



РЕПУБЛИКА СРБИЈА
НАРОДНА СКУПШТИНА
БЕОГРАД

ПРИМЉЕНО: 01.10.2020

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
ГУВЕРНЕР

КГ.бр. 2623/1/20

Орг. јед.	Број	Прилог	Вредност
03	400 - М	1/20	

Београд, 30. септембра 2020.

НАРОДНА СКУПШТИНА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

У складу с чланом 71. став 3. Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015 – одлука УС и 44/2018), достављамо вам Полугодишњи извештај о монетарној политици (јануар – јун 2020), са образложењем свих фактора који су утицали на спровођење те политике – који је Извршни одбор Народне банке Србије усвојио на седници одржаној 10. септембра 2020. године.

С поштовањем,



Др Јоргованка Табаковић

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.

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2020. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. септембра 2020. 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.** – десејонирано
- 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
- СМТК** – стандардна међународна трговинска класификација
- 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 од почетка 2020. године	7
2. Инструменти монетарне политике	10
Операције на отвореном тржишту.....	10
Депозитне и кредитне олакшице	11
Обавезна резерва.....	11
Каматне стопе.....	11
Операције на девизном тржишту.....	12
Девизне своп аукције Народне банке Србије	13
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2020. године	13
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	17
1. Међународно окружење	17
Економска активност и инфлација	17
Монетарна политика.....	19
Финансијска и робна тржишта.....	20
2. Међународне трансакције	23
Платнобилансна кретања и девизне резерве	23
Међународна инвестициона позиција земље	25
3. Кретања на финансијском тржишту	26
Каматне стопе.....	26
Премија ризика земље	29
Кретања на девизном тржишту и курс динара.....	30
Кретања на берзи.....	31
4. Новац и кредити	32
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	32
Кредити банака.....	33
5. Показатељи степена динаријације	35
6. Инфлациона очекивања	37
7. Фискална кретања	38
8. Агрегатна тражња	40
Домаћа тражња.....	40
Нето екстерна тражња	41
9. Економска активност	42
10. Зараде и запосленост.....	44
Списак графикана и табела	47

Резиме

Свет се током 2020. суочио са здравственом и економском кризом изазваном пандемијом вируса корона. Криза без преседана довела је до драстичног пада светске економске активности и уласка већине земаља у рецесију, са знатним последицама по светско робно и финансијско тржиште. Светско робно тржиште у почетној фази пандемије карактерисао је пад цена примарних производа, нарочито нафте, а светско финансијско тржиште повећана 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, али су изгледи њеног раста кориговани наниже, уз висок степен неизвесности у погледу брзине опоравка.

На домаћем тржишту повољна макроекономска кретања настављена су почетком 2020, али је од марта, као и у другим европским земљама, на привредну активност у Србији утицала пандемија вируса корона. То је захтевало знатне монетарне и фискалне подстицаје Народне банке Србије и Владе Републике Србије ради подршке привреди у превазилажењу негативних ефеката пандемије. Притом, одговорно вођење економске политике у претходном периоду 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, омогућило је предузимање опсежних мера и убрзање опоравка привреде од кризе изазване вирусом корона.

Још пре увођења ванредног стања, на ванредној седници 11. марта, Извршни одбор Народне банке Србије донео је одлуку о смањењу референтне каматне стопе за 50 базних поена, на 1,75%, а сужен је и коридор основних каматних стопа, са $\pm 1,25\%$ на $\pm 1,0\%$. По брзини реакције на пандемију, Народна банка Србије је била једна од првих институција у земљи и међу првим централним банкама у свету. Такође, на седницама у априлу и јуну, референтна каматна стопа снижена је за по 25 базних поена, на 1,25%, будући да су размере кризе у свету изазване пандемијом захтевале додатну подршку монетарне политике. Тиме је референтна каматна

стопа смањена за цео процентни поен у односу на ниво пре избијања кризе, што се пренело на даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, као и на спуштање каматних стопа на динарске кредите на нови најнижи ниво до сада.

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 се олакшава терет кризе нашим грађанима и привреди. Поред тога, Извршни одбор је у јулу увео стимулативне мере у оквиру гарантне шеме Владе Републике Србије, које допринесе још бољим условима динарског кредитирања привреде, а тиме и расту степена динаризације и додатно јачању финансијске стабилности. Све наведено помогло је да се први талас кризе у великој мери ублажи и да кредитни канал настави несметано да функционише и допринесе опоравку наше привреде од последица кризе.

Током првог полугодишта укупни домаћи кредити бележили су двоцифрене међугодишње стопе раста (13,9% у јуну). Структура кредита остала је повољна са становишта пружања подршке економској активности, при чему је међугодишњи раст кредита привреди у јуну износио 15,9%, а кредита становништву 12,6%. Поред нижих цена задуживања на домаћем тржишту, повећању стања кредита од краја марта доприноси и мораторијум, док од маја позитиван допринос пружају и кредити из гарантне шеме намењени микропредузећима, малим и средњим предузећима, као и предузетницима. До краја јуна у оквиру гарантне шеме одобрено је преко 630 милиона евра кредита, од чега је преко половине било у динарима, што је допринело расту степена динаризације пласмана на највиши ниво до сада – 34,6%. Истовремено, резултати на плану стратегије динаризације коју спроводе Народна банка Србије и Влада Републике Србије огледају се и у учешћу динарских депозита у укупним депозитима, које

је у јуну достигло 38,5%, што је такође највиши ниво до сада, као и у расту учешћа динарског дела јавног дуга на 28,4% крајем јуна.

Захваљујући знатно побољшаној макроекономској позицији земље, отворен је простор за **снажну реакцију фискалне политике** на пандемију вируса корона, а државни буџет је могао да издржи период у коме су били смањени приходи и повећани трошкови здравственог система. Крајем марта донет је Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије у вредности од око 11,0% бруто домаћег производа, који је у јулу проширен за додатних 1,2% бруто домаћег производа. Највећи део планираних мера помоћи пореске политике и директне помоћи приватном сектору већ је спроведен током другог тромесечја, што је резултирало фискалним дефицитом на консолидованом нивоу од 311,5 милијарди динара у шест месеци (од чега се преко 4/5 дефицита односило на друго тромесечје). Највећи ефекат на реално ниже приходе од 7,5% у односу на шест месеци 2019. имало је одложено плаћање аконтације пореза на добит током другог тромесечја, а затим и нижи доприноси за социјално осигурање, као и нижи непорески приходи, док су друге категорије прихода готово стагнирале. Јавни расходи били су реално већи за 23,2% него у истом периоду 2019, највише због исплате минималних зарада привредницима и једнократне исплате средстава пунолетним грађанима. У мањој мери, раст је забележен и код набавке робе и услуга, пре свега због набавке медицинског материјала, затим расхода за зараде, као и капиталних расхода. С друге стране, смањени су расходи по основу камата, чему су допринели ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и кредитни рејтинг земље на корак од инвестиционог.

Према проценама Министарства финансија, **фискални дефицит опште државе** ове године износиће око 8,2% бруто домаћег производа, али је, према нашем мишљењу, такав једнократни дефицит у потпуности оправдан, јер би у супротном пад економске активности ове године био далеко већи, праћен смањењем производних капацитета, укључујући и смањење броја радних места. Такође, без наведених мера опоравак привреде би у наредној години био знатно спорији. Према проценама Министарства финансија, **јавни дуг централног нивоа државе** ове године биће привремено повећан на око 60% бруто домаћег производа (са 57,3% крајем јуна), али ће од наредне године уследити наставак његове силазне путање.

Упркос новонасталој кризи изазваној пандемијом вируса корона, инфлација је остала ниска, захваљујући обезбеђеној релативној стабилности девизног курса, повећаном кредибилитету монетарне политике који је резултирао усидреним инфлационим очекивањима, као и пуној снабдевености тржишта робом. У складу са очекивањима Народне банке Србије, **међугодишња инфлација** је, након 2,0% у јануару, успорила и у марту, априлу и мају се кретала испод доње границе циља, да би се у јуну вратила у те границе и износила 1,6%. Ниске инфлаторне притиске потврђује и **базна инфлација** (по искључењу цена хране, нафтних деривата, алкохола и цигарета), која је током шест месеци 2020. остала стабилна и у јуну је износила 1,4% међугодишње.

Према августовској средњорочној пројекцији, Народна банка Србије очекује да ће **међугодишња инфлација до краја ове године и током наредне године наставити да се креће у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља**, првенствено због слабих трошковних притисака и ниже агрегатне тражње у условима актуелне пандемије вируса корона. С јачањем економске активности и опоравком тражње, очекујемо да ће инфлација током 2022. године започети приближавање централној вредности циља, али да ће остати испод те вредности до краја периода пројекције.

Стабилно кретање динара према евру настављено је током првог полугодишта и у условима појачане неизвесности услед кризе изазване пандемијом вируса корона. Томе је допринела Народна банка Србије, обезбеђујући банкама потребну девизну ликвидност у условима смањене понуде девиза и ефективног страног новца. Посматрано крајем периода, вредност динара према евр била је непромењена, док је, због слабљења долара према евр, динар према долару ојачао за 0,3%. Ради одржања релативне стабилности на домаћем девизном тржишту, Народна банка Србије је током периода јануар-јуни у активностима на међубанкарском девизном тржишту нето продала 1.030,0 милиона евра. Притом, највећи износ нето продаје забележен је у априлу (440,0 милиона евра), када су били и најизраженији ефекти појачане неизвесности на међународном финансијском тржишту.

У условима ниже екстерне тражње, затварања економија и примене мера за здравствену заштиту, **спољнотрговинска размена Србије** очекивано је смањена у другом тромесечју, уз бржи пад увоза робе и услуга од извоза. Уз нижи дефицит примарног дохотка, то је допринело смањењу дефицита текућег рачуна, посматрано

од почетка године – за 11,6% међугодишње, на 1,3 милијарде евра. Дефицит текућег рачуна више је него у пуној мери био покривен нето приливом страних директних инвестиција, који је у шест месеци ове године износио преко 1,4 милијарде евра. Прилив по основу портфолио инвестиција био је за 0,1 милијарду евра виши него прилив страних директних инвестиција, и пре свега је резултат успешне емисије седмогодишње еврообвезнице на међународном финансијском тржишту у вредности од 2 милијарде евра. И у условима глобално повећане аверзије према ризику, тражња инвеститора вишеструко је премашила планирани и реализовани износ емисије, а обвезница је реализована по стопи приноса од 3,375% (купонска стопа 3,125%). Прикупљена средства искоришћена су за финансирање програма подршке реалном сектору ради ублажавања последица економске кризе изазване вирусом корона.

На крају јуна, **брuto девизне резерве Народне банке Србије** износиле су готово 14 милијарди евра и у односу на крај 2019. више су за 578 милиона евра. Ниво девизних резерви Србије је адекватан и обезбеђује заштиту од екстерних потреса, с обзиром на то да покрива 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 високо ликвидне 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).

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

Почетком године, **показатељи економске активности наставили су да бележе позитивне тенденције**, а поједини од њих су били и изнад наших очекивања, што указује на то да, да није било пандемије вируса корона, готово да је извесно да би економска активност ове године

остварила и већи раст од претходно пројектованог од око 4%, који је требало да буде вођен пре свега инвестицијама. Међутим, пандемија вируса корона утицала је на застој, а у појединим услужним секторима и прекид активности у другој половини марта. Ипак, то се није у већој мери негативно одразило на динамику раста бруто домаћег производа у првом тромесечју, од 5,1% међугодишње, што је био највиши раст у региону средње и југоисточне Европе. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа био је вођен растом инвестиција и потрошње домаћинства, а с производне стране, већом активношћу у сектору услуга, грађевинарства и индустрије. Пад екстерне тражње и предузете мере за заштиту здравља становништва одразили су се на смањену домаћу тражњу и економску активност током другог тромесечја. Према проценама Републичког завода за статистику, забележен је пад бруто домаћег производа у другом тромесечју од 6,4% у односу на исти период 2019, што је мањи пад него у другим земљама региона и у складу је са оценама међународних финансијских институција да ће Србија на нивоу године имати најбољи исход по питању бруто домаћег производа. Највећи негативни ефекти пандемије осетили су се у априлу, а од маја је уследио опоравак подстакнут предузетим мерама монетарне и фискалне политике, који је у већини производних и услужних делатности био бржи од наших очекивања.

Негативни ефекти пандемије на тржиште рада у великој мери су ублажени донетим мерама економске политике, о чему сведочи податак да су формална запосленост и зараде у већини услужних сектора очуване, као и рекордно ниска стопа незапослености према Анкети од радној снази од 7,3% у другом тромесечју. На формалном сегменту тржишта рада, запосленост не само да је сачувана него је у односу на исти период претходне године у другом тромесечју забележила раст од 1,6%.

Према нашој августовској пројекцији, **опоравак ће се наставити и у остатку године**, а на нивоу 2020. године очекујемо да ће реални бруто домаћи производ бити нижи за 1,5%, а да већ наредне године економска активност убрзано расте. Негативан допринос, посматрано с производне стране, потицаће од услужних и производних сектора, изузев пољопривреде, с обзиром на то да процењујемо да ће овогодишња пољопривредна сезона бити боља од претходне, која је такође била натпросечна. Посматрано с расходне стране, негативан допринос даће нижа домаћа тражња, док ће позитивно допринети нето извоз услед очекиваног већег пада увоза од

извоза. Наредне године уследиће убрзан опоравак економске активности и раст бруто домаћег производа од око 6%, вођен домаћом тражњом и извозом, чему доприноси правовремен и адекватан одговор носилаца економске политике у Србији и задржана повољна средњорочна перспектива наше земље, што ће обезбедити повратак на стабилну средњорочну путању раста од око 4% годишње.

Пуна координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена, што ће омогућити смањење евентуалних даљих негативних утицаја из међународног окружења. Народна банка Србије и даље ће пажљиво пратити глобална кретања и њихове утицаје на домаћу економију и инфлацију, те благовремено реаговати како би

очувала постигнуту ценовну и финансијску стабилност и допринела расту наше привреде на одрживим основама. Одлуке монетарне политике у наредном периоду зависиће од процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике, као и очекиваног кретања кључних фактора из домаћег и међународног окружења и њиховог утицаја на инфлацију, финансијску стабилност и брзину економског опоравка. Извршни одбор истиче да је Народна банка Србије спремна да реагује у случају евентуалних додатних ефеката пандемије на економска кретања у домаћем и међународном окружењу.

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 трајњом 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 кратак 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 циљању инфлације 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 2019. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2022. 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 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

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 2022. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 12. децембра 2019. године.

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

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 од почетка 2020. године

Монетарна политика се у III 2020. водила у складу с Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2020. години⁴, 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 мера 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. Према Програму, Народна банка Србије ће 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%, који је тада био њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду то 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 и о ефектима претходних ублажавања монетарне политике – смањењу референтне каматне стопе у јулу, августу и новембру 2019. године за укупно 75 б.п., на 2,25%, чији су ефекти очекивани и 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, требало је да се м.г. инфлација до средине 2020. године креће око доње границе дозвољеног одступања од циља, а након тога да почне постепено да се приближава његовој централној вредности. Томе је у кратком року требало да допринесу ниска база код цена поврћа и регулисаних цена, а у средњем року раст агрегатне тражње.

Као и у претходним пројекцијама, главни фактор који је требало да допринесе приближавању инфлације централној вредности циља у средњем року био је раст домаће тражње, која је, према оцени Извршног одбора, у потпуности требало да компензује негативне утицаје очекиване слабије екстерне тражње у 2020. години. Требало је да домаћа тражња буде подстакнута растом економске активности и позитивним трендовима на тржишту рада, које су најбоље илустровали подаци о расту зарада и запослености, уз пад стопе незапослености на једноцифрени ниво. Очекивало се да раст домаће тражње подстакне и претходно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, које се пренело на повољне услове финансирања и већи расположиви доходак грађана и привреде. Такође, очекивали су се ефекти нових прописа, које је у децембру донела Народна банка Србије ради подстицања динарског кредитирања привреде, пре свега микропредузећа, малих и средњих предузећа, предузетника и пољопривредника. Поред тога, каматне стопе на евроиндексирани кредите и даље су биле ниске, подржане растом експанзивности монетарне политике ЕЦБ-а, као и већом конкуренцијом међу банкама и даљим падом премије ризика Србије.

Високо фреквентни 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. Као резултат

⁴ „Службени гласник РС”, бр. 88/2019.

активирања инвестиција у разменљивим секторима, настављен је снажан раст извоза робе и услуга, упркос успоравању привредног раста зоне евра, квотама на извоз челика у ЕУ и уведеним таксама од 100% на испоруку робе и услуга на Косово и Метохију.

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 на међународном финансијском и робном тржишту у великој мери је потицала од геополитичких тензија. Подршка глобалној привреди дошла је од монетарних политика водећих централних банака, што је и даље требало 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, од марта је уследило ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, знатно снажније него у претходном периоду, због изазова без преседана у новијој историји. Наиме, Светска здравствена организација је 11. марта 2020. прогласила глобалну пандемију изазвану вирусом корона, а Извршни одбор Народне банке Србије је истог дана, на ванредној седници, реаговао смањењем референтне каматне стопе за 50 б.п. 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 привредне активности, уз очување ценовне и финансијске стабилности. Референтна каматна стопа смањена

је за цео процентни поен у односу на ниво пре избијања кризе, што се пренело на даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и динарских кредита, чиме је подстакнут наставак раста кредитне активности.

Народна банка Србије је предузела и додатне мере 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, 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. Све наведено помогло је банкама, али и привреди и становништву да се први талас кризе у великој мери ублажи и да кредитни канал настави несметано да функционише и доприноси започетом опоравку наше привреде.

У ситуацији глобалне неизвесности изазване пандемијом, Народна банка Србије је успоставила и превентивну репо линију са ЕЦБ-ом, путем које би се, у случају потребе, домаћем финансијском систему могла обезбедити додатна ликвидност у еврима. Притом, треба истаћи да ни динарска ни девизна ликвидност домаћег банкарског сектора нису угрожене, а висок ниво девизних резерви земље представља више него довољан потенцијал за одговор на евентуалне поремећаје девизне ликвидности. Превентивна репо линија са ЕЦБ-ом представља још један вид сигурности и указује на то да Народна банка Србије предузима све што је могуће и делује проактивно како би се подржала домаћа економија и сачувала макроекономска стабилност у условима високе глобалне неизвесности због пандемије.

Могућност да Народна банка Србије реагује поменутиим 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

Табела II.1.1. Најважније монетарне мере за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије

Мера	Циљ
1. Смањена је референтна каматна стопа за цео процентни поен, на 1,25%, што је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације.	Даљи пад каматних стопа на међу банкарском тржишту новца и динарских кредита, како би се подстакло раст кредитне активности, а тиме и бржи опоравак економске активности.
2. Сузјен је коридор основних каматних стопа Народне банке Србије, са $\pm 1,25$ п.п. на ± 1 п.п. у односу на референтну каматну стопу.	Већа ефикасност монетарне политике путем канала каматних стопа.
3. Повећана је динарска и девизна ликвидност банака, путем директних репо операција, своп аукција и билатералне куповине динарских државних обвезница од банака.	Ефикасно функционисање банкарског система и још повољнији услови кредитирања привреде и становништва.
4. 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.	Олакшање у подношењу терета кризе нашим грађанима и привреди, повећање њиховог расположивог дохотка и тиме смањење негативног ефекта пандемије на домаћу тражњу и економску активност.
5. Уведене су стимулативне мере у оквиру гарантне шеме Владе Републике Србије - банке које клијентима одобравају динарске кредите из гарантне шеме по нижим каматним стопама од максималне (која износи једномесечни BELIBOR + 2,5 процентних поена), и то за најмање 50 базних поена, имају вишу стопу ремунарације на износ издвојене обавезне резерве у динарима за 50 базних поена, и то на износ одобрених кредита под повољнијим условима.	Још повољнији услови динарског кредитирања микропредузећа, малих и средњих предузећа и предузетника, а тиме и раст степена динаризације и додатно јачање финансијске стабилности.
6. Успостављена је превентивна репо линија са ЕЦБ-ом, путем које би се, у случају потребе, домаћем финансијском систему могла обезбедити додатна ликвидност у евримма.	Обезбеђење још једног нивоа сигурности у условима изразите неизвесности на међународном финансијском тржишту.

Извор: Народна банка Србије.

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 и монетарним и фискалним мерама у складу с најбољом светском праксом, и то на начин који не угрожава макроекономску стабилност и фискалну позицију државе. Обимним пакетом мера, у укупном износу од преко 12% БДП-а, обезбеђена је подршка приватном сектору како би се сачувала радна места и функционисање предузећа и убрзао опоравак привреде. Захваљујући фискалној консолидацији спроведеној у претходном периоду, јавне финансије Србије имају капацитет да се изборе са актуелном кризом без угрожавања постигнуте ниске и стабилне инфлације, као и других показатеља макроекономске стабилности.

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. Очекивало се да опоравак већ у наредној години буде више него потпун, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности и фискалне позиције земље.

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

Одлуке о смањењу референтне каматне стопе биле су опредељене 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. На смањену привредну активност утицао је отежан рад многих услужних делатности – застој, а у појединим случајевима и прекид у глобалним производним ланцима, као и пад потрошачког и пословног поверења. У таквим условима повећана је неизвесност на међународном финансијском тржишту, а инвеститори су давали предност улагањима у сигурну активу, што је за последицу имало пад индекса на светским берзама и раст цене злата и државних ХоВ развијених земаља.

Како би умањиле негативне ефекте кризе, бројне централне банке у свету реаговале су додатним ублажавањем својих монетарних политика и знатним неконвенционалним мерама. Тако је ФЕД смањило распон референтне каматне стопе готово на нулти ниво и донео програм квантитативног попуштања, који није ограничен ни временски ни по обиму и представља највећу интервенцију централне банке у њеној историји од више од 100 година. За нас је посебно важан опоравак зоне евра, који би између осталог требало да буде подстакнут донетим 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 требало да координиране акције монетарне и фискалне политике у највећим привредама света допринесу ублажавању негативних ефеката по глобални привредни раст и задржавању повољних услова финансирања на међународном тржишту у новонасталој ситуацији. Такође, Извршни одбор је имао у виду и да се због лошијих изгледа за глобални привредни раст очекује да ће цене примарних производа на светском тржишту, пре свега цене нафте, остати на релативно ниском нивоу и у наредном периоду.

Извршни одбор је истакао да ће и даље пажљиво пратити и анализирати кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа, и да је Народна банка Србије спремна да реагује у складу са евентуалним додатним ефектима пандемије. Као и до сада, пуна координација мера монетарне и фискалне политике биће настављена, што ће

умањити евентуалне даље негативне утицаје из међународног окружења и последице ширења вируса корона на домаћу привреду. У координацији с Владом, Народна банка Србије је применила све неопходне мере како би се очувала постигнута ценовна и финансијска стабилност и олакшала позиција грађана и привреде у овим екстремним околностима. У случају потребе додатне мере ће бити примењиване и у наредном периоду у зависности од даљег тока пандемије и опоравка наше економије.

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

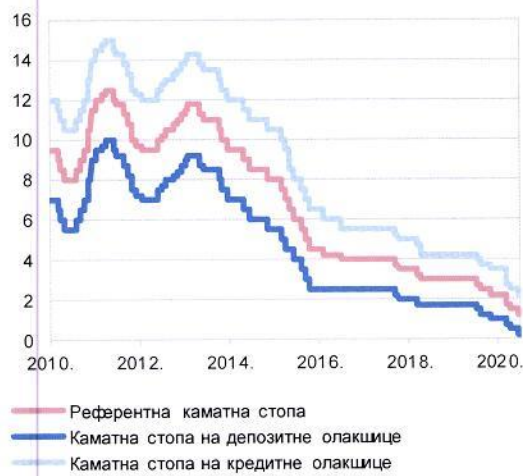
Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током П1 биле су **једнонедељне реверзне репо трансакције**, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје коришћена је једна серија благајничких записа емитована крајем 2019. године 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 П1 организовано је 25 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, **по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе**. Укупна продаја ХоВ износила је 1.120,0 млрд динара. Остварени обим продаје био је мањи него у П2 2019. године (1.790,0 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 износило је 45,8

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



Извор: НБС.

млрд динара, што је за 20,1 млрд динара мање него у П2 2019. Посматрано у односу на крај 2019. године, стање тих ХоВ смањено је за 30,0 млрд динара и крајем јуна је износило 40 млрд динара.

Ради пружања подршке домаћем финансијском систему и укупним економским токовима у условима пандемије вируса корона, Народна банка Србије је крајем марта 2020. године обезбедила банкарском сектору додатну динарску ликвидност у укупном износу од 26,2 млрд динара, организовањем три аукције репо куповине динарских државних ХоВ, с роковима доспећа трансакција од седам дана и три месеца, по повољној каматној стопи од 0,75% за обе рочности, тј. по каматној стопи на депозитне олакшице.

Народна банка Србије је током априла и маја 2020. године наставила с пружањем подршке банкарском систему – трајном куповином динарских државних ХоВ од банака, чиме им је обезбеђена додатна ликвидност у износу од 97,0 млрд динара.

Ради подршке домаћој привреди у условима пандемије, Народна банка Србије је изменама и допунама Одлуке о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту омогућила да динарске ХоВ без девизне клаузуле, које издају домаћа привредна друштва (корпоративне обвезнице), могу бити предмет купопродаје у трајним и репо трансакцијама банака с Народном банком Србије.

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 2020. године преко ноћи депоновале средства код Народне банке Србије у износу од 135,1 млрд динара у просеку, што је за 83,9 млрд динара више него у П2 2019. године. Највише просечно дневно стање депонованих средстава забележено је у јуну (209,4 млрд динара), а најниже у марту (75,7 млрд динара).

Народна банка Србије је допунама Одлуке о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог хартија од вредности, којом су уређене кредитне олакшице, проширила листу ХоВ које могу бити предмет залог ради коришћења кредита на динарске хартије, без девизне клаузуле, које издају домаћа привредна друштва. У П1 2020. године банке су кредитне олакшице користиле као дневни (*intraday*) кредит (једна банка у укупном износу од 1,0 млрд динара). Преконоћни кредити нису коришћени.

Обавезна резерва

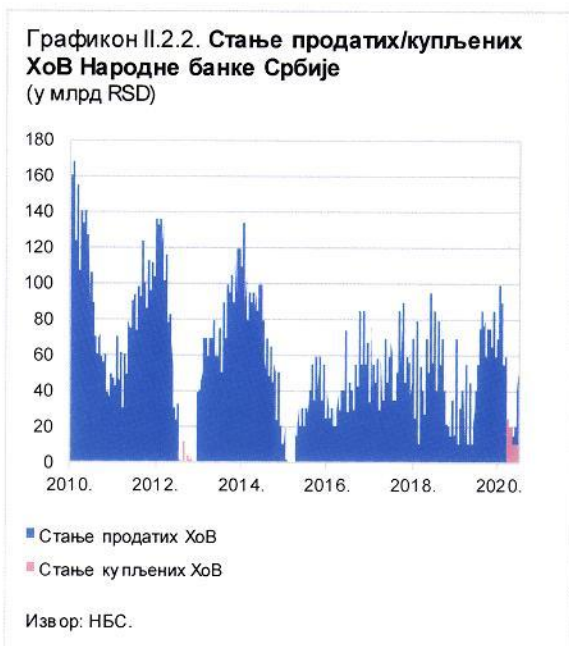
У П1 2020. године, обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 14,6 млрд динара и у јуну је износила 206,1 млрд динара. Наведено повећање резултат је повећања чисто динарске обавезне резерве за 7,9 млрд динара, као и повећања дела девизне обавезне резерве који се издваја у динарима за 6,7 млрд динара.

У истом периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 97,9 млн евра и у јуну је износила 2.136,8 млн евра. Овакво кретање резултат је повећања девизне основице за 824,6 млн евра, чему је највише допринео раст обавеза банака према иностранству и девизне штедне грађана.

Каматне стопе

У П1 2020. године, референтна каматна стопа Народне банке Србије снижена је три пута – у марту са 2,25% на 1,75%, затим у априлу на 1,50% и у јуну на 1,25%, при чему је у марту сужен и коридор каматних стопа са $\pm 1,25$ п.п. на $\pm 1,00$ п.п. у односу на референтну каматну стопу. Као резултат наведених измена смањиване су и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице, тако да су од 3,5% и 1,0%, респективно, колико су износиле у јануару 2020. године, смањене на 2,25%, односно 0,25% у јуну.

Осим тога, у истом периоду, смањивана је и каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске



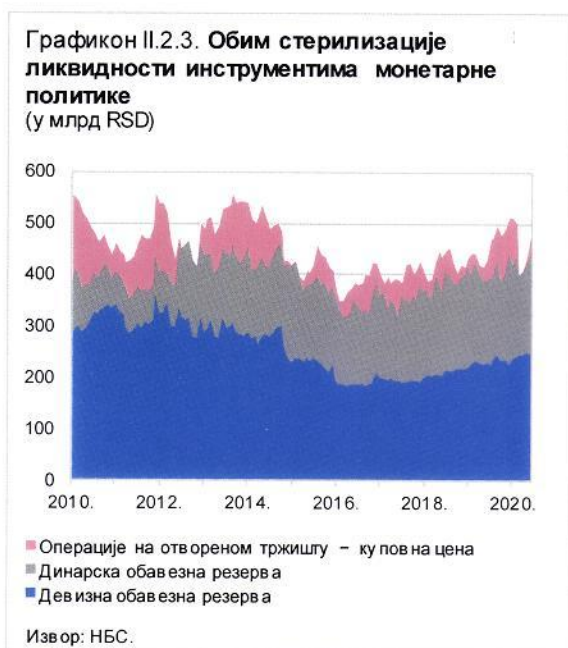
обавезне резерве, и то у марту са 0,75% на 0,50%, затим у априлу на 0,25% и у јуну на 0,10%.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике у 2020. години, 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 еврџ, као и ради очувања стабилности цена и финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

У П1 2020, вредност динара према еврџ била је готово непромењена. Упркос турбуленцијама на међународним тржиштима изазваним кризом вируса корона, вредност динара према еврџ остала је готово непромењена, уз интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту, углавном на страни продаје девиза. Депрецијацијски притисци у Т1 последица су пре свега уобичајено појачане тражње за девизама од стране домаћих компанија увозника енергената, док је једино у априлу забележена нешто већа тражња за девизама од стране нерезидената као последица раста неизвесности на међународним тржиштима услед пандемије вируса корона.

Народна банка Србије је у П1 2020. године интервенисала на МДТ-у нето продајом 1.030 млн евра (продала 1.205 млн евра и купила 175 млн евра). Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker*-а).



Присуство структурних апрецијацијских притисака у периоду од априла 2017. до краја 2019. године (узрокованих макроекономском стабилношћу, снажном извозном активношћу, као и значајним приливом СДИ и портфолио инвестиција) омогућило је Народној банци Србије да у том периоду знатно увећа девизне резерве (на историјски највиши ниво) и по основу активности на МДТ-у. У том периоду, Народна банка Србије је на МДТ-у нето купила 5.345 млн евра, стварајући додатну сигурност за потенцијалне потресе, нарочито из међународног окружења, који су се испољили у П1 2020. године, услед ширења вируса корона.

На понуду девиза током П1 2020. утицало је повећање нето индексиране активе банака, као последица раста кредитне активности банака, продужење девизне позиције банака по основу коришћења платних картица нерезидената, као и понуда девиза појединих резидената, која је ублажавала депрецијацијске притиске, а у појединим периодима била је и генератор блажих апрецијацијских притисака. Банке су у јануару и фебруару 2020. године биле нето купци ефективног страног новца, док су у наредним месецима биле његови нето продавци, доприносећи депрецијацијским притисцима изазваним по основу повећане тражње за девизама од стране резидената, а у појединим периодима и нерезидената.

Крајем П1, настављена су релативно стабилна кретања на девизном тржишту. Повећана понуда девиза од стране нерезидената забележена у јуну указује на тренутно позитивнији сентимент на глобалним тржиштима за улагање у земље у развоју, односно на то да страни инвеститори

очекују очување релативне стабилности курса динара и у наредном периоду.

Девизне своп аукције Народне банке Србије

Ради подстицања развоја међубанкарске своп трговине и омогућавања банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу, Народна банка Србије је у П1 2020. године наставила да организује редовне тромесечне и двонедељне аукције своп продаје и куповине девиза за динаре.

У П1 2020. године организовано је 48 двонедељних своп аукција, на којима је Народна банка Србије своп купила 148 млн евра и своп продала 284,5 млн евра, као и 50 тромесечних своп аукција, на којима је Народна банка Србије своп купила 259 млн евра и своп продала 301 млн евра.

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

У склопу пакета мера чији је циљ да се банкама олакша да на континуираној основи управљају својом динарском и девизном ликвидношћу у условима ванредних околности изазваних пандемијом вируса корона, Народна банка Србије је усвојила одређене измене у спровођењу редовних своп аукција куповине и продаје девиза (евра) за динаре. У периоду од 31. марта до 31. маја 2020. године, редовне тромесечне и двонедељне своп аукције девиза организовале су се по фиксним своп поенима уместо по варијабилним вишеструким своп поенима, као до тада. Такође, био је измењен и принцип реализације на девизним своп аукцијама куповине и продаје девиза, на начин да своп куповина и своп продаја девиза не морају бити идентичне у реализованом износу. У таквим околностима, улога Народне банке Србије на девизним своп аукцијама није била искључиво посредничка, већ се огледала у обезбеђивању довољног износа динарске и девизне ликвидности банкама, по повољним каматним стопама, ради спречавања евентуалних поремећаја на домаћем новчаном и финансијском тржишту. Каматне стопе по

којима су се спроводиле редовне фиксне своп аукције износиле су: за динаре на нивоу стопе на депозитне олакшице увећане за 10 б.п.⁵ и за евре 0%. Нето ефекат редовних девизних своп аукција по фиксном методу, спроведених у периоду од 31. марта до 31. маја 2020. године, јесте обезбеђење девизне ликвидности банкама у износу од 96 млн евра. Од јуна, након укидања ванредног стања у нашој земљи и процене да не постоји више потреба за применом измењене праксе када је реч о редовним своп аукцијама девиза, Народна банка Србије ове аукције организује по методу варијабилних вишеструких своп поена, уз примену уобичајеног принципа остваривања истог износа реализације на аукцији своп куповине и своп продаје девиза.

На крају П1 2020. године стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних и двонедељних своп аукција износило је 243 млн евра и 201 млн евра, респективно.

3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2020. године

Инфлација је и током П1 2020. очувана на ниском нивоу упркос новонасталој кризи изазваној пандемијом вируса корона. У складу са очекивањима Народне банке Србије, **мг. инфлација је, након 2,0% у јануару, успорила и у марту, априлу и мају кретала се испод доње границе циља, да би се у јуну вратила у те границе и износила 1,6%.** На првобитно успоравање мг. инфлације највише је утицао

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2020.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	1,4	1,4
Непрерађена храна	12,9	1,3
Прерађена храна	2,2	0,5
Индустријски производи без хране и енергије	0,5	0,1
Енергија	-6,7	-1,0
Услуге	2,4	0,6
Показатељи базе инфлације		
ИПЦ без енергије	3,0	2,5
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	1,6	1,2
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,2	0,6
Регулисане цене	2,3	0,4
Извор: РЗС и прерачун НБС.		

⁵ Народна банка Србије је 13. априла, пратећи смањење основних каматних стопа за 25 б.п., донела одлуку да смањи каматну стопу на динаре које банке могу добити путем редовних своп аукција девиза са 0,85% на 0,60%.

Графикон II.3.1. Укупна и базна инфлација (мг. стопе, у %)

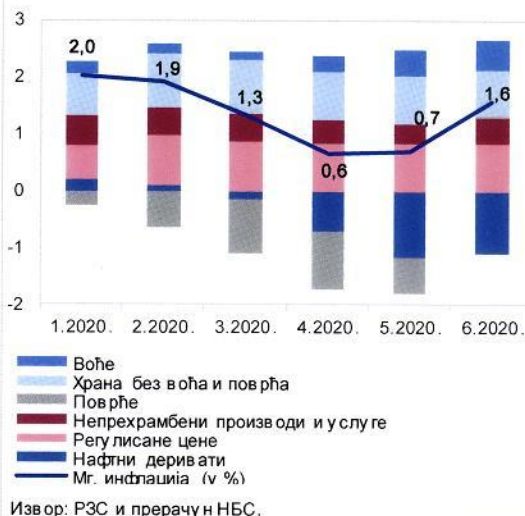


ефекат више прошлогодишње базе код цена поврћа, чији је негативан допринос мг. инфлацији до јуна ипак ишчезао. У истом смеру деловало је и знатно појевтињење нафтних деривата, по основу драстичног пада светске цене нафте у прва четири месеца 2020. Насупрот томе, у П1 цене воћа и осталих категорија хране су повећане, што је, уз регулисане цене и цене непрехрамбених производа и услуга, позитивно допринело мг. инфлацији.

Динамика мг. инфлације током П1 указује на то да је и у условима промењене структуре тражње изазване пандемијом обезбеђена пуна снабдевеност тржишта робом и да инфлаторни притисци нису интензивирани. Томе је допринела и одлука Владе РС да **ограничи раст цена појединих производа** на период од 60 дана (од увођења ванредног стања) како би спречила поремећаје у погледу снабдевања тржишта основним животним намирницама. Ниске инфлаторне притиске потврђује и **базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу цене хране, нафтних деривата, алкохола и цигарета), која је **током П1 остала стабилна** и у јуну је износила 1,4% мг.

Потрошачке цене у П1 оствариле су раст од 1,4%, вођен повећањем цена **непрерађене хране** (12,9%), пре свега свежег воћа и поврћа, уз укупан допринос полугодишњој инфлацији од 1,3 п.п. Такође, у П1 је забележен и раст цена **прерађене хране**, као и цена у категорији **услуга** и у групи **индустријских производа без хране и енергије** (уз збирни допринос инфлацији од 1,2 п.п.). С друге стране, негативан допринос инфлацији у П1 потекло је од смањења цена **енергије** (уз допринос инфлацији од -1,0 п.п.), које је скоро у потпуности одредио снажан пад цена нафтних деривата (-17,7%).

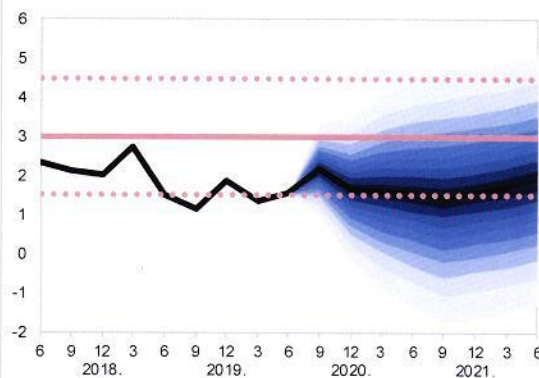
Графикон III.3.2. Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији (у п.п.)



Цене у оквиру базне инфлације (мерене ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) у П1 су забележиле раст од 1,2% (уз допринос инфлацији од 0,6 п.п.), доминантно услед сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана, док су у истом периоду **регулисане цене** порасле за 2,3% (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), по основу фебруарског поскупљења услуга фиксне телефоније и редовног годишњег усклађивања акциза на цигарете.

Имајући у виду претпоставке пројекције, **Народна банка Србије очекује да ће мг. инфлација до краја ове године и током наредне године наставити да се креће у доњој половини циљаног распона, ближе доњој граници циља**, првенствено због слабих трошkových притисака и ниже агрегатне тражње

Графикон II.3.3. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



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

у условима актуелне пандемије вируса корона. С јачањем економске активности и опоравком тражње, очекујемо да ће м.г. инфлација током 2022. године започети приближавање централној вредности циља, али да ће остати испод те вредности до краја периода пројекције. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се пре свега на брзину глобалног привредног раста и трговине, токове капитала према земљама у успону и цене нафте и других примарних производа. Ризици за остварење пројекције односе се и на брзину опоравка домаће тражње и кретање домаћих регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Економска активност и инфлација

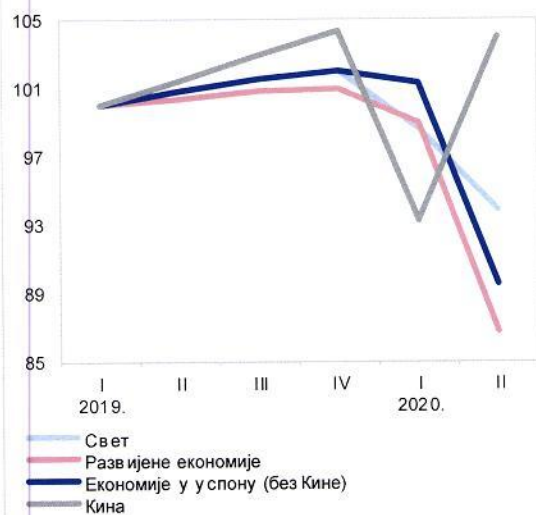
Свет се током III 2020. суочио са здравственом и економском кризом изазваном пандемијом вируса корона, чије ће последице, према проценама водећих међународних организација, бити теже од првобитно очекиваних, а опоравак неизвесан. Криза без преседана довела је до **незабележеног пада светске економске активности у III** и уласка већине земаља у рецесију. Због тога је ММФ у јуну знатно ревидирао наниже пројекцију глобалног раста у 2020. (за 1,9 п.п., на -4,9%), уз прогнозу споријег привредног опоравка у 2021. у односу на претходне процене. На лошије прогнозе највише је деловало слабење приватне потрошње, под утицајем уведених мера за здравствену заштиту људи и раста штедне из предострожности, као и смањење капиталних инвестиција услед повећане неизвесности. И поред оживљавања економске активности у Кини у T2, као и раних сигнала опоравка у зони евра и САД крајем T2, **ризичи по глобални раст и даље су изражени и асиметрични наниже**, јер још увек није могуће сагледати пуне ефекте новонастале кризе, с обзиром на наставак ширења вируса у многим земаљама света.

У околностима примене антикризних мера, **привреда зоне евра у III остварила је снажан пад** – најпре -3,6% дез. у T1, а потом -12,1% дез. у T2 (прелиминарно), доминантно као последица

смањења потрошње домаћинстава и инвестиција у основна средства. Таква динамика одликује и наше најважније спољнотрговинске partnere у зони евра – Италију и Немачку, у којима је у T2 забележен оштар пад БДП-а од -12,8% дез. и -9,7% дез., респективно, чиме су се обе привреде нашле у рецесији. Негативни ефекти новонастале кризе у земаљама зоне евра највише су се осетили у априлу, када је пословна активност принудно смањена, па и потпуно обустављена у појединим привредним делатностима, да би се од маја постепено опорављала. На започети опоравак указују и **водећи економски показатељи за зону евра** – композитни индекс економске активности (*Eurozone Composite PMI*) и показатељ економских очекивања (*Economic Sentiment Indicator*), који сугеришу излазак из фазе привредне контракције крајем T2.

Под претпоставком попуштања рестриктивних мера у наредном периоду, ЕЦБ је у јуну оценила ће **током П2 наступити постепени економски опоравак зоне евра**, потпомогнут повољним финансијским условима и експанзивном фискалном политиком, као и обнављањем активности у Европи и свету, чија брзина ипак остаје под знаком питања у условима поновног глобалног ширења вируса. С обзиром на дубину кризе, ЕЦБ је у јуну **знатно ревидирала наниже пројекцију раста зоне евра у 2020.** (за 9,5 п.п., на -8,7%), а њено остварење ће зависити од дужине трајања пандемије и ефикасности заштитних мера, утицаја на понуду и тражњу и

Графикон III.1.1. Тромесечна динамика БДП-а (T1 2019 = 100)



Графикон III.1.2. ММФ-ова ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. годину (у %)



успеха економских политика у очувању запослености и зарада. Томе је у протеклим месецима битно допринела примена тзв. **шема са скраћеним радним временом** зарад очувања радних места, тако да је за сада избегнут јачи удар кризе на тржишту рада – стопа незапослености у јуну је износила 7,7%.

Након благог убрзања **инфлације у зони евра**, за 0,1 п.п., на 1,4% м.г. у јануару, оштар пад цена енергената условио је њено успоравање, све до 0,1% м.г. у мају, што је најнижи ниво од јуна 2016. године. С друге стране, инфлацији су позитивно доприносиле цене 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 негативни допринос цена енергената инфлацији, тако да је она у јуну благо порасла, на 0,3% м.г., али је и даље била знатно испод инфлационог циља од близу, али испод 2%. Инфлација по искључењу волатилних компонената, тј. цена хране, енергије, алкохола и цигарета, наставила је да успорава до краја П1, са 1,3% м.г. крајем 2019. на 0,8% у јуну, у условима знатног пада економске активности услед пандемије. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, м.г. инфлација у **Немачкој**, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, имала је сличну динамику као и на нивоу зоне евра – након успоравања до нивоа од 0,5% у мају, у јуну је благо порасла, на 0,8%, услед успоравања м.г. пада цена енергената. С друге стране, м.г. инфлација у **Италији** је успоравала до краја П1, при чему се од маја бележи м.г. пад цена (-0,4% у јуну).

Након пада у Т1 од -5,0% на годишњем нивоу, **економска активност у САД додатно је смањена у Т2** за -31,7% на годишњем нивоу, услед уведених мера кућне изолације и прекида пословања у марту и априлу, које су остале на снази у већини савезних држава и током маја и јуна. Снажан пад економске активности потекао је од неизбежног смањења личне потрошње и фиксних инвестиција, на супрот појачаној државној потрошњи и увозу робе и услуга. Како се не би трајније погоршали економски услови, САД су усвојиле обиман фискални програм, уз директну исплату помоћи домаћинствима и предузећима, паралелно с мерама монетарне политике за подршку ликвидности и кредитној активности. На основу тога, **ФЕД је у основном сценарију прогнозирао постепени опоравак америчке привреде у П2**, али не у потпуности, тако да се на нивоу године очекује пад БДП-а од 6,5%. Поред тога, услови на тржишту рада у мају и јуну донекле су побољшани, о чему говори пад броја поднетих захтева за новчану накнаду у

случају незапослености, спуштање стопе незапослености на 11,1% у јуну (с рекордног нивоа у априлу од 14,7%), као и повећање броја запослених ван пољопривреде за око 4,8 млн лица, нарочито у услужним делатностима.

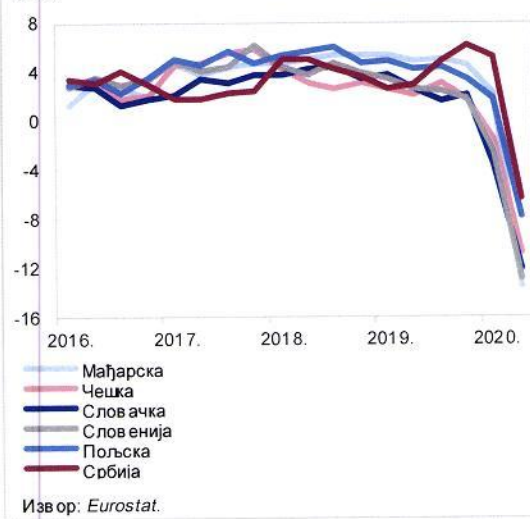
Укупна м.г. инфлација у САД, мерено индексом издатака за личну потрошњу, знатно је успорила током П1, са 1,6% крајем 2019. на 0,5% у мају, услед ниске агрегатне тражње и ниске цене енергената, да би опоравак цене енергената условио њен благи раст, на 0,8% у јуну. Инфлација по искључењу цена хране и енергије, која је преферирана мера ФЕД-а, смањена је са 1,6% м.г. у децембру 2019. на 0,9% у јуну, чиме се додатно удаљила од инфлационог циља од 2%.

За разлику од зоне евра, с којом има чврсте трговинске везе, **регион средње и југоисточне Европе⁶ у Т1 остварио је привредни раст** од 0,7% м.г., захваљујући позитивном доприносу финалне потрошње, на супрот негативном доприносу нето извоза и инвестиција. Већина земаља региона је у Т1 забележила м.г. раст, међу којима се посебно истакла Србија са стопом раста БДП-а од 5,1% м.г. Међутим, током Т2 уследио је пад привредне активности у целом региону, на шта се одразило смањење потрошње и инвестиција, праћено погоршањем ситуације на тржишту рада. С тим у вези, у јуну је ММФ за 2020. прогнозирао привредни пад од 5,8% у **европским земљама у успону и развоју**. Брзина опоравка у остатку године зависиће од степена ублажавања мера физичког дистанцирања и предузетих акција носилаца економске политике на бази претходно обезбеђеног фискалног простора.

Инфлација у већини посматраних земаља **средње и југоисточне Европе** у јануару је расла, вођена растом цена енергената и ниском базом из претходне године, као и растом цена хране, 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 бележи успоравање. Такво кретање инфлације углавном се дугује нижим ценама оних категорија које су у највећој мери биле под утицајем мера за здравствену заштиту ради ублажавања ширења вируса корона (нафтни деривати, цене услуга и сл.). У јуну се бележи убрзање инфлације у овим земљама, па се тако у Чешкој она нашла изнад

⁶ У оквиру региона су обухваћени Румунија, Мађарска, Чешка, Словенија, Бугарска, Хрватска, Словачка и Пољска.

Графикон III.1.3. Мг. стопе раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе (у %)

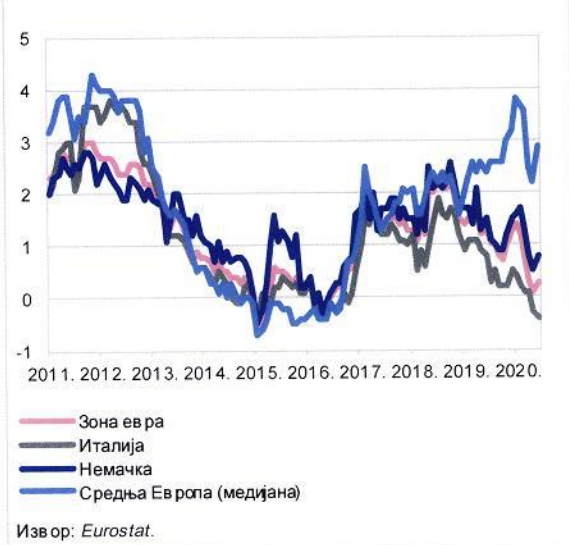


горње границе циља (3,3%), у Пољској близу горње границе (3,3%), док је у Мађарској (2,9%) и Румунији (2,6%) била близу централне вредности циља. Поред раста цена нафтних деривата, томе је допринео и раст цена појединих категорија услуга и производа, по основу постепеног отварања економија и настојања појединих произвођача и пружалаца услуга да веће трошкове услед пандемије пребаце на потрошаче. Ипак, јунско убрзање инфлације оцењује се као привремено и тренутно није присутна бојазан да би инфлација могла представљати већи проблем у тим земљама у наредном периоду.

По избијању пандемије вируса корона, повољна економска кретања у Русији с почетка 2020. (уз раст БДП-а у Т1 од 1,6% мг.) заустављена су, пре свега по основу драстичног пада светске цене нафте од фебруара, која је резултат ниже тражње у периоду кризе и непостизања споразума о смањењу производње између Русије и Саудијске Арабије. Услед смањења прихода од извоза нафте, уведених заштитних мера, као и поштрених финансијских услова, ММФ је у јуну пројектовао пад руске привреде од 6,6% у 2020. години.

Услед пада светских цена нафте, инфлација у Русији наставила је да пада у јануару и фебруару, када је достигла најнижи ниво у претходних више од годину и по дана (2,3% мг.), да би депресијација рубље определила њен поновни раст у марту. Инфлација је наставила да расте у априлу, вођена растом цена хране, а упркос његовом успоравању, раст инфлације настављен је и у наредна два месеца (3,2% мг. у јуну), пре свега услед ниске базе из претходне

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



године, док су инфлаторни притисци и даље остали ниски.

У поређењу са остатком света, кинеска привреда је највећи терет кризе поднела током Т1 (уз пад БДП-а од 6,8% мг.), након чега су предузете свеобухватне мере монетарне и фискалне политике, које су допринеле привредном расту од 3,2% у Т2, чиме је привреда практично изашла из фазе контракције. На започети опоравак већ у П1 указује повратак на преткризне нивое водећих показатеља активности у производном и услужном сектору у јуну, као и солидна пољопривредна сезона и раст профита у индустрији. Имајући то у виду, ММФ је у јуну изашао с проценом раста кинеске економије од 1,0% у 2020, потпомогнутом државном подршком погођеним предузећима и домаћинствима путем програма социјалне помоћи и даљег развоја медицинских и дигиталних услуга.

Монетарна политика

Иако није мењала кључне каматне стопе, ЕЦБ је током П1 донела обиман пакет других стимулативних мера како би подржала реални сектор и повећала доступност кредита домаћинствима и привреди. ЕЦБ је наставила с програмом откупа aktive (APP) у обиму од 20 млрд евра месечно, а покренута је и куповина додатних 120 млрд евра до краја 2020. како би се ограничило поштравање финансијских услова у зони евра. Поред тога, у марту је уведен и привремени програм куповине aktive (PEPP), који је на састанку у јуну проширен за додатних 600 млрд евра, на 1.350 млрд евра, а време његове примене продужено је на, уместо до краја 2020, најмање до краја јуна 2021, тј. у сваком

случају док ЕЦБ не процени да је криза изазвана пандемијом окончана. ЕЦБ ће реинвестирати доспеле износе обвезница купљених у оквиру овог програма најмање до краја 2022. године. Ублажени су 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 $-1,0\%$. Проширена је и база дозвољеног колатерала у оквиру програма куповине корпоративних обвезница (*CSPP*) и ублажени критеријуми у погледу колатерала код спровођења операција рефинансирања (главних операција рефинансирања, *LTRO*, *TLTRO*). Банкама су од маја на располагању 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. Крајем јуна најављено је и увођење репо аукција за обезбеђење ликвидности у еврима централним банкама земаља ван зоне евра, које би се спроводиле до краја јуна 2021. Тако су ЕЦБ и Народна банка Србије у јулу успоставиле превентивну репо линију путем које би се, уколико се јави таква потреба у условима евентуалних поремећаја на тржишту насталих због пандемије вируса корона, домаћем финансијском систему могла обезбедити додатна ликвидност у еврима.

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 П1, при чему је истакнуто да се очекује да каматне стопе остану на веома ниском нивоу све док не буде постојало уверење да је економија САД на путу постизања максималне запослености и ценовне стабилности. С обзиром на потенцијалне негативне ефекте на фондове на тржишту новца и банкарски систем, не очекује се спуштање референтне стопе у негативну зону, при чему пројекције указују на њено задржавање на тренутном нивоу у овој и у наредне две године. Поново је покренуто квантитативно попуштање на основу откупа државних и хипотекарних обвезница и започето 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 фондovima на новчаном тржишту (*MMLF*), малим и средњим предузећима (*MSLP*) и многе друге.

И централне банке земаља региона средње и југоисточне Европе реаговале су на новонасталу ситуацију изазвану пандемијом ублажавањем својих монетарних политика током П1. 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 $0,25\%$, у условима погоршаних изгледа домаће економске активности. Централна банка **Пољске** је најпре на ванредном састанку у марту смањила референтну стопу за 50 б.п., што је прва њена промена од марта 2015, а потом у још два наврата, у априлу и мају, за укупно 90 б.п., на рекордно ниских $0,1\%$. Такође, 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 $1,75\%$. Централна банка **Мађарске** није мењала референтну стопу током П1 ($0,9\%$), али је 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 $0,6\%$.

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, упркос депрецијацији лире у претходном периоду. У условима раста дезинфлаторних притисака по основу смањења домаће и екстерне тражње, референтну стопу током П1 спуштала је и централна банка **Русије**. На састанцима у фебруару, априлу, јуну и јулу референтна стопа је спуштена за укупно 200 б.п., на најнижи ниво откад је почео да се примењује режим циљања инфлације ($4,25\%$), тј. од почетка 2014. године.

Финансијска и робна тржишта

На кретања на финансијским тржиштима током П1 доминантно су утицале вести и дешавања у

вези са ширењем вируса корона. Са избијањем пандемије, 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. Ипак, крајем П1 *VIX* (30,4%) 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* (10,5% наспрам 6,6%), због и даље присутне неизвесности у погледу брзине глобалног економског опоравка.

Услед раста аверзије према ризику са ширењем вируса корона, инвеститори су сигурност све више тражили и у државним обвезницама развијених земаља, па су тако **принеси 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. У наставку П1 смањена је и волатилност приноса на државне ХоВ развијених земаља, 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. На раст приноса деловали су постепено отварање економија и подаци који указују на одређену стабилизацију на тржишту рада, а у супротном смеру растућа забринутост у вези с новим ширењем вируса корона и бојазни да би то могло да доведе до поновног успостављања нових рестрикција и да се одрази на спорији економски опоравак. Поред немачких, негативне приносе крајем П1 имале су и десетогодишње обвезнице Француске (-0,1%) и Аустрије (-0,2%). Раст приноса на упоредиве обвезнице периферних земаља зоне евра из Т1 анулиран је током Т2, у великој мери услед постизања договора о формирању фонда на нивоу ЕУ за помоћ најтеже погођеним државама чланицама, а у случају Италије и Грчке ови приноси били су чак и нижи него крајем 2019. године.

Графикон III.1.5. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Кретања на девизним тржиштима такође су одражавала повећану аверзију према ризику, па су водеће светске валуте током П1 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. Уследила је глобална пандемија, па је долар, као најликвиднија и главна резервна светска валута, поново ојачао и достигао нову највишу вредност од априла 2017. (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. Током априла и све до пред крај маја, курс долара према еврџу осцилирао је око нивоа од 1,09 долара за евро. С друге стране, назнаке стабилизације епидемије у најтеже погођеним земљама зоне евра и мере предузете ради ублажавања њених последица деловале су у смеру јачања евра. Евро је највећи раст према долару остварио након што је Европска комисија представила детаље плана фонда за опоравак ЕУ (*Next Generation EU*), који подразумева помоћ најугроженијим земљама чланицама. Током јуна, евро 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 Немачке да подржи економију додатним пакетом помоћи у вредности од 130 млрд евра. Међутим, бојазан од могућег другог таласа пандемије и споријег изласка из рецесије водећих светских економија ограничио је даљи раст евра, па је на нивоу П1 он забележио само

Графикон III.1.6. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блу мберг.

благо јачање наспрам долара, за 0,1%. Знатну волатилност према долару током посматраног периода бележиле су и друге водеће светске валуте, при чему су, поред евра, према долару јачали и швајцарски франак (2,2%) и јапански јен (1,3%), док је британска фунта ослабила за 6,5%, а руска рубља за 12,1%.

Цена нафте на светском тржишту знатно је опала, са 66,4 долара по барелу крајем 2019, па све до 17,3 долара по барелу, на колико се спустила у другој половини априла, када су фјучерси на нафту први пут у историји прешли у негативну зону. Паду цене нафте допринели су смањена тражња услед уведених мера за сузбијање епидемије, које су директно погодиле сектор транспорта. Након тога уследио је опоравак цене нафте, пре свега због рекордног смањења производње чланица *OPEC*-а, 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 допринели су и оптимизам да би тражња могла почети да се опоравља као резултат отварања економија, знатан раст увозне тражње из Кине током маја, опоравак глобалне тражње у јуну, као и већи пад залиха нафте у САД него што се очекивало. Крајем III, цена нафте је износила 40,9 долара по барелу, што је и даље ниже (за близу 40%) него крајем 2019. године.

Светске цене хране, мерено **индексом ФАО**, снижене су за 7,2% у III, при чему је тек у јуну забележен њихов благи опоравак. Највише су смањене цене свих врста уља, за 14,2%, пре свега услед пада цене палминог уља. Након што су у мају пале на најнижи ниво у претходних десет месеци, оне су у јуну благо порасле, вођене опоравком глобалне тражње за палминим уљем,

Графикон III.1.7. Индекс светских цена хране (реално, 2014–2016 = 100)



Извор: ФАО, УН.

услед попуштања здравствених мера у многим земљама. Расту цене допринела је и забринутост око потенцијалних застоја у производњи, под утицајем недостатка и ограниченог кретања радне снаге. Цене меса су биле ниже за 10,3% него крајем 2019, прво услед смањеног кинеског увоза овчијег и говеђег меса изазваног застојем у транспорту и последицим нагомилавањем залиха у земљама извозницама током II, а потом и услед пада увоза меса других региона, као и раста извозних капацитета водећих произвођача. Цена шећера је такође пала у III, првобитно услед 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. Опоравак цена енергената у мају и јуну деловао је у супротном смеру, што је, уз поремећаје у снабдевању шећером из Бразила, водило благом опоравку цене шећера, али је она и даље била за 9,1% нижа него крајем 2019. У III су пале и цене млечних производа за 4,7%, у условима пада тражње и раста извозних капацитета и залиха, при чему су се у јуну ипак благо опоравиле с растом тражње с Блиског истока и из источне Азије. Једино су цене житарица незнатно порасле на нивоу III (0,1%). Цене пшенице и кукуруза, за нас најзначајнијих примарних пољопривредних производа, расле су у јануару услед раста тражње, да би у наставку тромесечја пале због великих светских залиха, у комбинацији с добрим изгледима жетве пшенице и мање тражње за кукурузом као биогоривом. Након раста у априлу, цене житарица су поново падале у остатку тромесечја. Жетва пшенице на северној хемисфери у јуну додатно је притискала наниже њену цену, као и добри изгледи производње у земљама које су главни извозници (црноморски

регион). С друге стране, након неколико месеци пада, цена кукуруза је порасла у јуну, под утицајем делимичног опоравка тражње и неповољних временских услова у САД.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Пандемија вируса корона и донесене здравствене мере снажно су утицале на динамику текућег дефицита у ПП, посебно током Т2. Према прелиминарним подацима, **текући дефицит платног биланса** у ПП 2020. износио је 1,3 млрд евра и био је нижи за 11,6% мг. Притом, текући дефицит је смањен са 973,1 млн евра у Т1 на 366,5 млн евра у Т2 (што је за 47,3% ниже него у Т2 2019) и био је одређен смањењем дефицита робне размене услед већег смањења увоза од извоза, затим смањењем дефицита на рачуну примарног дохотка, 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 покривен нето приливом СДИ, који је у шест месеци ове године износио преко 1,4 млрд евра. По основу портфолио инвестиција забележен је нето прилив од 1,5 млрд евра, који је резултат пре свега емисије еврообвезнице на међународном финансијском тржишту. То је

резултирало растом девизних резерви, чиме је додатно повећана отпорност наше економије на потресе из међународног окружења.

Спољнотрговинска размена Србије бележила је тренд раста у прва два месеца, 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. И поред опоравка, мг. пад извоза робе (-9,3%) у ПП био је нешто израженији од мг. пада увоза (-5,8%), што је за последицу имало благо повећање **дефицита робне размене** (за 134,7 млн евра), на 2,7 млрд евра. Нижи **извоз робе** (7,3 млрд евра) у ПП у потпуности се односио на прерађивачку индустрију, чији је извоз смањен за 10,0% мг., док је извоз пољопривреде и у кризним околностима порастао (10,5% мг.). Притом, мерено дсз. стопама раста, већина кључних извозних области започела је опоравак у мају (електрична опрема, ауто-кластер, гума и пластика), а у јуну расту је допринио и извоз метала и производа од метала. И кретање **увоза робе** (који је смањен на 9,9 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. Притом, опоравак производње од маја је утицао и на раст увоза, који је претежно био вођен растом увоза интермедијарних и капиталних производа. Иако је и увоз потрошних добара смањен са ескалацијом кризе, на нивоу ПП он је позитивно допринио увозу. Посматрано по групама СМТК, паду увоза, у односу на исти период прошле године, највише је допринео пад увоза енергената (25,9% мг.), друмских возила (32,5% мг.), руда метала (51,5% мг.) и гвожђа и челика (22,0% мг.), док је виши увоз хемијских производа (4,7% мг.), 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 (-11,9% мг.) него извоза (-5,4% мг.) резултирао растом суфицита у трговини услугама у ПП на 541,1 млн евра (раст од 39,8% мг.). Највећи негативан допринос и код извоза и увоза услуга потиче од туризма и транспорта, који је ипак био израженији код увоза. С друге стране, расту извоза позитивно су допринио ИКТ и пословне услуге, а код увоза – пословне и остале услуге.

Истовремено, дефицит на **рачуну примарног дохотка** смањен је за 37,3% мг. и у ПП износио је 752,1 млн евра. На то су утицали пре свега мањи

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

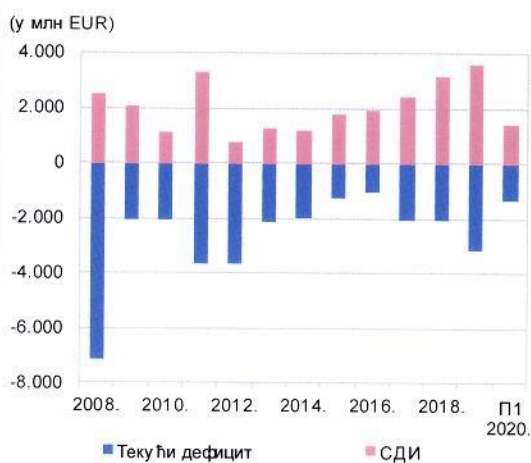
	П1 2019.	П1 2020.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.514,6	-1.339,6
1. Салдо робне размене	-2.518,8	-2.653,6
1.1. Извоз	8.054,1	7.306,2
1.2. Увоз	-10.572,9	-9.959,8
2. Салдо услуге	387,1	541,1
2.1. Извоз	3.109,8	2.940,5
2.2. Увоз	-2.722,8	-2.399,4
3. Салдо робе и услуга	-2.131,7	-2.112,4
3.1. Извоз робе и услуга	11.163,9	10.246,7
3.2. Увоз робе и услуга	-13.295,6	-12.359,2
4. Примарни доходак	-1.199,4	-752,1
5. Секундарни доходак	1.816,6	1.524,9
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-43,4	-10,9
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	2.498,5	2.122,1
1. Директне инвестиције – нето	1.809,2	1.449,6
2. Портфолио инвестиције – нето	152,2	1.508,6
3. Финансијски деривати – нето	4,8	-3,3
4. Остале инвестиције – нето	532,2	-832,8
4.1. Трговински кредити	9,3	-1.077,2
4.2. Финансијски кредити	217,7	529,8
4.3. Готов новац и депозити – нето	305,2	-285,1
4.4. Остало – нето	0,0	-0,3
IV. Средства резерви	-763,8	-363,2
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-176,8	-408,3
VI. УКУПНИ БИЛАНС	763,8	363,2

Извор: НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

¹⁾ По ВРМ6 методологији, осим знакова не конвенције.

Графикон III.2.1. Покривеност текућег дефицита СДИ* (у %)



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

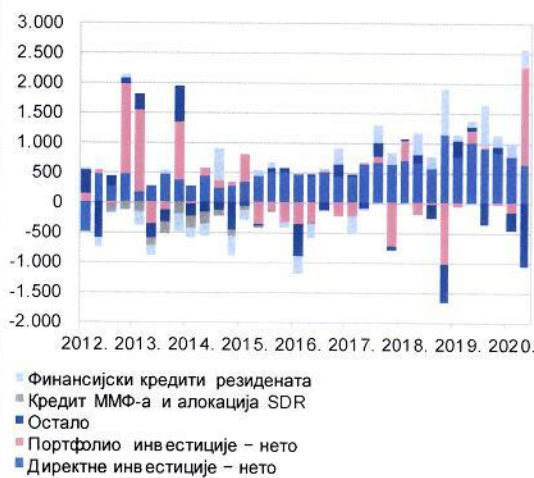
расходи по основу СДИ (за 38,5% мг.) и портфолио инвестиција (за 16,5% мг.).

Суфицит на **рачуну секундарног дохотка** у П1 смањен је на 1,5 млрд евра (за 16,1% мг.), пре свега по основу нижег прилива дознака из иностранства, који је у условима глобалног успоравања економске активности и смањене мобилности радне снаге био и очекиван, а био је присутан и у другим земљама које традиционално имају приливе по овом основу. У односу на П1 2019, прилив дознака је смањен за 22,5% и износио је 1,2 млрд евра.

Прилив на **финансијском рачуну платног биланса** у П1 2020. износио је 2,1 млрд евра,⁷ што је за 15,1% ниже него у истом периоду претходне године. Највећи део прилива капитала односио се на портфолио инвестиције и СДИ, 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, према прелиминарним подацима, у П1 нето износио 1,4 млрд евра (6,7% БДП-а). Прилив СДИ у П1 2020. био је нижи за 359,6 млн евра, тј. за 19,9% него у истом периоду претходне године, при чему се разлика односи пре свега на реинвестирану добит, чијег приписа у Т2 углавном није било, што је и било у складу са очекивањима с обзиром на кретања у вези с

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



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

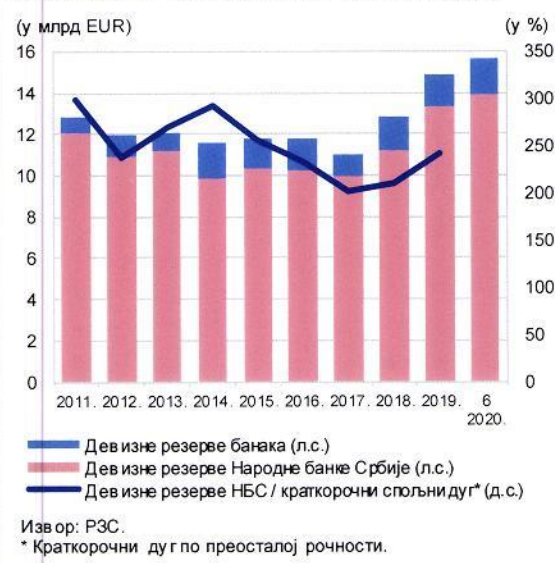
пандемијом вируса корона. Поред тога, треба имати у виду и чињеницу да се поређење врши са 2019. годином, у којој је остварен рекордан прилив СДИ. И у П1 СДИ су биле претежно усмерене у разменљиве секторе, а највећи износи уложени су у прерађивачку индустрију (32%), саобраћај и складиштење (24%), грађевинарство (13%), финансијске делатности (8%) и трговину (7%). Уобичајено, највећи део чинила су улагања из европских земаља (80%), али се раст улагања бележи и из азијских земаља, на које се односило 17% прилива СДИ.

Нето прилив **портфолио инвестиција** износио је 1,5 млрд евра. Прилив је резултат успешне емисије 2 млрд евра седмогодишњих еврообвезница у мају, које је, у амбијенту светске економске кризе изазване пандемијом вируса корона, Србија емитовала по купонској стопи од 3,125%. При томе, тражња инвеститора вишеструко је премашила планирани и реализовани износ емисије током аукције. Претходно, почетком године исплаћене су доспеле преостале еврообвезнице емитоване 2013, чији је највећи део откупљен пре рока доспећа током 2019. С друге стране, на домаћем тржишту, у условима глобалне аверзије према ризику, страни инвеститори су смањили улагања у државне ХоВ.

За разлику од П1 2019, када је забележен прилив од 532,2 млн евра, по основу **осталих инвестиција** у П1 2020. забележен је одлив од 832,8 млн евра. На то је утицао нето одлив по основу трговинских кредита (1,1 млрд евра), као и нето одлив због већег износа готовог новца и депозита који су банке држале у иностранству (285,1 млн евра). По основу **финансијских кредита** у П1 регистрован је нето прилив од

⁷ Без промене девизних резерви.

Графикон III.2.3. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга



529,8 млн евра, чему је допринео раст задужења банака (367,0 млн евра) и предузећа (185,8 млн евра). С друге стране, Влада се раздужила за 18,8 млн евра нето, а Народна банка Србије за 4,2 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)⁸ током П1 буду повећане за 363,2 млн евра.

Бруто девизне резерве Народне банке Србије 30. јуна 2020. године износиле су 13.956,2 млн евра и биле су веће за 577,7 млн евра него на крају 2019. године. Девизне резерве су на крају јуна 2020. покривале новчану масу М1 са 147% и шест месеци увоза робе и услуга, што је готово двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво девизних резерви. Истовремено, **нето девизне резерве** износиле су 11.807 млн евра и биле су веће за 366 млн евра него на крају претходне године.

У складу с 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 финансијских институција и првокласних иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви, 30. јуна 2020. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (52,2%), затим девизна средства на рачунима у иностранству

(23,0%), ефективни страни новац (12,9%), злато (11,4%) и SDR код ММФ-а (0,5%).

Највећи девизни прилив у П1 остварен је по основу продаје ХоВ РС деноминираних у еврима на међународном и домаћем финансијском тржишту (2.334,8 млн евра). По основу емисије седмогодишње обвезнице на међународном финансијском тржишту у мају остварен је прилив у износу од 1.968,6 млн евра, који је искоришћен за спровођење *Програма економских мера за ублажавање ефеката изазваних пандемијом COVID-19*. Од продаје ХоВ РС деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту остварен је девизни прилив у износу од 366,2 млн евра. Поред тога, прилив је остварен по основу коришћења кредита за РС у износу од 137,5 млн евра, девизне обавезне резерве банака (нето 129,3 млн евра), привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁹ (94,9 млн евра) и донација (68,1 млн евра). Народна банка Србије је у П1 остварила приход и по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства, укупно у нето износу од 21,9 млн евра.

По основу активности Народне банке Србије на МДТ-у реализован је нето одлив девиза од 1.042,0 млн евра, услед нето одлива по основу спот трансакција од 1.000,0 млн евра и по основу девизних своп аукција од 42,0 млн евра. Редовно су измириване обавезе РС према иностраним кредиторима (главнице и камате) у износу од 539,2 млн евра. По основу доспелих ХоВ РС у инострану валуту на међународном и домаћем финансијском тржишту исплаћено је из девизних резерви 525,5 млн евра и то на: домаћем финансијском тржишту – 326,9 млн евра и међународном финансијском тржишту – 198,6 млн евра, по основу отплате преосталог дела доларске еврообвезнице емитоване 2013. У вези с применом Закона о регулисању јавног дуга РС по основу неисплаћене девизне штедње грађана исплаћено је 12,2 млн евра (укључена је прва серија амортизационих обвезница по основу неисплаћене девизне штедње грађана из бивших Република СФРЈ у износу од 10,9 млн евра).

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника износила је на крају П1 2020. године 41,9 млрд евра, што је за 1,5 млрд евра више него на крају 2019. Томе је допринео **даљи раст најпожељнијих улагања из иностранства**

⁸ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

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

– СДИ, чије је нето стање на крају П1 достигло **87,8% нето међународне инвестиционе позиције**. Ниска инфлација и релативна стабилност девизног курса, уз повољну економску перспективу земље, допринели су подстицајном амбијенту за улагања и, по том основу, високом приливу СДИ, који је значајан са становишта одрживости екстерне позиције земље. Такође, током П1 знатније су повећане и портфолио инвестиције, јер је држава успешно емитовала еврообвезницу на међународном финансијском тржишту, у амбијенту светске економске кризе изазване пандемијом вируса корона. **Висок прилив СДИ и портфолио инвестиција утицао је на раст учешћа нето међународне инвестиционе позиције Србије у процењеном БДП-у¹⁰ на 90,8% у П1**, што је за 2,8 п.п. више него на крају прошле године.

Страна финансијска актива Србије повећана је током П1 за 1,5 млрд евра, на 28,2 млрд евра. На то повећање су утицале платнобилансне трансакције са 1,2 млрд евра, док се остатак односи на међувалутне и остале промене. У структури финансијске aktive, највише су повећане остале инвестиције резидената у иностранство (за 829,5 млн евра, на 10,1 млрд евра), због повећања трговинских кредита и аванса нерезидентима (за 423,0 млн евра), као и готовог новца и депозита резидената у иностранству (за 381,3 млн евра). Девизне резерве и даље имају највеће учешће у укупној активи, чинећи готово половину њене вредности (49,6%). У мањој мери повећане су и

СДИ и портфолио инвестиције резидената у иностранство, тако да су потраживања по том основу износила 3,7 млрд евра и 339,9 млн евра, респективно..

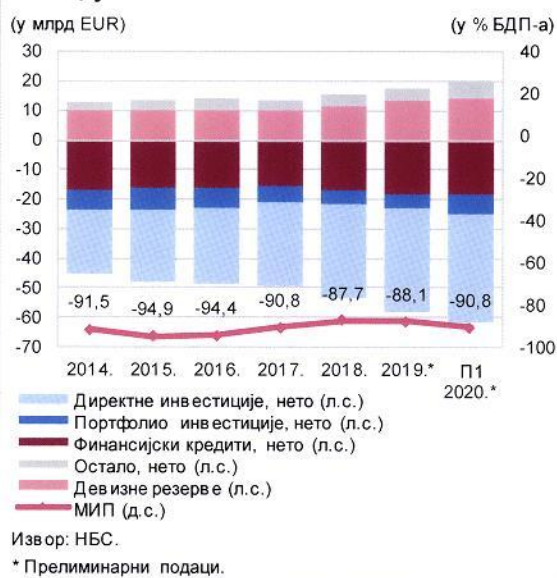
Страна финансијска пасива Србије повећана је током П1 на 70,2 млрд евра, у највећој мери као резултат реализованих трансакција од 2,9 млрд евра, а у извесној мери су му допринеле и валутне и остале промене са 79,1 млн евра. Ако се посматра структура финансијске пасиве, уочава се наставак позитивног тренда из претходних година – раст обавеза резидената према иностранству и у П1 у знатној мери је био резултат раста СДИ, које су повећане за 1,5 млрд евра, на 40,5 млрд евра. Захваљујући настављеном расту СДИ, обавезе резидената по овом основу и даље премашују половину укупних обавеза према иностранству (57,7% на крају П1). Расту укупне пасиве допринело је и повећање портфолио инвестиција за 1,6 млрд евра током П1, на 6,7 млрд евра, тако да обавезе резидената по овом основу износе 9,6% укупних обавеза према иностранству. Обавезе резидената по основу осталих инвестиција су смањене за 118,6 млн евра и на крају П1 оне су износиле 22,3 млрд евра, или 31,8% укупне пасиве. У структури осталих инвестиција, највише су смањене обавезе резидената по основу трговинских кредита и аванса (за 654,3 млн евра), док су по основу финансијских кредита повећане (за 452,8 млн евра).

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

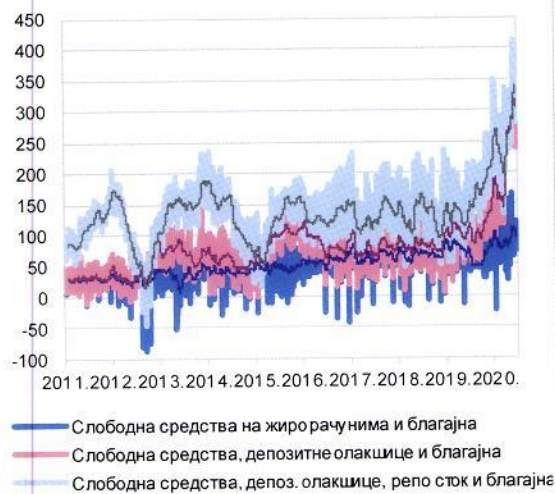
Како би ублажила негативне ефекте кризе проузроковане вирусом корона, Народна банка Србије је током П1 смањила референтну стопу у три наврата за укупно 1 п.п., на 1,25%, што је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Такође, у марту је сужен и коридор каматних стопа Народне банке Србије са $\pm 1,25$ п.п. на ± 1 п.п. у односу на референтну каматну стопу, тако да су каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице крајем јуна износиле 0,25% и 2,25%, респективно. И просечна репо стопа је током П1 на свим аукцијама била готово изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице (одступање до 1 б.п.), тако да је крајем јуна забележила вредност од 0,25%, што је за 0,75 п.п. мање него на крају 2019. године.

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција



¹⁰ БДП који процењујемо да је остварен у четири последња тромесечја.

Графикон III.3.1. Динарска ликвидност
(дневна стања и покретни просеци, у млрд RSD)



Извор: НБС.

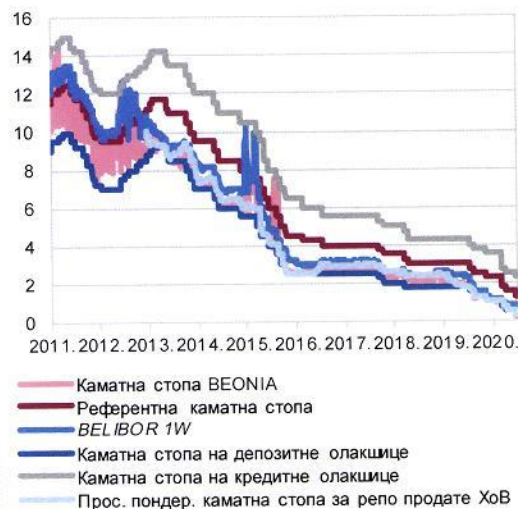
Народна банка Србије је од марта спроводила и друге мере усмерене ка повећању динарске и девизне ликвидности – директне репо операције куповине динарских државних ХоВ, организовање ванредних своп аукција и билатералне куповине динарских државних ХоВ од банака, што је такође утицало на кретања на домаћем финансијском тржишту.

Раст вишкова динарске ликвидности одразио се на дешавања на међубанкарском тржишту новца, где је промет на преконоћном тржишту смањен са 3,2 млрд динара у П2 2019. на 2,5 млрд динара у П1 2020, при чему је каматна стопа *BEONIA* више смањена од просечне репо стопе (за 0,8 п.п.) и крајем јуна је износила 0,26%. И каматне стопе *BELIBOR* свих рочности смањене су током П1, али у нешто мањој мери (за око 0,6 п.п.) и крајем јуна су се кретале у распону од 0,45% до 1,2%.

На примарном тржишту динарских ХоВ, држава је почетком године први пут емитовала 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%. Од априла је повећана неизвесност на финансијским тржиштима услед кризе изазване пандемијом вируса корона, што је изазвало раст каматне стопе на дванестогодишње обвезнице на 3,85% у јуну.

Почетком године је емитована и нова емисија петогодишњих обвезница, које су реализоване по стопи од 2,6% у јануару, при чему је та стопа задржана до јуна. Након избијања епидемије

Графикон III.3.2. Кретање каматних стопа
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)

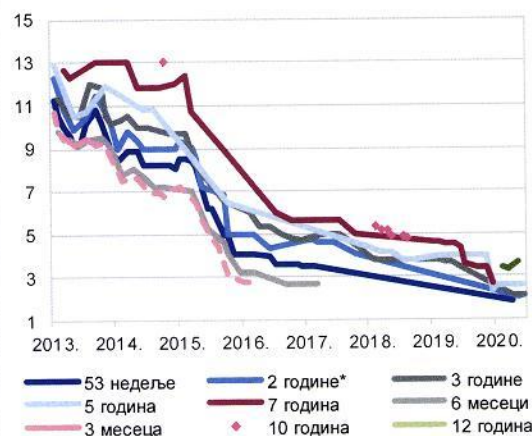


Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

вируса корона, држава је, ради обезбеђења додатних финансијских средстава намењених за подршку реалном сектору, од априла емитовала трезорске записе рочности од 53 недеље (први пут од 2017) и обвезнице рочности од две и три године, при чему су се остварене стопе кретале у распону од 1,79% до 2,15% и биле су потврђене на поново одржаним аукцијама у мају и јуну.

Током П1 продате су динарске ХоВ у номиналном износу од 211,8 млрд динара, при чему је у условима повећане неизвесности на финансијским тржиштима од априла остварена продаја ХоВ у номиналном износу од 158,5 млрд динара. На тај начин, амортизовано је доспеће трогодишњих реперних (бенчмарк) обвезница емитованих 2017, тако да је стање продатих ХоВ

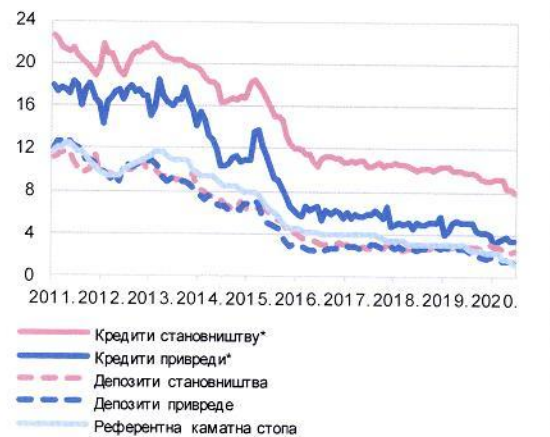
Графикон III.3.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане в редности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

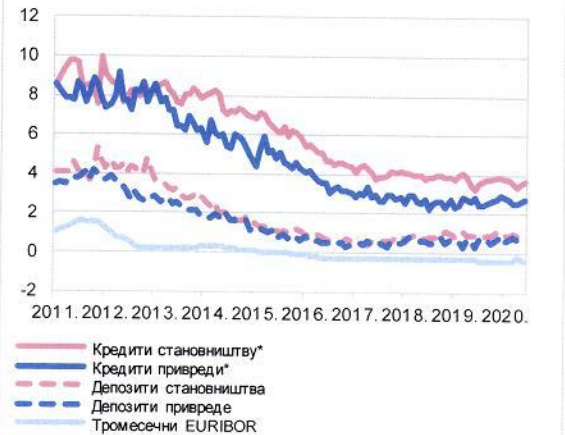
током П1 повећано за 115,2 млрд динара, на 889,3 млрд динара у јуну.

Иако су нерезиденти исказали велико интересовање за улагање у динарске обвезнице рочности од 12 година, због раста неизвесности на светском нивоу и последично повећане аверзије према ризику међу страним инвеститорима, смањено је улагање нерезидената у динарске ХоВ, тако да је стање продатих ХоВ у власништву нерезидената смањено 25,2 млрд динара на 215,8 млрд динара крајем јуна.

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

Емисија еврообвезница на међународном тржишту знатно је смањила потребу државе за задуживањем, тако да током маја и јуна нису организоване аукције за продају ХоВ у еврима на домаћем тржишту. Претходно, у јануару су први пут емитоване и ХоВ рочности од 20 година, при чему је продата целокупна емисија у номиналном износу од 150 млн евра, по стопи од 3% (купонска стопа од 3,5%), уз знатно учешће нерезидената. 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%,

Графикон III.3.5. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане в редности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

1,1% и 1,9%, респективно. Током П1 продате су ХоВ у номиналном износу од 353,8 млн евра, што је углавном искоришћено за покривање доспећа раније продатих ХоВ, тако да је стање продатих ХоВ у еврима током П1 повећано за 36,8 млн евра, на 2,8 млрд евра крајем јуна.

На секундарном тржишту, стопе приноса до доспећа пратиле су кретање извршних стопа, тако да је у односу на децембар регистрован благи раст стопа приноса, које су се у јуну кретале у распону од 1,7% за преосталу рочност од 11 месеци до 3,8%, за преосталу рочност од 12 година. Током П1 остварен је укупан промет од 235,9 млрд динара и био је готово непромењен у односу на П2 2019, када је износио 238,4 млрд динара.

Каматне стопе на нове динарске кредите смањене су током П1 и у јуну су износиле 8% за кредите становништву и 3,4% за кредите привреди. Посматрано у односу на децембар, пад каматних стопа био је израженији за динарске кредите становништву, које су смањене за 1,1 п.п., док су камате на динарске кредите привреди смањене за 0,6 п.п.

Поред смањења референтне каматне стопе, пад каматних стопа на нове динарске кредите становништву резултат је и смањења каматних стопа на остале некатегорисане кредите, са 7,6% у децембру 2019. на 5,5% у јуну, који се може приписати кредитирању предузетника с прописаном максималном каматном стопом (једномесечни *BELIBOR* + 2,5 п.п.), на основу Уредбе о утврђивању гарантне шеме као мере подршке привреди за ублажавања последица пандемије. Смањене су и каматне стопе на потрошачке кредите за 0,5 п.п., на 2,9% у јуну, док

је просечна каматна стопа на готовинске кредите, који су и најзаступљенији кредити у новоодобреним динарским кредитима становништву, била готово непромењена у односу на децембар 2019. и у јуну је износила 9,3%.

У структури новоодобрених динарских кредита привреди, приметан је био пад каматних стопа на обртна средства, које су смањене за 1,1 п.п., на 3,3% у јуну, док су каматне стопе на инвестиционе и остале некатегорисане кредите остале непромењене у односу на децембар 2019, када су износиле 4,4% и 3,4%, респективно.

Просечна пондерисана каматна стопа на нове евроиндексиране кредите становништву током П1 смањена је за 0,2 п.п., на 3,7%, при чему је каматна стопа на стамбене кредите незнатно смањена, на 2,7% у јуну.

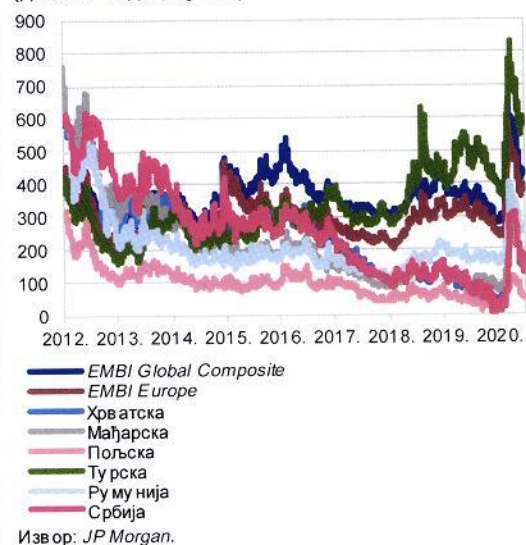
И просечна пондерисана каматна стопа на нове евроиндексиране кредите привреди током П1 смањена је за 0,2 п.п. и у јуну је износила 2,7%. Томе је највише допринео пад каматних стопа на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите привреди, које су током П1 смањене за по 0,25 п.п., на 2,4% и 3,2%, респективно, док су каматне стопе на остале кредите повећане за 0,25 п.п., на 2,6% у јуну.

Просечне каматне стопе на орочене депозите привреде и становништва такође су биле у паду током П1, који је био нешто израженији за динарске депозите. Наиме, орочени динарски депозити привреде и становништва у односу на децембар 2019. смањени су за 0,6 п.п. и у јуну су износили 2,45% за штедњу становништва и 1,3% за депозите привреде. С друге стране, каматне стопе на штедњу становништва у еврима у истом периоду смањене су за 0,1 п.п., на 1,1% у јуну, док су каматне стопе на орочене депозите у еврима код привреде смањене за 0,25 п.п., на 0,65% у јуну.

Премија ризика земље

Почетком године премија ризика Србије за дуг у доларима бележила је релативно стабилно кретање, али је повећана глобална неизвесност изазвана пандемијом вируса корона, као и у другим земљама региона, условила њен раст крајем фебруара и током марта услед глобалног раста аверзије инвеститора према ризику и већих улагања у сигурну активу. Током априла, премија ризика Србије за дуг у доларима задржала се на нивоу од око 300 б.п., да би од почетка маја уследио њен пад. Тај пад је био вођен повећаном спремношћу инвеститора да поново улажу у земље у успону, пре свега због мера водећих централних банака, које су

Графикон III.3.6. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у б.п.)



убризгале знатне износе ликвидности као одговор на кризу, али и попуштања здравствених мера. Тако је крајем П1 EMBI показатељ за Србију износио 137 б.п., што је, иако и даље изнад изузетно ниског нивоа с краја 2019. (19 б.п.), знатно ниже од EMBI Global Composite (433 б.п.) и међу најнижим премијама ризика за дуг у доларима у региону.

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, све до нивоа од 344 б.п. забележеног почетком маја. Након тога, EURO EMBIG¹¹ показатељ за Србију опада, чему је, поред обимних мера водећих централних банака, допринело и попуштање рестриктивних мера уведених ради сузбијања пандемије, као и појава сигнала да се светска привреда полако опоравља. Крајем П1, премија ризика Србије за дуг у еврима била је за 148 б.п. виша него на крају 2019. и износила је 257 б.п.

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

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

Извор: НБС.
¹⁾ Март, ²⁾ Мај, ³⁾ Септембар, ⁴⁾ Децембар.

¹¹ Више о EURO EMBIG премији ризика видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2020.

У марту 2020. рејтинг агенција *Fitch* задржала је кредитни рејтинг Србије на *BB+*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање, упркос тренутној кризи изазваној пандемијом вируса корона. У свом саопштењу агенција је истакла да је задржавање рејтинга резултат појачане отпорности Србије на кризу изазвану пандемијом, захваљујући повећаним девизним резервама земље, ниском спољном дугу државе, очуваној фискалној дисциплини и добром стању јавних финансија. У оквиру ванредних процена рејтинга на светском нивоу, које је због кризе изазване пандемијом спровела рејтинг агенција *Standard & Poor's*, Србији је у мају задржан кредитни рејтинг на нивоу *BB+*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање. У односу на претходну оцену, када су изгледи за повећање рејтинга Србије били позитивни, агенција истиче да је промена опредељена избијањем епидемије вируса корона и њеног утицаја на светску привреду и финансијске токове. Након тога, у оквиру својих редовних активности на процени рејтинга, агенција *Standard & Poor's* у јуну је задржала рејтинг Србије на нивоу *BB+*, уз потврђивање стабилних изгледа за његово даље повећање у наредном периоду.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Стабилно кретање динара према еврџу настављено је током П1, и у условима појачане неизвесности услед кризе изазване пандемијом вируса корона. Томе је допринела Народна банка Србије, обезбеђујући банкама потребну девизну ликвидност у условима смањене понуде девиза и ефективног страног новца. Посматрано крајем периода, вредност динара према еврџу била је непромењена, док је, због слабљења долара према еврџу, динар према долару ојачао за 0,3%.

Током П1, домаћа предузећа била су значајан фактор на страни тражње за девизама – почетком године због повећаног увоза енергената, а касније једним делом услед њихове мање понуде у условима смањене економске активности у међународним оквирима током пандемије. Неизвесност на међународном финансијском тржишту одразила се на куповину девиза од стране нерезидената, посебно током марта и априла. Поред тога, од марта је бележена нето продаја ефективног страног новца грађанима и мењачима, чему је допринео мањи прилив дознака и изостанак туристичких посета услед пандемије. С друге стране, на страни понуде девиза деловало је валутно индексирано кредитирање привреде и становништва, тј. раст

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



валутно индексиране активе банака,¹² а у мањој мери и продужење позиције банака по основу коришћења платних картица нерезидената. Поред тога, у јуну су нерезиденти били нето продавци девиза, услед повећаних улагања у динарске државне ХоВ на домаћем тржишту.

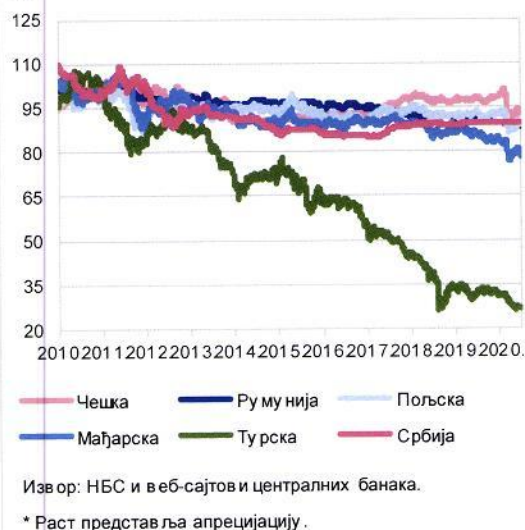
Ради одржања релативне стабилности на домаћем девизном тржишту, Народна банка Србије је током П1 у активностима на МДТ-у нето продала 1.030,0 млн евра. Притом, највећи износ нето продаје забележен је у априлу (440,0 млн евра), када су били и најизраженији ефекти

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



¹² У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

Графикон III.3.9. Кретање курсева одређених националних валута према евр¹³ (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



појачане неизвесности на међународном финансијском тржишту.

Промет на МДТ-у који је остварен између банака¹³ у П1 у просеку је дневно износио 27,9 млн евра, што је за 4,9 млн евра више него у истом периоду претходне године. Притом, највећа вредност промета остварена је у марту (просечно 35,2 млн евра дневно).

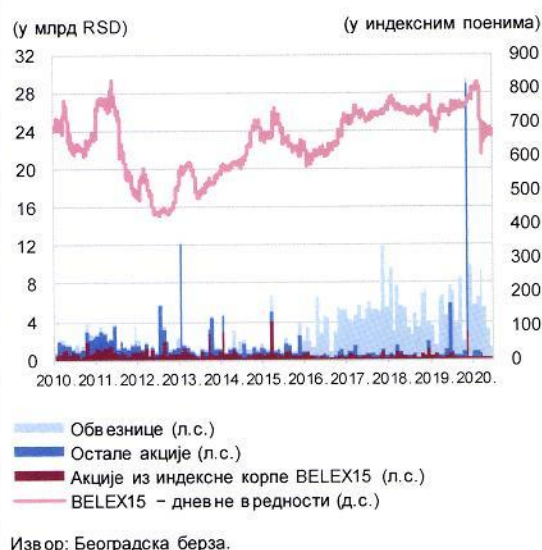
За разлику од динара, остале валуте земаља у региону које су у режиму инфлационог циљања ослабиле су током П1. Посматрано крајем периода, према евр¹³ знатније су ослабили турска лира (13,7%), мађарска форинта (7,3%), чешка круна (5,0%) и пољски злот (4,6%), док је румунски леј ослабио за 1,3%.

Кретања на берзи

Вредности оба индекса Београдске берзе, *BELEX15* и *BELEXline*, смањене су у П1 2020. Година је започета постепеним растом. Међутим, крај фебруара и почетак марта донели су неизвесност у погледу кретања светске економије, па су, пратећи кретања на светским берзама, и индекси на Београдској берзи нагло смањени. Тако је индекс *BELEX15* у марту, за непун месец дана, пао за око 200 индексних поена, а *BELEXline* за око 300 индексних поена. До краја јуна оба индекса благо су се опоравила, па је индекс *BELEX15* на крају јуна износио 665,9 индексних поена, што је за 16,9% ниже него на крају 2019, док је општи индекс акција *BELEXline* био нижи за 13,3% и у јуну је износио 1.497,6 индексних поена. Вредности већине

¹³ Без Народне банке Србије.

Графикон III.3.10. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



индекса берзи у региону бележиле су слична кретања. Крај П1 су дочекали с нижим вредностима него на почетку године, а највећи пад су забележили индекси берзе у Софији (20,2%) и Загребу (19,6%).

Укупан промет акцијама од почетка године до краја јуна био је већи за око 13% него у П2 2019. (након изузимања блок трансакција једног издаваоца у новембру 2019) и износио је 3,1 млрд динара. Страни инвеститори су у П1 били нето продавци акција и учествовали су са око 31,7% у укупном промету. На трговање акцијама из индексне корпе *BELEX15* односило се 47,2% трговања.

Целокупан промет обвезницама у П1 2020. односио се на трговање дугорочним обвезницама РС, који је у односу на П2 2019. смањен за 3,2%, на 28,5 млрд динара.

Током П1 смањена је вредност тржишне капитализације Београдске берзе за 67,1 млрд динара, на 502,6 млрд динара, што представља 9,2% оцењеног БДП-а. Смањење тржишне капитализације односи се пре свега на регулисани сегмент тржишта, чија је тржишна вредност током П1 смањена за 64,1 млрд динара, на 280,8 млрд динара. Тржишна капитализација МТП¹⁴ сегмента такође је смањена и у јуну је износила 243,6 млрд динара, што је за 2,9 млрд динара мање него у децембру 2019. године.

¹⁴ МТП представља мултилатералну трговачку платформу. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Стабилан раст кредитне активности и повећано трошење државе у складу са Програмом економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије, уз позитиван допринос економске активности у Т1, кључно су определили кретање новчане масе у П1 2020. године. Монетарни агрегат М1 повећан је током П1 за 23,5%, М2 за 18,3% и М3 за 10,0%.

Посматрано по појединачним категоријама, депозити по виђењу повећани су за 173,0 млрд динара (од чега се 149,3 млрд динара односи на Т2). Предузете мере државе за повећање ликвидности привреде (одлагање плаћања пореских обавеза, субвенције привреди у виду уплате минималне зараде запосленима, кредити из гарантне шеме и др.) и омогућавање мораторијума на отплату кредитних обавеза за привреду и становништво деловали су у смеру раста понуде новца немонетарних сектора, посебно њених ликвиднијих компонената. С тим

у вези, трансакциони депозити привреде и становништва у П1 повећани су за 112,7 млрд динара и 58,9 млрд динара, респективно. Раст је забележен и на рачунима свих осталих сектора.

Орочени динарски депозити у П1 повећани су 4,8 млрд динара, при чему је цело повећање остварено током Т2 (9,9 млрд динара). Највећи раст забележен је на рачунима становништва, што је показатељ поверења грађана у банкарски систем и домаћу валуту, које је остало очувано и у условима повећане неизвесности изазване пандемијом вируса корона. Динарска штедња становништва повећана је током П1 за 6,0 млрд динара и у јуну је достигла свој нови максимум – 85,0 млрд динара.¹⁵ Већој атрактивности динарске од девизне штедње, поред очуване ценовне стабилности и релативне стабилности девизног курса, доприносе и више каматне стопе, као и њен повољнији порески третман.

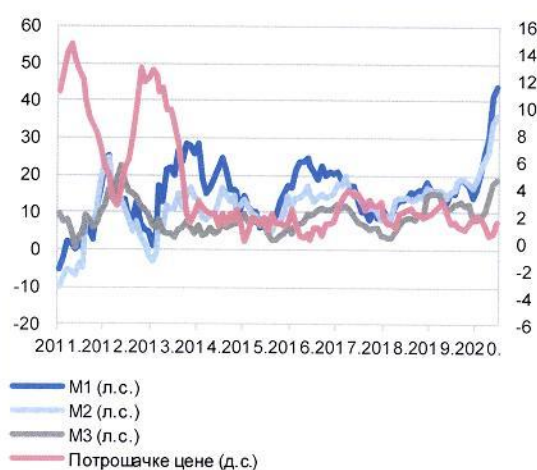
Девизни депозити су у П1 повећани за 547,3 млн евра, највише захваљујући расту девизних депозита привреде (за 376,8 млн евра) услед прилива девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству, као и предузетих мера државе у борби против последица пандемије. Истовремено, порасла је и девизна штедња становништва, која је за шест месеци повећана за 172,7 млн евра, на 10,6 млрд евра у јуну (тј. на 11,0 млрд евра ако се укључе и средства нерезидената).

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

	Дец. 2019.	Јун 2020.	Промене у П1 2020.
Нето потраживања од иностранства	1.287.399	1.361.690	74.292
Нето потраживања банака од иностранства	-295.486	-289.833	5.652
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.536.147	1.743.026	206.879
Нето домаћи кредити	2.692.633	2.954.451	261.818
Нето потраживања од државе	225.087	317.910	92.823
Пласмани држави	677.272	800.698	123.426
Депозити државе	-452.185	-482.788	-30.603
Потраживања од невладиних сектора	2.467.546	2.636.541	168.995
Становништво	1.112.000	1.184.375	72.375
Привреда	1.291.149	1.389.767	98.618
Др. финансијске корпорације	31.471	31.144	-327
Локални нивои власти	30.961	30.539	-422
Непрофитне и др. организације	-1.964	716	-1.248
Остала нето актива	-1.156.486	-1.211.425	-54.939
Новчана маса М3	2.823.546	3.104.716	281.171
Новчана маса М2	1.186.596	1.403.657	217.060
Новчана маса М1	903.603	1.115.859	212.256
Готов новац у оптицају	209.568	248.833	39.265
Депозити по виђењу	694.035	867.026	172.991
Динарски штедни и орочени депозити	282.994	287.798	4.804
Девизни депозити	1.636.949	1.701.060	64.110

Извор: НБС.

Графикон III.4.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене (мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

¹⁵ Новчане масе укључују само средства резидената. Уколико се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је крајем јуна износила 85,5 млрд динара.

Посматрано на мг. нивоу, монетарни агрегати М1, М2 и М3 убрзали су раст на 44,3%, 36,1% и 19,0% у јуну, респективно, вођени растом динарске компоненте. С обзиром на то да је овај раст новца привремен и повезан с растом ликвидности привреде (услед предузетих мера државе) и уздржавањем становништва од потрошње у условима пандемије вируса корона, наша процена је да неће доприносити расту инфлаторних притисака. Поред тога, веза између новца и инфлације генерално је ослабљена и постоји углавном у дугом року, али не и у кратком. Такође, очекујемо се да у наредном периоду смањи новчана маса услед плаћања пореских обавеза (које су захваљујући мерама Владе одложене током пандемије), као и услед очекиваног раста инвестиција и потрошње, али без јачих инфлаторних притисака.

Кредити банака

Укупни домаћи кредити наставили су током П1 да бележе двоцифрене мг. стопе раста (13,9% у јуну). Структура кредита остала је повољна са становништва пружања подршке економској активности, при чему је мг. раст кредита привреди у јуну износио 15,9%, а кредита становништву 12,6%. Раст кредитне активности у 2020. години резултат је сезонски неубичајено добре реализације кредита у Т1, од краја марта и ефеката мораторијума, док од маја позитивно доприноси и кредити из гарантне шеме.

Банке су и у 2020. години наставиле да решавају питање *NPL*, али умеренијом динамиком, с обзиром на досадашње резултате постигнуте на том пољу. Током П1, банке су отписале 4,6 млрд динара *NPL*, а лицима ван банкарског сектора

Графикон III.4.3. Доприноси мг. расту кредита привреди

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



Извор: НБС.

Графикон III.4.2. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)



Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

** Искључен ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016.

директно су из биланса продале 0,6 млрд динара *NPL*.

Кредити привреди су током П1, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани за 8,2%, односно за 103,5 млрд динара (при чему је 56% прираста остварено у Т1). Посматрано по наменама, најзаступљенија категорија кредита привреди већ више од годину дана (од маја 2019) јесу инвестициони кредити, чије је учешће у укупним кредитима привреди у јуну износило 44,4%, а њихово стање је од почетка године повећано за 34,9 млрд динара. Следе их кредити за обртна средства,¹⁶ чије учешће у укупним кредитима привреди, у условима растуће потребе

Графикон III.4.4. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



Извор: НБС.

Напомена: Раст у вредности у казује на поштравање, а пад на у блажавање кредитних стандарда.

¹⁶ У П1 повећани за 62,6 млрд динара.

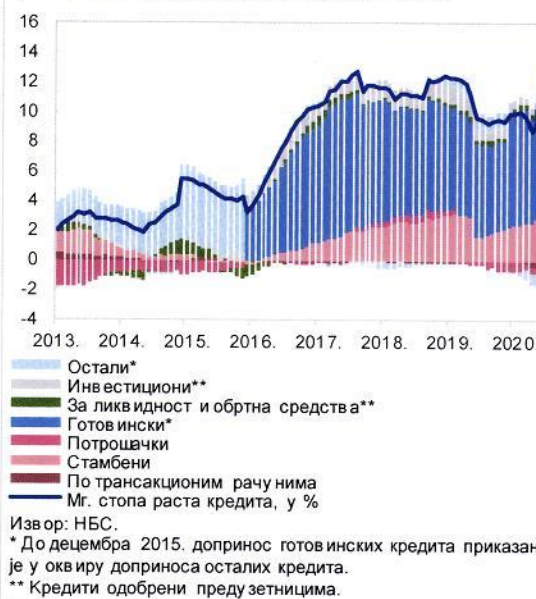
за ликвидним средствима, последњих неколико месеци расте и у јуну је износило 40,7%. **Посматрано по делатностима**, раст кредита је забележен код предузећа из свих делатности (осим пољопривредних предузећа), а највећи раст је остварен код предузећа из области саобраћаја, трговине, пословања некретнинама и прерађивачке индустрије.

Обим новоодобрених кредита привреди у П1 (433,3 млрд динара) мањи је за 15,0% него у истом периоду прошле године, односно за 7,3%, ако се из обрачуна искључе рефинансирани кредити код исте банке. С обзиром на растуће ликвидносне потребе предузећа у условима пандемије, као и повољне услове кредитирања из гарантне шеме, највећи део нових кредита привреди односио се на кредите за обртна средства (247,6 млрд динара), који су у П1 чинили 57,1% укупних новоодобрених кредита привреди, при чему је сегменту тржишта који чине микропредузећа, мала и средња предузећа одобрено готово 65% ових кредита. Инвестициони кредити чинили су 26,8% нових кредита привреди у П1, а сегмент тржишта који чине микропредузећа, мала и средња предузећа користио је готово 70% тог износа. Захваљујући смањењу референтне каматне стопе Народне банке Србије и повољним условима финансирања из гарантне шеме, повећано је интересовање привреде за динарским кредитима – у П1 се 33,2% нових кредита привреди односило на динарске кредите, што је готово двоструко више него у претходној години.

Кредити становништву су, по искључењу ефекта промене девизног курса, у П1 повећани за 6,3%, односно за 69,6 млрд динара. У структури кредита становништву највећа учешћа имају готовински кредити (44,2% у јуну) и стамбени кредити (36,2% у јуну). Желећи да делује проактивно с циљем даљег ублажавања последица кризе, Народна банка Србије је у јуну донела одлуку да снизи минимално учешће за куповину првог стана са 20% на 10%. Поред тога, у јулу је усвојила нове прописе који би грађанима требало да олакшају услове отплате готовинских, потрошачких или других врста кредита (осим стамбених кредита и минуса по текућем рачуну). Конкретно, банке ће од дана ступања на снагу прописа бити подстакнуте да дужницима понуде рефинансирање или промену датума доспећа последње рате потрошачких, готовинских и осталих кредита (који није стамбени кредит ни минус по текућем рачуну) одобрених до 18. марта 2020, и то на додатне две године дуже у односу на тренутно важећи режим рокова отплате ових кредита (који подразумева рок отплате до седам година у току ове године, до шест година у току 2021. и до осам година за

Графикон III.4.5. Доприноси м.г. расту кредита становништву

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



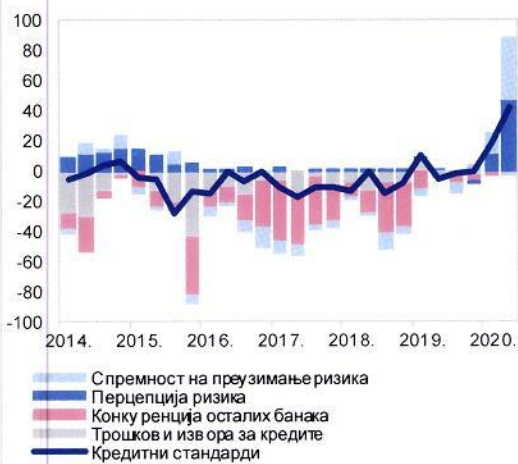
потрошачке кредите одобрене за куповину моторних возила неvezано за годину).

Обим новоодобрених кредита становништву у П1 износио је 178,4 млрд динара, што је за 32,4% мање него у истом периоду прошле године, тј. за 22,2% по искључењу кредита рефинансираних код исте банке – с обзиром на предузете мере здравствене заштите и физичког дистанцирања. Најзаступљеније категорије кредита били су готовински и стамбени кредити, који су чинили 56,4%, односно 20,5% укупних новоодобрених кредита становништву у П1.

Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁷ у великој мери су били под утицајем пандемије вируса корона. У складу са очекивањима изнетим у априлској анкети, банке су поштриле стандарде по којима су одобравале кредите привреди и становништву током Т2. То је последица раста аверзије према ризику у условима неизвесности изазване пандемијом вируса корона, које је било присутно код већег броја банака. С друге стране, банке су као факторе који су деловали у смеру ублажавања стандарда препознале конкуренцију у сектору и динарске изворе финансирања, што је великим делом резултат смањења референтне каматне стопе Народне банке Србије. Банке оцењују да је тражња привреде за кредитима повећана у Т2, и то за кредитима за обртна средства и реструктурирање постојећих обавеза. Истовремено, тражња становништва за

¹⁷ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

Графикон III.4.6. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



Извор: НБС.

Напомена: Раст у вредности у казу је на поштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

кредитима смањена је током Т2, што се може довести у везу и с предузетим мерама за здравствену заштиту људи.

Првенствено захваљујући досадашњим резултатима Стратегије за решавање питања проблематичних кредита и стабилном расту кредитне активности, а од Т2 делом и захваљујући мораторијуму, учешће бруто *NPL* показатеља снижено је на нови најнижи ниво откад се овај показатељ квалитета aktive прати – на 3,7% у јуну, што је за 0,3 п.п. мање него на крају прошле године. Истовремено, *NPL* показатељи сектора привреде и становништва смањени су током П1 за 0,3 п.п. и 0,1 п.п., на 2,8%¹⁸ и 3,8%¹⁹ у јуну, респективно.

Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 91,6% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 62,6% *NPL*. Показатељ адекватности капитала²⁰ крајем П1 износио је 22,7%, што указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

¹⁸ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну износило је 3,1%, што је за 0,3 п.п. мање у односу на крај 2019.

¹⁹ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је, такође, смањено за 0,1 п.п., 3,8%.

²⁰ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Графикон III.4.7. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



Извор: НБС.

5. Показатељи степена динаризације

У П1 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 до сада спроводила Народна банка Србије, допринеле су очувању ценовне стабилности, релативне стабилности курса динара према еврџу, као и стабилности финансијског система, што представља главни предуслов за даље јачање поверења у динар.

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

Народна банка Србије наставила је да развија основне инструменте заштите од девизног ризика. И у П1 2020. 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.

Степен динаризације, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, повећан је у П1 2020. године за 1,4 п.п. и крајем јуна је износио 34,6%. То је уједно и највиши ниво овог показатеља откад се прати.



Раст динаризације пласмана у П1 2020. године резултат је већег динарског кредитирања привреде, које је посебно интензивирано након почетка одобравања кредита у оквиру гарантне шеме РС која је усвојена ради подршке кредитној активности у условима пандемије. Валутно индексирани и девизни пласмани привреди, који су такође обухваћени гарантном шемом, повећани су у мањој мери, тако да је степен динаризације пласмана привреди у П1 повећан за 2,5 п.п., на 16,4%.

Посматрано по наменама кредита, повећање је забележено код свих категорија кредита, а највише код кредита за ликвидност и обртна средства, за које је карактеристичан највиши степен динаризације (41,3% за кредите одобрене у П1 2020). Такође, у знатном износу повећани су и кредити за инвестиције.

Степен динаризације пласмана становништву у 2020. години наставио је да се повећава. Крајем јуна, овај показатељ је износио 55,8%, што је за 0,4 п.п. више него крајем 2019. и до сада је највиши износ откад се прате подаци. Повећању степена динаризације пласмана становништву наставио је да доприноси раст динарских кредита, у оквиру којих је и даље најзначајнији раст готовинских кредита, а делом и кредита за ликвидност и обртна средства одобрених пољопривредним газдинствима и предузетницима у оквиру гарантне шеме. Повећани су и девизно индексирани кредити становништву, а раст се и даље претежно односи на стамбене кредите, као и кредите из категорије остало, од чега се део односи на кредите пољопривредним газдинствима и предузетницима одобрене уз државну гаранцију.

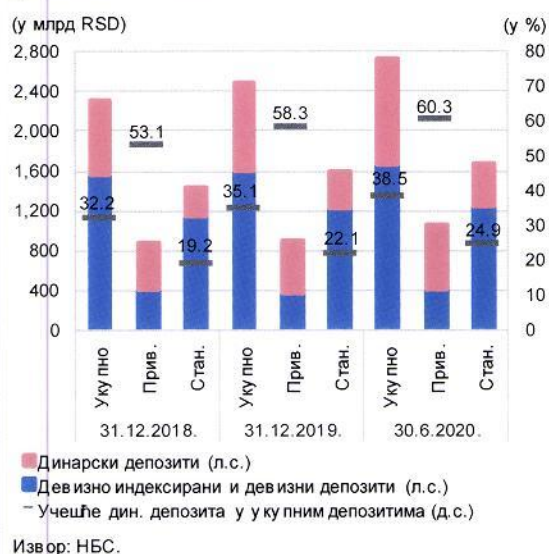


Ако се посматра степен динаризације депозита, **учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва код банака** у П1 2020. године наставило је да се повећава и крајем П1 достигло је до сада највиши ниво откад се прате подаци – 38,5%, што је за 3,4 п.п. више него на крају 2019. године.

Посматрано по секторској структури, **степен динаризације депозита расте и код привреде и код становништва** и крајем П1 2020. ови показатељи су остварили до сада највише нивое (60,3% и 24,9%, респективно). Повећање тих показатеља у највећој мери је резултат раста на динарским трансакционим рачунима привреде и становништва, чему су допринеле мере државе за повећање ликвидности привреде – одлагање плаћања пореских обавеза, субвенције привреди



Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



у виду уплате минималне зараде запосленима, кредити из гарантне шеме и др., као и омогућавање мораторијума на отплату кредитних обавеза за привреду и грађане.

Повећању динаризације и даље доприноси наставак раста динарске штедње. Она је, и поред ванредних околности изазваних пандемијом вирусом корона, наставила да бележи динамичан раст и рекордно високе износе, што сведочи о постигнутом поверењу у динар и стабилност финансијског система. Крајем јуна, динарска штедња становништва, укључујући депозите нерезидената, достигла је 85,5 млрд динара, што је у поређењу с крајем 2019. више за 5,9 млрд динара (7,4%).

6. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде наставила су да се крећу на ниском и стабилном нивоу током П1. Очекивано очување ценовне стабилности у условима светске пандемије вируса корона говори у прилог поверења тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије и доприноси расту кредибилитета и ефикасности монетарне политике.

Резултати анкете агенције Ипсос показују да су се инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред током П1 кретала у оквиру граница циља Народне банке Србије ($3 \pm 1,5\%$). Краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора била су стабилна на нивоу од 2,0% током целог П1, изузев у мају, када су привремено смањена на 1,6%, највероватније под утицајем успоравања текуће инфлације. Резултати анкете агенције

Графикон III.6.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Блумберг упућују на сличне закључке – очекивана инфлација за годину дана унапред финансијског сектора кретала се у распону од 2,0% до 2,3% током П1. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ скоро седам година, тј. од октобра 2013, очекује да ће инфлација за годину дана унапред бити усидрена у границама циља Народне банке Србије.

Инфлациона очекивања сектора привреде за годину дана унапред била су стабилна током Т1 на нивоу од 2,0%. Кретање краткорочних инфлационих очекивања привредника током Т2 било је вероватно под утицајем бојазни да ће се пандемија вируса корона одразити на нижу потрошачку тражњу, а на нижа очекивања извесно се одразио и пад светске цене нафте. С

Графикон III.6.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)

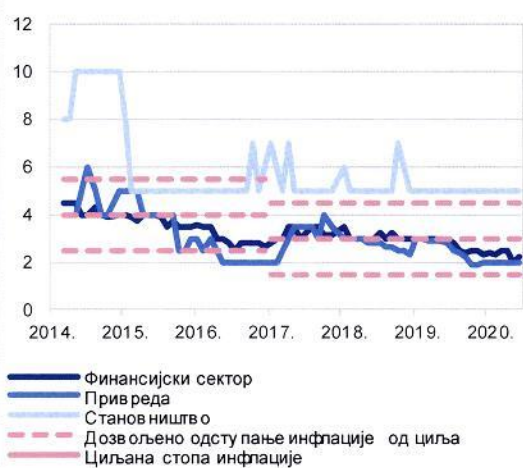


тим у вези, она су постепено снижавана, са 1,8% у априлу на 1,0% у јуну. Истовремено, преко 70% анкетираних представника привреде не очекује промену цена инпута у производњи у наредних 12 месеци.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред уобичајено су виша од очекивања осталих сектора и кретала су се на нивоу од 5,0%²¹ готово цело П1. У прилог очекиваној ценовној стабилности у наредној години дана говоре и резултати квалитативне анкете о инфлационим очекивањима становништва²² – индекс очекиване инфлације наставио је да бележи ниже вредности од индекса перципиране инфлације, што показује да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години дана.

Средњорочна очекивања финансијског сектора усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и током П1 кретала су се у распону 2,0–2,5%. Инфлациона очекивања сектора привреде за две године унапред у П1 била су стабилна на нивоу од 2,0%, док су очекивања становништва непромењена на нивоу од 5,0% последњих деветнаест месеци.

Графикон III.6.3. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.

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

²¹ Привремено повећање на 8,0% у марту може се довести у везу са ширењем вируса корона и забринутости становништва да ће бити несташнице основних животних намирница.

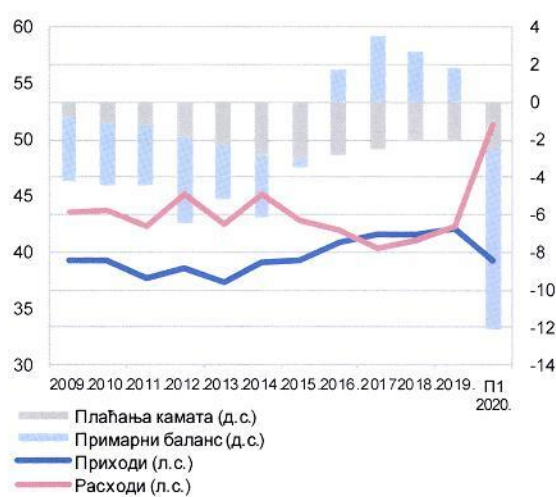
²² Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

7. Фискална кретања

Захваљујући знатно побољшаној макроекономској позицији земље – са стопом привредног раста од 4,3% у просеку у претходне две године, ниском и стабилном инфлацијом седму годину заредом, побољшаном наплатом пореза, елиминисаном фискалном неравнотежом и смањеном екстерном неравнотежом – отворен је простор за снажну реакцију фискалне политике на пандемију вируса корона, а државни буџет је могао да издржи период смањених прихода и повећаних трошкова здравственог система.

Крајем марта донет је *Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије*, који је имао два приоритета: 1) помоћ привредним субјектима којима је отежано пословање и 2) очување радних места и зарада запослених. Пакет економске подршке садржао је **укупно девет мера, расподељених у четири групе, чија је укупна вредност била процењена на 5,1 млрд евра (око 11,0% БДП-а)**. Реч је о мерама пореске политике, директне помоћи приватном сектору, очувања ликвидности привреде и осталим мерама (мораторијум на исплату дивиденди до краја године и једнократна помоћ свим пунолетним држављанима РС), чија примена је отпочела 13. априла, с прецизирањем правног оквира и доношењем одговарајућих уредби Владе. Важан део програма чинили су **кредити привреди на бази гарантне шеме (око 2 млрд евра), уз гаранцију државе од око 480 млн евра**, која не представља буџетски расход, осим у случају да дође до њеног активирања.

Графикон III.7.1. Буџетски приходи, расходи и резултат (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

Табела III.7.1. Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса COVID-19 и подршку привреди Србије

I група – мере пореске политике	
1.	Одлагање плаћања пореза на зараде и доприносе за приватни сектор, уз каснију отплату настале обавезе у ратама (с почетком најраније од 2021)
2.	Одлагање плаћања аконтација пореза на добит у Т2 2020.
3.	Ослобађање давалаца донација од обавезе плаћања ПДВ-а
II група – директна помоћ приватном сектору	
4.	Уплата помоћи у висини три минималне зараде предузетницима који се паушално опорезују и плаћају порез на стварни приход, као и микропредузећима, малим и средњим предузећима у приватном сектору
5.	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	
6.	Финансијска подршка привреди преко Фонда за развој Републике Србије
7.	Гарантна шема за подршку привреди
IV група – остале мере	
8.	Мораторијум на исплату дивиденди до краја 2020, осим за јавна предузећа
9.	Директна помоћ свим пунолетним грађанима Србије од 100 евра у динарској против вредности

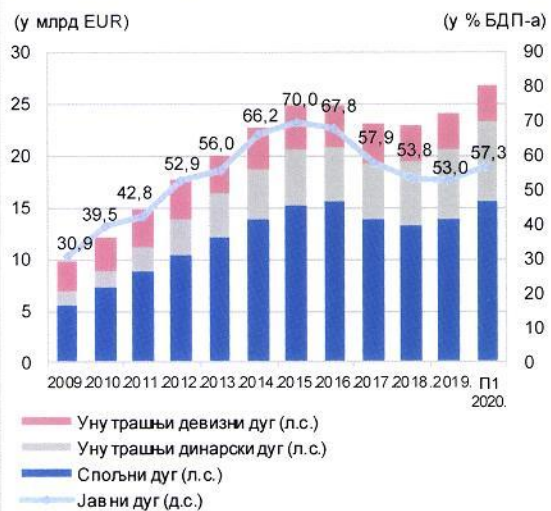
Извор: Министарство финансија.

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

Посматрано у односу на исти период 2019, **јавни приходи** у П1 2020. нижи су за 7,5% реално као последица смањене економске активности у Т2 и донетих антикризних мера у делу одлагања наплате директних пореза. Највећи ефекат на ниже приходе у односу на П1 2019. имало је одложено плаћање аконтације пореза на добит у Т2 (-2,7 п.п.), затим нижи доприноси за социјално осигурање (-2,4 п.п.), као и нижи непорески приходи (-1,5 п.п.), док су друге категорије прихода готово стагнирале.

Јавни расходи у П1 за 23,2% реално су већи него у истом периоду 2019, највише због једнократне исплате средстава пунолетним грађанима (допринос расту укупних расхода 7 п.п.), као и субвенција због исплате минималних зарада привредницима (6,4 п.п.). У мањој мери, раст је забележен и код набавке робе и услуга (допринос 4,0 п.п.), пре свега због набавке

Графикон III.7.2. Јавни дуг*



медицинског материјала, затим расхода за зараде (2,5 п.п.), као и капиталних расхода (2,4 п.п.). С друге стране, нижи су расходи по основу камата (-0,7 п.п.), чему су допринели ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и бољи кредитни рејтинг земље.

Средства за финансирање програма подршке реалном сектору, ради ублажавања негативних ефеката економске кризе изазване вирусом корона, обезбеђена су по основу продаје динарских обвезница на домаћем тржишту, као и емисијом еврообвезница на међународном финансијском тржишту. Србија је средином маја, међу првим земљама у Европи, **успешно реализовала нову емисију седмогодишњих еврообвезница** у номиналном износу од 2 млрд евра, при чему је тражња инвеститора вишеструко премашила планирани и реализовани износ емисије, захваљујући чему је цена задуживања током аукције смањена за 50 б.п.

Јавни дуг централног нивоа државе крајем јуна износио је 26,8 млрд евра, а његово учешће у пројектованом БДП-у 57,3% (наспрам 52,0% крајем 2019). На повећање дуга утицао је раст дуга у оригиналним валутама (6,3 п.п.), и то пре свега евра услед емисије седмогодишње еврообвезнице, а затим дуг у динарима (115,2 млрд динара), док је пројектовани номинални раст БДП-а утицао на смањење учешћа дуга са 1,0 п.п. Смањењу валутног ризика доприноси раст учешћа дуга у динарима, који је крајем јуна достигао 28,4%, што је близу максимума из марта (28,9%).

Крајем јула 2020. усвојен је други пакет мера фискалне политике од око 66 млрд динара, којим

је исплата субвенција за зараде запослених у малим и средњим предузећима продужена за још два месеца. Поред тога, одлагање плаћања пореза на зараде и доприносе за социјално осигурање за сва приватна предузећа продужено је за додатних 30 дана. Тиме ће укупна фискална подршка ове године износити око 12,2% БДП-а. То ће, према проценама Министарства финансија, за последицу имати **фискални дефицит опште државе** ове године од око 8,2% БДП-а, али је, према нашем мишљењу, такав једнократни дефицит у потпуности оправдан, јер би у супротном пад економске активности ове године био далеко већи, праћен смањењем производних капацитета, укључујући и смањење броја радних места. Такође, са изостанком наведених мера, опоравак привреде би у наредној години био спорији. Према проценама Министарства финансија, јавни дуг ће ове године бити привремено повећан на око 60% БДП-а, али ће од наредне године уследити наставак његове силазне путање.

8. Агрегатна тражња

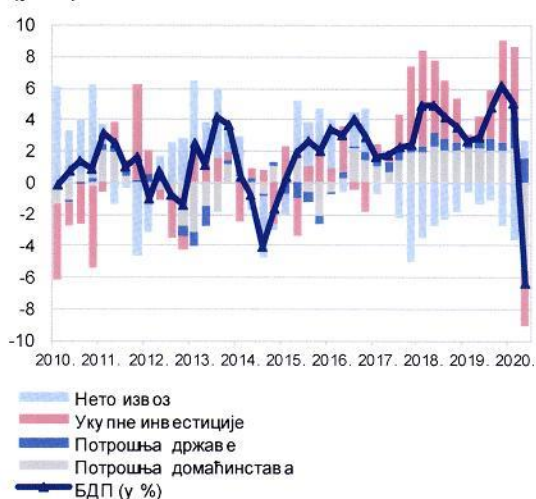
Почетком године, показатељи економске активности наставили су да остварују позитивне тенденције, а поједини од њих били су и изнад наших очекивања. То указује на то, да није било пандемије вируса корона, готово да је извесно да би економска активност ове године остварила и већи раст од пројектованог претходне године од око 4%, вођен пре свега инвестицијама. Међутим, пандемија корона вируса утицала је на знатно успоравање приватне потрошње и инвестиција у Т2, чиме је неутрализован њихов раст с почетка године. С друге стране, позитиван допринос економској активности у Т2 потекао је од веће потрошње државе, која је у условима кризе била усмерена пре свега у набавку медицинских средстава, а у мањој мери односи се и на раст државних инвестиција заснованих на реализацији инфраструктурних пројеката. Поред тога, позитиван допринос у Т2 потекао је од нето извоза, по основу већег пада увоза робе и услуга од извоза, за разлику од Т1, када је услед наставка раста инвестиција увоз бележио високе стопе раста, па је допринос нето извоза био позитиван. На нивоу П1, економска активност је смањена за 0,8 мг., услед пада активности током Т2 од 6,4% мг. Такав резултат у Т2 један је од најбољих у Европи, а бољи је и од наших очекивања изнетих у мајском Извештају о инфлацији, када смо за Т2 пројектовали смањење БДП-а од 8% мг.

Домаћа тражња

Почетком године настављен је стабилан раст **потрошње домаћинстава**, који је на нивоу Т1 износио 3,2% мг., али је проглашење ванредног стања услед пандемије вируса корона и последично доношење мера за заштиту здравља грађана редуковало потрошњу, па је на нивоу П1 приватна потрошња смањена за 2,6% мг. Мере државе усмерене на здравствену заштиту, с једне стране, редуковале су мобилност становништва, док су, с друге стране, обуставиле делатност у већини услужних сектора током априла. Од маја, након укидања већине рестриктивних мера, уследио је опоравак потрошње, па тако промет у трговини на мало, који је био најмање погођен кризом, већ од маја бележи мг. раст. Остале услужне делатности, услед и даље присутне неизвесности, спорије се опорављају, о чему сведоче кретања у сектору саобраћаја и туризма. Наиме, од маја се само делимично опоравио авио-саобраћај, који је био обустављен у априлу, док је пад броја ноћења домаћих туриста успорен са 94,0% мг. у априлу на 17,2% мг. у јуну.

Захваљујући мерама државе и Народне банке Србије за ублажавање негативних ефеката кризе очувани су домаћи извори потрошње. Тако су мере државе усмерене на очување запослености субвенционисањем плата до износа минималне зараде у периоду од три месеца утицале на задржавање позитивне динамике на тржишту рада, о чему сведочи реални раст масе зарада у периоду јануар–мај од 10,8% мг. Расту расположивог дохотка становништва допринела је одлука Народне банке Србије којом је омогућен застој у отплати кредита у периоду од три месеца, коју је искористило око 90% дужника. Потребно је истаћи то да је опоравку

Графикон III.8.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

кредитирања становништву од маја допринела и одлука Народне банке Србије о смањењу референтне стопе, која је од марта до јуна смањена за 1 п.п. С друге стране, током П1 смањен је прилив по основу дознака (-22,5% мг.), што је директна последица смањења економске активности у европским земљама, а пад прилива по основу дознака присутан је и у другим земљама које традиционално имају приливе по овом основу. На пад дознака утицала су и рестриктивна правила за прекогранична путовања, чиме је, у условима пандемије, знатно смањена мобилност радне снаге.

Набавка робе и услуга неопходних у условима пандемије подстакла је раст **потрошње државе** у условима кризе, тако да је државна потрошња у П1 порасла за око 10,3% мг. На тај начин у потпуности је неутрализован пад приватне потрошње, тако да је укупна потрошња током П1 била непромењена у односу на исти период претходне године.

Инвестициони циклус је настављен и почетком 2020. године, о чему сведочи раст **инвестиција приватног сектора** од 12,6% мг. у Т1. Ипак, отежани услови пословања у условима кризе и раст неизвесности у погледу опоравка појединих привредних делатности условили су пад инвестиција приватног сектора у Т2, па су на нивоу П1 приватне инвестиције смањене за 2,7% мг. Добри пословни резултати привреде у 2019. години подстакли су раст инвестиција, али су отежано пословање привреде током кризе и последичан раст неизвесности у погледу будућих пословних резултата успорили раст инвестиција финансираних из сопствених извора током Т2. И раст аверзије према ризику на глобалном нивоу делимично је успорио инвестиције нерезидената током Т2, тако да је прилив по основу СДИ у П1 био нижи за 24,2% мг. Током Т2 забележен је и нижи прираст инвестиционих кредита него у истом периоду 2019. године.

Током П1 настављена је реализација капиталних пројеката које финансира држава, при чему ни за време ванредног стања нису обустављани радови на инфраструктурним пројектима из области саобраћаја и енергетике, па су **инвестиције државе** у П1 порасле за 3,6% мг.

Раст залиха у Т1 надмашио је њихово трошење у току Т2 услед делимичног прекида у ланцима снабдевања током глобалне пандемије, тако да је на нивоу П1 остварен позитиван допринос по основу промене **залиха**, што је допринело расту БДП-а у П1 са 0,7 п.п.

Нето екстерна тражња

Настављени раст инвестиција почетком године одражавао се и на раст увоза репроматеријала и опреме, а раст потрошње домаћинстава на раст увоза потрошне робе, док је на успоравање извоза утицао пад екстерне тражње. То је за последицу имало негативан допринос нето извоза расту БДП-а у Т1. Међутим, криза изазвана пандемијом вируса корона се кроз пад екстерне тражње и застој, а у појединим случајевима и прекид у глобалним ланцима понуде и затварање граница, снажно одразила на спољнотрговинску размену од средине марта, уз већи пад увоза робе и услуга од извоза током Т2. На нивоу П1, извоз робе и услуга ипак је у већој мери смањен (реално за 9,3% мг.) од увоза (за 6,2% мг.), тако да је допринос нето извоза кретању БДП-а у П1 био негативан и износио је 1,2 п.п.

Здравствене мере и оштар пад екстерне тражње изазван пандемијом вируса корона утицали су на то да извоз робе изражен у еврима, према платнобилансним подацима, у П1 опадне за 9,3% мг. Пад извоза у потпуности се односио на прерађивачку индустрију, чији је извоз у П1 смањен за 10,0% мг., док је извоз пољопривреде и у кризним околностима растао (10,5% мг.). Негативни ефекти кризе на извоз, који су почели да се испољавају у марту, били су најизраженији у априлу. С постепеним попуштањем здравствених мера и отварањем економија, у мају је започет опоравак, што потврђују и позитивне дез. стопе раста, које су забележене у 16 од 23 гране прерађивачке индустрије. Од кључних извозних грана, раст извоза електричне опреме, гуме и пластике и аутомобила, делова и прибора за возила започет је у мају и настављен

Графикон III.8.2. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Графикон III.8.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије (тримесечни покретни просек, д.с.)



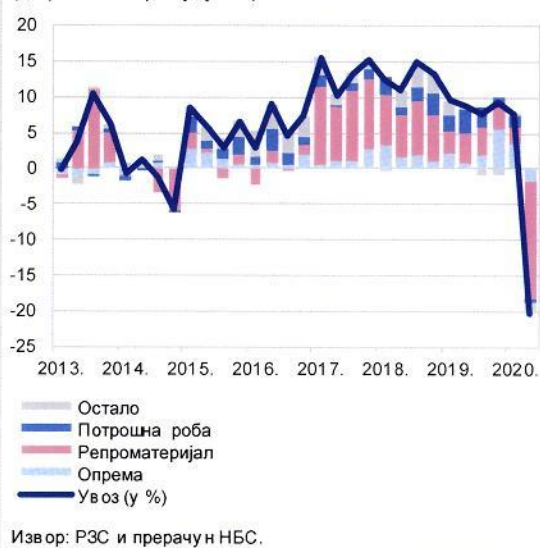
у јуну, када је и повећан извоз основних метала и производа од метала.²³

Пад економске активности одразио се на пад робног увоза, чији је износ изражен у еврима у П1 смањен за 5,8% м.г. Томе је, према класификацији ЕУ, допринео пре свега нижи увоз интермедијарних производа (-9,0% м.г.), капиталних добара (-4,6% м.г.), као и енергената (-25,9% м.г.), на који је, поред мањих потреба индустрије, утицала и нижа цена нафте. С друге стране, иако је смањен током априла и маја, увоз потрошних добара на нивоу П1 позитивно је утицао на раст увоза. На слична кретања указује и класификација увоза према општим економским категоријама (BEC), где је на пад увоза утицао пре свега смањен увоз репроматеријала (-13,3% м.г.), док су већи увоз опреме (6,6% м.г.) и потрошне робе (2,7% м.г.) деловали у супротном смеру. Опоравак производње утицао је на то да увоз почне да се опоравља у мају, вођен већим увозом опреме и репроматеријала, што је настављено и у јуну.

Пандемија је утицала и на пад размене услуга са иностранством, а захваљујући нешто бржем опоравку, који је уследио с попуштањем здравствених мера, пад извоза у П1 (5,4% м.г.) био је мање изражен од пада увоза (11,9% м.г.). Новонасталом кризом најснажније је била погођена размена туристичких и транспортних услуга, при чему је негативан утицај у случају Србије био израженији на страни увоза. Истовремено, посматрано на нивоу П1, ИКТ и

²³ Детаљније видети у Извештају о инфлацији – август 2020, Осврт 3, стр. 41.

Графикон III.8.4. Кретање главних компоненти увоза (доприноси м.г. расту, у п.п.)



пословне услуге доприносиле су расту извоза, а пословне и остале услуге расту увоза услуга.

Покривеност робног увоза извозом²⁴ у јуну износила је 73,6%, а по укључењу услуга 83,5%, што је приближно нивоу покривености с краја 2019. године.

9. Економска активност

Након снажног раста БДП-а од 5,1% м.г. у Т1, ширење пандемије вируса корона на светском нивоу знатно је успорило економску активност у Србији, тако да је на нивоу П1 БДП смањен за 0,8% м.г. Криза проузрокована вирусом корона утицала је на затварање економија, пад екстерне тражње и застој у ланцима снабдевања, што је, уз смањену искоришћеност производних капацитета, знатно успорило економске перформансе и у Србији.

Ради ублажавања негативних ефеката кризе, Влада је донела пакет мера којим је, између осталог, предвиђено одлагање пореских обавеза привреде и субвенционисање минималне зараде за мала и средња предузећа у периоду од три месеца, чиме су **нето порези** смањени за 1,2% м.г., уз негативан допринос БДП-у од -0,2 п.п. У условима кризе и бруто додата вредност такође је смањена у П1, за 0,7% м.г., пре свега услед смањења активности у услужним секторима за 1,0% м.г. и смањења индустријске производње за 1,7% м.г. С друге стране, након снажног раста активности у сектору грађевинарства током Т1, у Т2 је уследила стагнација, тако да је током П1

²⁴ Мерено 12-месечним покретним просеком.

Графикон III.9.1. Доприноси м. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



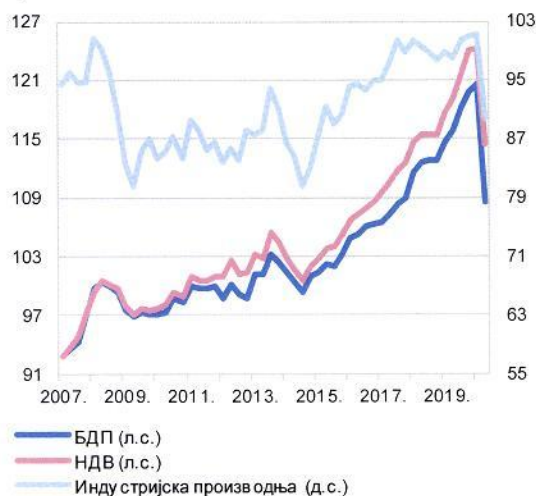
Извор: РЗС и прерачун НБС.

грађевинарство остварило раст од 8,3% м.г., док је пољопривреда, након натпросечне сезоне у 2019, остварила раст и у П1 (2,0% м.г.). На пад активности у **индустрији** указује смањење обима индустријске производње од 1,8% м.г., при чему је обим производње прерађивачке индустрије смањен за 1,5% м.г., а снабдевање електричном енергијом за 5,6% м.г. С друге стране, сектор рударства, који је најмање погођен кризом, у П1 је забележио раст од 3,8% м.г.

У оквиру прерађивачке индустрије, кризом су највише били погођене извозно оријентисане делатности. Смањење екстерне тражње највише се одразило на аутомобилску индустрију, што потврђује и смањење производње моторних возила од 41,7% м.г., док је обим производње производа од гуме и пластике смањен за 13,7% м.г. Такође, смањен је обим производње основних метала (17,8% м.г.), као и производња текстила, одевних предмета и производа од коже. С друге стране, прехранбена индустрија је остварила раст од 1,2% м.г., услед нееластичне тражње за основним животним намирницама, док је раст тражње за медицинским средствима определио раст обима производње фармацеутских производа од 15,8% м.г. Током П1 порасла је и производња нафтних деривата за 33,5% м.г. и хемијских производа за 8,9% м.г., што се пре свега може повезати с ниском базом проузрокованом ремонтом нафтних и хемијских постројења током П1 2019. године.

Наставак интензивне реализације инфраструктурних пројеката, уз раст активности на тржишту некретнина, определили су раст у сектору **грађевинарства**. Потребно је истаћи да је ванредно стање проузроковано вирусом корона само успорило активности у вези с

Графикон III.9.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

покретањем нових грађевинских пројеката, о чему сведочи пад издатих грађевинских дозвола у периоду април–мај од 31,1% м.г. Реализација постојећих грађевинских пројеката настављена је и током Т2 непромењеном динамиком, о чему сведочи и вредност изведених грађевинских радова, која је била готово непромењена у односу на Т2 2019. (-0,8% м.г.), док је на нивоу П1 порасла за 9,3% м.г.

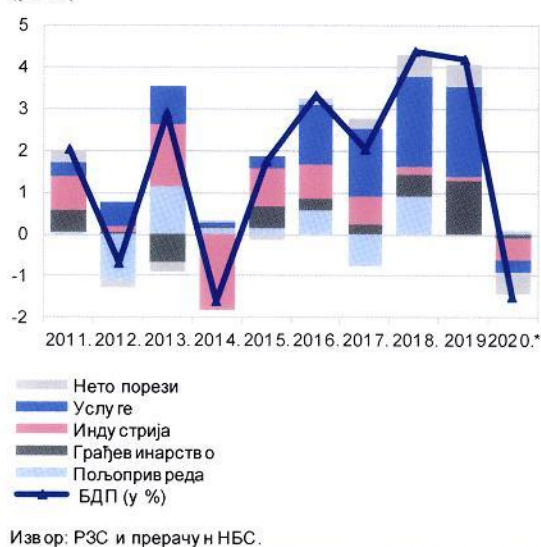
Услужни сектори, збирно посматрано, бележе пад активности у П1 од 1,0% м.г., уз негативан допринос БДП-у од 0,5 п.п., што се првенствено може довести у везу с кретањима у Т2, када је сектор услуга забележио пад од 6,6% м.г. Увођење ванредног стања и спровођење мера ради очувања здравља грађана у потпуности су суспендовале активности у туризму,

Графикон III.9.3. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.9.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



у гоститељству и саобраћају, али је након укидања ванредног стања уследио постепени опоравак у условима и даље присутних неизвесности проузрокованих пандемијом. С друге стране, знатно мање је био изражен ефекат кризе у трговини, на шта указује реални промет, који само током априла није повећан на мг. нивоу, а који је на нивоу П1 порастао за 3,4% мг.

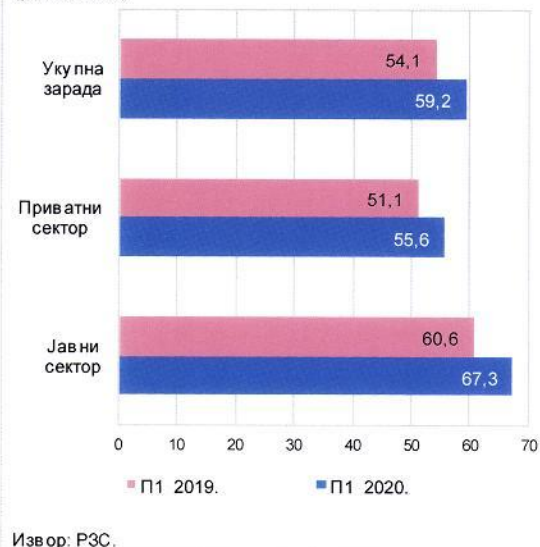
Прелиминарни подаци о производњи пшенице и роду појединих воћарских култура указују на раст пољопривредне активности у 2020. години, иако је претходне године остварена натпросечна пољопривредна сезона. То потврђује и повећање засејаних површина кукуруза, сунцокрета и соје (до 5%) у односу на претходну годину. Имајући то у виду, процењујемо да ће пољопривредна производња током 2020. године остварити раст од 1,3%, док је, према прелиминарним подацима РЗС, у П1 остварен раст од 2,0% мг.

10. Зараде и запосленост

Домаће тржиште рада је почетком 2020. наставило да бележи добре резултате. Знатнији утицај пандемије на тржиште рада током П1 избегнут је захваљујући благовременој реализацији економских мера Народне банке Србије и Владе с циљем очувања пословне активности и адекватног нивоа запослености, а тиме и зарада. Ипак, у односу на Т1 и период пре пандемије, у Т2 је било приметно благо успоравање мг. раста зарада и запослености, као и пада незапослености на мг. нивоу.

Просечна номинална нето зарада у периоду јануар–јуни 2020. била је виша за 9,4% од зараде у истом периоду 2019. године. При томе,

Графикон III.10.1. Просечна номинална нето зарада (у хиљ. RSD)



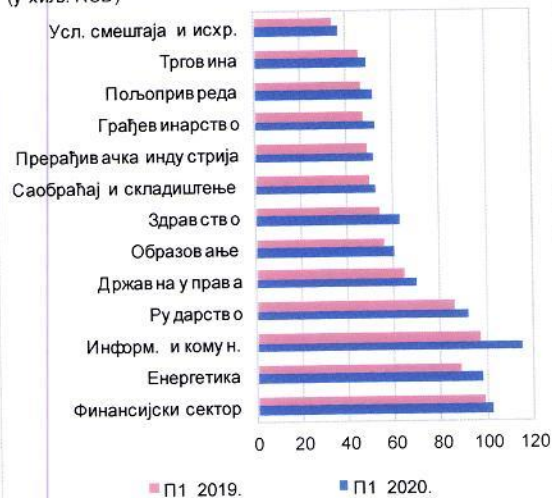
у П1 је остварен мг. раст просечне зараде и у **приватном сектору** (8,8%) и у **јавном сектору** (11,1%), чему је допринео и престанак привременог умањења плата у делу јавног сектора,²⁵ по основу одличних фискалних резултата и стабилизације јавних финансија у протеклим годинама. За разлику од јавног сектора,²⁶ зараде у приватном сектору у Т2 успориле су мг. раст у односу на период пре пандемије услед принудног смањења пословне активности у априлу и мају због ширења вируса корона, а на месечном нивоу забележиле су благи дез. пад. Међутим, већ у јуну зараде у приватном сектору вратиле су се на преткризни ниво, што указује на успешност економских мера у отклањању негативних ефеката пандемије.

Посматрано по делатностима, просечне зараде у П1 биле су више него годину дана раније, иако је њихов мг. раст био нешто спорији него у периоду пре пандемије – у пољопривреди је износио 11,2%, у индустрији 9,2%, а у услугама 8,8%. Успоравање мг. раста зарада најпре се осетило у делатностима претежно приватног сектора – угоститељству, саобраћају, трговини и областима прерађивачке индустрије, које су и највише биле погођене здравственим мерама. Насупрот томе, просечна зарада у П1 убрзала је мг. раст у области информисања и

²⁵ Закон о престанку важења Закона о привременом уређивању основица за обрачун и исплату плата, односно зарада и других сталних примања код корисника јавних средстава („Службени гласник РС”, бр. 86/2019).

²⁶ За потребе обрачуна просечних зарада, РЗС у јавни сектор сврстава: јавна државна предузећа, јавна локална предузећа, администрацију на свим нивоима, државне установе које обављају делатност здравствене и социјалне заштите, образовања и културе.

Графикон III.10.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

комуникација²⁷ (19,2%), као и у делатностима здравствене и социјалне заштите (15,9%), првенствено по основу повећања плата здравственим радницима у априлу.

Као доминантан извор потрошачке тражње, укупна номинална нето маса зарада у П1 порасла је за 13,0% мг. – у приватном сектору је била виша за 14,3% мг., а у јавном сектору за 10,6% мг.

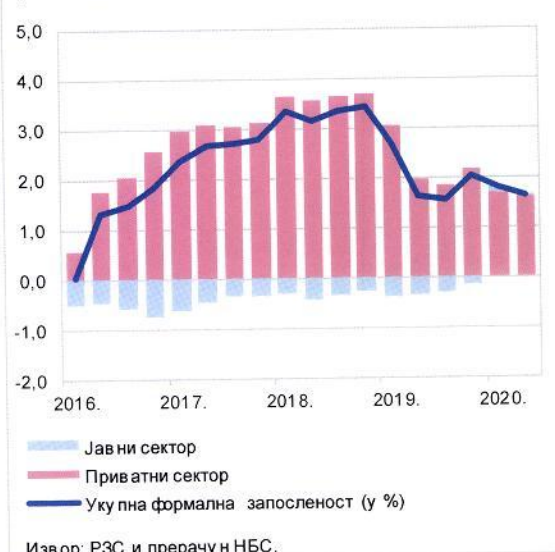
Захваљујући снажном привредном расту у Т1, продуктивност укупне економије порасла је за 3,2% мг., док је, према прелиминарној процени, у Т2 пала за 7,9% мг. услед очекиваног смањења економске активности под утицајем предузетих мера за очување здравља становништва.

Укупна формална запосленост је у П1, упркос пандемији, остварила просечан раст од 1,7% мг., вођен даљим запошљавањем код правних лица и предузетника, уз мањи пад броја индивидуалних пољопривредника од почетка године. Раст запослености у П1 био је нешто слабији него годину дана раније, јер је у приватном сектору, услед пандемије, регистрован мањи број запослених ван радног односа²⁸ (за око 4,5 хиљада лица). С друге стране, број запослених у радном односу, који већ дуже време чини више од 70% укупног броја формално запослених у Србији, порастао је у П1

²⁷ Почетком 2020. усвојене су измене и допуне закона из области радног права које се односе на формално ангажовање предузетника паушалаца.

²⁸ Запослени ван радног односа углавном обављају привремене и повремене послове, док су запослени у радном односу ангажовани на неодређено или одређено време код послодаваца.

Графикон III.10.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености (у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

за скоро 46 хиљада лица, при чему је и у јавном сектору број запослених повећан (за око 1,6 хиљада лица), и то први пут од 2015. године, када је започет процес рационализације.

Током П1, највећи број новозапослених у просеку евидентиран је у прерађивачкој индустрији (за близу 16 хиљада лица) и већини услужних делатности (за око 22 хиљаде лица), које највише доприносе привредном расту. Истовремено, мањи број запослених забележен је у пољопривреди, као и у делатности енергетике и водоснабдевања (збирно за око 2 хиљаде лица), делом по основу спровођења контроле запошљавања код корисника јавних средстава.²⁹

Према подацима Националне службе за запошљавање, укупан број незапослених у јуну износио је 525.987, што је за око 1,2 хиљаде мање незапослених него пре годину дана и за скоро 216 хиљада мање незапослених него на крају 2014, када су започете реформе на тржишту рада. Упоредо са успоравањем мг. раста запослености по избијању епидемије, дошло је и до успоравања мг. пада регистроване незапослености, и то са 9,8% у марту на 0,2% у јуну. Иако нешто споријим темпом него пре пандемије, незапосленост је у П1 наставила да се смањује у свим групама занимања – пре свега у онима повезаним с прерађивачком индустријом (за око 11 хиљада лица у просеку), а потом и у занимањима под окриљем трговине,

²⁹ У складу са Уредбом о поступку за прибављање сагласности за ново запошљавање и додатно радно ангажовање код корисника јавних средстава. Крајем 2019. престало је важење Закона о одређивању максималног броја запослених у јавном сектору.

Табела III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености

(мг. стопе раста, просек периода)

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

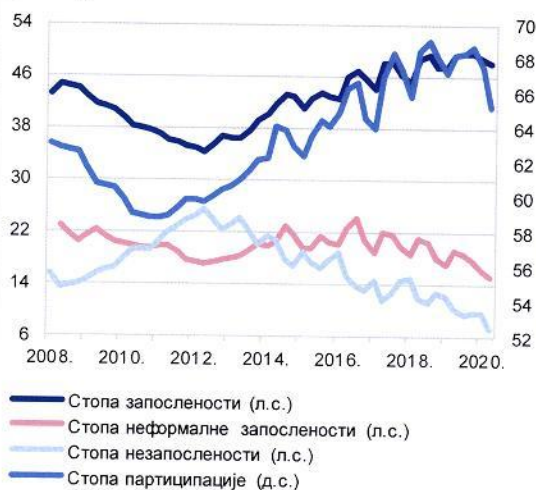
Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

угоститељства и туризма, као и грађевинарства, саобраћаја и пољопривреде (збирно за око 7 хиљада лица). То указује на успех спроведених реформи подржаних активним мерама и програмима запошљавања на тржишту рада,³⁰ којима погодује побољшан пословни и инвестициони амбијент у Србији. Повољна кретања на формалном и неформалном делу тржишту рада с почетка 2020. потврђивали су и резултати **Анкете о радној снази** за T1. Тако су, уочи пандемије, стопа партиципације становништва радног узраста (15–64 године) и стопа запослености задржане на релативно високом нивоу од 67,6% и 48,7% у T1, док је стопа неформалне запослености у исто време

спуштена на најнижи ниво (16,2%) откад постоје упоредиви подаци. Поред тога, стопа незапослености у T1 остала је на једноцифреном нивоу од 9,7%, док се стопа дугорочне незапослености³¹ поново нашла близу свог историјског минимума (5,5%). Упркос пандемији, показатељи тржишта рада у T2 остали су повољни, уз рекордно ниску стопу незапослености од 7,3%. При томе, подаци показују да су избегнути негативни ефекти на формално тржиште рада захваљујући предузетим мерама економске политике. Негативни ефекти пандемије, када се пореди T2 са T1, видљиви су једино на неформалном сегменту тржишта рада, услед чега је код становништва старог 15 и више година смањена запосленост. Истовремено, смањена је незапосленост, али и повећан број неактивних лица услед немогућности тражења посла током T2. Стопа запослености смањена је за 0,5 п.п. и износи 48,2%, док је стопа незапослености смањена за 2,5 п.п., на 7,3%, што је њен најнижи ниво откад се прати по упоредивој методологији. Истовремено, стопа неактивности повећана је за 2,8 п.п. и износи 48%.

Неизвесност у погледу трајања новонастале кризе и брзине привредног опоравка у П2 могла би се одразити на тржиште рада, али ће, према нашим проценама, ти ефекти бити сведени на најмању могућу меру захваљујући предузетим мерама економске политике и задржаној повољној средњорочној перспективи земље.

Графикон III.10.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази



Извор: РЗС.

³⁰ Између осталих, активне мере и програми запошљавања обухватају: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapoшљавању, додатну обуку и развој, посебне програме за младе у процесу преласка из система образовања на тржиште рада.

³¹ Стопа дугорочне незапослености представља проценат незапослених годину дана и дуже у укупном броју активних становника.

Списак графикона и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	11
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	12
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	12
II.3.1.	Укупна и базна инфлација	14
II.3.2.	Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији	14
II.3.3.	Пројекција инфлације	14
III.1.1.	Тромесечна динамика БДП-а	17
III.1.2.	ММФ-ова ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. годину	17
III.1.3.	Мг. стопе раста БДП-а у земљама региона средње и југоисточне Европе	19
III.1.4.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	19
III.1.5.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	21
III.1.6.	Кретање цена нафте и бакра	22
III.1.7.	Индекс светских цена хране	22
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	24
III.2.2.	Структура финансијског биланса	24
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	25
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	26
III.3.1.	Динарска ликвидност	27
III.3.2.	Кретање каматних стопа	27
III.3.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	27
III.3.4.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	28
III.3.5.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	28
III.3.6.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	29
III.3.7.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	30
III.3.8.	Кретање курса динара и евра према долару	30
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	31
III.3.10.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	31
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	32
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	33
III.4.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	33
III.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	33
III.4.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	34
III.4.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	35
III.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним пласманима, бруто принцип	35
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	36
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	36
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	36
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	37

III.6.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	37
III.6.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	37
III.6.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	38
III.7.1.	Буџетски приходи, расходи и резултат	38
III.7.2.	Јавни дуг	39
III.8.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	40
III.8.2.	Извоз и увоз робе и услуга	41
III.8.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	42
III.8.4.	Кретање главних компоненти увоза	42
III.9.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	43
III.9.2.	Кретање показатеља економске активности	43
III.9.3.	Показатељи грађевинске активности	43
III.9.4.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	44
III.10.1.	Просечна номинална нето зарада	44
III.10.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	45
III.10.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	45
III.10.4.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	46

Табеле

II.1.1.	Најважније монетарне мере за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса <i>COVID-19</i> и подршку привреди Србије	9
II.3.1.	Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2020.	13
III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	23
III.3.1.	Кредитни рејтинг	29
III.4.1.	Монетарни преглед	32
III.7.1.	Програм економских мера за смањивање негативних ефеката проузрокованих пандемијом вируса <i>COVID-19</i> и подршку привреди Србије	39
III.10.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	46