвидност у укупном износу од 41,6 млрд динара.

Ипак, повећање ликвидности у 2020. години постигнуто је у највећој мери путем трансакција билатералне куповине државних динарских ХоВ од

Графикон II.2.1. Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Графикон II.2.2. Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије
(у млрд RSD)



банака, чиме се помогло финансирању државе и обезбедило нормално функционисање секундарног тржишта динарских државних ХоВ (одржавајући каматне стопе на постојећем нивоу). Током априла и маја 2020. Народна банка Србије је куповала динарске државне обвезнице РС на секундарном тржишту, обезбеђујући на тај начин додатну ликвидност банкарском сектору у износу од 97,0 млрд динара.

Ради пружања додатне подршке развоју тржишта корпоративних обвезница и бржем опоравку привреде од последица изазваних пандемијом вируса корона, у мају 2020. године Народна банка Србије је одлучила да у своје монетарне операције укључи динарске корпоративне обвезнице издате од стране домаћих предузећа, које испуњавају услове адекватног бонитета (најнижи бонитет према методологији Агенције за привредне регистре – „прихватљив бонитет (DD)”, издате до краја 2020. године најдуже оригиналне рочности десет година).

Депозитне и кредитне олакшице

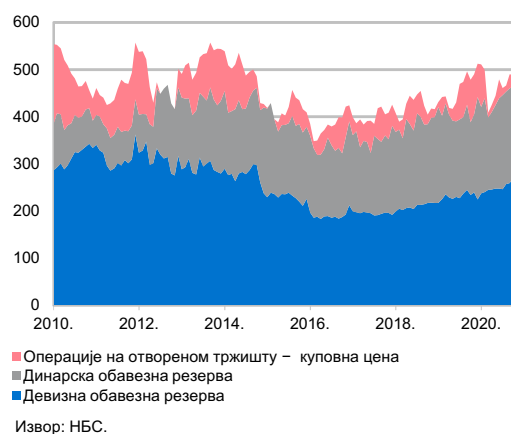
Банке су у 2020. години наставиле да преконоћно депонују средства код Народне банке Србије (депозитне олакшице). Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2020. години износило је 134,5 млрд динара, што је за 94,9 млрд динара више него 2019. године. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јуну (209,4 млрд динара), а минимално у марту (75,7 млрд динара).

Одлука о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог ХоВ којом су уређене кредитне олакшице измењена је у мају и јулу 2020. године. Изменама Одлуке на листу ХоВ које могу бити предмет залог уведене су и ХоВ прописане рочности које издаје домаће привредно друштво са одговарајућим бонитетом (корпоративне обвезнице). На овај начин Народна банка Србије је подржала домаћи финансијски и привредни систем у условима пандемије вируса корона и подстакла развој тржишта корпоративних обвезница у РС.

Обавезна резерва

Крајем 2020. године обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 28,9 млрд динара у односу на крај 2019. године и износила је 220,4 млрд динара. Наведено повећање резултат је повећања чисто динарске обавезне резерве за 14,9

Графикон II.2.3. Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике (у млрд RSD)



млрд динара и повећања девизне обавезне резерве која се издваја у динарима за 14,0 млрд динара.

У истом периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 201,7 млн евра и износила је 2,2 млрд евра. Такво кретање је резултат повећања девизне основице за 1,6 млрд евра, од чега се 1,4 млрд евра односи на обавезе с рочношћу до две године, а 0,2 млрд евра на обавезе с рочношћу преко две године. Полазећи од структуре девизне основице, претежни део њеног повећања односи се на девизне депозите привреде (0,6 млрд евра) и девизну штедњу (0,6 млрд евра).

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2020. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност спровођења интервенција на девизном тржишту ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према евр, као и ради очувања стабилности цена и финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

Вредност динара према евр у крају 2020. године у односу на крај 2019. године била је готово непромењена. Током 2020. године у условима појачаних депрецијацијских притисака, услед пандемије вируса корона, Народна банка Србије је, захваљујући правовременим и одмереним реакцијама, сачувала релативну стабилност девизног тржишта, која, као ни стабилност целокупног финансијског система, ни у једном тренутку током

испољавања ефеката пандемије на глобалне и националне финансијске и економске токове, није била угрожена. Након што су, уобичајено за почетак године, били узроковани дејством привремених сезонских фактора – појачаном тражњом за девизама увозника енергената, депрецијацијски притисци су услед раста неизвесности на међународном тржиштима појачани у Т2, када су и били најизраженији. Током Т3 и Т4 они су постепено слабили, при чему се у новембру и децембру променио тренд и преовладали су апresiasiјски притисци. До слабљења депрецијацијских притисака и генерисања притисака ка јачању домаће валуте у Т4 дошло је, пре свега, услед смањених куповина девиза (током октобра и новембра), а затим и нето продаје од стране домаћих предузећа (у децембру), нето продаје девиза од стране нерезидената (претежно ради улагања у дугорочне динарске државне ХоВ) и нето куповине ефективног страног новца од грађана и мењача након два узастопна тромесечја у којима је забележена нето продаја.

У активностима на МДТ-у Народна банка Србије је у 2020. години нето продала 1.450,0 млн евра (продала 1.950,0 млн евра и купила 500,0 млн евра).

Оваква дешавања на домаћем девизном тржишту свакако указују на адекватност и благовременост мера које су спровеле Влада и Народна банка Србије ради ублажавања негативних ефеката пандемије на економску активност и очувања макроекономске и финансијске стабилности у земљи.

Каматне стопе

Током 2020. Извршни одбор Народне банке Србије смањивао је референтну каматну стопу у четири наврата – на ванредној седници у марту за 50 б.п. и на редовним седницама у априлу, јуну и децембру за по 25 б.п., тако да је крајем 2020. године ова стопа износила 1,0%.

Поред тога, изменама Одлуке о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике, у два наврата сужен је коридор каматних стопа са $\pm 1,25$ п.п., колико је износио на почетку године, на ± 1 п.п. у марту 2020. године, и даље у децембру на $\pm 0,90$ п.п. у односу на референтну стопу, чиме су стопе на депозитне и кредитне олакшице смањене на 0,10% и 1,90%.

У П1 2020. године постепено је смањивана и каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и

плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве, и то са 0,75%, колико је износила у јануару 2020. године, на 0,50% у марту, а затим на 0,25% у априлу и 0,10% у јуну те године.

Ради подршке антикризним мерама и стимулације кредитирања у динарима, Народна банка Србије је изменама Одлуке из јула 2020. године утврдила да ће изузетно, банкама које испуне прописане услове, на део износа оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве плаћати камату по каматној стопи која је утврђена Одлуком увећаној за 0,50 п.п. на годишњем нивоу.

Девизне своп аукције Народне банке Србије

Како би подстакла развој међубанкарске своп трговине и омогућила банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу, Народна банка Србије је у 2020. години наставила да организује редовне тромесечне и двонедељне аукције своп продаје и своп куповине девиза – евра за динаре. У 2020. години организоване су 102 редовне тромесечне своп аукције, на којима је Народна банка Србије укупно своп продала 429,0 млн евра и укупно своп купила 387,0 млн евра, и 100 редовних двонедељних своп аукција, на којима је Народна банка Србије укупно своп продала 371,5 млн евра и укупно своп купила 235,0 млн евра. Највећи обим реализације у 2020. години забележен је у априлу, када је Народна банка Србије своп продала 218,5 млн евра и своп купила 131,0 млн евра. На крају 2020. године стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије према банкама по основу редовних тромесечних своп аукција износило је по 55,0 млн евра, док по основу редовних двонедељних своп аукција Народна банка Србије на крају 2020. године није имала девизна потраживања и девизне обавезе према банкама.

У склопу мера за олакшавање банкама да управљају својом динарском и девизном ликвидношћу у условима ванредних околности у РС изазваних пандемијом вируса корона, од 31. марта до 31. маја 2020. године Народна банка Србије је редовне своп аукције девиза организовала по фиксним своп поенима, уз повољне каматне стопе на евре и динаре (за евре 0%, за динаре – стопа на депозитне олакшице увећана за 10 б.п.), уместо по варијабилним вишеструким своп поенима. Такође, био је измењен и принцип реализације тако што своп куповина и своп

продаја девиза не морају бити идентичне у реализованом износу. На тај начин, улога Народне банке Србије на девизним своп аукцијама није била искључиво посредничка, већ и да банкама обезбеди довољан износ динарске и девизне ликвидности, по повољним каматним стопама, ради спречавања евентуалних поремећаја на домаћем новчаном и финансијском тржишту. Од јуна, након укидања ванредног стања у нашој земљи и процене да у том тренутку не постоји више потреба за применом измењене праксе у редовним своп аукцијама девиза, ове аукције су поново организоване по методу варијабилних вишеструких своп поена уз примену уобичајеног принципа остваривања истог износа реализације на аукцији своп куповине и своп продаје девиза.

Поред тога, Народна банка Србије је, ради подршке домаћем финансијском систему и домаћој економији, 23. марта 2020. године организовала додатну тромесечну девизну своп аукцију куповине девиза (евра) за динаре, на којој је банкама обезбедила динарску ликвидност у противвредности 127,0 млн евра по повољној динарској каматној стопи од 0,85% (тада важећа стопа на депозитне олакшице увећана за 10 б.п.) и стопи на евро од 0%.

У амбијенту поново пооштрене здравствене ситуације у земљи, Народна банка Србије је донела одлуку да од средине новембра једном недељно организује додатне тромесечне своп аукције куповине девиза, ради пружања могућности банкама да прибаве додатну јефтину динарску ликвидност (каматна стопа на динаре једнака је стопи на депозитне олакшице увећаној за 10 б.п.). Путем додатних своп аукција, Народна банка Србије је настојала да ниво доступне и јефтине ликвидности у банкарском сектору, а преко њега и привреди, одржи довољно високим, како би се обезбедио наставак њеног подстицајног деловања. На додатним своп аукцијама Народна банка Србије је од средине новембра до краја 2020. године своп купила 207,0 млн евра, чиме је банкама обезбедила додатну динарску ликвидност на рок од три месеца у износу од 24,3 млрд динара.

3. Остварење циљане инфлације у 2020. години

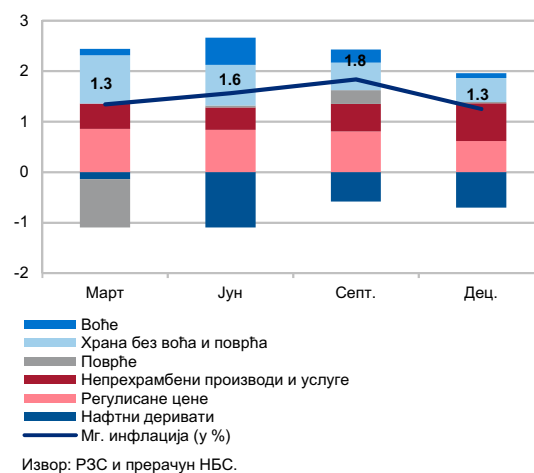
Упркос пандемији вируса корона, **укупна инфлација је и у 2020. остала ниска и стабилна и у просеку је износила 1,6%,¹⁰** колико је износила и просечна базна инфлација.

Слично као и у 2019, **динамику инфлације током 2020. највише су определиле цене хране и цене енергената**, које су доминантно пратиле кретање ових цена на светском тржишту.

У складу са очекивањима Народне банке Србије, почетком године м.г. инфлација је успорила раст – са 1,9% крајем 2019. на 1,3% у марту и додатно на 0,6% у априлу, пре свега по основу знатног појефтињења нафтних деривата и високе базе код цена поврћа из претходне године. Потом је од маја до јула м.г. инфлација убрзала раст услед ишчежавања базног ефекта код цена поврћа и виших цена воћа, да би се од августа до новембра стабилизовала на нивоу од 1,8% у просеку. На крају године, м.г. инфлација је успорила раст на 1,3% у децембру, првенствено због нижих цена непрерађене хране (поврћа и свежег меса).

Посматрано по компонентама укупне инфлације у 2020, **цене прерађене хране** су повећане за 3,3% (уз

Графикон II.3.1. Доприноси компоненти ИПЦ-а м.г. инфлацији током 2020. (у п.п.)



¹⁰ Просечан годишњи ИПЦ добија се као проста аритметичка средина 12 објављених месечних индекса (месец на просек претходне године). Стога просечна годишња стопа одражава не само промену цена већ и ефекат промене пондера.

допринос инфлацији од 0,7 п.п.), док су у исто време **цене непрерађене хране** снижене за 0,9% (уз допринос инфлацији од -0,1 п.п.). Управо су смањење позитивног доприноса базног ефекта и изостанак сезонски уобичајеног раста цена поврћа у децембру, уз нетипично појефтињење свежег меса и спорији раст цена воћа од сезонски уобичајеног, превасходно допринели успоравању м.г. инфлације крајем године.

На кретање инфлације у 2020. битно су утицале и **цене енергије**, које су у децембру смањене за 4,6% м.г. (уз допринос укупној инфлацији од -0,7 п.п.). То се скоро у целини дугује снажном паду **цена нафтних деривата** на домаћем тржишту (-12,0% м.г. у децембру), на које се пренео драстичан пад светске цене нафте.

Насупрот томе, **цене услуга** су у 2020. оствариле раст од 3,0% (уз допринос укупној инфлацији од 0,8 п.п.), који је био вођен поскупљењем услуга фиксне телефонije (13,8%) и туристичких пакет-аранжмана (30,5%).¹¹ При томе, у 2020. су повећане и цене већине осталих услуга.

Цене индустријских производа без хране и енергије у децембру су биле више за 2,1% м.г. (уз допринос укупној инфлацији од 0,6 п.п.). Томе је највише допринело поскупљење средстава која

омогућавају рад од куће (рачунари, мобилни телефони) за 9,8%, као и више цене цигарета (за 7,0%) по основу редовног годишњег усклађивања акциза. У супротном смеру је деловало снижење цена одеће и обуће од 1,7% м.г. у децембру.

Регулисане цене, које су под директним или индиректним утицајем државе, повећане су за 3,3% у 2020. (уз допринос укупној инфлацији од 0,6 п.п.), при чему је у децембру у односу на раније месеце м.г. раст ових цена успорен, доминантно услед изласка из м.г. обрачуна поскупљења електричне енергије из децембра 2019. године.

Цене у оквиру базне инфлације (мерене ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) на нивоу 2020. порасле су за 1,6% у просеку. Базна инфлација је у децембру благо убрзала раст на 2,1% м.г., првенствено услед повећане тражње за медицинским производима и производима који омогућавају рад од куће.

И у условима светске кризе без преседана, **укупна и базна инфлација су, као и у претходних седам година, остале ниске и стабилне**, чему су битно допринели очувана релативна стабилност девизног курса и усидреност инфлационих очекивања тржишних учесника.

Табела II.3.1. **Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2020.**

	Стопе раста (у %)	Допринеси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	1,3	1,3
Непрерађена храна	-0,9	-0,1
Прерађена храна	3,3	0,7
Индустријски производи без хране и енергије	2,1	0,6
Енергија	-4,6	-0,7
Услуге	3,0	0,8
Показатељи базне инфлације		
ИПЦ без енергије	2,3	2,0
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	2,8	2,1
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	2,1	1,0
Регулисане цене	3,3	0,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон II.3.2. **Укупна и базна инфлација**
(м.г. стопе, у %)



¹¹ Због немогућности њиховог потпуног обухвата током 2020. у условима пандемије вируса корона, за ову врсту услуга РЗС је користио стопу раста из истог периода претходне године.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

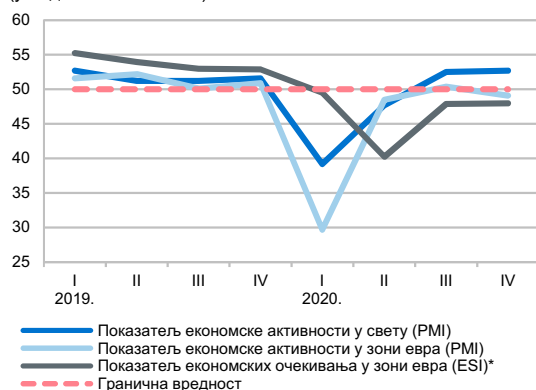
Економска активност и инфлација

Годину за нама обележила је пандемија вируса корона, која је изазвала незапамћену здравствену и економску кризу. Ради сузбијања негативних ефеката пандемије, током П1 наступило је „велико закључавање” и увођење рестриктивних здравствених мера, што је довело до контракције светске привреде. Средином 2020. уследило је постепено отварање већине економија, уз ублажавање ригорозних мера, што се позитивно одразило на глобалну економску активност – водећи индекс *Global Composite PMI* порастао је са 39,2 поена у марту на 52,7 поена у децембру, вративши се у зону привредне експанзије.

Према процени ММФ-а из априла 2021, стопа раста светске привреде у 2020. износила је **–3,3%** (наспрам 2,8% у 2019), што је изнад првобитних прогноза, првенствено услед бољих од очекиваних резултата у П2 у већини земаља, након попуштања рестриктивних мера и прилагођавања новим условима рада и пословања. Премда је неизвесност у погледу тока пандемије и даље присутна, ММФ је у априлу ове године за 2021. прогнозирао стопу раста светске привреде од 6,0%, подржану фискалним мерама у неколико великих економија и очекиваним убрзањем процеса вакцинације у другом делу године. С тим у вези, изгледи опоравка светске привреде пресудно ће зависити од даљег тока пандемије, ефеката економских политика, кретања финансијских услова и цена примарних производа, као и капацитета сваке економије да се прилагоди здравственим

Графикон III.1.1. **Водећи показатељи економске активности у свету и зони евра током 2019. и 2020.**

(у индексним поенима)

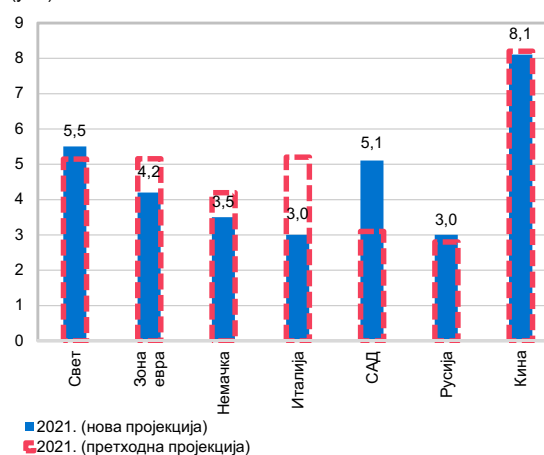


Извор: Eurostat, Markit Group, JP Morgan и Европска комисија.

*ESI је стандардизован у односу на PMI.

Графикон III.1.2. **ММФ-ова ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2021.**

(у %)



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

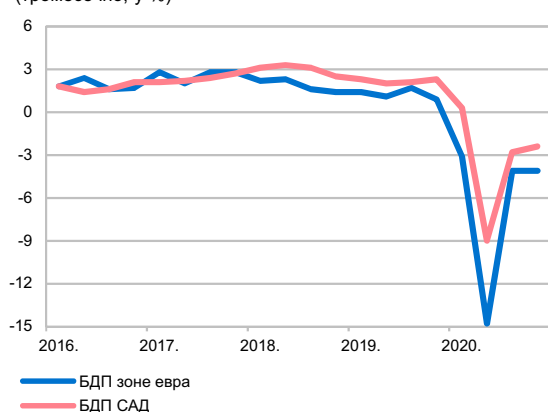
Табела III.1.1. Процена привредног раста за 2020.
(реални раст, у %)

	2020.
Свет	-3,3
Зона евра	-6,5
Немачка	-4,8
Италија	-8,9
Регион ЦИЕ	-4,1
САД	-3,5
Русија	-3,0
Кина	2,3

Извор: WEO Update (јануар 2021), Eurostat, U.S. Bureau of Economic Analysis, Bank of Russia и National Bureau of Statistics of China.

ограничењима. Наведени фактори, заједно са специфичностима земаља, утичу на темпо економске активности и превазилажења последица пандемије у средњем року.

У условима пандемије, привреда зоне евра је 2020. завршила са стопом раста од **-6,5%** (наспрам 1,3% у 2019), при чему је највећи негативан допринос потекао од потрошње домаћинстава (-4,3 п.п.) и бруто инвестиција (-2,1 п.п.). Негативан допринос је потекао и од нето извоза (-0,4 п.п.), док је позитиван допринос пружила државна потрошња (0,3 п.п.). **Свеобухватне мере монетарне и фискалне политике ублажиле су пад економске активности зоне евра** и њених водећих економија и допринеле томе да економске последице другог таласа пандемије буду мање него током првог таласа. На то су

Графикон III.1.3. Мг. стопе реалног раста БДП-а у
зони евра и САД
(тримесечно, у %)

Извор: Eurostat и U.S. Bureau of Economic Analysis.

упућивали и водећи показатељи економске активности за зону евра – *Economic Sentiment Indicator*¹² и *Eurozone PMI Composite*,¹³ који су се током Т4 кретали на знатно вишем нивоу него током Т2, приближивши се изласку из фазе контракције. При томе, **активност у производном сектору се од средине 2020. налази у фази експанзије** (*PMI Manufacturing* изнад 50 поена), док се активност у услужном сектору још увек слабо опоравља (*PMI Services* испод 50 поена), услед важећих здравствених мера. Стање на тржишту рада зоне евра постепено се стабилизује, што потврђују смањење стопе незапослености (8,2% у децембру) и повећање стопе запослености у П2.

Након благог убрзања **инфлације у зони евра** на 1,4% м.г. у јануару, оштар пад цена енергената условио је њено успоравање, све до 0,1% м.г. у мају, при чему је позитиван допринос инфлацији потицао од цена хране, које су све до маја убрзавале м.г. раст, што се повезује с растом тражње за основним животним намирницама и паником изазваном вирусом корона. Са опоравком светске цене нафте, смањен је негативан допринос цена енергената инфлацији, тако да је она у јуну благо порасла, на 0,3% м.г., а потом у јулу на 0,4% м.г., чему је допринело и убрзање раста цена индустријских производа без енергије. Иако је негативан допринос цена енергената наставио да се смањује у августу, остале компоненте инфлације деловале су дезинфлаторно, па је инфлација прешла у негативну зону (-0,2% м.г.). Даљи пад м.г. инфлације, на -0,3%, забележен је у септембру и на том нивоу задржала се до краја 2020, при чему се крајем године бележило успоравање и м.г. раста прехранбене инфлације, и м.г. пада цена енергената. Ниже цене услуга и индустријских производа утицале су и на пад **базне инфлације**, са 1,3% м.г. крајем 2019. на 0,2% у септембру, што је најнижа вредност овог показатеља од када га Eurostat прати, на ком нивоу се она задржала до краја године.

Слична економска кретања током 2020. карактерисала су и **Немачку** и **Италију**, наше најзначајније трговинске partnere у зони евра. Према прелиминарним подацима, привреда Немачке је забележила пад од 4,8% у 2020. (након раста од 0,6% у 2019), док је у Италији пад БДП-а износио 8,9% (након раста од 0,3% у 2019). Теже економске последице

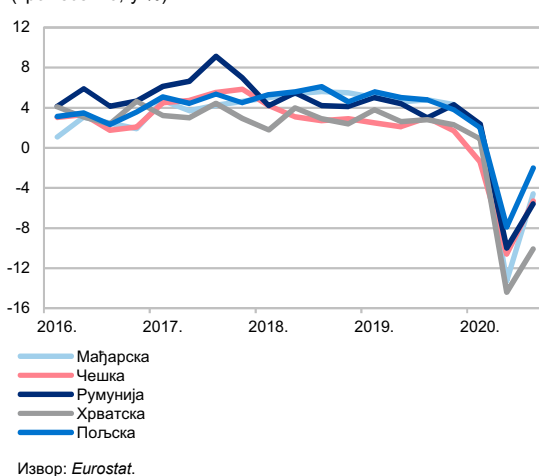
¹² Вредност индекса изнад 100 поена указује на побољшање економских очекивања, а испод 100 на њихово погоршање.

¹³ Вредност индекса изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод 50 на привредну контракцију.

Графикон III.1.4. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)



Графикон III.1.5. Мг. стопе реалног раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе (тримесечно, у %)



избегнуте су захваљујући, пре свега, **опоравку производног сектора у обе земље**, док је услужни сектор и даље под снажним утицајем тока пандемије.

Инфлација у Немачкој, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, имала је сличну мг. динамику као и на нивоу зоне евра – након успоравања до нивоа од 0,5% у мају, у јуну је благо порасла, на 0,8%, да би након тога падала све до -0,7% у децембру, при чему је највећи негативан допринос инфлацији потицао од смањења стопе ПДВ-а од јула до децембра 2020, као део пакета фискалних мера услед пандемије. Мг. инфлација у **Италији**, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, успоравала је до краја П1, при чему се од маја бележи мг. пад цена (-0,4% у јуну). Након што је у јулу привремено изашла из негативне зоне (0,8%), инфлација је поново прешла у негативну зону у августу и додатно је снижена у септембру, на -1,0%, као резултат нижих цена енергената и транспортних услуга, да би до децембра мг. пад цена био успорен (на -0,3%), пре свега због мањег негативног доприноса цена енергената.

Привреда САД је у 2020. забележила пад економске активности од 3,5% (наспрам раста од 2,2% у 2019), по основу смањене потрошње домаћинства (допринос БДП-у од -2,6 п.п.), нижих бруто инвестиција (допринос од -0,9 п.п.), као и пада нето извоза (допринос од -0,1 п.п.), док је државна потрошња благо порасла (допринос од 0,2 п.п.). Након

снажног пада економске активности у П1 по избијању епидемије, **током П2 започет је привредни опоравак САД**, који је заснован на интензивној производној активности – водећи индекс *ISM Manufacturing PMI* већ од јуна вратио се у зону експанзије и у децембру је достигао 60,5 поена. У исто време је **побољшана и ситуација на тржишту рада у САД**, где је стопа незапослености спуштена с рекордних 14,8% у априлу на 6,7% у децембру. Према последњој пројекцији ФЕД-а, у 2021. очекује се привредни раст САД од 6,5%, подстакнут новим пакетом државне помоћи и процесом масовне вакцинације.

Укупна **мг. инфлација у САД**, мерено индексом издатака за личну потрошњу, знатно је успорила током П1, са 1,6% крајем 2019. на 0,5% у мају, услед ниске агрегатне тражње и ниске цене енергената, да би опоравак цене енергената условио њен благ раст од јуна (на 1,4% мг. у септембру). Упркос томе, она је до краја године (1,3% у децембру) остала нижа у односу на почетак 2020, док је испод циља била и инфлација по искључењу цена хране и енергије, која је преферирана мера ФЕД-а (1,4% у децембру).

У региону средње и југоисточне Европе¹⁴ у 2020. регистрован је пад БДП-а од 4,1% (после раста од 3,9% у 2019), доминантно као последица смањења потрошње домаћинства и бруто инвестиција (уз збирни допринос БДП-у региона од -4,2 п.п.), а у мањој мери и због нижег нето извоза (уз допринос од

¹⁴ Регион обухвата Румунију, Мађарску, Чешку, Словенију, Бугарску, Хрватску, Словачку и Пољску.

–0,4 п.п.). Насупрот томе деловало је повећање државне потрошње (уз допринос од 0,5 п.п.). Међу земљама региона, **најмањи пад БДП-а забележиле су Србија (–1,0%) и Пољска (–2,7%)**, док је највећи пад забележила Хрватска (–8,0%). У околностима поновног ширења вируса корона и очекиваног напретка у процесу вакцинације становништва, за 2021. пројектује се **различит темпо економског опоравка међу земљама региона**, који ће бити условљен најављеним мерама економске подршке, отпорношћу домаће тражње и извозним могућностима, као и брзином опоравка зоне евра, као најважнијег спољнотрговинског партнера региона.

Инфлација у већини посматраних земаља **средње и југоисточне Европе** у јануару 2020. је расла, вођена растом цена енергената и ниском базом из претходне године, као и растом цена хране, при чему је у Мађарској, Пољској и Чешкој достигла највише нивое у претходних осам година. Инфлација је наставила да расте у фебруару у Пољској и Чешкој услед раста домаће тражње, док је у Мађарској и Румунији била успорена, након чега у наредна три месеца у свим посматраним земљама успорава. У јуну се поново бележи убрзање инфлације у овим земљама, које је у већини њих настављено и у јулу, чему је допринео постепен опоравак тражње, као и мање дезинфлаторно дејство цена енергената. У наредним месецима, па до краја године, инфлација у посматраним земљама успорава, при чему се дезинфлаторно дејство бележило по основу нижих

цена хране, док је, у складу с кретањима светске цене нафте, м.г. пад цена нафтних деривата успорен. Тако су крајем 2020. м.г. стопе инфлације у посматраним земљама биле испод нивоа с краја 2019, при чему су у децембру у Чешкој и Пољској износиле 2,3% м.г., у Мађарској 2,7%, а у Румунији 2,1%. Са изузетком Чешке, крајем 2020. инфлација се у посматраним земљама налазила испод централне вредности циља. Базна инфлација је у свим посматраним земљама и даље била знатно изнад укупне инфлације и у децембру се кретала у распону од 3,3% у Румунији до 4,0%, колико је износила у Мађарској.

Према прелиминарној процени централне банке Русије, **руска привреда је 2020. завршила с падом БДП-а од 3,0%** (после раста од 2,0% у 2019). Под утицајем пандемије дошло је до контракције домаће тражње и извоза, услед слабљења екстерне тражње и ограничења у производњи нафте. На то се реаговало обимним фискалним мерама, подстицањем државне потрошње, као и развојем домаће вакцине. Иако се процењује да ће започети економски опоравак у Русији бити неуједначен по привредним делатностима, за 2021. очекује се раст БДП-а у распону од 3% до 4% и достизање преткризног нивоа крајем године.

Према прелиминарној процени Националног статистичког бироа Кине, **кинеска привреда је у 2020. успела да оствари раст од 2,3%** (након 6,0% у 2019), захваљујући ефикасном сузбијању последица пандемије вируса корона и предузетим инвестицијама у основна средства (уз допринос расту БДП-а од 2,2 п.п.). За разлику од других земаља, привредни опоравак у Кини покренут је још у Т2 2020. и пре свега се дугује снажном опоравку услужног сектора и у мањој мери производног сектора, у којима је раст активности подржан координираним акцијама монетарне и фискалне политике, уз развој домаће вакцине. Имајући то у виду, ММФ у 2021. прогнозира знатан раст кинеске привреде од 8,1%.

Монетарна политика

Иако није мењала кључне каматне стопе, **ЕЦБ** је током 2020. донела обиман пакет других стимулативних мера како би обезбедила повољне услове финансирања током пандемије, као и подршку привредном опоравку и ценовној стабилности у средњем року. ЕЦБ је наставила с **програмом откупа aktive (APP)** у обиму од 20 млрд евра месечно, који ће трајати докле год буде било потребно, односно

Графикон III.1.6. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у 2020.

(м.г. стопе, у %)



завршиће се нешто пре почетка повећања каматних стопа ЕЦБ-а, а средства од доспећа инструмената купљених у оквиру овог програма биће реинвестирана у дужем периоду након почетка повећања каматних стопа ЕЦБ-а. Почетком марта покренута је куповина додатних 120 млрд евра до краја 2020. како би се ограничило поштравање финансијских услова у зони евра. У марту је уведен и **привремени програм куповине активе (PEPP)**, који је на састанку у јуну проширен за додатних 600 млрд евра, а потом за још 500 млрд евра на састанку у децембру, на укупно 1.850 млрд евра, при чему овај износ не мора бити искоришћен за куповину активе у целости ако се финансијска ситуација побољша, али, у супротном, може бити и повећан. Време примене програма *PEPP* првобитно је у јуну продужено за шест месеци, на најмање до краја јуна 2021, а потом у децембру на најмање до краја марта 2022, односно све док ЕЦБ не процени да је криза изазвана вирусом корона завршена, а продужен је и период реинвестирања доспелих ХоВ у оквиру овог програма, које ће се вршити најмање до краја 2023. (претходно до краја 2022). Ублажени су и услови у погледу обима и каматне стопе за учешће у **дугорочним циљаним операцијама рефинансирања (TLTRO III)**, при чему каматна стопа на ове зајмове, за банке које испуњавају одређене услове, може износити и $-1,0\%$. Трајање повољнијих услова у оквиру овог програма у децембру је продужено до јуна 2022. (претходно јун 2021). Проширена је и база дозвољеног колатерала у оквиру **програма куповине корпоративних обвезница (CSPP)** и ублажени су критеријуми у погледу колатерала код спровођења операција рефинансирања (главних операција рефинансирања, *LTRO*, *TLTRO*). Банкама су од маја стављене на располагање и нове **дугорочне операције рефинансирања (PELTRO)**, уведене како би се обезбедио довољан ниво ликвидности и додатно ублажили финансијски услови у зони евра за време пандемије, а у децембру је одлучено да овај програм буде настављен и током 2021. године. Средином године уведене су и репо аукције за обезбеђење ликвидности у еврима централним банкама земаља ван зоне евра, чије трајање је у децембру продужено за девет месеци, до краја марта 2022. године.

ФЕД је у марту спустио циљани распон референтне стопе два пута, за укупно 150 б.п., на $0-0,25\%$, и није га мењао до краја 2020. Поново је покренуто **квантитативно попуштање на основу откупа државних и хипотекарних обвезница и започето је**

спровођење репо операција у повећаном обиму како би се подржало несметано функционисање тржишта и ефикасна трансмисија монетарне политике. Такође, уведене су и **привремене међународне репо трансакције** којима се страним централним банкама и другим монетарним властима обезбеђује доларска ликвидност, а активирани су и доларске своп линије с централним банкама других развијених земаља (укључујући ЕЦБ) и неколико централних банака тржишта у успону. 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. Крајем јула ФЕД је донео одлуку да до краја године продужи трајање пакета помоћи привреди усвојених у марту, као и привремене линије обезбеђења доларске ликвидности другим централним банкама путем девизних свопова и репо трансакција до 31. марта 2021. године. ФЕД је у августу усвојио измене дугорочних циљева и стратегије монетарне политике, чиме је повећао флексибилност у вођењу монетарне политике и послао сигнал тржишту да се не очекује повећање каматних стопа у дужем временском периоду. У складу са измењеном монетарном стратегијом, ФЕД намерава да задржи распон референтне стопе на тренутном нивоу све док се не процени да је достигнута пуна запосленост, уз инфлацију која је достигла 2% и има тенденцију да неко време благо премашује тај ниво. Такође, настављено је улагање у државне ХоВ и хипотекарне обвезнице у непромењеним износима, од 80 млрд долара и 40 млрд долара месечно, респективно, али је у септембру објављено да се више неће реинвестирати главнице комерцијалних хипотекарних ХоВ. При томе, на састанку у децембру измењен је начин саопштавања о квантитативним олакшицама. Тако се, уместо досадашње формулације „у наредним месецима“, истиче да ће се куповина ХоВ наставити док не буде постигнут знатан напредак на пољу остваривања максималне запослености и достизања инфлационог циља, чиме се сигнализира спремност да куповина ХоВ буде повећана у случају да се за тим укаже потреба.

И централне банке земаља региона средње и југоисточне Европе реаговале су на новонасталу ситуацију изазвану пандемијом ублажавањем својих

монетарних политика током 2020. Након што је у фебруару повећала референтну каматну стопу за 25 б.п., централна банка **Чешке** је ову стопу у марту два пута спустила, за укупно 125 б.п., а потом у мају за додатних 75 б.п., на 0,25%, на ком нивоу је остала до краја године. Централна банка **Пољске** је најпре на ванредном састанку у марту смањила референтну стопу за 50 б.п., што је њена прва промена од марта 2015, а потом у још два наврата, у априлу и мају, за укупно 90 б.п., на рекордно ниских 0,1%. Поред тога, у априлу је започет и програм куповине активе на секундарном тржишту. Централна банка **Румуније** такође је у априлу започела програм куповине државних ХоВ на секундарном тржишту, а након смањења од 50 б.п. на ванредном састанку у марту, крајем маја поново је спустила референтну каматну стопу за 25 б.п., на 1,75%, а потом на 1,5% у августу. Иако након тога није мењала референтну стопу до краја године, смањила је стопу девизне обавезне резерве, чиме је обезбеђена додатна ликвидност на тржишту. Централна банка **Мађарске** је почетком године обезбедила неограничену ликвидност банкама увођењем новог инструмента колатерализованог зајма с фиксном каматном стопом. На повећање ликвидности утицала је и укидањем обавезне резерве за домаће банке и повећањем обима девизних своп трансакција. У јуну је, први пут од маја 2016, реаговала референтном стопом, спустивши је за 15 б.п., а потом у јулу за још додатних 15 б.п., на 0,6%, након чега је није мењала до краја године, али је повећала програме куповине државних и корпоративних обвезница. Поред тога, крајем године је извршила ревизију програма куповине државних

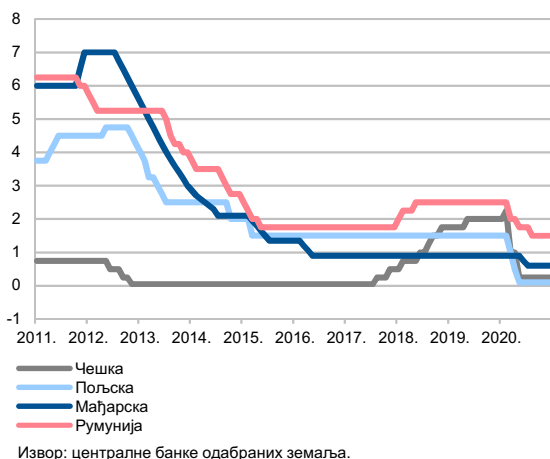
ХоВ у домаћој валути, тако што је повећала обим ХоВ које у оквиру њега може да купи. Донета је и одлука о повећању програма подршке банака сектору микропредузећа, малих и средњих предузећа, који је уведен ради ублажавања негативних ефеката пандемије вируса корона обезбеђивањем јефтиних извора финансирања.

Централна банка **Турске** је током П1 наставила да смањује референтну стопу, за укупно 375 б.п., на 8,25%, у условима смањене тражње и ценовних притисака. У условима депрецијације лире, која је достигла нови најнижи ниво према долару, током августа су тржишни учесници преусмеравани на употребу скупљег инструмента (*Late Liquidity Window*), односно на позајмице по стопи од 11,25%. Након тога, референтна стопа је у септембру повећана, први пут од 2018, за 200 б.п., на 10,25%, а потом је на састанку у октобру повећана стопа на кредитне олакшице (*Late Liquidity Window*), на 14,75%, чиме је ефективно проширен коридор каматних стопа. У новембру је референтна стопа повећана за 475 б.п., на 15%, а затим у децембру на 17%, с циљем стабилизације инфлације и инфлационих очекивања, на које се одразило оштро слабљење лире према долару у претходном периоду. Такође, донета је одлука да се банкама у наредном периоду ликвидност обезбеђује искључиво по референтној стопи (на редовним репо аукцијама).

Финансијска и робна тржишта

На кретања на финансијским тржиштима током 2020. доминантно су утицале вести и дешавања у вези са ширењем вируса корона. Са избијањем епидемије, 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, а имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта (VIX)** средином марта достигла је историјски максимум. Након што су водеће централне банке својим мерама стабилизовале финансијски систем и уз опсежне мере држава широм света које су донете ради ублажавања последица пандемије утицале на смиривање финансијских тржишта, волатилност на светским финансијским тржиштима знатно је смањена. Честе промене спремности инвеститора за преузимање ризика на тржишту карактерисале су П2. С једне стране, на спремност инвеститора за преузимање ризика утицало је погоршање епидемиолошке ситуације у свету, услед чега су поједине земље увеле

Графикон III.1.7. Кретање референтних стопа за изабране земље средње и југоисточне Европе (на годишњем нивоу, у %)



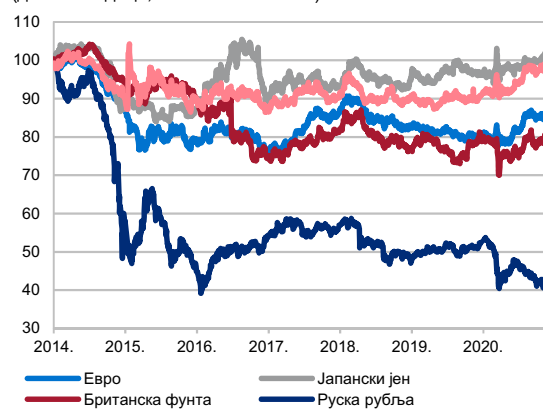
нове рестриктивне мере, као и бојазни да ће темпо економског опоравка САД бити додатно успорен у случају изостанка одговарајуће фискалне подршке. С друге стране, оптимизам на глобалном нивоу у целини је јачао вођен позитивним вестима о вакцинама против вируса корона, као и очекивањима солидног глобалног економског опоравка. С постизањем договора око пакета фискалне помоћи у САД, после преговора који су трајали неколико месеци, као и договора између Велике Британије и ЕУ о будућим односима, оптимизам на тржишту поново је растао крајем године, а с њим и спремност инвеститора за преузимање ризика. Ипак, крајем 2020. *VIX* (22,8%) и даље је био знатно виши него на крају 2019. (13,8%), што је случај и с волатилношћу валута земаља у успону, мерено *EM-VXY* (10,7% наспрам 6,6%), због и даље присутне неизвесности у погледу брзине глобалног економског опоравка и даљег тока пандемије.

Услед раста аверзије према ризику са ширењем вируса корона, инвеститори су сигурност све више тражили и у државним обвезницама развијених земаља, па су тако **приноси на десетогодишње државне ХоВ САД и Немачке** почетком марта забележили рекордно ниске вредности. Цела крива приноса на америчке обвезнице први пут се нашла испод нивоа од 1%, а крива приноса на немачке државне обвезнице још више је пала у негативну зону, чему је у знатној мери допринело и покретање новог програма куповине активе (*PEPP*), уз укидање појединих ограничења која су важила за дотадашњи програм куповине активе. Након тога, волатилност приноса на државне ХоВ развијених земаља је смањена, па су крајем П1 приноси на десетогодишње америчке и немачке обвезнице били на нивоима сличним као и крајем Т1, тј. 0,7% и -0,5%, респективно, и нису битније промењени до краја Т3. Услед повећане тражње за сигурном активом, приноси на десетогодишње државне ХоВ већине развијених европских земаља током Т4 додатно су смањени, али је тај пад у великој мери ублажен с растом оптимизма на тржишту крајем 2020. С друге стране, приноси на десетогодишње државне ХоВ САД у Т4 благо су порасли (за 0,2 п.п., на 0,9%), чему је додатно допринео раст оптимизма због усвајања новог пакета фискалне помоћи, али су и даље били знатно нижи (за 1,0 п.п.) него крајем 2019. Међу развијеним европским земљама, током 2020. највише су смањени приноси на десетогодишње државне обвезнице Италије (за 0,9 п.п., на 0,5%), али су они и даље били позитивни, као и приноси на упоредиве грчке обвезнице (0,6%), док су приноси на шпанске и

португалске државне обвезнице исте рочности смањени готово на нулти ниво. Приноси на десетогодишње обвезнице Немачке били су нижи за 0,4 п.п. у односу на крај 2019. и износили су -0,6%, а приноси на обвезнице Аустрије и Француске исте рочности такође су прешли у негативну зону (на -0,4% и -0,3%, респективно).

Кретања на девизним тржиштима такође су одражавала повећану аверзију према ризику, па су водеће светске валуте током 2020. забележиле знатну волатилност према долару. **Долар је** у другој половини фебруара достигао највишу вредност **према евр**у од априла 2017. (1,08 долара за евро), да би почетком марта пао на најнижу вредност у претходних више од 12 месеци (1,15 долара за евро), услед забринутости у погледу ефеката вируса корона на привреду САД. Уследило је погоршање здравствене ситуације, па је долар, као најликвиднија и главна резервна светска валута, поново ојачао и достигао 1,07 долара за евро. Додатне мере водећих централних банака у смеру повећања доларске ликвидности донекле су задовољиле огромну тражњу за овом валутом, па је долар поново губио на вредности. Евро је знатан раст према долару остварио након што је Европска комисија представила детаље плана фонда за опоравак ЕУ (*Next Generation EU*), који подразумева помоћ најугроженијим земљама чланицама. Током јуна евро је наставио да јача (просечан курс у јуну износио је 1,13 долара за евро), услед назнака економског опоравка у водећим економијама, одлуке ЕЦБ-а о повећању куповине активе у оквиру програма *PEPP*, као и одлуке

Графикон III.1.8. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

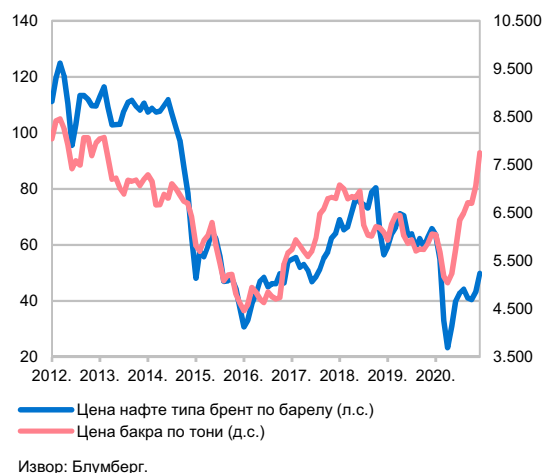
Немачке да подржи економију додатним пакетом помоћи у вредности од 130 млрд евра. И поред свих ових фактора, крајем П1 евро је био само благо јачи у односу на долар него крајем 2019. (0,3%). Позитивне вести о развоју вакцине подстакле су оптимизам на тржишту и већу спремност за преузимање ризика, што је допринело даљем јачању евра према долару током П2. Слабљењу долара допринела је и одлука ФЕД-а о промени стратегије монетарне политике, која имплицира дужи период ниских каматних стопа у САД, што је навело тржишне учеснике да излазе из активе у доларима и траже принос у другим валутама и класама активе. Током децембра евро је достигао највиши ниво од априла 2018. године (1,23 долара за евро), при чему је крајем П2 био јачи за 9,4% према долару него крајем П1, тј. за 9,7% него крајем 2019. Знатну волатилност према долару у 2020. бележиле су и друге водеће светске валуте, при чему су, поред евра, према долару јачали и швајцарски франак, јапански јен и британска фунта, док је слабљење забележила руска рубља.

Цена нафте на светском тржишту знатно је опала, са 66,4 долара по барелу крајем 2019. на 17,3 долара по барелу у другој половини априла, када су фјучерси на нафту први пут у историји прешли у негативну зону. Паду цене нафте допринела је смањена тражња услед уведених мера за сузбијање епидемије, које су директно погодили сектор транспорта. Након тога, уследио је опоравак цене нафте, пре свега због рекордног смањења производње од стране *OPEC+* на најнижи ниво у последњих скоро 30 година, које је почело да се примењује од 1. маја како би се ублажила презасићеност тржишта. Расту цене нафте током лета

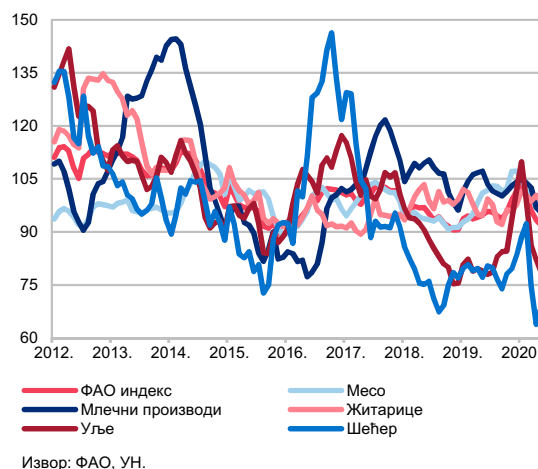
доприносили су и оптимизам да би тражња могла почети да се опоравља као резултат отварања економија, раст увозне тражње из Кине и слабљење долара, али и фактори на страни понуде попут пада нивоа залиха сирове нафте у САД, потешкоћа око извоза нафте из Венецуеле, смањења производње у Ираку и тропских олуја које су претиле да затворе производњу у Мексичком заливу. Након што је крајем августа достигла 46 долара по барелу, уследио је пад цене нафте, као последица забринутости око тражње за нафтом услед погоршања епидемиолошке ситуације у свету, раста залиха, смањења увоза сирове нафте од стране Кине услед великих залиха у кинеским рафинеријама и повећања производње у Либији и Ираку, па је до краја октобра цена нафте смањена на 36,9 долара по барелу. Након тога, поново је уследио њен раст, чему су допринели позитиван сентимент на тржишту, слабљење долара, подаци о паду залиха сирове нафте у САД, проширивање санкција према Ирану и санкције САД према Венецуели, као и договор *OPEC*-а и Русије почетком децембра да од 1. јануара 2021. повећају дневну производњу за 500 хиљада барела дневно, што је мање него што је првобитно договорено (2 млн барела дневно). Крајем 2020. цена нафте је износила 51,2 долара по барелу, што је и даље било за 23% ниже него крајем 2019. године.

Светске цене хране, мерено **индексом ФАО**, снижене су за 7,3% у П1, при чему су се тек у јуну оне благо опоравиле. Највише су смањене цене свих врста уља, за 14,2%, пре свега услед пада цене палминог уља. Цене меса су биле ниже за 10,7% него крајем 2019, прво услед смањеног кинеског увоза овчијег и говеђег

Графикон III.1.9. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Графикон III.1.10. Индекс светских цена хране (реално, 2014–2016 = 100)



меса изазваног застојем у транспорту и последичним нагомилавањем залиха у земљама извозницама током Т1, а потом и услед пада увоза меса других региона, као и раста извозних капацитета водећих произвођача. Цена шећера је такође пала у П1 (за 9,3%), првобитно услед епидемиолошких мера које су донеле поједине земље и које су утицале на смањену увозну тражњу, а затим услед снажног пада цене енергената који је водио преусмеравању шећерне трске из производње биогорива у производњу шећера. У П1 су пале и цене млечних производа за 4,6%, у условима пада тражње и раста извозних капацитета и залиха, док су једино цене житарица остале готово непромењене. За разлику од П1, у П2 расту светске цене хране, и то, мерено индексом ФАО, за 16,5% у П2, при чему су поједине компоненте овог индекса достигле своје вишегодишње максимуме. Највећи раст, од 51,3%, забележиле су цене уља, које су у децембру достигле највиши ниво у претходних више од осам година. То је, пре свега, последица раста цене палминог уља услед смањења залиха у земљама које су главни произвођачи, као и наглог раста извозне царине у Индонезији, водећем светском произвођачу палминог уља. Цене житарица порасле су за 19,9% у П2, достигавши у децембру највиши ниво од јула 2013. Раст цене пшенице дугује се смањењу залиха у главним земљама извозницама, лошијим изгледима производње у САД и Русији и увођењу извозних ограничења од стране Русије. Цене кукуруза порасле су услед лошијих изгледа жетве у Јужној Америци, као и раста цене соје, која се прелила на раст тражње за кукурузом. Цена шећера порасла је за 16,3% услед неповољних временских услова у ЕУ и на Тајланду, који је други светски произвођач шећера, потом под утицајем снажног раста увоза из Кине, која је други највећи светски увозник шећера, као и раста увозне тражње из Индонезије. Цене млечних производа такође су расле, за 11,0%, док су једино цене меса остале готово непромењене на нивоу П2. Оне су првобитно током Т3 наставиле тренд пада започет у јануару ове године, чему је делимично допринела и забрана увоза свињског меса у Кину из Немачке у септембру услед појаве афричке куге код дивљих свиња, као и сезонски висока понуда овчијег меса из Аустралије, да би током Т4 расле, али су крајем 2020. и даље биле знатно ниже од нивоа које су бележиле крајем 2019. (за 10,6%).

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Пандемија вируса корона и донете здравствене мере снажно су утицале на динамику текућег дефицита 2020. Према прелиминарним подацима, **текући дефицит платног биланса** у 2020. износио је 2,0 млрд евра (4,3% БДП-а), што је за 1,2 млрд евра мањи дефицит него у 2019. Пад текућег дефицита у 2020. био је одређен смањењем дефицита робне размене услед израженијег смањења увоза од извоза, смањењем дефицита на рачуну примарног дохотка услед мањих расхода по основу СДИ, као и благим побољшањем салда услуга, док је мањи прилив дознака деловао у супротном смеру. И у околностима кризе на светском нивоу изазване пандемијом, дефицит текућег рачуна више је него у пуној мери био

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије
(у млн EUR)

	2019.	2020.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-3.160,9	-1.981,5
1. Салдо робне размене	-5.623,4	-5.224,5
1.1. Извоз	16.414,9	16.032,5
1.2. Увоз	-22.038,3	-21.256,9
2. Салдо услуга	1.011,8	1.074,6
2.1. Извоз	6.933,7	6.163,4
2.2. Увоз	-5.921,9	-5.088,8
3. Салдо робе и услуга	-4.611,6	-4.149,8
3.1. Извоз робе и услуга	23.348,6	22.195,9
3.2. Увоз робе и услуга	-27.960,2	-26.345,7
4. Примарни доходак	-2.478,5	-1.403,6
5. Секундарни доходак	3.929,3	3.571,9
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-112,1	-30,0
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	4.977,0	2.441,3
1. Директне инвестиције – нето	3.551,1	2.902,3
2. Портфолио инвестиције – нето	188,4	1.623,6
3. Финансијски деривати – нето	-0,5	-87,3
4. Остале инвестиције – нето	1.238,0	-1.997,3
4.1. Трговински кредити	-219,2	-1.684,7
4.2. Финансијски кредити	1.163,0	405,9
4.3. Готов новац и депозити – нето	302,3	-717,9
4.4. Остало – нето	-8,0	-0,5
IV. Средства резерви	-1.872,8	-270,4
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	168,8	-159,4
VI. УКУПНИ БИЛАНС	1.872,8	270,4

Извор: НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

¹⁾ По ВРМ6 методологији, осим знаковне конвенције.



покривен нето приливом СДИ (146,5%), који је у 2020. износио 2,9 млрд евра. По основу портфолио инвестиција забележен је нето прилив од 1,6 млрд евра, који је резултат пре свега емисије еврообвезница на међународном финансијском тржишту у мају. То је резултирало растом девизних резерви, чиме је додатно повећана отпорност наше привреде на евентуалне потресе из међународног окружења.

Спољнотрговинска размена Србије бележила је тренд раста у прва два месеца 2020, након чега се новонастала криза одразила на њен пад. Најснажнији негативни ефекти кризе осетили су се у априлу, да би с попуштањем здравствених мера и постепеним отварањем економија извоз и увоз започели опоравак од маја, тако да је кретање обима спољнотрговинске размене у 2020. имало облик латиничног слова *V*. Посматрано на нивоу године, пад увоза робе (-3,5%) у 2020. био је нешто израженији од пада извоза (-2,3%), што је за резултат имало смањење **дефицита робне размене** (за 399,0 млн евра), на 5,2 млрд евра. Нижи **извоз робе** (16,0 млрд евра) у 2020. у потпуности се односио на прерађивачку индустрију, чији је извоз смањен за 5,0%, док је извоз пољопривреде и у кризним околностима повећан за 20,2%. Извоз већине области током П2 достигао је или се приближио преткризном нивоу,¹⁵ при чему је извоз електричне опреме, хране, дувана, фармацеутских и хемијских производа на нивоу године чак порастао. И кретање

увоза робе (који је смањен на 21,3 млрд евра) било је одређено кретањем економске активности – нижим увозом интермедијарних и капиталних производа за потребе индустрије, као и енергената, на који је, поред мањих потреба индустрије, утицала и нижа цена нафте поготово током П1. При томе, опоравак економске активности од маја утицао је и на раст увоза интермедијарних и капиталних производа. Иако је и увоз потрошних добара смањен са избијањем епидемије, током године се опоравио и на нивоу године позитивно је допринио увозу. Посматрано по групама СМТК, паду увоза у 2020. највише је допринео пад увоза енергената (-34,1%), друмских возила (-21,5%), руда метала (-45,8%) и гвожђа и челика (-26,1%), док је виши увоз хемијских производа (9,7%), пре свега фармацеутских, деловао у супротном смеру.

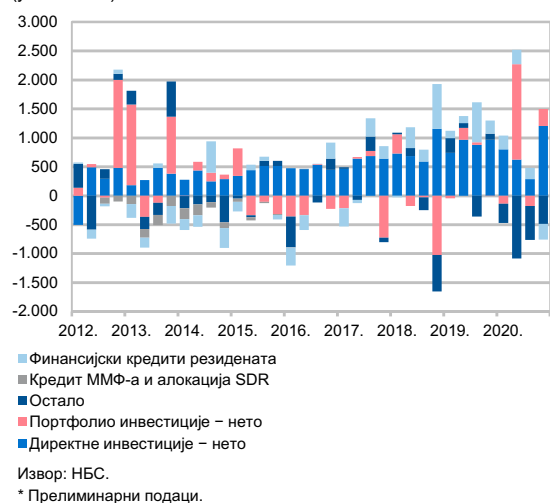
И **размена услуга** са иностранством била је снажно погођена ефектима пандемије, при чему је израженији пад увоза услуга (-14,1%) него извоза (-11,1%) резултирао растом суфицита у трговини услугама у 2020. за 6,2%, на 1,1 млрд евра. Највећи негативан допринос и код извоза и увоза услуга потиче од туризма и транспорта, који су и највише били погођени пандемијом. С друге стране, расту извоза позитивно су доприниосиле ИКТ, а расту увоза – пословне и остале услуге.

На **рачуну примарног дохотка** знатно је смањен дефицит (за 43,4%, на 1,4 млрд евра), што је првенствено било одређено мањим расходима по основу доходака од СДИ (који су смањени за 1,1 млрд евра, на 1,3 млрд евра), претежно услед ниже процењене реинвестиране добити, која се доводи у везу са смањеном профитабилношћу компанија у иностраном власништву услед пандемије. Захваљујући задуживању по повољнијим условима у претходном периоду, смањени су и расходи по основу доходака на портфолио инвестиције (за 61,1 млн евра, на 250,6 млн евра).

Суфицит на **рачуну секундарног дохотка** у 2020. смањен је за 9,1%, на 3,6 млрд евра, пре свега по основу нижег прилива дознака из иностранства, који су у условима светске кризе и смањене мобилности радне снаге смањени за 12,9%, на 2,9 млрд евра (слична смањења прилива по основу дознака забележена су и у другим земљама које традиционално имају висок прилив по овом основу).

¹⁵ Референтни период је просек јануар–фебруар 2020, дсз. посматрано.

Графикон III.2.2. Структура финансијског биланса* (у млн EUR)



Прилив на финансијском рачуну платног биланса у 2020. износио је 2,4 млрд евра.¹⁶ Највећи део прилива капитала односио се на СДИ и портфолио инвестиције, а прилив је остварен и по основу раста задужења банака и предузећа према иностраним кредиторима. С друге стране, одлив је регистрован по основу трговинских кредита и већег износа готовог новца и депозита које су банке држале у иностранству.

И поред повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту, настављен је прилив СДИ у Србију, који је у 2020. износио 3,0 млрд евра (нето прилив 2,9 млрд евра, односно 6,2% БДП-а). У односу на 2019, нето прилив СДИ у 2020. нижи је за нешто мање од петине, што је мањи пад од просека у региону југоисточне Европе.¹⁷ Поред тога, треба имати у виду да је у 2019. остварен рекордан прилив СДИ у Србију у износу од 3,8 млрд евра (нето 3,6 млрд евра), као и то да је на нижи прилив СДИ утицало првенствено смањење реинвестиране добити, што је и очекивано у условима мање профитабилности привреде услед кризе. Посматрано по делатностима, нешто више од четвртине улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију (26%), за којом следе улагања у финансијски сектор (18%), саобраћај и складиштење (15%) и грађевинарство (12%). СДИ су претежно долазиле из европских (71%)¹⁸ и азијских земаља (20%).

По основу **портфолио инвестиција** у 2020. остварен је нето прилив од 1,6 млрд евра, који је у највећој мери био резултат емисије обвезница на међународном тржишту у мају у износу од 2 млрд евра на седам година ради обезбеђења адекватне фискалне подршке привреди у борби с пандемијом. Нерезиденти су на домаћем тржишту почетком 2020. године смањили улагања у државне ХоВ, нарочито током периода фебруар–април, а затим и у јулу, када је погоршана епидемиолошка ситуација, да би пред крај године, с растом оптимизма у погледу глобалног економског опоравка са ширењем вести о масовнијој употреби вакцине, било повећано учешће нерезидената на домаћем примарном тржишту динарских државних ХоВ. Поред тога, крајем године Србија је на међународном финансијском тржишту емитовала десетогодишњу еврообвезницу у вредности од 1,2 млрд долара, по до сада најповољнијим условима (1,066%¹⁹ у еврима), а средства прикупљена овом емисијом искоришћена су претежно за превремену отплату дела дуга по основу скупих доларских еврообвезница емитованих 2011. године.

За разлику од 2019, када је остварен прилив од 1,2 млрд евра, по основу **осталих инвестиција** у 2020. забележен је одлив од 2,0 млрд евра. На то је утицао нето одлив по основу трговинских кредита (1,7 млрд евра), услед тога што су домаћа предузећа унапред више платила увезену робу од робе која је извезена на иностранна тржишта а није наплаћена, као и нето одлив због већег износа готовог новца и депозита који су банке држале у иностранству (717,9 млн евра). По основу **финансијских кредита** у 2020. остварен је нето прилив од 405,9 млн евра, чему је допринео раст задужења банака (455,5 млн евра) и предузећа (267,2 млн евра). С друге стране, Влада се раздужила за 308,5 млн евра нето, а Народна банка Србије за 8,4 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)²⁰ током 2020. буду повећане за 270,4 млн евра.

Бруто девизне резерве Народне банке Србије на крају децембра 2020. године биле су на највишем нивоу од када се на овај начин прате подаци (од 2000. године). Бруто девизне резерве Народне банке Србије 31.

¹⁶ Без промене девизних резерви.

¹⁷ На основу података UNCTAD-овог *Investment Trends Monitor*-а из јануара 2021. Видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2021*, Осврт 2, стр. 28.

¹⁸ Већином су то улагања из ЕУ.

¹⁹ Доларске обвезнице емитоване су по купонској стопи од 2,125%, након чега је путем своп трансакције извршена замена обавеза по основу ове обвезнице из долара у евр, чиме је дефакто остварена купонска стопа за финансирање у еврима од 1,066%.

²⁰ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.



децембра 2020. године износиле су 13.491,7 млн евра и биле су веће за 113,2 млн евра у односу на крај 2019. године. Такав ниво је обезбеђивао покривеност новчане масе М1 од 130% и више од шест месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво девизних резерви.

Истовремено, нето девизне резерве износиле су 11.130,7 млн евра и биле су мање за 310,1 млн евра него на крају 2019. године.

У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних институција и првокласних иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви, 31. децембра 2020. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (49,7%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (21,9%), ефективни страни новац (14,8%), злато (13,1%) и SDR код ММФ-а (0,5%).

Највећи девизни приливи у 2020. години остварени су по основу две емисије еврообвезница РС на међународном финансијском тржишту у укупном

износу од 2.951,6 млн евра. Средства прикупљена у мају емисијом седмогодишњих еврообвезница (1.968,6 млн евра) искоришћена су за спровођење *Програма економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије*. У децембру су емитоване десетогодишње еврообвезнице у доларима у износу од 1,2 млрд долара, при чему су обавезе по овим ХоВ путем своп трансакције конвертоване у евре. Од продаје ХоВ РС деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту остварен је прилив од 366,4 млн евра (у јануару су први пут на домаћем тржишту емитоване двадесетогодишње ХоВ у еврима у износу од 161,2 млн евра). Поред тога, приливи су остварени и по основу приватизације Комерцијалне банке у износу од 395,0 млн евра. Банке су по основу девизне обавезне резерве нето издвојиле 286,3 млн евра. Девизни прилив је остварен и по основу донација (276,4 млн евра), обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом²¹ (261,1 млн евра) и коришћења кредита за РС (222,1 млн евра). Народна банка Србије је у 2020. години остварила приход по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства укупно у нето износу од 54,8 млн евра.

Највећи одлив из девизних резерви Народне банке Србије реализован је по основу доспелих еврообвезница и ХоВ емитованих у еврима на домаћем тржишту, у укупном износу од 1.508,8 млн евра, и то: на међународном финансијском тржишту у износу од 1.003,7 млн евра (у фебруару по основу преостале отплате дела доларске еврообвезнице емитоване 2013. године у износу од 198,6 млн евра и у децембру по основу превремене отплате дела доларске еврообвезнице у износу од 805,1 млн евра) и на домаћем финансијском тржишту у износу од 505,1 млн евра. По основу активности Народне банке Србије на МДТ-у реализован је нето одлив девиза (укључујући спот и своп трансакције) у износу од 1.303,0 млн евра.²² Редовно су измириване обавезе према иностраним кредиторима (главнице и камате) у износу од 1.226,3 млн евра. У вези с применом Закона о регулисању јавног дуга РС по основу неисплаћене девизне штедне грађана, исплаћено је укупно 23,8 млн евра (укључена је неисплаћена девизна штедна грађанима из бивших република СФРЈ у износу од 20,8 млн евра).

²¹ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

²² Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

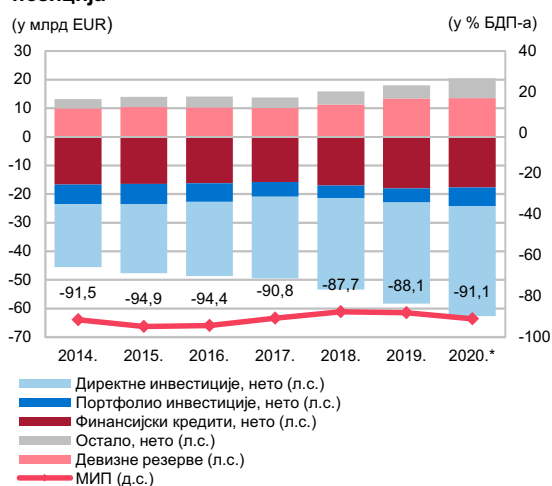
Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција, тј. разлика између средстава резидената Србије, с једне стране, и њихових обавеза, с друге стране, достигла је на крају 2020. године 42,4 млрд евра, при чему су средства (актива) износила 28,5 млрд евра, а обавезе (пасива) 70,9 млрд евра. У односу на крај 2019. године, **нето међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је за 1,9 млрд евра**, пре свега као резултат повећања обавеза резидената по основу СДИ и портфолио инвестиција. Током 2020. године, у условима пандемије, остварен је знатан **прилив најпожељнијих улагања из иностранства – СДИ**, што је важно са становишта одрживости екстерне позиције земље. Знатан прилив СДИ остварен је захваљујући подстицајном амбијенту, чему су, уз повољну економску перспективу земље, допринеле ниска инфлација и релативна стабилност девизног курса. Нето СДИ су на крају 2020. достигле 90,9% нето међународне инвестиционе позиције, што је за 3,4 п.п. више него на крају 2019. За толико се повећало и **учешће нето портфолио инвестиција, које су достигле 15,4%** нето међународне инвестиционе позиције, јер је држава успешно емитовала еврообвезнице на међународном финансијском тржишту, у амбијенту светске економске кризе изазване пандемијом. **Висок прилив СДИ и портфолио инвестиција утицао је на раст учешћа нето међународне инвестиционе позиције Србије у процењеном БДП-у на 91,1% у 2020.** што је за 3,1 п.п. више него на крају 2019. године.

Страна финансијска актива Србије повећана је током 2020. за 1,9 млрд евра, под утицајем платнобилансних трансакција од 2,1 млрд евра, док су међувалутне и остале промене деловале у правцу њеног смањења за 0,2 млрд евра. У структури финансијске активе, највише су повећане остале инвестиције резидената у иностранство (за 1,5 млрд евра, на 10,8 млрд евра) због повећања трговинских кредита и аванса нерезидентима (за 0,9 млрд евра), као и готовог новца и депозита резидената у иностранству (за 0,6 млрд евра). **Девизне резерве и даље имају највеће учешће у укупној активи, чинећи готово половину њене вредности (47,3%).** У мањој мери повећане су и СДИ и портфолио инвестиције резидената у иностранство, тако да су њихова потраживања по том основу на крају 2020. износила 3,7 млрд евра и 0,4 млрд евра, респективно.

Страна финансијска пасива Србије повећана је током 2020. за 3,7 млрд евра, у највећој мери као резултат реализованих трансакција од 4,2 млрд евра, док су у правцу смањења деловале валутне и остале промене са 0,5 млрд евра. Ако се посматра структура финансијске пасиве, уочава се наставак позитивног тренда из претходних година – раст обавеза резидената према иностранству и у 2020. у знатној мери био је резултат раста **СДИ**, које су повећане на 42,2 млрд евра. Захваљујући настављеном расту СДИ, обавезе резидената по овом основу знатно премашују половину укупних обавеза према иностранству (59,5% на крају 2020). Расту укупне пасиве допринело је и повећање **портфолио инвестиција** у 2020. за 1,8 млрд евра, на 7,0 млрд евра, у највећој мери као резултат успешних емисија еврообвезница на међународном финансијском тржишту ради обезбеђења адекватне фискалне подршке привреди током пандемије, као и превременог враћања дела дуга по основу раније емитованих еврообвезница по знатно неповољнијим условима. Тиме се повећало учешће обавеза резидената по основу портфолио инвестиција на 9,8% укупних обавеза према иностранству. Обавезе резидената по основу **осталих инвестиција** смањене су за 1,3 млрд евра и на крају 2020. оне су износиле 21,2 млрд евра, или 29,8% укупне пасиве. У структури осталих инвестиција, највише су смањене обавезе резидената по основу трговинских кредита и аванса (за 0,8 млрд евра), као и по основу финансијских кредита (за 0,4 млрд евра).

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

На редовним репо аукцијама за куповину ХоВ с роком доспећа од седам дана, **просечна репо стопа** пратила је смањење референтне стопе Народне банке Србије. Током целе године просечна репо стопа била је готово изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице и крајем године износила је 0,1%, што је за 0,9 п.п. мање него на крају 2019. године.

На **преконоћном међубанкарском тржишту новца** каматна стопа *BEONIA* такође је пратила кретање каматне стопе на депозитне олакшице и на нивоу године смањена је за 1 п.п., на 0,08%, при чему је просечан дневни промет на преконоћном тржишту новца смањен са 3,5 млрд динара у 2019. на 2,9 млрд динара у 2020. години. И каматне стопе *BELIBOR* свих рочности смањене су услед смањења референтне стопе Народне банке Србије, при чему је пад био нешто већи за краће рочности (0,8 п.п. наспрам 0,7 п.п. за дуже рочности). Крајем године каматне стопе *BELIBOR* кретале су се у распону од 0,3% за најкраћу рочност до 1,08% за рочност од шест месеци.

На **примарном тржишту динарских ХоВ**, почетком 2020. године први пут су емитоване динарске обвезнице рочности од 12 година, с купонском стопом од 4,5%. На прве две аукције одржане у фебруару и почетком марта регистрована је вишеструко већа тражња од планиране продаје, тако да је остварена

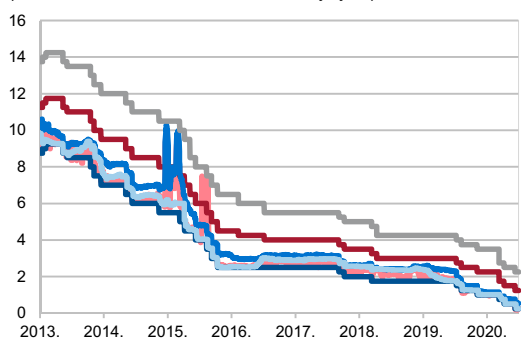
извршна стопа од 3,35%. Пандемија вируса корона условила је раст неизвесности на финансијским тржиштима, што је утицало на смањење учешћа нерезидената у куповини динарских ХоВ и на раст каматних стопа на дванестогодишње обвезнице на 4,3% у септембру. Ипак, до краја године порасла је тражња нерезидената за динарским ХоВ, што је довело до пада каматне стопе на ХоВ поменуто рочности на 3,85% у децембру.

Током 2020. године редовно су одржаване и аукције за продају динарских ХоВ рочности од пет година, на којима је на готово свим аукцијама извршна стопа износила 2,6%.

Након избијања епидемије вируса корона, држава је током Т2 организовала аукције за продају трезорских записа рочности 53 недеље и обвезница рочности од три године, на којима су остварене стопе од 1,79% и 2,15%, респективно. Поред тога, од априла држава је организовала и пет аукција за продају двогодишњих обвезница, на којима је стопа приноса смањена са 2,1% у јуну на 1,95% у октобру 2020. године.

На примарном тржишту укупно су продате динарске ХоВ у номиналном износу од 284,9 млрд динара, од чега се 83,3 млрд динара односи на дванаестогодишње бенчмарк обвезнице. Након доспећа раније продатих државних ХоВ и превремено откупљених ХоВ (10,2 млрд динара у Т1), стање продатих динарских ХоВ током године повећано је за 173,7 млрд динара, на 947,7 млрд динара крајем 2020. године.

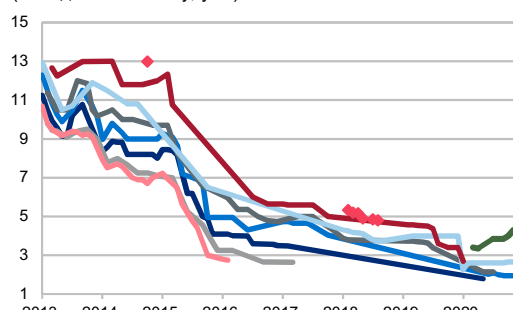
Графикон III.3.1. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



— Каматна стопа BEONIA
— Референтна каматна стопа
— Једнонедељни BELIBOR
— Каматна стопа на депозитне олакшице
— Каматна стопа на кредитне олакшице
— Просечна пондерисана каматна стопа за репо продате ХоВ

Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон III.3.2. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



— 53 недеље — 2 године* — 3 године
— 5 година — 7 година — 6 месеци
— 3 месеца — 10 година — 12 година

Извор: Министарство финансија.
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

Почетком године, на примарном тржишту су први пут емитоване **ХоВ у еврима** рочности од 20 година, при чему је продата целокупна емисија од 150 млн евра, по стопи од 3% (купонска стопа од 3,5%). Од јануара до априла емитоване су и ХоВ у еврима рочности од две, пет и 12 година, на којима су остварене извршне стопе од 0,5%, 1,1% и 1,9%, респективно, док је током П2 одржана још само једна аукција за продају ХоВ у еврима на домаћем тржишту, и то за рочност од пет година, на којој је стопа смањена за 0,1 п.п., на 1,0%.

На примарном тржишту ХоВ у еврима продато је у номиналном износу 354,0 млн евра, што је било мање у односу на износ ХоВ који је доспевао, тако да је стање продатих ХоВ у еврима током 2020. године смањено за 121,2 млн евра, на 2.616,6 млн евра крајем децембра.

Смањена потреба за прикупљањем средстава на домаћем тржишту у еврима резултат је успешно реализованих емисија еврообвезница на међународном финансијском тржишту, прво у мају, а потом и у новембру. Након избијања пандемије вируса корона и повећања неизвесности на међународним финансијским тржиштима, Србија је међу првим земљама у Европи успешно реализовала емисију еврообвезница за рочност од седам година у еврима, у номиналном износу од 2 млрд евра, по стопи од 3,375% (купонска стопа 3,125%), а прикупљена средства искоришћена су за финансирање програма подршке реалном сектору ради ублажавања последица економске кризе изазване вирусом корона. У новембру је реализована емисија еврообвезница у доларима, у укупном износу од 1,2 млрд долара, рочности од десет година, по стопи приноса од 2,35% и купонској стопи од 2,125%. Ради заштите јавног дуга од девизног ризика, РС је истовремено извршила хеџинг трансакцију, чиме је постигнута купонска стопа за финансирање у еврима од 1,066%, што је најнижа стопа финансирања у еврима коју је наша земља икада забележила. Прикупљена средства су у највећој мери искоришћена за превремену отплату дела дуга по основу обвезница емитованих 2011. године (900 млн долара).

На **секундарном тржишту** у 2020. години остварен је укупан промет динарским државним ХоВ од 416,5 млрд динара, што представља смањење од 3,4% у односу на претходну годину. Стопе приноса су углавном пратиле кретање извршних стопа на примарном тржишту, тако да су се током децембра у просеку кретале у распону од 1,25% за рочност од четири месеца до 3,7% за рочност од 12 година.

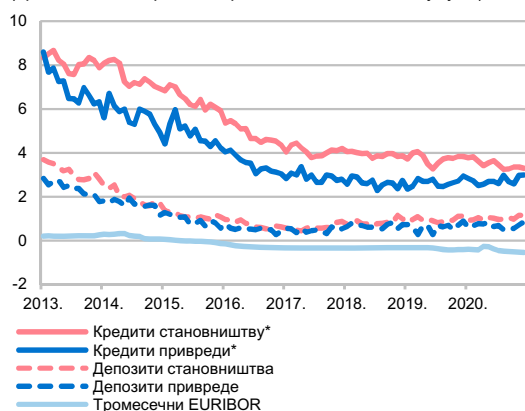
Графикон III.3.3. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Смањење референтне каматне стопе условило је даљи **пад каматних стопа на динарске кредите привреди и становништву**. Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди у 2020. смањена је за 0,8 п.п., на 3,2% у децембру. Каматне стопе су смањене код кредита свих намена, при чему је био нешто израженији пад код инвестиционих кредита (смањење за 1,5 п.п., на 2,9% у децембру) и кредита за обртна средства (смањење за 1 п.п., на 3,4% у децембру), док су каматне стопе на остале некатегорисане кредите смањене за 0,4 п.п., на 3,0% у децембру 2020. године. Просечна пондерисана каматна стопа на нове динарске кредите становништву смањена је у 2020. за 0,65 п.п., на 8,5% у децембру. Посматрано по наменама, пад каматних стопа био је присутан код свих категорија динарских кредита, тако да су се каматне стопе у децембру кретале у распону од 2,1% за потрошачке до 9,2% за готовинске кредите.

Каматне стопе на евроиндексиране кредите привреди током 2020. оствариле су минималне осцилације и у децембру 2020. износиле су 3,0%, што је готово непромењен ниво у односу на децембар 2019. Непромењене су биле и каматне стопе на кредите за обртна средства (2,7%), док су незнатно кориговане навише каматне стопе на инвестиционе кредите (3,6%) и остале некатегорисане кредите (2,5%). За разлику од каматних стопа на евроиндексиране кредите привреди, просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву током целе године била је у паду, тако да је на годишњем нивоу смањена за 0,5 п.п., на 3,3%,

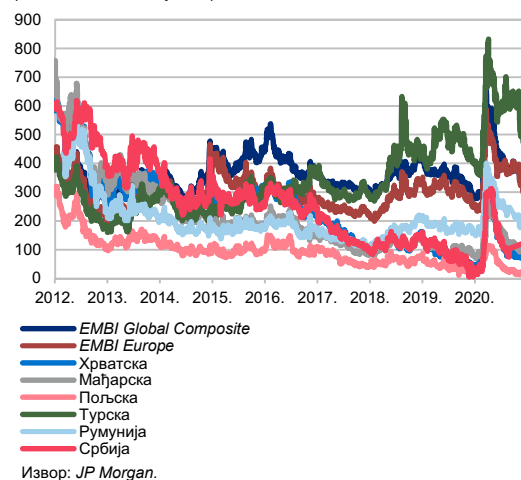
Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

Графикон III.3.5. Показатељ премије ризика за дуг у доларима – EMBI (дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

при чему су каматне стопе на евроиндексиране стамбене кредите забележиле нешто мањи пад (0,1 п.п.) и у децембру су износиле 2,6%.

Каматне стопе на штедњу становништва у еврима остале су непромењене у односу на крај претходне године и у децембру 2020. износиле су 1,2%, док су каматне стопе на динарску штедњу у истом периоду смањене за 0,7 п.п., на 2,35%. Слична кретања су забележена и код каматних стопа на орочене депозите привреде, које су за депозите у еврима такође остале непромењене током 2020. (0,9% у децембру), док су стопе на депозите у динарима смањене за 0,4 п.п., на 1,4% у децембру 2020. године.

Премија ризика земље

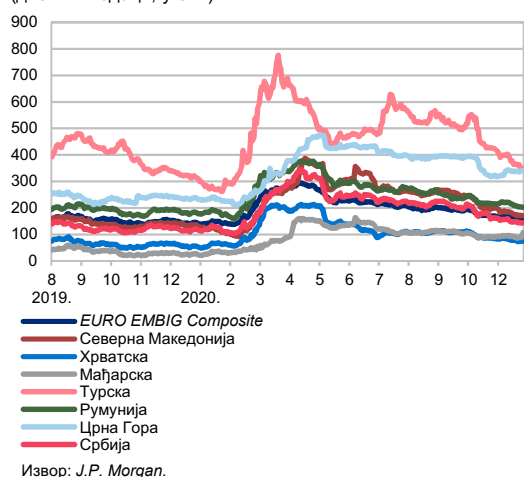
Почетком 2020. премија ризика Србије за дуг у доларима (мерено EMBI) била је релативно стабилна све до проглашења пандемије вируса корона, која је крајем фебруара и током марта условила раст аверзије инвеститора према ризику, већа улагања у сигурну активу и раст премија ризика земаља у успону, укључујући Србију. Тако је EMBI показатељ за Србију са 19 б.п., колико је износио крајем 2019, порастао на близу 300 б.п. крајем Т1 и на том нивоу задржао се и током априла. Обимне фискалне мере и мере водећих централних банака, које су издвојиле знатна средства за обезбеђење ликвидности као одговор на кризу, уз попуштање мера физичког дистанцирања, утицале су

на већу спремност инвеститора да поново улажу у земље у успону, што се одразило и на поновни пад премије ризика Србије за дуг у доларима. Она је од краја априла до 28. августа (када је привремено престала да се објављује због изласка из обрачуна еврообвезнице SRB 2021) смањена за 206 б.п., највише међу земљама региона, на 103 б.п., што је било и знатно испод композитне мере премије ризика земаља у успону, EMBI Global Composite (383 б.п.). Са укључивањем нове еврообвезнице у доларима (SRB 30) у израчунавање EMBI за Србију од стране J.P. Morgan-a, од 31. децембра 2020. поново је постао доступан податак о доларској премији ризика Србије, која је тог дана износила 128 б.п., што је знатно испод EMBI Global Composite, који је износио 323 б.п.

Након релативно стабилног кретања у прва два месеца 2020, под утицајем глобалних фактора током марта и априла расла је и премија ризика Србије за дуг у еврима, са 109 б.п. крајем 2019. на 344 б.п. почетком маја. Након тога, EURO EMBIG²³ за Србију опадао је као резултат обимних мера водећих централних банака, попуштања рестриктивних мера и сигнала да се светска привреда полако опоравља, али и мера економске политике у Србији донетих као одговор на кризу и бољих резултата домаће привреде од очекиваних. Пад је интензивирао крајем године, чему су, поред глобалних фактора, попут раста оптимизма због развоја вакцина против вируса корона, упркос расту броја заражених и новоуведеним

²³ Више о EURO EMBIG премији ризика видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2020.

Графикон III.3.6. Показатељ премије ризика за дуг у еврима – **EURO EMBIG**
(дневни подаци, у б.п.)



рестриктивним здравственим мерама, допринели и опоравак домаће економске активности и очекиван више него потпуни опоравак од кризе у 2021. години. Услед наведених фактора, премија ризика за Србију на бази дуга у еврима крајем 2020. износила је 143 б.п., чиме се поново нашла испод композитне мере ризика земаља у успону за дуг у еврима, *EURO EMBIG Composite* (158 б.п.). Ипак, премије ризика за дуг у еврима свих посматраних земаља региона, као и композитна мера, биле су на вишем нивоу него крајем 2019, тј. пре избијања епидемије вируса корона.

Захваљујући добрим економским показатељима Србије, који су очувани и током пандемије, агенција *Fitch* у 2020. задржала је кредитни рејтинг Србије (*BB+*) на корак од инвестиционог, уз стабилне изгледе за његово даље повећање. Агенција *Fitch* је у септембру истакла да Србија има повољнија макроекономска кретања од упоредивих земаља,

делом и захваљујући донетом обимном пакету економских мера, који доприноси бржем опоравку економије од потреса изазваног пандемијом. Такође, нагласила је кредибилитет економске политике Србије, који је изграђен у претходним годинама, при чему у први план истиче очување ниске и стабилне инфлације, повећање девизних резерви и уређење јавних финансија. Агенција *Standard & Poor's* у мају задржала је кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB+*, али су изгледи за повећање рејтинга ревидирани с позитивних на стабилне, при чему је ова промена одређена избијањем епидемије вируса корона и њеним утицајем на светску привреду и финансијске токове. Након тога, агенција *Standard & Poor's* није мењала рејтинг Србије и његове изгледе, при чему је у свом извештају из децембра навела да је кредитни рејтинг Србије резултат чињенице да је Србија у кризу изазвану пандемијом ушла са знатно бољим укупним макроекономским показатељима. Као и агенција *Fitch*, истиче да се као кључни фактор који је томе допринео издваја то што су Народна банка Србије и Влада РС у претходном периоду очувале ценовну, финансијску и фискалну стабилност, као и релативну стабилност динара према евр. Агенција је у први план истакла и то да су уређене јавне финансије и повећане девизне резерве омогућиле институцијама РС довољно простора да адекватним мерама пруже подршку економији током пандемије. Агенција *Moody's* је у марту 2021. повећала кредитни рејтинг Србије с *Ba3* на *Ba2*, а као кључне факторе повећане отпорности и повољних економских изгледа агенција је истакла ниску и стабилну инфлацију, релативну стабилност девизног курса, смањену спољну неравнотежу и пуну покривеност дефицита текућег рачуна приливима СДИ.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Стабилно кретање динара према евр настављено је и у условима појачане неизвесности услед кризе изазване пандемијом вируса корона, тако да је вредност динара према евр током 2020. била готово непромењена. С друге стране, због слабљења долара према евр, динар је према долару у 2020. ојачао за 9,7%.

Депрецијацијски притисци, који су као последица пандемије били присутни од фебруара, постепено су слабили од августа, а у новембру и децембру чак су преовладали апрецијацијски притисци.

Табела III.3.1. Кредитни рејтинг
(промена рејтинга и изгледа)

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

Извор: НБС.

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

Током већег дела 2020. домаћа предузећа била су значајан фактор на страни тражње за девизама – почетком године због повећаног увоза енергената, а касније услед њихове мање понуде у условима смањене економске активности на светском нивоу. Неизвесност на међународном финансијском тржишту одразила се на већу куповину девиза од стране нерезидената, посебно током марта и априла. Поред тога, од априла до августа бележена је нето продаја ефективног страног новца грађанима и мењачима због мањег прилива дознака и изостанка туристичких посета услед пандемије. С друге стране, расту понуде девиза доприносило је продужење девизне позиције банака по основу коришћења платних картица нерезидената, које је било израженије у П2, што се може довести у везу са отварањем економија и попуштањем епидемиолошких мера. На страни понуде девиза у већем делу године деловао је и раст валутно индексиране активе банака.²⁴ Крајем године преовладавали су апresiasiјски притисци, чему су допринела предузећа која су, уместо уобичајене куповине, у децембру продавала девизе банкама, као и нерезиденти, који су на аукцијама у новембру и децембру били већински купци дванаестогодишњих динарских државних ХоВ.

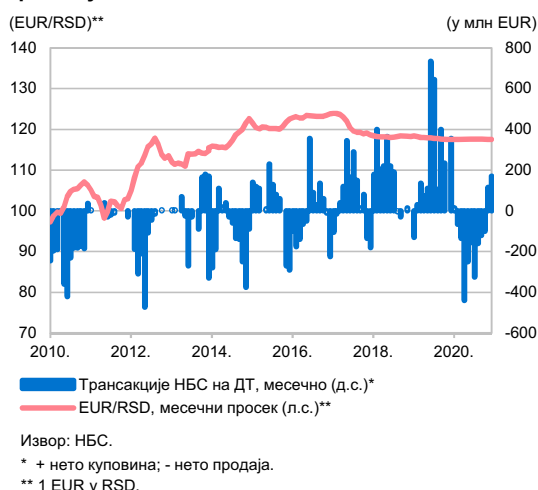
Народна банка Србије је током 2020. у активностима на МДТ-у нето продала 1.450,0 млн евра, чиме је у

условима знатно појачане глобалне неизвесности допринела одржању релативне стабилности динара према еврџу. При томе, највећи износ нето продаје забележен је у априлу (440,0 млн евра), када су ефекти неизвесности били најизраженији, док је током новембра и децембра Народна банка Србије претежно интервенисала на страни куповине, са укупном нето куповином од 285,0 млн евра.

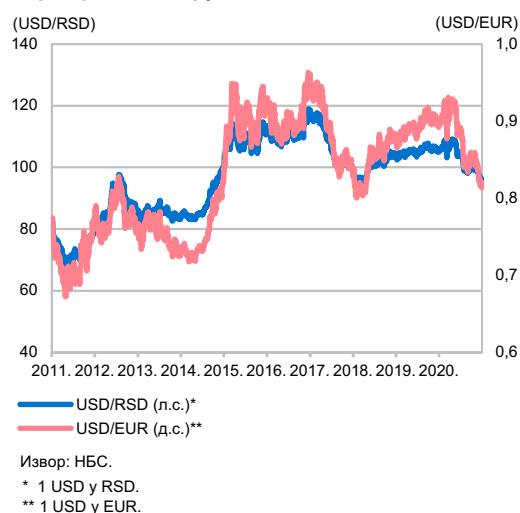
Промет на МДТ-у који је остварен између банака²⁵ у 2020. у просеку је дневно износио 25,8 млн евра, што је за 0,8 млн евра више него у 2019. При томе, највећа вредност промета остварена је у марту (просечно дневно 35,2 млн евра).

Народна банка Србије и ЕЦБ постигле су у јулу 2020. споразум о успостављању репо линије, којим би се, у случају потребе због поремећаја на тржишту изазваних пандемијом, домаћем финансијском систему могла обезбедити додатна ликвидност у еврима. Превентивна репо линија, након што је у фебруару 2021. договорен њен продужетак, остаје на снази до марта 2022. и предвиђа могућност позајмице до 1 млрд евра у замену за одговарајући колатерал, при чему се свако појединачно коришћење средстава може вршити на рок до три месеца. С обзиром на то да девизна ликвидност домаћег банкарског сектора ни у једном тренутку није била угрожена и да је ниво девизних резерви више него довољан да одговори на

Графикон III.3.7. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



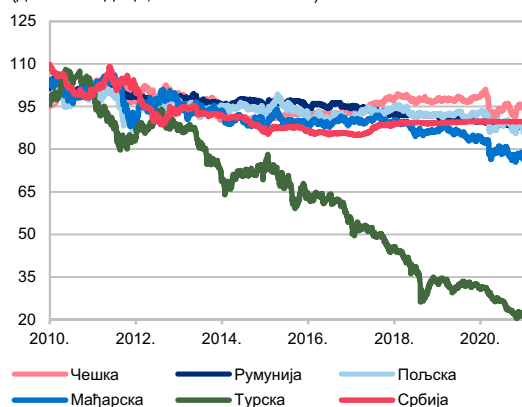
Графикон III.3.8. Кретање курса динара и евра према долару



²⁴ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

²⁵ Без Народне банке Србије.

Графикон III.3.9. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*}
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

евентуалне поремећаје девизне ликвидности, ова репо линија до сада није коришћена.

За разлику од динара, који је у 2020. задржао своју вредност према евр^{*}, остале валуте земаља у региону које су у режиму инфлационог циљања ослабиле су у условима повећане неизвесности на светском нивоу. Крајем 2020. према евр^{*} је најмање ослабио румунски леј (1,9%), а највише турска лира (26,2%).

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Монетарни агрегати су током 2020. године бележили високе м.г. стопе раста. Убрзани раст новчане масе, посебно изражен у П1, био је великим делом резултат повећаних расхода државе у складу с *Програмом економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије*. Такође, кредитна активност подржана мерама Народне банке Србије и Владе РС наставила је позитивно да доприноси расту монетарних агрегата. Међутим, раст новчане масе није изазвао инфлаторне притиске, с обзиром на то да је првенствено био повезан с повећаном ликвидношћу привреде и уздржавањем становништва од потрошње у условима пандемије. У складу са очекивањима Народне банке Србије, раст новчане масе почео је постепено да успорава од П2.

Табела III.4.1. Монетарни преглед
(у млрд RSD)

	Дец. 2019.	Дец. 2020.	Промене у 2020.
Нето потраживања од иностранства	1.287.399	1.347.165	59.766
Нето потраживања банака од иностранства	-295.486	-250.497	44.989
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.536.147	1.987.585	451.438
Нето домаћи кредити	2.692.633	3.139.612	446.979
Нето потраживања од државе	225.087	379.204	154.117
Пласмани држави	677.272	840.014	162.743
Депозити државе	-452.185	-460.810	-8.626
Потраживања од невладиних сектора	2.467.546	2.760.408	292.862
Становништво	1.112.000	1.243.622	131.622
Привреда	1.291.149	1.452.691	161.541
Др. финансијске корпорације	31.471	33.656	2.185
Локални нивои власти	30.961	29.857	-1.104
Непрофитне и др. организације	1.964	582	-1.382
Остала нето актива	-1.156.486	-1.152.027	4.459
Новчана маса М3	2.823.546	3.334.750	511.204
Новчана маса М2	1.186.596	1.553.798	367.202
Новчана маса М1	903.603	1.220.083	316.480
Готов новац у оптицају	209.568	266.726	57.158
Депозити по виђењу	694.035	953.357	259.322
Динарски штедни и орочени депозити	282.994	333.715	50.722
Девизни депозити	1.636.949	1.780.952	144.002

Извор: НБС.

На нивоу године, најшири монетарни агрегат М3 повећан је за 18,1%, а готово три четвртине прираста дугује се динарској компоненти.²⁶ Посматрано по компонентама, највише су порасли **депозити по виђењу**, за 259,3 млрд динара. Раст најликвиднијих депозита био је потпомогнут пре свега мерама државе и Народне банке Србије које су утицале на повећање ликвидности привреде и становништва – попут одлагања плаћања пореских обавеза, помоћи привреди у виду уплате минималне зараде запосленима, кредита из гарантне шеме, омогућавања мораторијума на отплату кредитних обавеза за привреду и грађане и слично. Трансакциони депозити привреде повећани су за 136,2 млрд динара, а највише код предузећа из области трговине, саобраћаја и прерађивачке индустрије. Депозити становништва већи су за 108,8 млрд динара, а повећање бележе и сви остали сектори.

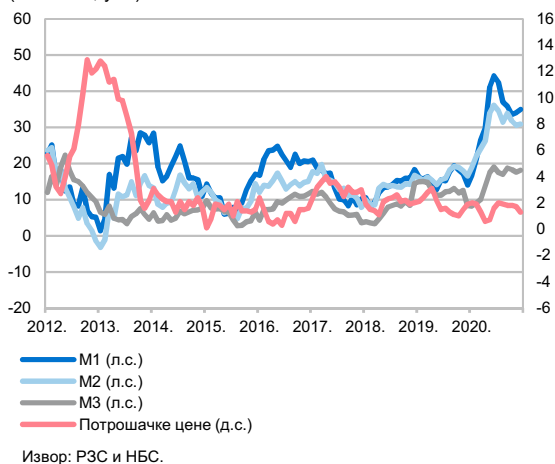
²⁶ Динарски агрегати М1 и М2 порасли су у 2020. за 35,0% и 30,9%, респективно.

Орочени динарски депозити повећани су за 50,7 млрд динара, од чега се 70% односи на депозите привреде. Раст је забележен на рачунима свих осталих сектора, осим локалне самоуправе, који су незнатно смањени током 2020. године. **Динарска штедња становништва** наставила је динамичан раст трећу годину заредом упркос пандемији вируса корона. Становништво је повећало своје динарске штедне депозите за 13,5 млрд динара, тј. за 17,1%, чиме је динарска штедња крајем децембра забележила свој дотадашњи максимум од 92,5 млрд динара.²⁷ Наставак раста динарске штедне и у кризном периоду одражава поверење становништва у банкарски систем и домаћу валуту, а резултат је очуване макроекономске и ценовне стабилности, као и повољнијих каматних стопа и пореског третмана на динарску у односу на девизну штедњу.

Девизни депозити повећани су за 1,2 млрд евра, вођени растом девизне штедне становништва (за 601,1 млн евра), на до тада највиши забележени ниво од 11,1 млрд евра.²⁸ Девизни депозити привреде повећани су за 539,5 млн евра, чему су допринели приливи по основу извоза, СДИ и задуживање предузећа у иностранству.

Графикон III.4.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене

(мг. стопе, у %)



Кредити банака

Домаћа кредитна активност наставила је и током 2020. године тренд стабилног раста, који је у децембру на мг. нивоу, по искључењу ефекта промене девизног курса,²⁹ износио 9,9% и који је био међу највишим у региону.

Остварен готово двоцифрени раст, трећу годину заредом, и у условима кризе изазване пандемијом вируса корона резултат је ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и предузетих мера којима се стимулише одрживо кредитирање становништва. Такође, расту кредитне активности доприни су и омогућени застој у отплати кредита привреди и грађанима, одобравање кредита из гарантне шеме микропредузећима, малим и средњим предузећима и предузетницима,³⁰ као и задржане ниске каматне стопе на тржишту новца у зони евра.

Структура кредита остала је повољна са становишта доприноса одрживом расту економске активности, а готово подједнак допринос расту укупних кредита потицао је од кредита одобрених привреди и

Графикон III.4.2. Кредитна активност и БДП

(мг. стопе, у %)



²⁷ Обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња на крају 2020. износила је 93,1 млрд динара.

²⁸ Укључујући средства нерезидената, на 11,4 млрд евра.

²⁹ Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014, при чему је узета у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

³⁰ У складу са Уредбом односно Законом о утврђивању гарантне шеме као меру подршке привреди за ублажавање последица пандемије болести COVID-19 изазване вирусом SARS-CoV-2, „Службени гласник РС”, бр. 57/20, односно бр. 153/20.

Графикон III.4.3. Доприноси м.г. расту кредита привреди

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



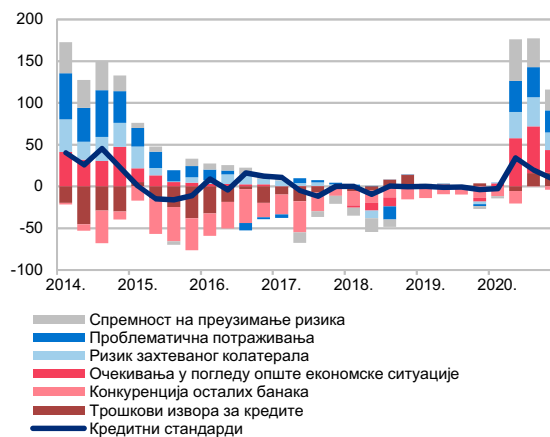
становништву. Постепено успоравање м.г. раста кредита крајем године било је очекивано и великим делом последица високе базе од прошле године, као и већих доспећа кредита након престанка другог мораторијума.

Банке су за финансирање кредитне активности углавном користиле домаће изворе, и то пре свега депозите немонетарног сектора. С друге стране, повећање резерви банака код Народне банке Србије, раст нето потраживања банака од државе и иностранства и смањење капитала банака деловали су у супротном смеру.

Кредити привреди, без ефекта промене девизног курса, повећани су у 2020. за 114,4 млрд динара, или за 9,1%. Раст кредита привреди био је подстакнут кредитима за ликвидност и обртна средства (већи за 107,3 млрд динара), који су у условима растуће потребе привреде за ликвидним средствима од новембра постали најзаступљенија категорија кредита привреди, са учешћем од 43,7% у децембру. Следе их инвестициони кредити са учешћем од 43,0%, при чему је стање ових кредита током 2020. године повећано за 21,1 млрд динара. Раст бележе и кредити за увоз и извоз (за 5,4 млрд динара и 0,7 млрд динара, респективно). С друге стране, смањено је

Графикон III.4.4. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора

(у нето %)



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

стање некатегорисаних кредита (за 16,5 млрд динара) и задужења по текућим рачунима (за 3,6 млрд динара). Повећано је кредитирање предузећа из свих делатности, а највише код предузећа из области пословања некретнинама, саобраћаја и грађевинарства.

Обим новоодобрених кредита привреди у 2020. (939,9 млрд динара) мањи је за 12,7% у односу на 2019. годину, при чему је смањена реализација свих врста кредита, осим кредита за ликвидност и обртна средства. Учешће кредита за ликвидност и обртна средства у новоодобреним кредитима привреди у 2020. износило је 56,9%, чему је допринела и реализација кредита из гарантне шеме по повољним условима.³¹ Инвестициони кредити чинили су 28,0% нових кредита привреди, док се на некатегорисане кредите односило 13,7% новоодобрених кредита. Микропредузећа, мала и средња предузећа била су корисници две трећине одобрених кредита за ликвидност и обртна средства, као и инвестиционих кредита.

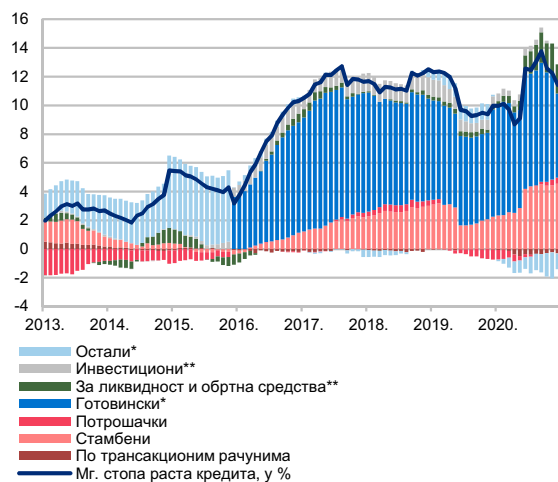
Резултати **анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака**³² показују да су банке услед растуће неизвесности и повећане аверзије према ризику у условима кризе изазване пандемијом

³¹ Детаљније о кредитима из гарантне шеме видети у *Извештају о инфлацији – август 2020*, Осврт 2, стр. 31–33.

³² Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

Графикон III.4.5. Доприноси м. расту кредита становништву

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



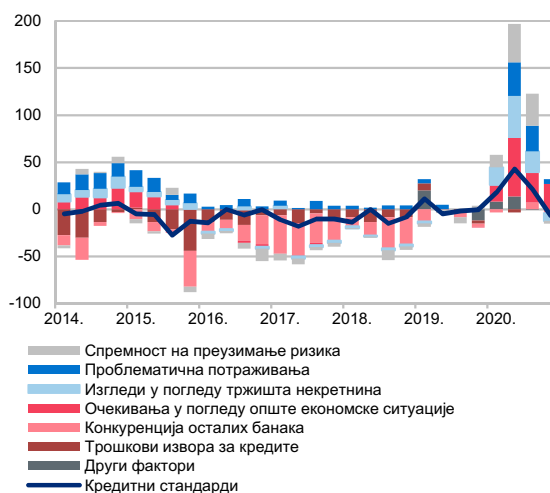
Извор: НБС.

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

** Кредити одобрени предузетницима.

Графикон III.4.6. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора

(у нето %)



Извор: НБС.

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

вируса корона од Т2 поштравале стандарде по којима су одобравале кредите привреди. Ипак, поштравање је током године било заступљено код све мањег броја банака и првенствено се одразило на неценовне услове кредита – повећани су захтеви које колатерал треба да испуни, смањен је максимални износ и максимална рочност кредита. С друге стране, ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и одобравање кредита из гарантне шеме одразило се на смањење каматних маржи на динарске кредите малим и средњим предузећима током П2. Тражња привреде за кредитима била је стабилна током целе године и вођена потребама за финансирањем обртних средстава и реструктурирањем постојећих обавеза. Мала и средња предузећа била су носиоци раста тражње привреде за кредитима од Т3, а пратила су их велика предузећа.

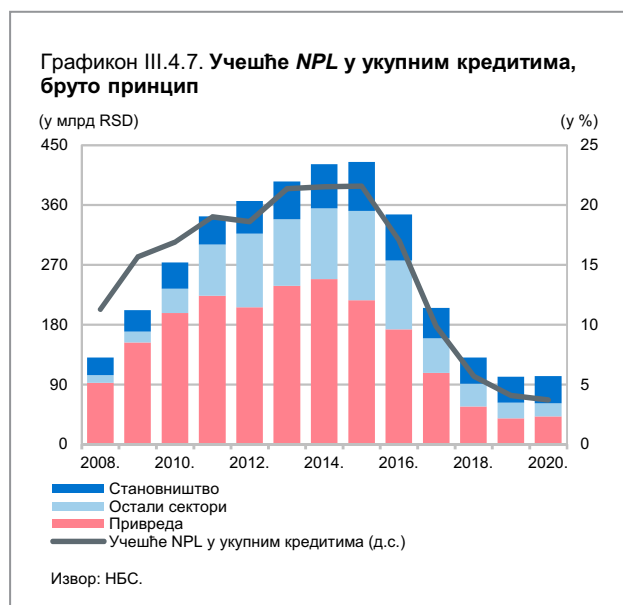
Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су током 2020. за 127,0 млрд динара, или за 11,4%, вођени растом готовинских и стамбених кредита. Готовински кредити у 2020. повећани су за 65,1 млрд динара, а стамбени за 50,5 млрд динара, при чему је учешће ових категорија кредита у укупним кредитима становништву у децембру износило 44,4% и 36,8%, респективно. Народна банка Србије је током 2020. година донела сет проактивних мера с циљем

ублажавања последица кризе и стварања услова за одрживи раст потрошње становништва. Усвојени су прописи који би требало грађанима да олакшају услове отплате готовинских, потрошачких или других врста кредита (осим стамбених кредита и минуса по текућем рачуну) – банке су од дана ступања прописа на снагу подстакнуте да дужницима понуде рефинансирање или промену датума доспећа наведених кредита одобрених до 18. марта 2020. године, и то за додатне две године у односу на важећи режим рокова отплате (који подразумева рок отплате до седам година у току 2020, односно до шест година у току 2021, а до осам година за потрошачке кредите одобрене за куповину моторних возила неvezано за годину). Поред тога, донета је одлука која омогућава банкама да продуже и рокове отплате стамбених кредита до пет година. Такође, донете су одлуке да се снизи минимално учешће за куповину првог стана на 10%, као и да се смањи минимални степен изграђености објекта чију је куповину могуће финансирати стамбеним кредитима банака. Банкама је и омогућено да запосленима и пензионерима одобравају динарске кредите (до 90.000 динара) само с потписаном изјавом о запослењу, односно пензији.

Обим новоодобрених кредита становништву у 2020. (430,0 млрд динара) био је за 19,7% мањи него у 2019. Најзаступљенија категорија били су готовински кредити (57,2%), а следе их стамбени кредити (21,4%).

Резултати анкете о кредитној активности банака показују да су банке због повећане перцепције ризика у условима пандемије поопштриле кредитне стандарде становништву у прва три тромесечја, док су у Т4 они ублажени.³³ Услови по којима се становништво задуживало били су, укупно посматрано, благо поопштрени, док су донете мере Народне банке Србије допринеле да од П2 максимални рокови отплате кредита становништву буду продужени. Тражња становништва за кредитима опоравила се од Т3 и првенствено је била усмерена ка динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и ка девизно индексираним стамбеним кредитима.

Бруто NPL показатељ смањен је током 2020. године за 0,4 п.п. и у децембру је износио 3,7%. У односу на период непосредно пре усвајања *Стратегије за решавање проблематичних потраживања*, апсолутни износ бруто NPL смањен је за 327,2 млрд динара (или за 76,2%), док је учешће NPL у укупним кредитима смањено за 18,7 п.п. Посматрано по секторима, у 2020. години учешће NPL код привреде смањено је за 0,1 п.п., на 3,1%,³⁴ а код становништва за 0,3 п.п., на 3,6%.³⁵ Покривеност NPL и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 93,2% NPL, док је исправка вредности NPL била на нивоу од 58,5% NPL.



³³ И то за најзаступљеније категорије кредита – динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, као и девизно индексирани стамбени кредити.

³⁴ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако се посматрају само привредна друштва, учешће NPL у укупним кредитима у децембру износило је 3,1%, што је за 0,2 п.п. ниже него у децембру 2019.

Показатељ адекватности капитала³⁶ крајем Т4 2020. износио је 22,4%, што указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

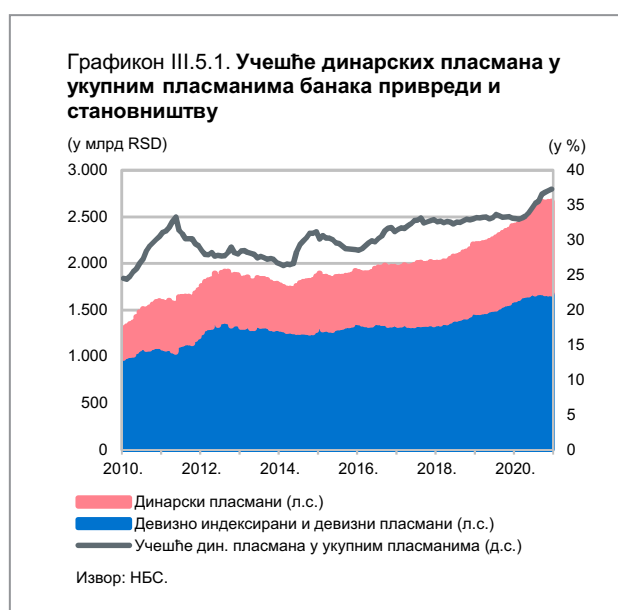
5. Показатељи степена динаризације

У 2020. Народна банка Србије наставила је да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије.

Мере монетарне политике које је спроводила Народна банка Србије допринеле су очувању ценовне стабилности, релативне стабилности курса динара према евр, као и стабилности финансијског система, што представља главни предуслов за јачање поверења у динар.

Политиком обавезне резерве настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су знатно ниже од стопа на девизне изворе, а Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

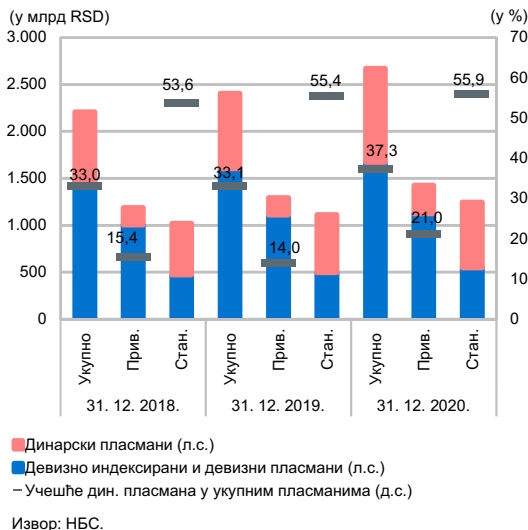
Народна банка Србије наставила је да развија основне инструменте заштите од девизног ризика. И у 2020.



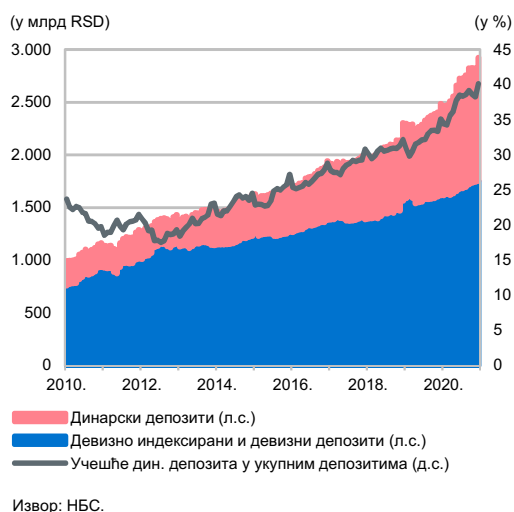
³⁵ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је смањено за 0,3 п.п., 3,6%.

³⁶ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



Графикон III.5.3. Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва



године редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза, чиме се подстиче међубанкарска своп трговина девизама и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

У погледу пруденцијалних мера које доприносе смањењу валутног ризика и повећању динаризације финансијског система, Народна банка Србије је у јулу 2020. године донела одлуку да банкама које клијентима одобравају динарске кредите у складу са Законом о утврђивању гарантне шеме, као мера подршке привреди за ублажавање пандемије болести *COVID-19*, омогући погодности у виду веће камате која се плаћа на динарску обавезну резерву. Уколико банка одобри кредите из гарантне шеме по каматним стопама које су за најмање 50 б.п. ниже од највише стопе прописане наведеним законом (једномесечни *BELIBOR* + 2,5 п.п.), Народна банка Србије ће им платити камату на издвојену динарску обавезну резерву у износу тих кредита по стопи која је за 50 б.п. виша од стандардне.³⁷ На тај начин, у оквиру постојећег система обавезне резерве, Народна банка Србије је подржала антикризне мере Владе РС и додатно подстакла одобравање динарских кредита привреди.

Народна банка Србије донела је и меру да у листу прихватљивог колатерала којима се врше монетарне операције Народне банке Србије укључи динарске

обвезнице предузећа с прихватљивим бонитетом. Очекује се да ће ова мера у дугом року допринети развоју тржишта капитала кроз подстицај банкама да у својим портфељима држе динарске ХоВ које су емитовала предузећа на домаћем тржишту капитала.

Степен динаризације, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, повећан је у 2020. години за 4,2 п.п. и крајем децембра је износио 37,3%.

Раст динаризације пласмана у 2020. години првенствено је резултат већег динарског кредитирања привrede, које је добрим делом реализовано у оквиру гарантне шеме РС. У складу с гарантном шемом, омогућено је кредитирање предузетника, као и микропредузећа, малих и средњих предузећа по релативно повољним условима, а кредити се добрим делом реализују у динарима. Девизно индексирани и девизни пласмани привреди повећани су у знатно мањој мери у поређењу с динарским пласманима, тако да је степен динаризације пласмана привреди током 2020. године повећан за 7,0 п.п. и крајем године је износио 21,0%.

Степен динаризације пласмана становништву такође је повећан у 2020. години, пре свега под утицајем наставка раста готовинских кредита, који се и даље, по правилу, готово у потпуности одобравају у динарима. Девизно индексирани пласмани

³⁷ Стандардна каматна стопа на издвојену обавезну резерву тренутно износи 0,10%.

становништву повећани су у релативно мањој мери, а њихов раст резултат је наставка раста стамбеног кредитирања. Поред повољних услова задуживања и пораста расположивог дохотка, расту стамбеног кредитирања доприносе и раније усвојене мере које имају за циљ лакши приступ стамбеном кредитирању. Израженији раст динарских од девизно индексираних пласмана становништву утицао је на то да динаризација пласмана овом сектору настави повећање у 2020. (за 0,5 п.п.) и крајем године достигне 55,9%. То је највиши ниво овог показатеља од јуна 2008. године, од када се он прати.

Најзначајнији напредак, који је од кључне важности за даљи раст динаризације, остварен је код динаризације депозита привреде и становништва. Током 2020. године овај показатељ је повећан за 5,0 п.п. и крајем 2020. износио је 40,1%, што је рекордно висок ниво. При томе, повећан је степен динаризације депозита становништва, као и депозита привреде, тако да су крајем године ови показатељи забележили рекордно високе нивое (на 26,8% и 61,3%, респективно). Повећање динаризације депозита привреде и становништва у знатној мери је резултат реализације обимног пакета државне помоћи привреди и становништву за ублажавање негативних економских ефеката проузрокованих вирусом корона.

На повећање динаризације депозита и даље повољно утиче наставак раста динарске штедње, која бележи

нове рекордне нивое. Наиме, након изузетно динамичног раста динарске штедње у претходним годинама, она је, и поред пандемије корона вируса, наставила динамичан раст и у 2020. (за 17%), тако да је крајем године износила рекордних 92,5 млрд динара.³⁸

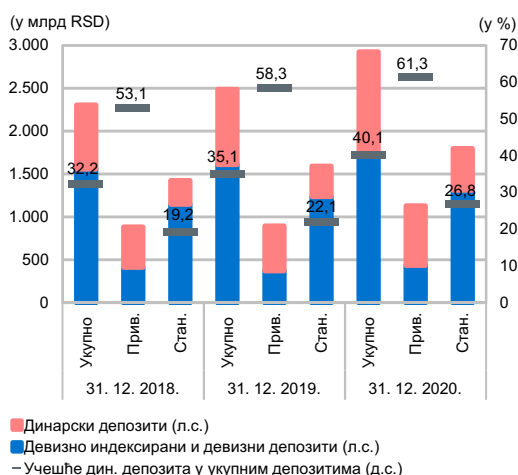
6. Тржиште непокретности

Кретања на тржишту некретнина указују на то да **криза изазвана пандемијом вируса корона није имала знатан негативни утицај на понуду и тражњу на овом тржишту током 2020. године.**

Према подацима Републичког геодетског завода, **број прометованих непокретности** износио је 110.758 и био је за око 2,7% виши него у 2019. години. Највише се прометовало становима (29% учешћа у укупном броју прометованих непокретности), грађевинским (18%) и пољопривредним земљиштем (16%). Највећи скок у односу на обим промета у претходној години уочен је код промета викендица, за чак 63,2%.

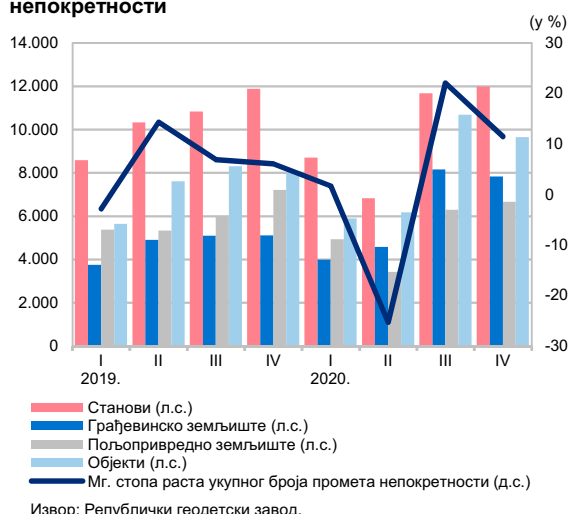
Просечна цена станова у староградњи у 2020. у РС, према подацима Републичког геодетског завода, била је за 5,5% виша у односу на 2019. годину и износила је 1.000 евра по квадратном метру. Према подацима РЗС-а, **просечна цена станова новоградње** у 2020. години порасла је за 1,8% м.г. и износила је 166.433

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



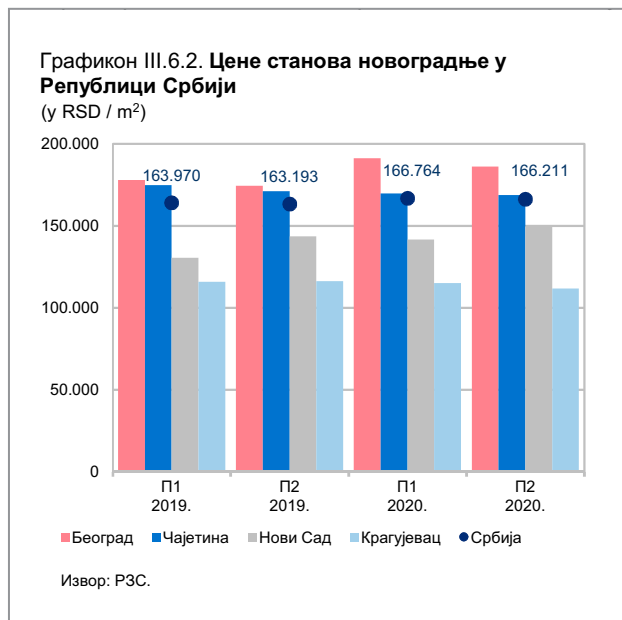
Извор: НБС.

Графикон III.6.1. Број промета по врстама непокретности



Извор: Републички геодетски завод.

³⁸ Новчана маса МЗ обухвата само средства резидената. Ако се укључе средства нерезидената, динарска штедња је на крају 2020. износила 93,1 млрд динара, а девизна 11,4 млрд евра.



динара по квадратном метру (тј. 1.415,5 евра по квадратном метру). Као и у 2019. години, највише цене ових некретнина биле су у Београду, а затим у Новом Саду, Чајетини (Златибору), Врњачкој Бањи, Крагујевцу и Нишу.

На целокупном тржишту непокретности, 14% укупно регистрованих уговора финансирани су из **кредитних средстава**, док је код преосталих 86% као начин плаћања коришћена **готовина**. Готовином је највише плаћано земљиште, док се из кредитних средстава највише финансирала куповина станова. Куповина станова је финансирана 33% из кредитних средстава (што је виши удео у односу на 2019. годину, када је 28% финансирано на овај начин).

Када је реч о факторима на страни понуде на тржишту некретнина, број издатих грађевинских дозвола за стамбене зграде повећан је за 14,6% м.г., а **број издатих дозвола за станове** за 6,8% м.г., па се може очекивати раст понуде станова и у наредном периоду. На раст понуде станова позитивно се одразио континуирани раст броја завршених станова од 2016. године, који је у 2019. достигао максимум и износио 24.803.

Народна банка Србије је у 2020. години донела одлуку о снижењу минималног степена изграђености објекта чију је куповину могуће финансирати стамбеним кредитима банака, што ће убрзати грађевинску активност и, такође, допринети расту понуде станова у наредном периоду.



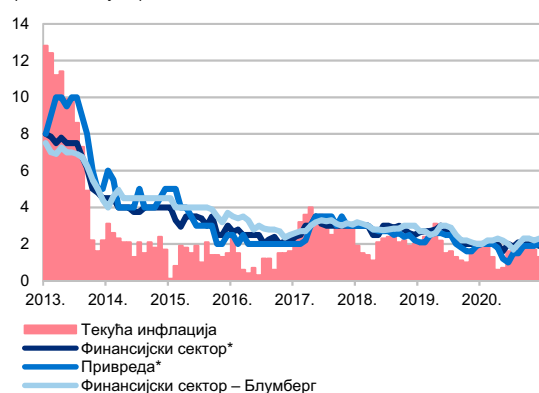
Значајан фактор раста тражње за некретнинама јесте **раст расположивог дохотка становништва**, којем су током 2020. допринели очувана радна места и зараде захваљујући пакету економске помоћи. Томе у прилог говоре подаци о расту запослености од 1,9% на нивоу 2020, као и просечне номиналне нето зараде од око 9,4%. Већем расположивом доходу доприносили су и нижи трошкови отплате кредита по основу пада каматних стопа и на кредите у отплати. Расту расположивог дохотка допринела је и одлука Народне банке Србије да се пружи могућност продужења рочности за стамбене кредите за највише пет година. **Каматне стопе на стамбене кредите** током 2020. забележиле су нови минимум, па је каматна стопа на новоодobreне евроиндексиране стамбене кредите у децембру износила 2,63%, што је њен најнижи ниво до сада.

7. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде задржана су на ниском и стабилном нивоу током 2020. године, што указује на висок кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије и упућује на то да ће ценовна стабилност бити очувана у кратком и средњем року.

Резултати анкете агенције Ипсос показују да су се **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** током 2020. године кретала у распону од 1,6% до 2,1%, док су у просеку износила

Графикон III.7.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред*
(мг. стопе, у %)



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

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

Графикон III.7.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва*
(у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

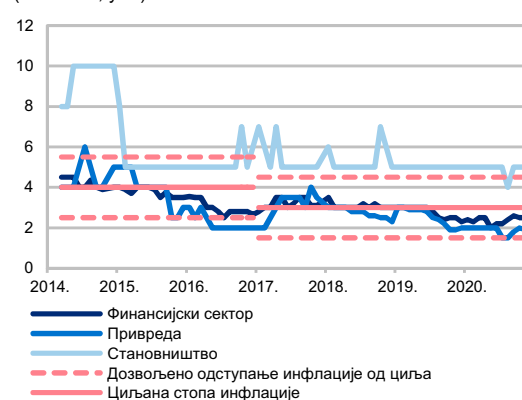
* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

2,0%, тј. да су била усидрена у границама инфлационог циља. На нешто виша краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора упућују резултати анкете агенције Блумберг, према којима финансијски сектор очекује инфлацију током 2021. године у распону од 1,7% до 2,3%. Посматрано у дужем периоду, финансијски сектор од октобра 2013. године очекује стабилност цена и кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије.

Инфлациона очекивања сектора привреде за годину дана унапред кретала су се током већег дела године у доњој половини инфлационог циља, док су током Т2 привремено забележила ниже вредности, вероватно услед ниже цене нафте и очекивања да ће се пандемија одразити на нижу потрошачку тражњу. Током П2 краткорочна инфлациона очекивања привредника постепено су расла као резултат опоравка економске активности бржег од очекиваног и децембру су била на нивоу од 2,0%, а просек на нивоу целе године износио је 1,7%.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва уобичајено су виша од осталих сектора и током 2020. године кретала су се у распону од 5% до 8%. Привремени раст инфлационих очекивања становништва био је великим делом последица пандемије вируса корона и психолошког ефекта услед неизвесности у погледу дужине трајања пандемије. У прилог очекиваном очувању

Графикон III.7.3. Очекивана инфлација за две године унапред*
(мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

стабилности цена говоре резултати квалитативне анкете о инфлационим очекивањима становништва,³⁹ који показују да је индекс очекиване инфлације наставио да бележи ниже вредности од индекса перципиране инфлације. Такво кретање упућује на закључак да становништво сматра да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години дана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред усидрена су у границама циља

³⁹ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2016*, Осврт 2, стр. 15.

Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и током 2020. године кретала су се између 2,0% и 2,6%. Средњорочна очекивања привредника била су стабилна на нивоу од 2,0% током П1, док су јулу и августу снижена на 1,5%, да би се у наставку године приближила нивоу од 2,0%, колико су износила и у децембру. Средњорочна инфлациона очекивања становништва била су стабилна на нивоу од 5,0% готово током целе године (изузев августа и децембра, када су износила 4,0% и 6,0%, респективно).

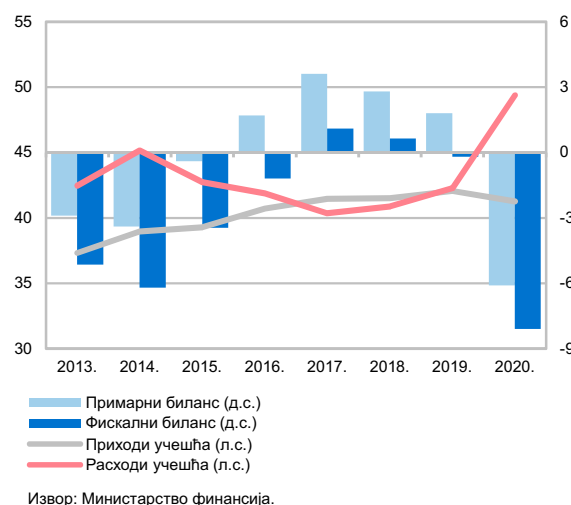
8. Фискална кретања

Захваљујући макроекономској и фискалној стабилности постигнутој у претходним годинама, створен је простор да фискална политика снажно реагује у условима пандемије изазване вирусом корона. Доношење правовременог и обимног пакета економске помоћи привреди као одговор на пандемију, уз повећане трошкове обезбеђења здравствене заштите грађана, утицало је на повећање **фискалног дефицита** на 8,1% БДП-а, с практично нултог нивоа у 2019. Примарни дефицит у 2020, који искључује трошкове отплате камата, такође је повећан, на 332,5 млрд динара, односно на 6,1% БДП-а. Ипак, захваљујући пре свега бољој реализацији прихода од очекиване, фискални дефицит на консолидованом нивоу био је нижи од пројектованог *Фискалном стратегијом за 2021. са пројекцијама за 2022. и 2023. годину* од 8,9% БДП-а.

Почетком априла 2020. Влада је усвојила *Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди*, који је дефинисао мере које ће Влада преузети с циљем очувања запослености, ликвидности привреде и становништва и ублажавања негативних ефеката пандемије на привредни раст. У том контексту, мере су се тичале пореске политике, односно одлагања плаћања пореза на зараде и доприносе у приватном сектору, затим директне помоћи приватном сектору путем уплата целе или дела минималне зараде, као и очувања ликвидности и директне помоћи становништву. Тај програм је додатно проширен у јулу, па се процењује да је укупан програм, укључујући и кредите из гарантне шеме, био планиран у обиму од око 13% БДП-а.

Реални пад **консолидованих прихода** у 2020. години од 2,5% у односу на 2019. годину (на 41,3% БДП-а) последица је увођења неопходних епидемиолошких мера и ниже потрошње, као и деловања аутоматских

Графикон III.8.1. **Фискални и примарни резултат буџета опште државе** (у % БДП-а)



Табела III.8.1. **Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије**

Први пакет мера (март 2020)

I група – мере пореске политике

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

II група – директна помоћ приватном сектору

- 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
- Уплата помоћи великим предузећима у приватном сектору у висини 50% нето минималне зараде за запослене којима је решењем утврђен престанак рада

III група – мере за очување ликвидности

- Финансијска подршка привреди преко Фонда за развој Републике Србије
- Гарантна шема за подршку привреди

IV група – остале мере

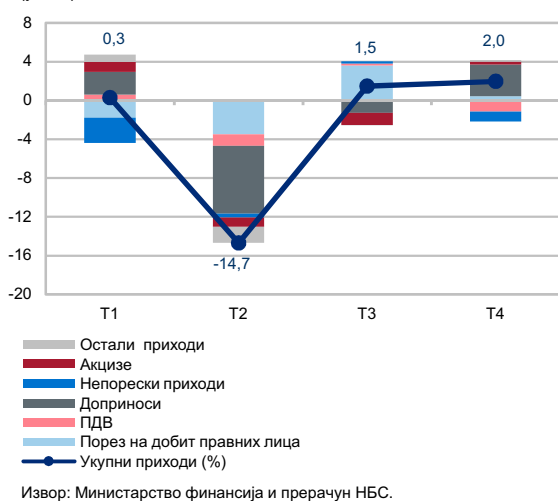
- Мораторијум на исплату дивиденди до краја 2020, осим за јавна предузећа
- Директна помоћ свим пунолетним грађанима Србије од 100 евра у динарској противвредности

Додатни пакет мера (јул 2020)

- Уплата помоћи у висини 60% минималне зараде предузетницима, микропредузећима, малим и средњим предузећима
- Одлагање плаћања пореза и доприноса за један месец
- Директна подршка хотелијерима - 350 евра по кревету, 150 евра по соби

Извор: Министарство финансија.

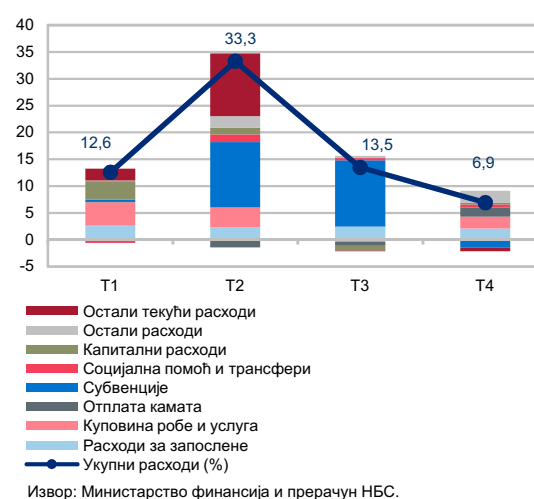
Графикон III.8.2. Доприноси реалном расту прихода консолидованог буџета у 2020. (у п.п.)



стабилизатора услед смањене економске активности. Нижим приходима допринело је и одлагање плаћања пореза на зараде и доприносе за приватни сектор за 2021. годину, као део пакета фискалне помоћи привреди у борби с пандемијом. Приходи су смањени у П1, да би се у П2 опорављали, чак и брже него што је то било *предвиђено Фискалном стратегијом за 2021. са пројекцијама за 2022. и 2023. годину.*

У оквиру пореских прихода, који су на нивоу године реално смањени за 1,7% (уз допринос од 1,5 п.п. реалном паду консолидованих прихода), највећи пад забележен је по основу пореза на добит (4,5% реално), на шта је утицала очекивано нижа профитабилност привреде током пандемије. Пад прихода по основу акциза од 1,7% реално под утицајем је пре свега нижих прихода од акциза на нафтне деривате због смањене покретљивости становништва и изостанка транзитног саобраћаја током летњих месеци. Исти пад забележен је у категорији пореза на додату вредност, при чему је ПДВ у земљи у односу на претходну годину већи за око 21 млрд динара, а за готово исто толико је нижи ПДВ из увоза. Пад прихода по основу ПДВ-а последица је смањеног промета у услужним делатностима због успоравања личне потрошње и смањеног броја страних туриста. На ниже приходе по основу пореза на доходак и доприноса, од 1,3% и 1,8% респективно, утицало је омогућено одлагање плаћања пореских обавеза. Реални раст остварен је једино у категорији царина, и то 6,3% у односу на 2019. Нижи обим економске активности и смањена мобилност становништва снизили су непореске приходе за 7,7% реално (уз

Графикон III.8.3. Доприноси реалном расту расхода консолидованог буџета у 2020. (у п.п.)



допринос 0,9 п.п. реалном паду консолидованих прихода), док су донације ниже него претходне године за 26,1% реално (уз допринос смањењу укупних прихода од 0,2 п.п.).

Спровођење пакета помоћи као реакција државе ради сузбијања негативних ефеката пандемије утицало је на то да **консолидовани расходи** реално порасту за 16% у односу на претходну годину и да у 2020. износе 49,4% БДП-а. Реални раст консолидованих расхода вођен је пре свега порастом субвенција (уз допринос расту консолидованих расхода од 5,5 п.п.), осталих текућих расхода (3,0 п.п.), куповином робе и услуга (2,4 п.п.) и расходима за запослене (2,4 п.п.). Исплата директне помоћи предузетницима и предузећима, а потом и повећано субвенционисање пољопривреде удвостручили су расходе по основу субвенција, који су износили 251,5 млрд динара у 2020, док је једнократна новчана помоћ свим пунолетним грађанима повећала остале текуће расходе за 72 млрд динара. Расходи за запослене порасли су за 10,4% реално (62,6 млрд динара) услед повећања зарада у јавном сектору, пре свега у здравству, као и повећања броја запослених у секторима ангажованим за контролу епидемијске ситуације. Повећање расхода за куповину робе и услуга за 14,5% реално (61,7 млрд динара) у односу на 2019. опредељено је набавком медицинске опреме. Реални пораст капиталних расхода од 8,5% (27 млрд динара) подстакнут је улагањима у нове здравствене капацитете и опрему, али и већим улагањем у инфраструктурне пројекте, што доприноси расту производног потенцијала и побољшава изгледе привредног раста у будућности.

Поверење инвеститора у одрживост јавних финансија Србије није минуло ни у години пандемије, када је приликом **емитовања еврообвезница** на међународном финансијском тржишту тражња инвеститора премашила понуђену вредност емисије, што је омогућило повољне услове задуживања. У мају 2020. године емитована је обвезница у износу од 2 млрд евра, рочности од седам година, како би се обезбедила средства за реализацију програма фискалне подршке привреде. Десетогодишње еврообвезнице емитоване у новембру 2020. у доларима претежно су искоришћене за превремени откуп скупљих обвезница емитованих 2011. Истовремено, путем своп трансакције, а ради заштите од валутног ризика, извршена је конверзија обавеза по основу емитоване обвезнице у доларима у евре. Поменута своп трансакција и превремен откуп дела дуга у доларима, уз међувалутне промене, тј. јачање евра према долару, резултирали су смањењем учешћа дуга у доларима у укупном јавном дугу централног нивоа државе са 20,1% у 2019. на 13,2% у 2020. години. Истовремено, учешће дуга у еврима порасло је са 44,2% на 49,6% у 2020, а учешће динарског дуга порасло је за 2,8 п.п., на 30,5% на крају 2020. године.

Силазни тренд **учешћа јавног дуга у БДП-у** присутан од 2016. године, а омогућен синергијом фискалне консолидације, повољнијих услова финансирања, стабилног девизног курса, ниске и стабилне инфлације и привредног раста, ослободио је знатан фискални простор за реакцију Владе РС по избијању епидемије. Тај простор је ефикасно

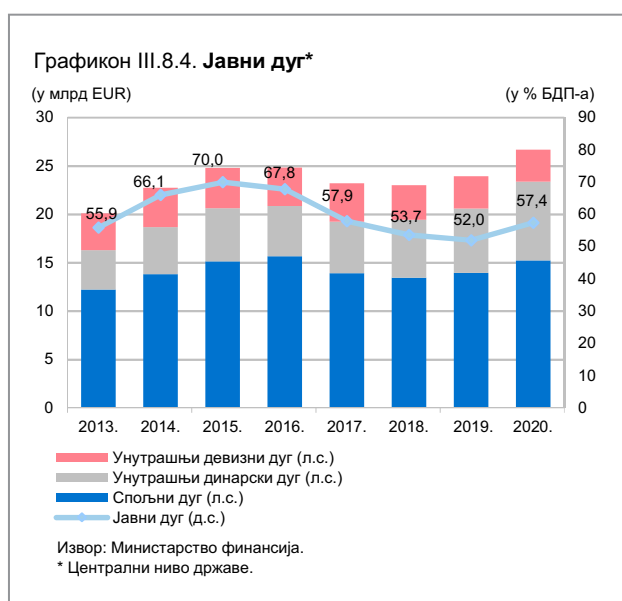
искоришћен, што је резултирало доношењем обимног пакета мера зарад очувања производних капацитета и радних места у већини привредних делатности. Повећање јавног дуга опште државе у 2020. години за 5,3 п.п., на 58,2%, односно централног нивоа власти на 57,4% БДП-а, привремено је зауставило силазну путању удела јавног дуга у БДП-у. Ипак, дуг је остао испод мастрихтског критеријума од 60% БДП-а, захваљујући мањем паду БДП-а у односу на већину других земаља у Европи, као и задржаним повољним условима финансирања. Раст учешћа јавног дуга у БДП-у био је мањи него у већини земаља, нарочито оних које су предузеле фискалне мере сличног обима као Србија. То су истовремено фактори који ће доприносити наставку смањења учешћа јавног дуга у БДП-у, које се очекује од 2022. године, упркос томе што ће се фискална подршка наставити и у наредном периоду, мада у мањој мери него у 2020. години.

9. Агрегатна тражња

Након снажног раста у Т1, пандемија вируса корона условила је успоравање приватне потрошње и инвестиција. С друге стране, државна потрошња и инвестиције одржале су позитивну динамику током целе године, што је, уз раст залиха, резултирало непромењеним нивоом домаће тражње у 2020. години, док је негативан допринос БДП-у, који је на нивоу године био реално нижи за 1%, потекао од нето извоза.

Домаћа тражња

Проглашење пандемије вируса корона и последично спровођење мера за заштиту здравља, према нашој процени, утицали су на пад приватне потрошње од 2,5% у 2020. години (уз допринос БДП-у од -1,7 п.п.). На **пад приватне потрошње** указују показатељи активности у услужним делатностима. Туризам и угоститељство највише су били погођени кризом, на шта указују смањење броја ноћења домаћих туриста од 18,6% у 2020. години и пад промета у угоститељству од 25,8%. Рестриктивне здравствене мере смањиле су мобилност становништва, што се директно одразило на активност у путничком саобраћају, која је, према процени РЗС-а, током 2020. године смањена за 49,3%. Такође, током године знатно је смањена потрошња усмерена за рекреацију становништва, културне и спортске догађаје. С друге стране, промет у трговини на мало, који је био најмање погођен кризом, већ од маја је бележио м.г. раст, који је на нивоу године износио 4,5%.



Захваљујући мерама Владе РС и Народне банке Србије, извори приватне потрошње нису били смањени током пандемије. Мере усмерене на очување запослености субвенционисањем плата до износа минималне зараде у више наврата током године пресудно су утицале на наставак позитивне динамике на тржишту рада и током 2020. године, о чему сведочи реални раст масе зарада од 11,8%. Расту расположивог дохотка становништва допринела је одлука Народне банке Србије којом је омогућен застој у отплати кредита од априла до јуна и од августа до октобра, чиме је пружен додатни стимуланс потрошњи. Поред тога, смањење референтне стопе са 2,25% на 1% крајем године подстакло је раст кредита намењених потрошњи. С друге стране, успоравање економске активности у иностранству и смањена мобилност радне снаге услед отежаних прекограничних путовања одразили су се на нижи прилив дознака од 17,2% у 2020. години.

Државна потрошња је током 2020. повећана за 5,6% (уз допринос БДП-у од 0,9 п.п.), што се, поред раста издатака за зараде у јавном сектору, може довести у везу и с повећањем издатака за набавку медицинских средстава у условима пандемије.

Инвестиције приватног сектора у фиксне фондове, услед повећане неизвесности која је присутна од појаве пандемије, смањене су за 6,7% (уз допринос БДП-у од -1,2 п.п.). Отежано пословање привреде током кризе и последичан раст неизвесности у погледу будућих финансијских и пословних резултата утицали су на смањење инвестиција финансираних из

сопствених извора током 2020. године. И износ новоодобрених инвестиционих кредита био је мањи за 27,1% у односу на претходну годину. Такође, у условима светске кризе изазване пандемијом вируса корона, успорене су и СДИ, али су остале и даље на значајном нивоу – након рекордног прилива у 2019. години од 3,8 млрд евра, у 2020. је остварен прилив од 3,0 млрд евра. На смањену инвестициону активност указује пад обима производње машина и опреме од по 6,1% у 2020. години.

С друге стране, током 2020. године настављена је интензивна реализација инфраструктурних пројеката из области саобраћаја и енергетике, које финансира држава. Поред тога, знатно је повећано инвестиционо улагање у сектор здравства које се односи на набавку опреме и изградњу болница, тако да су укупне **инвестиције државе** током 2020. године повећане за 8,6% (уз допринос БДП-у од 0,5 п.п.), чиме су допринеле да пад укупних фиксних инвестиција у 2020. буде свега 2,8%.

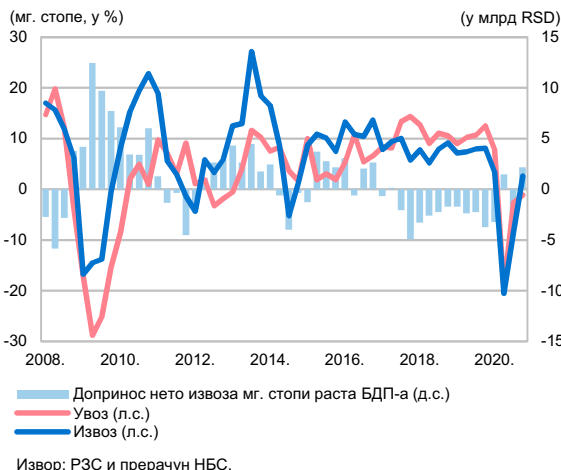
Позитиван допринос расту БДП-а потекао је и од повећања **залиха** (уз допринос БДП-у од 1,5 п.п.), што потврђује и кретање залиха готових производа индустрије, које су крајем године порасле за 1,8% мг.

Нето екстерна тражња

Након оштрог пада изазваног пандемијом, спољнотрговинска размена Србије опорављала се од маја, тако да је кретање њеног обима у 2020. имало облик латиничног слова *V*. На нивоу године, реално посматрано, допринос нето извоза кретању БДП-а у 2020. био је негативан и износио је -1,0 п.п.

Здравствене мере и оштар пад екстерне тражње изазван пандемијом утицали су на то да **извоз робе изражен у еврима**, и поред опоравка који је уследио у П2, према платнобилансним подацима, у 2020. буде смањен за 2,3%. Тај пад био је одређен смањеним извозом прерађивачке индустрије (за 5,0%), док је, захваљујући узастопним одличним сезонама, извоз пољопривреде повећан за 20,2%. Негативни ефекти кризе на извоз, који су почели да се испољавају у марту, били су најизраженији у априлу. С постепеним попуштањем здравствених мера и отварањем економија, у мају је започет опоравак, тако да је извоз већине области током П2 или достигао преткризни ниво или се приближио том нивоу (просечној вредности забележеној у периоду јануар–фебруар, дсз. посматрано). Посматрано на нивоу године, извоз

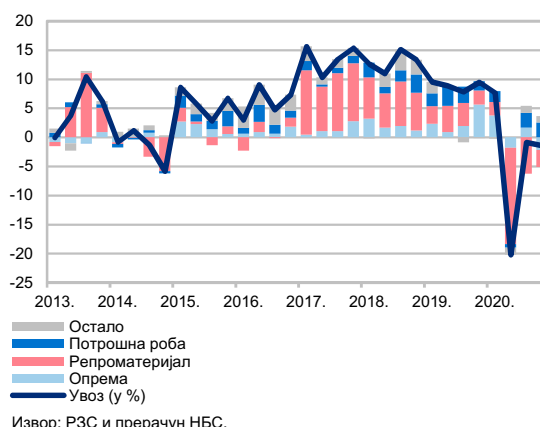


Графикон III.9.2. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)Графикон III.9.3. Кретање показатеља екстерне
тражње за извозом Србије
(тримесечни покретни просек, дс.с.)

је порастао у девет од 23 области прерађивачке индустрије, међу којима су производња електричне опреме, хране, дуванских, фармацеутских и хемијских производа.

Пад економске активности одразио се на пад **робног увоза**, чији је износ изражен у еврима у 2020. смањен за 3,5%. Томе је, према класификацији ЕУ, допринео пре свега нижи увоз енергената (–34,2%), на који је, поред мањих потреба индустрије за увозом, утицала и нижа цена нафте. И поред опоравка који је започет крајем Т2, пад у 2020. бележе и увоз интермедијарних производа (–4,5%) и увоз капиталних добара (–2,7%). С друге стране, иако је смањен током априла и маја, увоз потрошних добара у потпуности се опоравио и на нивоу године позитивно је утицао на раст увоза. На слична кретања указује и класификација увоза према општим економским категоријама (*БЕС*), где је на пад увоза утицао пре свега смањен увоз репроматеријала (–10,6%), док су већи увоз опреме (1,6%) и увоз потрошне робе (8,3%) деловали у супротном смеру.

Пандемија је утицала и на нижи **обим размене услуга са иностранством**, а захваљујући нешто бржем опоравку, који је уследио с попуштањем здравствених мера, пад извоза у 2020. (–11,1%) био је мање изражен од пада увоза (–14,1%). Новонасталом кризом најснажније је била погођена размена туристичких и транспортних услуга, при чему је у већој мери био погођен увоз од извоза ових услуга. Истовремено, ИКТ услуге доприносиле су расту извоза, а пословне и остале услуге расту увоза услуга.

Графикон III.9.4. Кретање главних компоненти увоза
(доприноси м.г. расту, у п.п.)

Покривеност робног увоза извозом повећана је у 2020. за 0,8 п.п. и износила је 75,5%, а по укључењу услуга повећана је за 0,6 п.п., на 84,3%.

10. Економска активност

Економска активност је у условима пандемије у 2020. години смањена за 1%, што представља један од најбољих резултата у Европи и у потпуности је у складу с пројекцијама које је у октобру објавила Народна банка Србије. Смањење економске активности у 2020. готово се у потпуности дугује смањењу активности у услужним секторима, што се пре свега може довести у везу с мерама усмереним ка очувању здравља становништва, које су ограничиле активност појединих услужних делатности, а што је посебно било изражено током Т2. С друге стране,

Графикон III.10.1. Доприноси м. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



бруто додата вредност индустрије повећана је за 0,3% током 2020. упркос отежаним условима пословања услед пандемије, а нешто већи раст бележи пољопривреда (4,5%).

Посматрано на тромесечном нивоу, након снажног раста економске активности у Т1 од 5,2% м.г., проглашење пандемије вируса корона утицало је на затварање економија, пад екстерне тражње и застој у ланцима снабдевања, што је за последицу имало пад економске активности у Т2 од 6,3% м.г. Опоравак је започет у Т3, када је пад економске активности успорен на 1,4% м.г., а затим на 1,0% м.г. у Т4.

Раст **индустријске производње** (уз допринос БДП-у од 0,1 п.п. на нивоу 2020), која се у мају вратила на преткризни ниво, био је вођен растом активности у рударству и енергетици, при чему је и прерађивачка индустрија избегла пад (раст на нивоу године износио је 0,1%), упркос знатном смањењу екстерне тражње.

То потврђује и физички обим производње прерађивачке индустрије, где је највећи негативни допринос на годишњем нивоу потекао од извозно оријентисаних делатности (производња моторних возила, производа од гуме и пластике и производња основних метала), које су највећи пад претрпеле управо у Т2. Потребно је истаћи то да је већина делатности већ током Т3 достигла преткризни ниво производње и да је у Т4 остварен додатни раст, тако да је, посматрано на годишњем нивоу, код 11 делатности порасла активност, при чему највећи позитиван допринос потиче од раста производње прехранбених производа, нафтних деривата, електричне опреме и производа од метала.

Графикон III.10.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



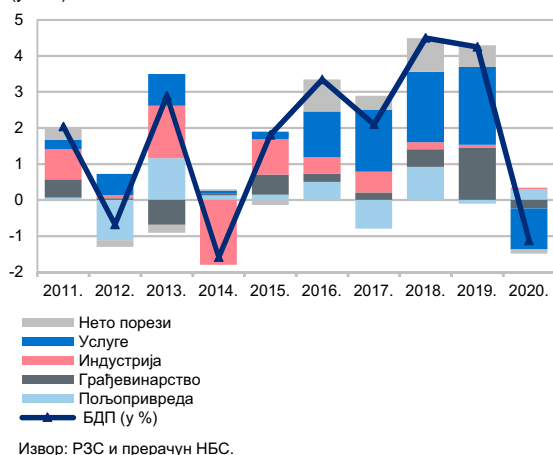
Графикон III.10.3. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



Упркос пандемији вируса корона, у 2020. години настављена је интензивна реализација инфраструктурних пројеката, што је, уз наставак станоградње, резултирало благим растом активности у сектору **грађевинарства** у П1. Ипак, услед високе базе, у П2 је успорила грађевинска активност на м.г. нивоу, тако да је, према процени РЗС-а, на нивоу целе године забележен пад од 5,1% (уз допринос БДП-у од -0,3 п.п.). И показатељи из области грађевинарства указују на то да није било знатнијих промена током 2020. године, пошто је производња грађевинског материјала била непромењена у односу на претходну годину, док је број издатих грађевинских дозвола повећан за 3,5% у односу на 2019. годину.

Највећи негативан допринос економској активности у 2020. години потиче од **услужних сектора** (збирно

Графикон III.10.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)

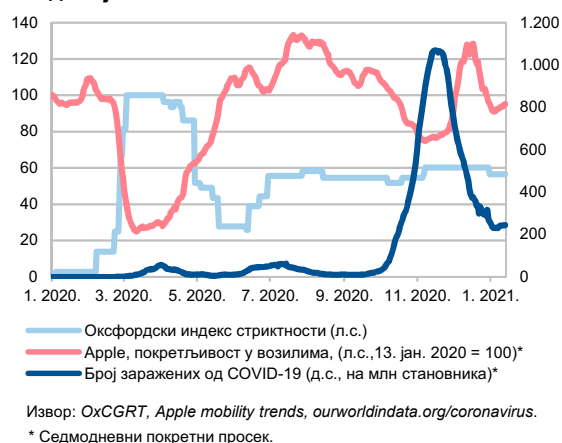


посматрано пад од 1,6%, уз допринос БДП-у од -0,8 п.п.), пошто је знатно смањена активност у појединим услужним делатностима након отпочињања спровођења мера усмерених ка очувању здравља становништва. Пад је био пре свега изражен у **туризму**, на шта указује смањење броја ноћења од 38,9%, првенствено услед смањења броја долазака страних туриста од преко 75% у 2020. години. Такође, и **сектори угоститељства и путничког саобраћаја** претрпели су знатне губитке након проглашења пандемије, као и **сектори забаве, рекреације и културе**. С друге стране, активност је порасла у трговини, што потврђују и подаци о реалном промету, који је у 2020. повећан за 4,3%. **Трговина на мало** такође се у мају вратила на преткризни ниво, а затим наставила да се опоравља у наредним месецима упркос поштрвању епидемиолошких мера крајем године и на нивоу године остварила је раст од 4,5%.

Према процени РЗС-а, у 2020. години **пољопривредна активност** порасла је за 4,2% (уз допринос БДП-у од 0,3 п.п.). Тако је, трећу годину заредом, забележена натпросечна пољопривредна сезона, чему је највише допринело повећање производње пшенице, кукуруза и соје.

Смањени ниво пореских прихода услед кризе проузроковане пандемијом вируса корона, уз истовремени раст субвенција привреди, условио је смањење **нето пореза** за 1,6% на нивоу године, што је негативно допринело БДП-у са -0,3 п.п.

Графикон III.10.5. Покретљивост становништва у Србији у зависности од мера државе и кретања епидемије

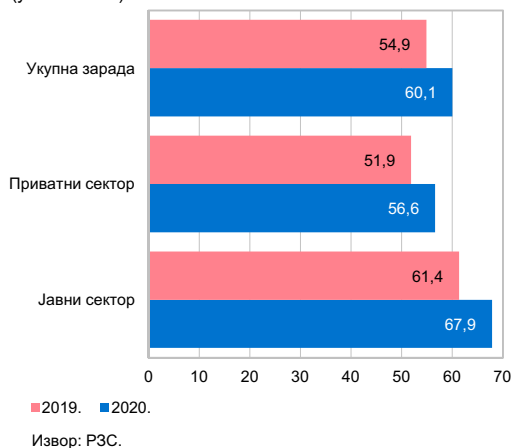


11. Зараде и запосленост

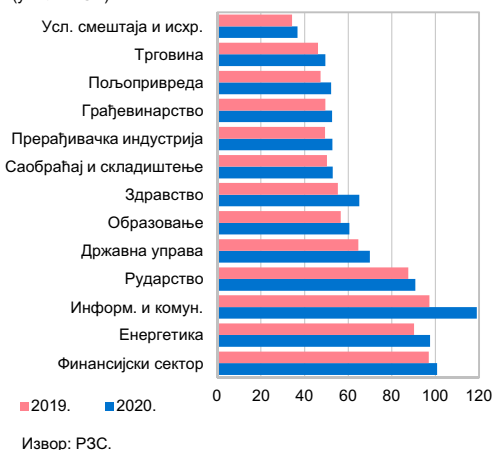
Правовремена и издашна економска подршка привреди Србије за време пандемије допринела је очувању зарада, наставку запошљавања у приватном сектору, као и даљем паду броја незапослених, чиме је **домаће тржиште рада у 2020. избегло теже последице светске кризе**. На то указују задржавање стопе незапослености током 2020. на једноцифреном нивоу (9,0% у просеку), повећање броја формално запослених у приватном сектору за скоро 42 хиљаде лица у просеку, као и **раст просечне номиналне нето зараде на 66.092 динара у децембру** (тј. на 562 евра).

На нивоу целе 2020. просечна номинална нето зарада износила је 60.073 динара, што је за 9,4% више него годину дана раније, при чему је **просечна зарада повећана и у приватном сектору (9,1%) и у јавном сектору (10,6%)**. Посматрано по делатностима, највећи релативни раст зарада забележен је у ИКТ сектору (22,8%), као и у области здравства и социјалне заштите (17,8%), доминантно по основу повећања плата здравственим радницима, који су у највећој мери понели терет пандемије. Иако нешто споријим темпом него у претходном периоду, просечна зарада у 2020. порасла је и у осталим привредним делатностима – пољопривреди (10,2%), индустрији (8,4% збирно) и трговини (7,5%), у којима преовладава приватни сектор. **Зарада је повећана и запосленима у делатностима угоститељства и туризма (7,3%)**, којима је, одлуком Владе РС, у децембру исплаћена још једна минимална зарада (шеста по реду), с обзиром на то да су ове делатности највише погођене пандемијом. Поред тога, виша просечна зарада у 2020. забележена

Графикон III.11.1. Просечна номинална нето зарада (у хиљ. RSD)



Графикон III.11.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



је и у делатностима државне управе (8,1%) и образовања (7,1%), у којима доминира јавни сектор.

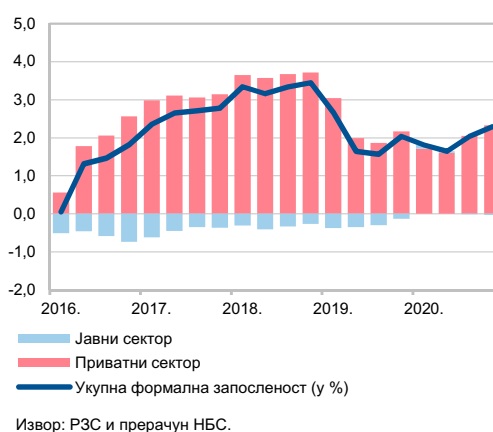
Узимајући у обзир пројектовани привредни опоравак, Влада РС је у септембру донела **одлуку о повећању минималне цене рада са 172,54 динара по сату на 183,93 динара по сату** (почев од 1. јануара 2021), чиме ће просечна минимална зарада у овој години бити виша за 6,6% (тј. око 2 хиљаде динара) него у 2020. Очекивано додатно повећање просечне зараде у јавном сектору, уз вишу минималну зараду, позитивно ће допринети даљем опоравку домаће тражње и очувању животног стандарда становништва.

Вођена повећањем зарада и запослености, **укупна номинална нето маса зарада**, која представља доминантан извор потрошачке тражње, **порасла је за 13,6% у 2020.** чему је пре свега допринео раст номиналне нето масе зарада у приватном сектору (15,3%), а потом и у јавном сектору (10,4%).

У условима поострених здравствених мера због пандемије, продуктивност укупне економије, према нашој процени, на нивоу 2020. смањена је за 2,9%. Међутим, **пад продуктивности је знатно ублажен** благовремено предузетим монетарним и фискалним подстицајима.

На отпорност домаћег тржишта рада у новонасталим околностима упућује и **раст укупне формалне запослености у 2020. од 1,9% у просеку**, што је незнатно мање у односу на 2019. (2,0%). Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, на нивоу

Графикон III.11.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености (у п.п., просек периода)



просека за 2020. забележен је раст запошљавања код правних лица (за око 40 хиљада лица) и предузетника (за око 7,5 хиљада лица), док је у исто време смањен број индивидуалних пољопривредника (за око 5,5 хиљада лица). При томе, **остварено повећање формалне запослености у потпуности је реализовано у приватном сектору, који је на крају 2020. бројао 1,65 млн запослених, док је број запослених у јавном сектору остао готово непромењен у односу на 2019. (око 600 хиљада лица).** Почетком 2021. биће ублажена контрола запошљавања у јавном сектору, с обзиром на то да је новом законском регулативом прописано да јавне институције, установе и предузећа могу запослити до 70% лица којима је престао радни однос у претходној години, и то без посебних дозвола и сагласности.



Највећи број новозапослених у 2020. забележен је у прерађивачкој индустрији (око 16 хиљада лица), грађевинарству (око 10 хиљада лица), ИКТ сектору (око 6 хиљада лица) и трговини (око 5 хиљада лица). Охрабрује то што су нова радна места отворена и у делатностима саобраћаја и складиштења (близу 4 хиљаде лица), као и у делатностима угоститељства и туризма (око 3 хиљаде лица), чему су допринели постепено попуштање здравствених мера од маја и државна помоћ послодавцима и запосленима.

Према подацима Националне службе за запошљавање, **укупан број регистрованих незапослених од септембра 2020. први пут се спустио испод пола милиона** и у децембру је износио 491.347 лица, што је за око 15,5 хиљада незапослених мање него годину

дана раније. Иако је током 2020. динамика смањења незапослености успорила услед пандемије, у свим групама занимања, у просеку, евидентиран је мањи број незапослених, пре свега у онима која припадају сектору индустрије (за око 8 хиљада лица) и делатностима трговине, угоститељства и туризма (за око 2 хиљаде лица). За њима следе групе занимања у делатностима пољопривреде, грађевинарства и саобраћаја, у којима је у 2020. укупно евидентирано око 3 хиљаде мање незапослених.

Доступни резултати Анкете о радној снази, који се односе на формални и неформални сегмент тржишта рада, **потврђују отпорност тржишта рада** упркос последицама пандемије. Стопа активности радно способног становништва у Т4 2020. достигла је 69,3%, што је изнад преткризног нивоа (Т4 2019), док се у исто време стопа запослености од 49,7% вратила на свој преткризни ниво. Тиме је надомештен пад ових показатеља у Т2, који је у највећој мери био изазван отежаним условима проналажења посла током трајања ванредног стања и смањеним ангажовањем неформално запослених. При томе, на нивоу просека за 2020. стопа активности и стопа запослености износиле су 67,7% и 49,1%, респективно, што се не разликује битно у поређењу са 2019. Поред тога, **стопа незапослености у 2020. снижена је за 1,4 п.п., на 9,0% у просеку**, при чему је **током целе године остала на једноцифреном нивоу и у Т4 износила је 9,9%.**

Поред основних показатеља, анкетом се прате и **додатни показатељи** како би се потпуније

Табела III.11.1. Кретања формалне запослености и незапослености

(мг. стопе раста, просек периода)

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

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

обухватила кретања на тржишту рада за време пандемије.⁴⁰ Наведени показатељи потврђују оцену да је у Т2 дошло до краткорочног егзогеног поремећаја, а да су већ током Т3 и Т4, упоредо с постепеним ублажавањем здравствених мера, у знатном обиму саниране последице **застоја на тржишту рада**,⁴¹ који је у Т4 износио 19,0%, што је за 0,6 п.п. ниже него годину дана раније. У истом периоду, **показатељи одсуства с посла и рада од куће**⁴² благо су повећани за 0,1 п.п. и 0,5 п.п. и у Т4 износили су 4,6% и 9,2%, респективно. **Извршени часови рада по запосленом** у Т4 износили су 39,5 часова недељно, што је на готово истом нивоу као пре годину дана. Све наведено упућује на закључак да су се услови и активности на тржишту рада на крају 2020. стабилизовали и доминантно вратили на преткризни ниво, захваљујући пре свега свеобухватној економској подршци државе.

⁴⁰ За више информација видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2021*, Осврт 4, стр. 49.

⁴¹ **Застој на тржишту рада** представља учешће: 1) незапослених, 2) запослених који раде краће од пуног радног времена и 3) потенцијалне радне снаге у проширеној радној снази, при чему се под *проширеном радном снагом* подразумевају сви запослени, незапослени и *потенцијална радна снага* (они који могу да раде, али не траже посао и они који траже посао, али не могу одмах почети да раде).

⁴² **Одсуство с посла** мери се учешћем запослених који су одсутни с посла у укупном броју запослених, док се **рад од куће** мери учешћем броја запослених који су радили од куће у укупном броју запослених.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	13
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	13
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	14
II.3.1.	Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији током 2020.	16
II.3.2.	Укупна и базна инфлација	17
III.1.1.	Водећи показатељи економске активности у свету и зони евра током 2019. и 2020.	19
III.1.2.	ММФ-ова ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2021.	19
III.1.3.	Мг. стопе реалног раста БДП-а у зони евра и САД	20
III.1.4.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	21
III.1.5.	Мг. стопе реалног раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе	21
III.1.6.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе у 2020.	22
III.1.7.	Кретање референтних стопа за изабране земље средње и југоисточне Европе	24
III.1.8.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	25
III.1.9.	Кретање цена нафте и бакра	26
III.1.10.	Индекс светских цена хране	26
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	28
III.2.2.	Структура финансијског биланса	29
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	30
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	31
III.3.1.	Кретање каматних стопа	32
III.3.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	32
III.3.3.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	33
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	34
III.3.5.	Показатељ премије ризика за дуг у доларима – <i>EMBI</i>	34
III.3.6.	Показатељ премије ризика за дуг у еврима – <i>EURO EMBIG</i>	35
III.3.7.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	36
III.3.8.	Кретање курса динара и евра према долару	36
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	37
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	38
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	38
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	39
III.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	39
III.4.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	40
III.4.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	40
III.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	41
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	41
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	42
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	42
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	43
III.6.1.	Број промета по врстама непокретности	43
III.6.2.	Цене станова новоградње у Републици Србији	44
III.6.3.	Кретање броја издатих грађевинских дозвола и завршених станова	44

III.7.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	45
III.7.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва	45
III.7.3. Очекивана инфлација за две године унапред	45
III.8.1. Фискални и примарни резултат буџета опште државе	46
III.8.2. Доприноси реалном расту прихода консолидованог буџета у 2020.	47
III.8.3. Доприноси реалном расту расхода консолидованог буџета у 2020.	47
III.8.4. Јавни дуг	48
III.9.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	49
III.9.2. Извоз и увоз робе и услуга	50
III.9.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	50
III.9.4. Кретање главних компоненти увоза	50
III.10.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	51
III.10.2. Кретање показатеља економске активности	51
III.10.3. Показатељи грађевинске активности	51
III.10.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	52
III.10.5. Покретљивост становништва у Србији у зависности од мера државе и кретања епидемије	52
III.11.1. Просечна номинална нето зарада	53
III.11.2. Номиналне нето зараде по делатностима	53
III.11.3. Структура м.г. раста укупне формалне запослености	53
III.11.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	54
III.11.5. Додатни показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	54

Табеле

II.1.1. Одговор Народне банке Србије на <i>COVID-19</i> у 2020.	11
III.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2020.	17
III.1.1. Процена привредног раста за 2020.	20
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	27
III.3.1. Кредитни рејтинг	35
III.4.1. Монетарни преглед	37
III.8.1. Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса <i>COVID-19</i> и подршку привреди Србије	46
III.11.1. Кретања формалне запослености и незапослености	54

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

ГОДИШЊИ извештај о монетарној политици /
Народна банка Србије. - 2010- . - Београд
(Краља Петра 12) : Народна банка Србије,
2010- (Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца) . - 30 cm

Два пута годишње
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици
COBISS.SR-ID 185198604