Народна банка Србије

2020

фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2020
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
Београд, Краља Петра 12
Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17
Тел. 011/333-8000
www.nbs.rs
Тираж: 120 примерака
ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

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

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
ДФО – друге финансијске организације
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ЕЦБ – Европска централна банка
EMBI – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
EFTA – Европска асоцијација за слободну трговину
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
OPEC – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
РМТП – реални маргинални трошкови у производњи хране
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FOMC – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији 7

III. Кретање инфлације 11

IV. Детерминанте инфлације 15

1. Кретања на финансијском тржишту 15
   Осврт 1: Кретање премије ризика Србије и њене детерминанте 19

2. Новац и кредити 24
   Осврт 2: Реформа референтних каматних стопа у зони евра 28

3. Агрегатна тражња 31
   Осврт 3: Динамика и структура фиксних инвестиција 33

4. Економска активност 36
   Осврт 4: Оцена макроекономских кретања у 2019. години 38

5. Кретања на тржишту рада 42

6. Међународно окружење 44

V. Пројекција инфлације 55

Осврт 5: Утицај базног ефекта на кретање међугодишње инфлације у 2020. години 67

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 74
Табела Б. Основни макроекономски показатељи 75

Списак графикона и табела 76

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 79

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 80

I. Резиме

Кретања у међународном окружењу у периоду од претходног Извештаја о инфлацији обележили су позитивни сигнали у погледу глобалног привредног опоравка и смањене трговинске тензије, које су деловале у правцу смањења неизвесности на глобалном финансијском тржишту. Међутим, биле су присутне и појачане геополитичке тензије, које су утицале на волатилност светских цена примарних производа.

Глобални привредни раст успорен је у 2019. на најнижи ниво од светске економске кризе, али су се крајем године појавили сигнали да је започет опоравак, у условима монетарних и фискалних подстицаја и смањених трговинских тензија након постизања прве фазе договора између Кине и Сједињених Америчких Држава. У односу на очекивања од пре три месеца, релевантне међународне институције кориговале су наниже прогнозу глобалног раста за ову и наредну годину, али уз оцену да ће он ипак бити виши него у 2019. и да ће се постепено убрзавати, као и да су ризици пројекције сада мање изражени наниже. Смањене трговинске тензије и избалансиранији ризици по глобални привредни раст за наредни период подстакли су и раст **светске цене нафте и других примарних производа током четвртог тромесечја**, а краткорочно и геополитичке тензије на Блиском истоку, али је до краја јануара ове године она снижена испод нивоа с почетка октобра услед раста залиха. Такође, на пад цена нафте утицао је и могући негативан ефекат на глобални раст по основу ширења вируса корона. Раст цена хране и енергената условио је и да **инфлација у међународном окружењу** крајем године има узлазну путању, док су инфлаторни притисци са стране тражње и даље релативно ниски. Након што је Систем федералних резерви смањио референтну каматну стопу у октобру, а Европска централна банка започела нови програм куповине активе у новембру, није било најава о додатном ублажавању њихових **монетарних политика**. Захваљујући ефектима ублажавања монетарних политика и смањења трговинских тензија, услови финансирања остали су повољни. То је резултирало и нижом **премијом ризика** за већину земаља у успону. Паду премије ризика Србије доприносили су и домаћи фактори, тако да је она и крајем године била међу најнижима у региону, што је одраз веће спремности за улагања у Србију. Потврду успешне економске политике наше земље представља и повећање кредитног рејтинга Србије на корак од инвестиционог од стране агенција *Fitch* и *Standard & Poor's*, што треба додатно да допринесе повољним условима задуживања и већој расположивости средстава за инвестиције.

Током четвртог тромесечја, међугодишња инфлација у Србији имала је сличну динамику као и у другим земљама у окружењу, а определиле су је цене хране и ефекат ниске базе код цена нафтних деривата.

И поред већег раста домаће тражње од очекиваног и позитивних трендова на тржишту рада, **инфлација** је и у 2019. остала ниска и стабилна (1,9% међугодишње у децембру). Нешто бржу динамику међугодишње инфлације током четвртог тромесечја од очекиване у претходном извештају определиле су цене хране, и то свежег свињског меса у условима раста њихове цене на светском тржишту и поскупљење поврћа које је било веће од сезонски уобичајеног. У мањој мери на то је утицао и раст цена нафтних деривата, који је пратио кретање светске цене нафте. Остале главне компоненте индекса потрошачких цена кретале су се релативно стабилно, уз готово подједнак допринос децембарској међугодишњој инфлацији. Базна инфлација је остала ниска и стабилна и у децембру је износила 1,1% међугодишње, што је близу њеног просека за целу годину. Истовремено, инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се крећу у доњој половини циљаног распона, потврђују да ће, у складу с пројекцијом Народне банке Србије, инфлаторни притисци остати ниски и у наредном периоду.

Снажан раст кредитне активности по повољним финансијским условима знатно доприноси привредном расту, не доводећи у питање одржавање ценовне и финансијске стабилности.

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину **референтне каматне стопе**, која тренутно износи 2,25%, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Приликом доношења одлука о референтној каматној стопи, Извршни одбор је имао у виду очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, као и то да се пуни ефекти претходног смањења референтне каматне стопе тек очекују. Захваљујући ефектима ранијег ублажавања монетарне политике, још увек ниским каматним стопама на међународном тржишту новца, сниженој премији ризика земље и повећаној конкуренцији међу банкама, услови финансирања приватног сектора остали су повољни и током четвртог тромесечја, при чему су каматне стопе на динарске кредите забележиле нови минимум. И поред ефекта високе базе с краја 2018. године, то је допринело готово двоцифреном међугодишњем расту кредитне активности, који је у већој мери опредељен растом кредита према сектору привреде. На повољну структуру кредитне активности и њену значајну подршку привредном расту указује податак да се целокупан раст кредита привреди у 2019. односио на инвестиционе кредите. Простор за даљи кредитни раст отвара и смањено учешће проблематичних кредита у укупним кредитима, на 4,1% на крају 2019, што истовремено додатно јача финансијску стабилност.

И поред раста капиталних расхода и издатака за плате и пензије током четвртог тромесечја, **фискални резултат** у 2019. бољи је од плана (дефицит на консолидованом нивоу од 0,2% бруто домаћег производа, уместо планираног дефицита од 0,5% бруто домаћег производа). Повољнијим фискалним кретањима доприносе раст економске активности и повећана профитабилност привреде по том основу, позитивна кретања на тржишту рада, као и нижи трошкови задуживања државе постигнути ефектима ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, повољнијом премијом ризика и даљим поправљањем кредитног рејтинга земље. Смањење фискалне неравнотеже, уз смањен валутни ризик и ризик рефинансирања, допринело је свођењу учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу у одрживе оквире – на крају године дуг централног нивоа власти износио је 52,0% пројектованог бруто домаћег производа (наспрам 53,7% крајем 2018), а наставак његове силазне путање очекујемо и у наредном периоду. Значајан корак у даљем развоју домаћег финансијског тржишта представља то што су динарске државне хартије од вредности уврштене на листу за потенцијално укључивање у *J.P. Morgan* индекс државних обвезница земаља у успону (*GBI-EM – Global Diversified Index*), што ће утицати на додатно ширење базе инвеститора који ће улагати у домаћу економију.

И поред снажне подршке привредном расту, пре свега расту инвестиција, тренд добрих фискалних резултата се наставља, што доприноси наставку смањења учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу.

Активирање инвестиција из претходног периода, упркос успоравању екстерне тражње, одразило се на одржавање **високе стопе раста извоза робе и услуга** у 2019, која је чак била и виша него у претходној години (10,5% наспрам 9,6% у 2018). Инвестиције су добрим делом определиле и динамику и структуру **увоза робе и услуга**, који је на нивоу године повећан за 10,7%, вођен већим потребама привреде за репроматеријалом и опремом, а у мањој мери и растом потрошачке тражње. Иако је по том основу у 2019. забележен већи дефицит текућег рачуна платног биланса, увезена опрема ће повећати извозне капацитете српске привреде, тако да у средњем року треба очекивати смањење учешћа текућег дефицита у бруто домаћем производу, при чему ће темпо тог смањења зависити од динамике инвестиционог циклуса у наредном периоду.

И у 2019. години платнобилансна кретања била су под утицајем инвестиционог циклуса у земљи, успоравања екстерне тражње и такса на производе који се испоручују на Косово и Метохију.

Дефицит текућег рачуна је, пету годину заредом, у пуној мери покривен **нето приливом страних директних инвестиција**. Према прелиминарним подацима, прилив страних директних инвестиција од око 3,8 милијарди евра пројектно је распрострањен и већ дуже време усмерен претежно у размењиве

Као и у претходне четири године, дефицит текућег рачуна у 2019. у пуној мери је покривен нето приливом страних директних инвестиција, што очекујемо и у наредном периоду.

секторе, што доприноси екстерној одрживости земље и привредном расту на одрживим основама. Повећано интересовање страних инвеститора за улагања у државне хартије од вредности на домаћем тржишту утицало је на то да по основу портфолио инвестиција буде остварен нето прилив од близу 200 милиона евра. Поменута кретања у трговинским и финансијским трансакцијама са иностранством резултирала су растом девизних резерви од 1,9 милијарди евра, на 13,4 милијарде евра на крају године, што додатно повећава отпорност наше привреде на екстерне шокове.

Вођена растом инвестиција, а подржана и другим компонентама домаће тражње и убрзањем раста извоза, економска активност у 2019. остварила је раст од 4,2%.

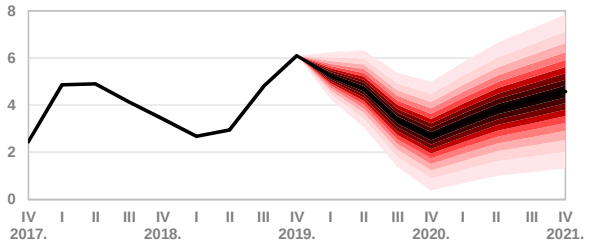
Након убрзања на 4,8% међугодишње у трећем тромесечју, раст **бруто домаћег производа** у четвртом тромесечју имао је још бржу динамику (6,1%) и у највећој мери определио је раст региона Западног Балкана, што је констатовала и Европска комисија у свом извештају за четврто тромесечје. Убрзање раста у другој половини године определили су реализација инфраструктурних пројеката и инвестиције приватног сектора, по основу унапређења пословног амбијента и повољних извора финансирања, што је резултирало привредним растом снажнијим од очекиваног, који је, према нашим проценама, на нивоу године износио 4,2%. Бележи се и даљи раст потрошње домаћинстава, захваљујући наставку позитивних кретања на тржишту рада – отварању нових радних места, расту зарада, пре свега у приватном сектору, спуштању стопе незапослености на једноцифрени ниво, као и нижим трошковима кредитног задужења. С друге стране, инвестициони циклус у земљи и с њим повезан раст увоза опреме, као и даље успоравање екстерне тражње, утицали су на негативан допринос нето извоза, али је он био мањи него у првом делу године, услед убрзања раста извоза. Посматрано с производне стране, бржи привредни раст у другој половини године определили су опоравак прерађивачке индустрије након завршених ремонта у нафтној и хемијској индустрији и активирање инвестиција из претходног периода, као и убрзан раст активности у грађевинарству и услужним секторима.

Очекујемо да ће раст бруто домаћег производа у 2020. износити 4%, што се очекује и у средњем року.

Процењујемо да ће **привредни раст** у овој и наредној години износити 4%, вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинстава на одрживим основама. Расту инвестиција највише доприносе наставак реализације инфраструктурних пројеката, унапређење пословног амбијента и повољни извори финансирања приватног сектора, док раст потрошње домаћинстава воде позитивни трендови на тржишту рада. Упркос успоравању екстерне тражње, извоз и

даље има повољну динамику захваљујући инвестицијама у размењиве секторе. Такође, на раст извоза утиче и његова географска и секторска распрострањеност, а требало би да се позитивни трендови наставе и у наредном периоду, чему ће допринети и очекивани постепени опоравак екстерне тражње. Посматрано с производне стране, позитиван допринос у 2020. очекује се од свих сектора, осим пољопривреде, код које се претпоставља просечна сезона. Притом, код индустрије очекује се убрзање раста захваљујући расту инвестиција у извозно оријентисане секторе, али и услед деловања базног ефекта, тј. чињенице да је производња у индустрији у овој години била под утицајем успоравања екстерне тражње, уведених такса од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију и ремонта у нафтној и хемијској индустрији. Ризике пројекције бруто домаћег производа у средњем року оцењујемо као симетричне, при чему ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, а ризике из домаћег окружења као асиметричне навише, у највећој мери по основу могућег раста инвестиција бржег од очекиваног, што је био случај и током претходне две године.

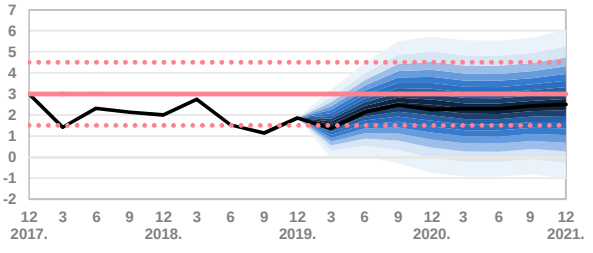
Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће се **међугодишња инфлација** до средине ове године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а након тога очекује се њено постепено приближавање централној вредности циља, чему ће у кратком року допринети базни ефекат код цена поврћа, а у средњем року раст агрегатне тражње и јединичних трошкова рада и опоравак инфлације у зони евра. Ипак, очекујемо да се у хоризонту пројекције, тј. у наредне две године, инфлација задржи испод централне вредности циља од 3%. У поређењу с пројекцијом коју смо објавили у новембарском Извештају о инфлацији, нова средњорочна пројекција инфлације у овој години на нешто је вишем нивоу услед већег раста цена хране и бржег затварања производног јаза него у новембарској пројекцији, док је у 2021. готово на истом нивоу као у новембру. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље у највећој мери потиче из међународног окружења, а односи се на брзину глобалног привредног раста и трговине, карактер монетарних политика водећих централних банака, токове капитала према земљама у успону и цене нафте и других примарних производа. У мањој мери ризици за остварење пројекције односе се на кретање домаћих регулисаних цена, карактер нове пољопривредне сезоне и раст домаће тражње, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно

Према фебруарској централној пројекцији, међугодишња инфлација ће се у првој половини ове године кретати око доње границе циља, након чега ће се постепено приближити централној вредности циља, али ће се до краја периода пројекције задржати испод ње.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



посматрано, оцењујемо као симетричне. У складу с тим, одлуке монетарне политике у наредном периоду, поред процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације и утицаја осталих домаћих фактора, у великој мери зависиће и од утицаја фактора из међународног окружења. Као и до сада, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, истовремено чувајући финансијску стабилност и доприносећи одрживом привредном расту и очувању макроекономске стабилности.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Након смањења референтне каматне стопе у новембру за 25 б.п., на 2,25%, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао њен ниво, који је најнижи у режиму циљања инфлације. При доношењу одлука о референтној каматној стопи у периоду од претходног извештаја, Извршни одбор је имао у виду очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, као и то да се пуни ефекти претходног смањења референтне каматне стопе очекују у наредном периоду.

Домаћи фактори настављају да доприносе ниској и стабилној инфлацији, док услови у међународном окружењу и даље налажу опрезност у вођењу монетарне политике. Иако су монетарне политике водећих централних банака постале експанзивније, неизвесно је у којој мери ће се оне разликовати од очекивања тржишта у наредном периоду, што би могло да утиче на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. Поред тога, присутне су геополитичке тензије, које повећавају неизвесност и у погледу кретања цене нафте и других примарних производа на светском тржишту. Ипак, Извршни одбор је истицао да је захваљујући повољним макроекономским показатељима и изгледима за наредни период повећана отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења.

Доносећи одлуку у децембру и јануару да не мења висину референтне каматне стопе, 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 чињеници да ће се ефекти претходног ублажавања монетарне политике – смањење референтне каматне стопе у јулу, августу и новембру 2019. године за укупно 75 б.п., на 2,25% – испољити у наредном периоду.

Монетарна политика Народне банке Србије наставила је да се спроводи у повољним домаћим макроекономским условима. Инфлација је и шесту годину заредом остала ниска и стабилна и у децембру је износила 1,9% мг. Доносећи одлуке о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да ће инфлаторни притисци бити ниски и у наредном периоду, што је потврђивала и новембарска пројекција инфлације, која је представљала основу за одлучивање о монетарној политици у овом периоду. Према тој пројекцији, мг. инфлација ће се до средине 2020. године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, након чега ће се постепено приближавати његовој централној вредности. Томе ће у кратком року допринети ниска база код цена поврћа и регулисаних цена, а у средњем року раст агрегатне тражње. На ниске инфлаторне притиске указивала су и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су се и за годину и за две године унапред кретала у границама циља за инфлацију Народне банке Србије.

Као и у претходним пројекцијама, главни фактор који ће утицати на приближавање инфлације централној вредности циља у средњем року јесте раст домаће тражње, који ће, према оцени Извршног одбора, у потпуности компензовати негативне утицаје очекиване слабије екстерне тражње у 2020. години. Домаћа тражња ће бити подстакнута растом економске активности и позитивним трендовима на тржишту рада, што најбоље илуструју подаци о расту зарада и запослености, уз пад стопе незапослености на једноцифрени ниво. Расту домаће тражње доприноси и претходно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, која је нижом референтном каматном стопом директно утицала на повољније услове финансирања и већи расположиви доходак грађана и привреде. Такође, нови прописи које је у децембру донела Народна банка Србије имају за циљ подстицање динарског кредитирања привреде, пре свега микропредузећа, малих и средњих предузећа, предузетника и пољопривредника.

Простор за наставак кредитног и привредног раста обезбеђује добра капитализованост и ликвидност банкарског система и релативна стабилност домаће валуте, уз учешће *NPL* у укупним кредитима на најнижем нивоу откад се овај показатељ прати (4,1% на крају године). Такође, каматне стопе на евроиндексиране кредите и даље су ниске, подржане растом експанзивности монетарне политике ЕЦБ-а, као и већом конкуренцијом међу банкама и даљим падом премије ризика Србије.

Општој макроекономској стабилности и развојним перспективама земље допринела су и позитивна фискална кретања. Знатан раст капиталних издатака државе и повећање плата у јавном сектору и пензија представљају изворе финансирања инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске и прекинуло опадајућу путању учешћа јавног дуга у БДП-у. У 2019. години фискални дефицит је на консолидованом нивоу износио 0,2% БДП-а и био је мањи од планираног, а учешће јавног дуга централног нивоа власти у БДП-у смањено је на 52,0% на крају године. Очување фискалне дисциплине очекује се и у наредном периоду, уз планирани фискални дефицит од 0,5% БДП-а. Он обезбеђује даље смањење јавног дуга и истовремено ствара фискални простор за капиталне инвестиције и додатно снижавање пореског оптерећења рада. Носиоци економске политике у Србији ће и у 2020. години остати посвећени спровођењу структурних реформи, ради повећања потенцијалног привредног раста Србије и повољне инвестиционе климе.

Пуна координација мера монетарне и фискалне политике резултирала је снажним растом економске активности, који је подржан инвестицијама, потрошњом и извозом. На раст инвестиција утицала је даља реализација инфраструктурних пројеката, унапређење пословног амбијента, као и повољни извори финансирања, као резултат претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије. Извршни одбор очекује да ће раст БДП-а у 2020. износити око 4% и да ће сличну динамику задржати и у средњем року, вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинстава на одрживим основама.

Као резултат активације инвестиција у размењивим 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. Према прелиминарним проценама, робни извоз изражен у еврима повећан је у 2019. години за 8,8%, а увоз за 9,2%. Кључни допринос расту извоза дао је извоз прерађивачке индустрије, док је раст увоза пре свега резултат раста увоза инвестиционе опреме и индустријских сировина. Поред тога, у условима раста животног стандарда становништва, повећан је и увоз потрошне робе. Извршни одбор очекује постепено поправљање спољне позиције Србије у наредном периоду, уз и даље пуну покривеност текућег дефицита нето приливом СДИ.

Нето прилив СДИ у Србију у 2019. био је рекордан (3,6 млрд евра) и пету годину заредом у пуној мери покрио је дефицит текућег рачуна платног биланса. Јачање поверења инвеститора потврђује и премија ризика Србије, која је у децембру пала на најнижи ниво од када се прати и налази се међу најнижима у региону. Потврда оствареном напретку и повољним изгледима за раст у наредном периоду стигла је и од рејтинг агенција и ММФ-а, што доприноси даљем побољшању услова финансирања и расту инвестиција у Србији. Након што је рејтинг агенција *Moody's* поправила изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије са „стабилних" на „позитивне", а агенција *Fitch* повећала кредитни рејтинг Србије за дугорочно задуживање у домаћој и страној валути на *BB*+, и рејтинг агенција *Standard & Poor's* повећала је кредитни рејтинг Србије с *BB* на *BB*+. Садашњи рејтинг је на један корак до инвестиционог рејтинга, с тим да изузетно ниска премија ризика земље, снажан прилив СДИ и две успешне емисије десетогодишњих еврообвезница на међународном тржишту у току 2019. године, по ниским стопама и уз велику тражњу, говоре да већ сада Србија ужива углед земље инвестиционог рејтинга. Изгледе за даље повећање рејтинга агенција *Standard & Poor's* оцењује као позитивне, што је снажан сигнал да су и у наредном периоду могућа даља повећања кредитног рејтинга наше земље. Када је у питању ММФ, у децембру је успешно завршено треће разматрање резултата економског програма Републике Србије, који је подржан Инструментом за координацију политике. Одбор извршних директора ММФ-а истакао је да Република Србија наставља успешно да спроводи дефинисани економски програм, уз добре домаће факторе раста, ниску инфлацију, здрав финансијски систем, спровођење структурних реформи и даље смањење учешћа јавног дуга у БДП-у.

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. Поред тога што је у септембру спустила стопу на депозитне олакшице још дубље у негативну зону и почела да спроводи нови, трећи програм дугорочног рефинансирања (*TLTRO III*), који ће бити на снази до марта 2021. године, ЕЦБ је од новембра поново увела и програм куповине активе, у месечном нето износу од 20 млрд евра. Такође, након последњег снижења референтне каматне стопе у октобру, ФЕД највероватније неће мењати монетарну политику још неко време, уз оцену да ће евентуално даље ублажавање зависити од кретања у реалном сектору. Актуелни циклус ублажавања монетарних политика водећих централних банака требало би и даље да се позитивно одражава на услове на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. Међутим, неизвесно је колико ће се монетарна политика водећих централних банака у наредном периоду разликовати од очекивања тржишта, што би могло да утиче 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.

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. Отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана је захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период. Као и до сада, Народна банка Србије ће успешно одржавати стабилност цена у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

Гаранцију отпорности на евентуалне шокове из међународног окружења пружа и висок ниво девизних резерви Народне банке Србије, које су на крају децембра 2019. биле на највишем нивоу посматрано крајем године од 2000. године, тј. откад се на овај начин прате подаци. Бруто девизне резерве износиле су 13,4 млрд евра, што је за 2,1 млрд евра више него на крају 2018, што се у целости може приписати активностима Народне банке Србије – нето куповини девиза (евра) на домаћем девизном тржишту (ефекат 2,7 млрд евра). Нето девизне резерве, тј. девизне резерве умањене за девизна средства банака по основу обавезне резерве и другим основама, износиле су 11,4 млрд евра и биле су веће за 2,6 млрд евра него на крају 2018. године.

Полазећи од фебруарске пројекције инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења, као и досадашњег ублажавање монетарне политике, Извршни одбор је на састанку **у фебруару одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу**.

III. Кретање инфлације

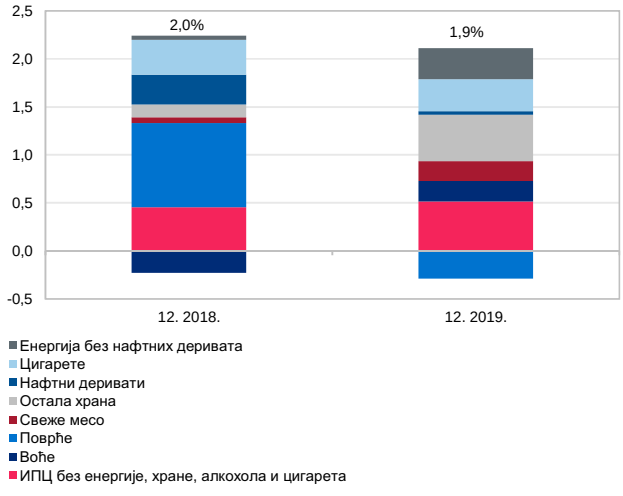
И поред бржег раста домаће тражње од очекиваног и позитивних трендова на тржишту рада, инфлација је и у 2019. остала ниска и стабилна. Међугодишња инфлација је у децембру износила 1,9%, што је и њен просечан ниво за целу годину. Профил мг. инфлације током 2019. у највећој мери одредиле су цене непрерађене хране и енергије, које су пратиле динамику тих цена на светском тржишту, при чему је базна инфлација била ниска и стабилна и у просеку је износила 1,3% мг. На ниске инфлаторне притиске упућују и инфлационa очекивања финансијског сектора и привреде, која се и у кратком и у средњем року налазе у доњем делу циљаног распона.

На нивоу тромесечја, повећање потрошачких цена од 0,8% у Т4 доминантно су определиле више цене свежег поврћа и електричне енергије, затим раст цена прерађене хране и сезонски уобичајено поскупљење одеће и обуће, док је у супротном смеру деловао пад цена свежег воћа.

Кретање инфлације у Т4

Током Т4, мг. инфлација у Србији имала је сличну динамику као и у другим земљама у окружењу. У новембру се вратила у границе циља (3 ± 1,5%), а у децембру је износила 1,9% мг., колико је и њен просек за 2019,[1] што је незнатно ниже него у 2018. години. Нешто бржу динамику мг. инфлације током Т4 од очекиване у претходном извештају определиле су цене хране (раст цена свежег свињског меса у условима њиховог раста на светском тржишту услед неочекивано мање понуде и поскупљење поврћа веће од сезонски уобичајеног), а у мањој мери и раст цена нафтних деривата, који је пратио кретање светске цене нафте. И поред већег раста у Т4 од очекиваног, цене поврћа су се крајем 2019. и даље налазиле на нижем нивоу него крајем 2018, услед њиховог претходног снажног пада од маја с доласком нове пољопривредне сезоне. Остале компоненте ИПЦ-а имале су релативно стабилно кретање, уз готово подједнак допринос децембарској мг. инфлацији – прерађена храна 0,5 п.п., услуге 0,5 п.п. и индустријски производи без хране и енергије 0,4 п.п. Базна инфлација је остала ниска и стабилна и у децембру је износила 1,1% мг., што је близу њеног просека за целу годину (1,3% мг.).

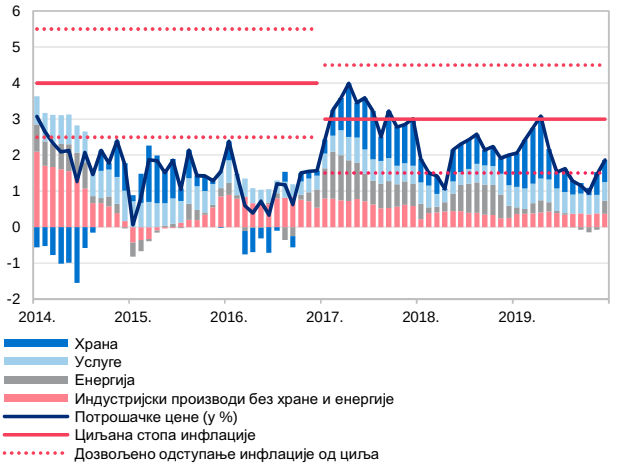
Графикон III.0.1. **Допринос мг. инфлацији у децембру 2018. и 2019.**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

[1] Према РЗС-у, просечна годишња стопа инфлације у 2019. износила је 1,7%. Просечна годишња стопа инфлације добија се као аритметичка средина 12 објављених индекса промене цена у месецу у односу на просек претходне године. Стога, просечна годишња стопа одражава не само промену цена већ и ефекат промене пондера.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.1. **Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т4 2019.**
(тромесечне стопе)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

На тромесечном нивоу, раст потрошачких цена износио је 0,8%. Цене **хране и безалкохолних пића** повећане су за 1,3% у Т4, највише услед поскупљења свежег поврћа (15,5%, уз допринос инфлацији од 0,45 п.п.), док је у супротном смеру деловало појефтињење свежег воћа (–9,7%, уз допринос инфлацији од –0,2 п.п.). Због поскупљења свињског меса, повећане су и цене свежег меса (за 0,4%), док је за овај период године сезонски уобичајено да оне буду у паду, тако да су збирно посматрано цене **непрерађене хране** порасле за 2,7%, уз допринос инфлацији од 0,3 п.п. Премда споријим темпом, у Т4 су расле и цене **прерађене хране** (0,6%, уз допринос тромесечној инфлацији од 0,1 п.п.), вођене растом цена месних прерађевина од 1,4%, на које се доминантно пренео раст цена свежег свињског меса.

Повећање **цена енергије** од 1,6% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.) у највећој мери се дугује поскупљењу електричне енергије од 3,9% у децембру. Након што су у Т3 пале, цене нафтних деривата су у Т4 порасле за 0,6%, што је погурало и њихов мг. раст на 0,7% у децембру. Мг. посматрано, цене енергије су порасле за 2,4%, после четири узастопна месеца у којима су падале.

Раст цена на нивоу групе **индустријских производа (без хране и енергије)** од 0,4% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.) готово у целини је резултат сезонског поскупљења одеће и обуће (2,4%). У супротном смеру су деловале ниже цене возила и делова (–0,9%), као и аудио и ТВ уређаја (–0,3%), уз незнатан допринос инфлацији у Т4.

Цене услуга су порасле за 0,4% у Т4, уз допринос инфлацији од 0,1 п.п. Нешто више цене забележене су код већине услуга, пре свега угоститељских и образовних, а потом занатских услуга и услуга за одржавање и оправку стана. У истом смеру је деловао и раст цена услуга у категорији рекреације и културе, упркос томе што су цене туристичких пакет-аранжмана у Т4 благо смањене (–0,1%).

Више **регулисане цене** у Т4 (1,2%, уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.) опредељене су корекцијом цена електричне енергије (3,9%) и поскупљењем комуналних услуга (0,7%). То је убрзало и њихов мг. раст на 3,4% у децембру, са 2,3% у септембру.

За разлику од Т3, **цене у оквиру базне инфлације** (мерене ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) у Т4 су позитивно допринеле тромесечној инфлацији са 0,2 п.п. (раст од 0,4%), што је у складу с нашим очекивањима.

Произвођачке и увозне цене

Кретање **цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште** указује на то да су трошковни притисци на инфлацију остали ниски током 2019. Након што су у Т3 опале за 0,2% на мг. нивоу, произвођачке цене су порасле на 1,2% мг. у децембру. Остварени мг. раст произвођачких цена био је вођен повећањем **цена нетрајних производа за широку потрошњу** (највише у производњи хране) и **цена у производњи енергије** (услед поскупљења домаће сирове нафте и електричне енергије). Као и у Т3, **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** и у Т4 биле су ниже за 1,2% на мг. нивоу, што такође потврђује ниске трошковне притиске.

Раст увозних цена исказаних у динарима[2] у децембру је износио 1,4% мг. Иако ублажена ефектом јачања динара према долару, динамика увозних цена била је опредељена растом светске цене нафте и светских цена хране (уз допринос укупним увозним ценама од по 0,7 п.п.). У истом смеру су деловале и више потрошачке цене у зони евра (допринос од 0,1 п.п.), које служе као апроксимација цена увоза услуга. Насупрот томе, мг. пад су забележиле извозне цене Немачке, којима апроксимирамо увоз опреме и репроматеријала (уз негативан допринос кретању увозних цена од –0,2 п.п.).

Инфлациона очекивања

Остварена ценовна и финансијска стабилност доприноси расту кредибилитета Народне банке Србије и осликава поверење тржишних субјеката у мере које предузима.

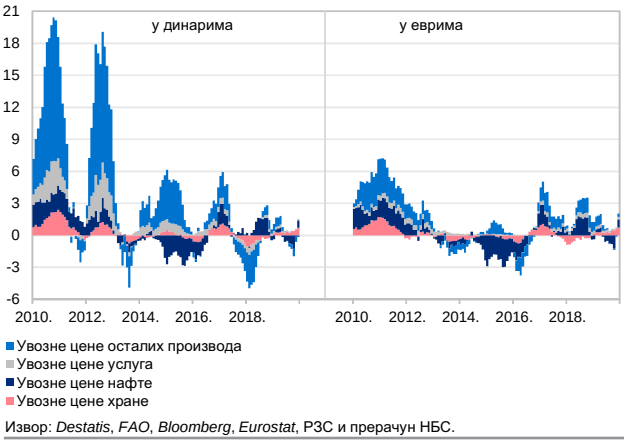
Резултати анкете агенције Ипсос показују да **финансијски сектор** сматра да ће инфлација током Т4 2020. године бити стабилна на нивоу од 2,0%, што очекују и за јануар 2021. На сличне закључке упућују и резултати анкете агенције Блумберг, према којима су инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред постепено снижавана – са 2,2% у октобру на 2,0% у децембру. Инфлација на нивоу од 2,0% очекивана је и за јануар 2021. године, док се благо убрзање инфлације очекује у фебруару 2021. (2,2%). Посматрано у дужем временском периоду,

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.5. **Допринос појединих компонената мг. стопи раста увозних цена**
(у п.п.)



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

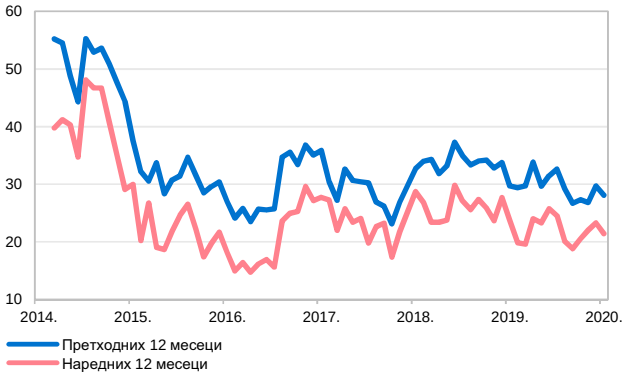
Графикон III.0.6. **Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред**
(мг. стопе, у %)

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

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

[2] Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент и цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, која се убраја међу најзначајније спољнотрговинске партнере Србије.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

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

Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

финансијски сектор већ више од шест година (тј. од октобра 2013) очекује кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије. Усидреност инфлационих очекивања огледа се и у смањеној дисперзији појединачних очекивања представника финансијског сектора.

Инфлациона очекивања **привреде** за годину дана унапред кретала су се током Т4 у доњој половини циљног распона, у распону 1,6–1,9%. У јануару су повећана на 2,0%. Истовремено, више од две трећине анкетираних представника привреде сматра да се у наредних 12 месеци неће променити цене инпута у производњи.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред, уобичајено виша од очекивања осталих сектора, током П2 била су стабилна на нивоу од 5,0%, колико су износила и у јануару. С друге стране, резултати квалитативне анкете о инфлационим очекивањима становништва[3] показују да је индекс перципиране инфлације наставио да бележи веће вредности од индекса очекиване инфлације, што показује да становништво сматра да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и током Т4 кретала су се у распону 2,3–2,5%, а **очекивања сектора привреде** у распону 1,9–2,0%.[4] **Инфлациона очекивања становништва за две године унапред** стабилна су на нивоу од 5,0% последњих 14 месеци.

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

[4] Финансијски сектор очекује да инфлација у јануару 2022. буде на нивоу од 2,4%, док привреда очекује ниво од 2,0%.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Ублажавање монетарне политике у новембру подстакло је даљи пад каматних стопа на тржишту новца и кредита. Динар је задржао готово непромењену вредност према евру током Т4.

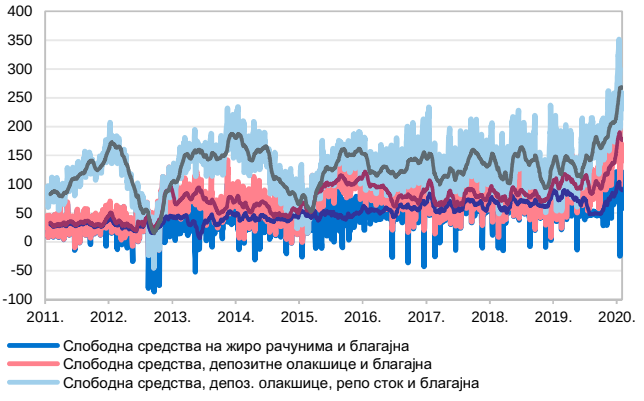
Каматне стопе

У складу са смањењем референтне стопе у новембру, просечна репо стопа на једнонедељним репо операцијама Народне банке Србије током Т4 такође је смањена за 0,25 п.п., на 1,02% крајем децембра, чиме је наставила да се креће близу каматне стопе на депозитне олакшице (1,0%).

На преконоћном **међубанкарском тржишту новца**, просечан дневни промет смањен је за 1,05 млрд динара и током Т4 износио је 2,7 млрд динара. Пад промета може се довести у везу с растом вишкова динарске ликвидности и последично мањом тражњом. На нивоу тромесечја, каматна стопа *BEONIA* забележила је пад у складу са смањењем референтне стопе и крајем децембра је износила 1,06%. И каматне стопе *BELIBOR* свих рочности такође су смањене током Т4 (за око 0,3 п.п.) и крајем године кретале су се у распону од 1,1% до 1,8%. Током јануара настављено је стабилно кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, на нешто нижем нивоу него на крају претходне године.

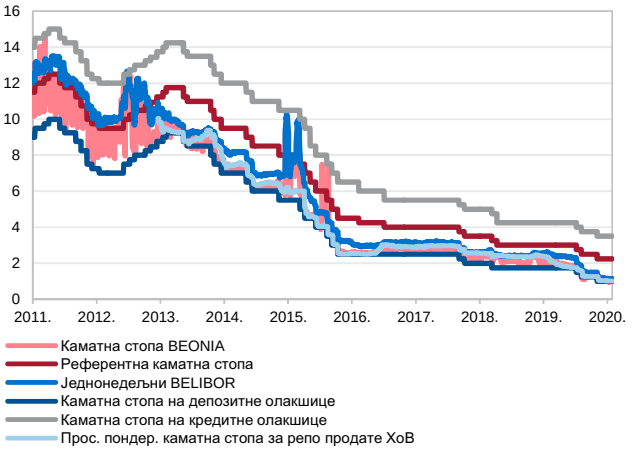
На **примарном тржишту државних ХоВ** током Т4 организоване су две аукције за продају седмогодишњих реперних динарских обвезница, на којима је продат целокупан преостали износ емитованих обвезница, уз пад стопа за 0,7 п.п., на 2,7%.[5] Поред тога, у децембру је организована и једна аукција петогодишњих ХоВ, на којој је остварена стопа приноса од 2,25%.[6] Потребно је истаћи да је током 2019. године, услед бољих фискалних резултата

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



Извор: НБС.

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

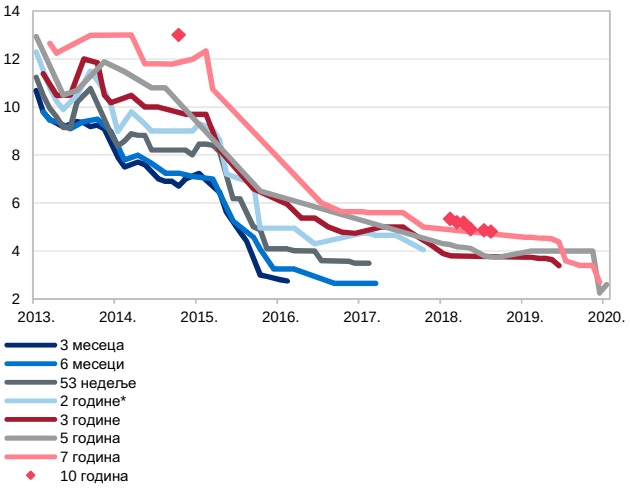


Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

[5] Од почетка године, држава је на више аукција продала целокупну емисију од 150 млрд динара седмогодишњих реперних обвезница.

[6] На претходно одржаној аукцији петогодишњих обвезница у фебруару стопа приноса је износила 4%.

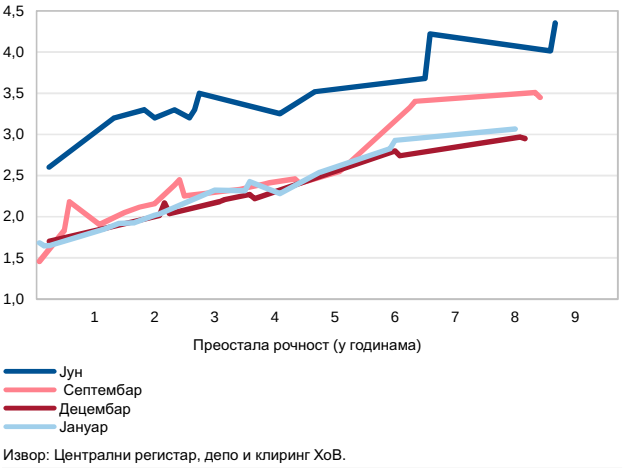
Графикон IV.1.3. **Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

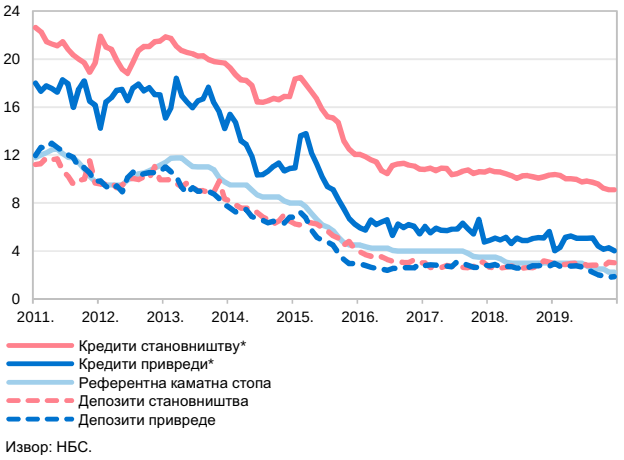
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

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



Извор: НБС.

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

од планираних, смањена потреба државе за задуживањем, тако да током П2 нису одржаване аукције за продају трогодишњих реперних обвезница емитованих почетком године. Боља фискална позиција омогућила је и да се током Т4 организују додатне аукције за превремен откуп динарских ХоВ оригиналне рочности од три године, које доспевају у априлу 2020. године.

У октобру су организоване две аукције за продају ХоВ у еврима рочности од три и десет година. Остварене стопе приноса од 0,6% и 1,9% указују на наставак тренда смањења каматних стопа на овом сегменту тржишта, који је присутан током 2019. године, а који је посебно изражен након што је држава крајем јуна први пут успешно реализовала емисију еврообвезница у еврима на међународном финансијском тржишту.

На нивоу тромесечја, стање продатих динарских ХоВ незнатно је повећано (3,3 млрд динара) и крајем године износило је 774,1 млрд динара, од чега се 31,1% налази у власништву нерезидената. С друге стране, стање продатих ХоВ у еврима током Т4 повећано је за 87,9 млн евра, на 2.769 млн евра.

У јануару је први пут организована аукција за продају ХоВ у еврима рочности од 20 година с купонском стопом од 3,5%. Услед велике тражње продата је целокупна емисија у номиналном износу од 150 млн евра, уз значајно учешће страних инвеститора, при чему је извршна стопа била нижа од купонске и износила је 3%. Поред тога, током јануара организована је и аукција за продају нове емисије петогодишњих динарских обвезница које доспевају у јуну 2025. и на којој је, услед веће тражње, такође остварена нижа извршна стопа (2,6%) од купонске стопе (3,0%).

У складу с кретањима на примарном тржишту динарских ХоВ, која, поред пада каматних стопа, карактерише и мања понуда ХоВ, и на **секундарном тржишту** динарских државних ХоВ настављен је тренд смањења стопа приноса, које су се у децембру кретале у распону од 1,7% за преосталу рочност од три месеца до 3,0% за преосталу рочност од осам година (97 месеци). Током јануара, стопе приноса до доспећа остале су готово непромењене у односу на децембар.

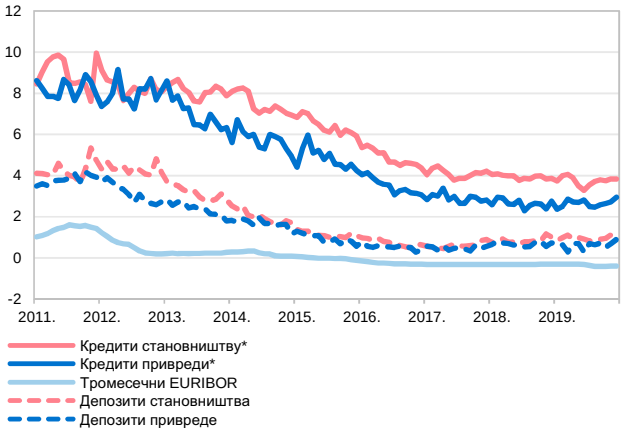
Наставак ублажавања монетарне политике резултирао је даљим падом **каматних стопа на нове динарске кредите**, које су у децембру за привреду и становништво износиле 4,0% и 9,1%, респективно, што уједно представља њихов најнижи ниво од

примене режима циљања инфлације. Код динарских кредита становништву, пад каматних стопа током Т4 био је заступљен код свих типова кредита, тако да су се оне у децембру кретале у распону од 3,5% на потрошачке до 9,4% за готовинске кредите. С друге стране, пад каматних стопа на динарске кредите привреди резултат је смањења каматних стопа на инвестиционе и остале некатегорисане кредите, док су каматне стопе на кредите за обртна средства у односу на септембар благо повећане, до нивоа од 4,4% у децембру.

Каматне стопе на евроиндексиране кредите становништву у Т4 остале су непромењене у односу на септембар, када су износиле 3,8%, при чему су и каматне стопе на евроиндексиране стамбене кредите остале на септембарском нивоу од 2,8%. И каматне стопе на евроиндексиране кредите привреди за обртна средства остале су непромењене током Т4 (2,7%), док су каматне стопе на инвестиционе кредите и остале некатегорисане кредите привреди у еврима благо кориговане навише до децембра, када су износиле 4,4% и 3,4%, респективно.

Каматне стопе на штедњу становништва повећане су за 0,2 п.п. током Т4, тако да су у децембру износиле 3,0% за штедњу у динарима, односно 1,1% за штедњу у еврима. Благо су порасле и каматне стопе на орочене депозите привреде у еврима (0,9% у децембру), док су током Т4 незнатно смањене каматне стопе на орочене динарске депозите привреде, које су у децембру износиле 1,9%.

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



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

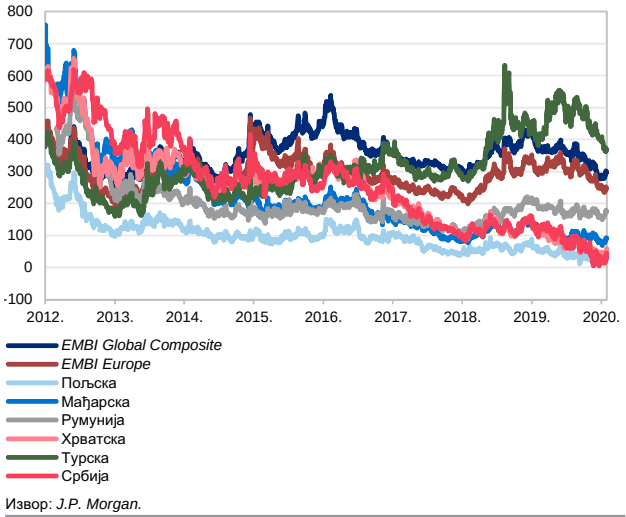
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Премија ризика

Захваљујући напретку у преговорима САД и Кине током Т4 и постизању прве фазе трговинског споразума почетком децембра, порастао је оптимизам инвеститора и смањена неизвесност на међународном финансијском тржишту. То се одразило и на пад премија ризика земаља у успону, при чему је њихова композитна мера, *EMBI Global Composite*, смањена у односу на крај Т3 за 61 б.п., на 277 б.п. крајем године, а показатељ премије ризика европских земаља у успону, *EMBI Europe*, за 52 б.п., на 249 б.п. крајем 2019. године.

Са изузетком Турске, премије ризика земаља региона знатно су ниже од *EMBI Global Composite* и *EMBI Europe*. Након премије ризика Турске, која је највише смањена током Т4, али је крајем године и даље била највиша у региону, највећи пад је забележила премија ризика Србије, за 45 б.п., на 19 б.п. Премија ризика

Графикон IV.1.7. **Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама**
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: *J.P. Morgan.*

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

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

Извор: НБС.
[1)]Јануар, [2)]Март, [3)]Јун, [4)]Септембар, [5)]Децембар.

Србије се током Т4 кретала међу најнижима у региону, при чему је 23. децембра забележила нови минимум (5 б.п.), што додатно потврђује поверење инвеститора у повољне макроекономске перспективе Србије и указује на њихову већу спремност за улагања у Србију.[7] Ширење вируса корона почетком 2020. одразило се и на раст неизвесности на светским финансијским тржиштима и раст премија ризика у успону, па је крајем јануара *EMBI Global Composite* износио 299 б.п., док је премија ризика Србије, мерена *EMBI*, износила 45 б.п.

Након што је агенција *Moody's* побољшала изгледе за повећање рејтинга, а агенција *Fitch* у септембру повећала кредитни рејтинг, још једна потврда успешне економске политике Србије стигла је у децембру од агенције *Standard & Poor's*, што такође шаље позитиван сигнал инвеститорима. Агенција *Standard & Poor's* је, као и *Fitch*, повећала кредитни рејтинг Србије с *BB* на *BB+*, па је, и према мерилима ове агенције, Србија на корак од добијања инвестиционог рејтинга. Повећање кредитног рејтинга резултат је потврђене отпорности наше привреде на екстерне ризике и привредног раста вођеног инвестицијама, знатног побољшања наших макроекономских показатеља, чврсте фискалне дисциплине, као и доказане оперативне независности и адекватне монетарне и пруденцијалне политике Народне банке Србије. Агенција *Standard & Poor's* је изгледе за даље повећање рејтинга оценила као позитивне, што је снажан сигнал да су и у наредном периоду могућа даља повећања кредитног рејтинга наше земље.

[7] Детаљнија анализа фактора који су одређивали кретање премије ризика Србије и земаља у региону у претходном периоду дата је у Осврту 1.

Осврт 1: Кретање премије ризика Србије и њене детерминанте

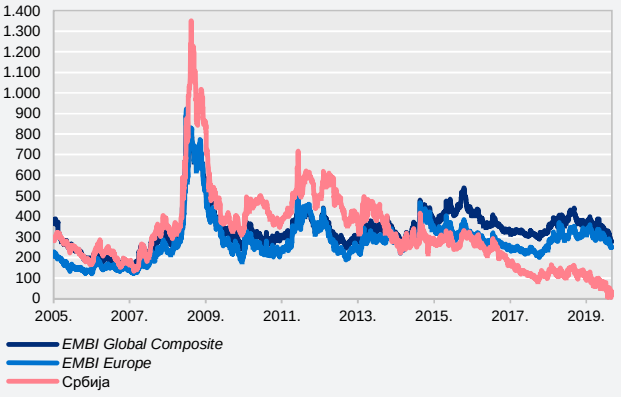
За оцену премије ризика за земље у успону, попут Србије, најчешће се користи показатељ *EMBI* (енгл. *Emerging Markets Bond Index*), који представља пондерисану разлику између стопа приноса на државне обвезнице које су емитовале ове земље на међународном финансијском тржишту и реперних стопа приноса у истој валути и сличне рочности. Док за обвезнице емитоване у доларима као реперна стопа служи стопа приноса на дугорочне америчке државне обвезнице, за обвезнице емитоване у еврима реперна је просечна каматна стопа која се користи у каматним своповима у еврима (енгл. *mid swap rate*).

Поред тога што служи као репер за мерење перформанси финансијске активе за земље у успону, тј. референтне вредности за оцену трошкова сервисирања дуга, односно за оцену премије ризика земље, *EMBI* пружа информације о инструментима којима се тргује на међународном финансијском тржишту, а повећава и „видљивост" тржишта државних обвезница земаља у успону.

При томе, да би обвезнице појединачних земаља биле укључене у *EMBI*, оне морају да задовоље одређене критеријуме у погледу структуре и ликвидности – у погледу типа финансијског инструмента, валуте у којој је издата обвезница, типа издаваоца, доспећа обвезнице, расположивости цена (ликвидности), вредности издавања обвезнице и др.

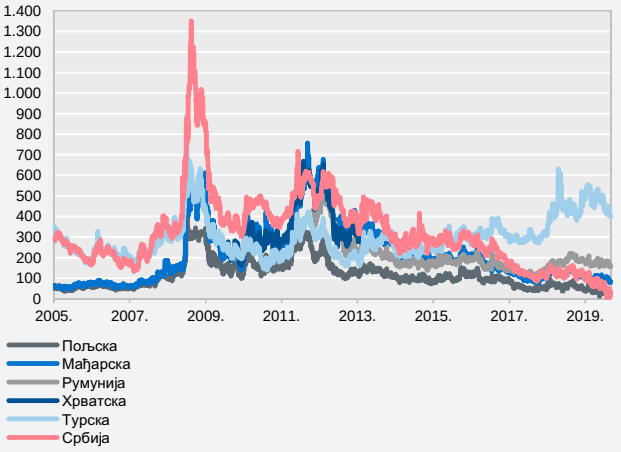
Подаци о *EMBI*, на бази еврообвезница у доларима, које прати и објављује *J.P. Morgan*, за Србију су доступни од априла 2005. године. Ако се упореди кретање *EMBI* за Србију са *EMBI Global Composite* и *EMBI Europe*, може се закључити да се премија ризика Србије до почетка 2014. године углавном кретала изнад просечне премије ризика за све земље у успону и европске земље у успону, а да се од 2014. налази испод њих. Такође, може се видети да је премија ризика Србије до 2014. године готово у потпуности пратила кретање глобалне (и европске) премије ризика, о чему сведочи коефицијент корелације за овај период од преко 95%, а да од тада веза између домаће и глобалне премије ризика више није тако јака (коефицијент корелације испод 50%). При томе, када је у периоду светске економске кризе (2008–2009) и кризе јавног дуга у зони евра (2011–2012) порасла глобална премија ризика, премија ризика за Србију расла је и више од просека за земље у успону, указујући на мању спремност инвеститора за улагања у Србију. Премија ризика Србије се готово у континуитету снижава од краја 2012. године и до краја 2019. године она је снижена за 372 б.п. (са 391 б.п. на 19 б.п.), што представља и највеће снижење међу земљама региона, које су такође обухваћене *EMBI*. Премија ризика Србије је крајем 2019. била нижа од композитне мере *EMBI Global* за 258 б.п., што сугерише на то да је сада улагање у Србију, према оцени инвеститора, знатно мање ризично у односу на просек земаља у успону. У истом периоду, глобална премија ризика земаља у

Графикон О.1.1. **Показатељ премије ризика – *EMBI Composite*, *EMBI Europe* и *EMBI* за Србију**
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: *J.P. Morgan.*

Графикон О.1.2. **Показатељ премије ризика – *EMBI* земаља региона (на дуг у доларима)**
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: *J.P. Morgan.*

успону и премија ризика европских земаља у успону не само да нису снижене него су и на нешто вишем нивоу него крајем 2012. (*EMBI Global* за 11 б.п., а *EMBI Europe* за 41 б.п.), што указује на то да су смањењу премије ризика Србије у највећој мери допринели домаћи фактори, пре свега остварена макроекономска стабилност и смањена интерна и екстерна неравнотежа.

Претходно наведено потврђује и економетријска оцена детерминанти *EMBI*, посматрано само за Србију, као и оцена дата на бази панела од шест европских земаља у успону (Мађарску, Пољску, Румунију, Хрватску, Турску и Србију). Анализа за Србију је рађена за период 2007–2019, коришћењем серија података на тромесечном нивоу, а за панел за период 2012–2019, тј. од када постоје расположиви подаци о *EMBI* за све земље из узорка. За оцену утицаја глобалних фактора на премију ризика коришћени су *VIX*, као стандардна мера волатилности на светском финансијском тржишту[1], светска цена нафте и каматна стопа *LIBOR* базирана на долару рочности од три месеца, док су за оцену утицаја домаћих фактора коришћени БДП *per capita*, стопа раста БДП-а на мг. нивоу, мг. стопа инфлације, учешће јавног дуга у БДП-у, учешће биланса текућег рачуна у БДП-у, учешће фискалног резултата у БДП-у, учешће *NPL* у укупним кредитима и др.

Оцена за Србију је добијена применом метода корекције грешке ка равнотежи (енгл. *error correction method*), а оцена за панел применом метода *PMG* (енгл. *pooled mean group estimate*). Теоријски посматрано, очекује се да премија ризика земље буде позитивно корелисана с *VIX*, каматном стопом *LIBOR*, светским ценама нафте, инфлацијом, учешћем јавног дуга у БДП-у, учешћем *NPL* у укупним кредитима, а негативно корелисана са стопом раста БДП-а, БДП-ом *per capita*, учешћем биланса текућег рачуна у БДП-у и учешћем фискалног резултата у БДП-у. Резултати приказани у Табели 1, који обухватају различите спецификације, показују да кретања премије ризика Србије у дугом року не одређују само глобални фактори, већ да знатно утичу и домаћи фактори. Коефицијенти уз домаће макроекономске варијабле очекиваног су предзнака и статистички значајни. Тако, на пример, у моделу с реалном стопом раста БДП-а, мг. инфлацијом, учешћем јавног дуга у БДП-у и учешћем *NPL* у укупним кредитима, добија се да пад мг. стопе инфлације од 1% доводи до пада премије ризика Србије за 0,06%, пад учешћа

Табела О.1.1. **Детерминанте премије ризика Србије**

	Модел 1	Модел 2	Модел 3
Зависна променљива: *DEMBI* (*log*)			
Дугорочна веза:			
БДП *per capita* (*log*)	-12,163 ***	-2,958 ***	
БДП (мг. стопе раста, %)			-0,068 ***
Биланс текућег рачуна / БДП (%)	-0,128 ***		
ИПЦ (*log*)	6,012 ***		
Инфлација (мг. стопе раста, %)		0,111 ***	0,059 ***
Јавни дуг / БДП (%)		0,043 ***	0,011 **
NPL показатељ			0,066 ***
LIBOR (%)	0,390 ***		
Светска цена нафте (*log*)		0,548 ***	0,439 ***
C	59,793	21,713	1,957
Корекција грешке ка равнотежи	-0,138 ***	-0,264 ***	-0,254 ***
Егзогена варијабла: *VIX* (*log*)	0,456 ***	0,504 ***	0,328 ***
R^2	0,68	0,67	0,62
Кориговани R^2	0,62	0,61	0,53
JB тест нормалности	1,08	0,47	0,17
Анализиран период:	Т2 2008 – Т3 2019.	Т1 2007 – Т3 2019.	Т1 2009 – Т3 2019.

Извор: прерачун НБС.

*** означава статистичку значајност на нивоу значајности од 1%, а ** на нивоу значајности од 5%.

Табела О.1.2. **Детерминанте премије ризика Србије и европских земаља у успону**

	Модел 1	Модел 2	Модел 3
Зависна променљива: *DEMBI* (*log*)			
Дугорочна веза:			
БДП *per capita* (*log*)	-0,573 ***	-0,520	-0,608 ***
Инфлација (мг. стопе раста, %)		0,065 ***	
Јавни дуг / БДП (%)	0,058 ***	0,110 ***	
Фискални биланс / БДП (%)	-0,144 ***	-0,158 ***	-0,158 ***
Биланс текућег рачуна / БДП (%)			
HICP (*log*)			0,791
VIX (*log*)	1,486 ***	2,499 ***	1,367 ***
Брзина прилагођавања	-0,211 **	-0,108 ***	-0,246 ***
Анализиран период:	Т1 2012 – Т3 2019.	Т1 2012 – Т3 2019.	Т1 2012 – Т3 2019.

Извор: прерачун НБС.

Напомена: Оцена на бази *PMG* метода (*Pesaran*, *Shin* и *Smidth*, 1997), који претпоставља исте коефицијенте у дугорочној вези за све земље, док се коефицијенти уз варијабле у кратком року разликују од земље до земље. Оцена дата за Мађарску, Румунију, Хрватску, Пољску, Турску и Србију.

*** означава статистичку значајност на нивоу значајности од 1%, а ** на нивоу значајности од 5%.

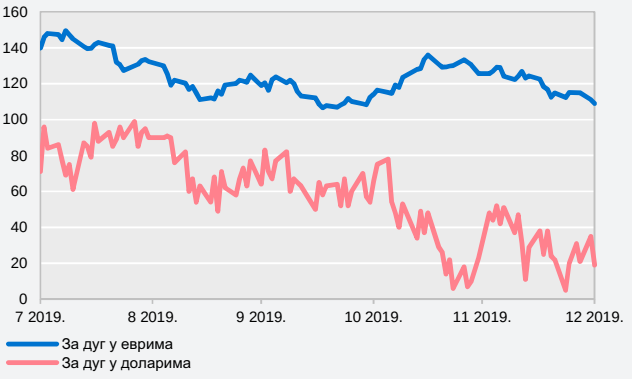
HICP – хармонизовани индекс потрошачких цена.

[1] *VIX* (*Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index*) мера је имплицитне волатилности *S&P 500* индекса опција.

јавног дуга у БДП-у од 1% до пада премије ризика за 0,01%, а пад *NPL* показатеља за 1% до смањења премије ризика за 0,07%. Другим речима, наведени резултати указују на то да су смањењу премије ризика Србије од краја 2012. допринели нижа инфлација, убрзање привредног раста, смањење фискалне и екстерне неравнотеже (мерено учешћем јавног дуга у БДП-у и билансом текућег рачуна платног биланса у БДП-у), као и решавање питања *NPL*. Слични резултати су добијени и на бази панела (Табела 2).

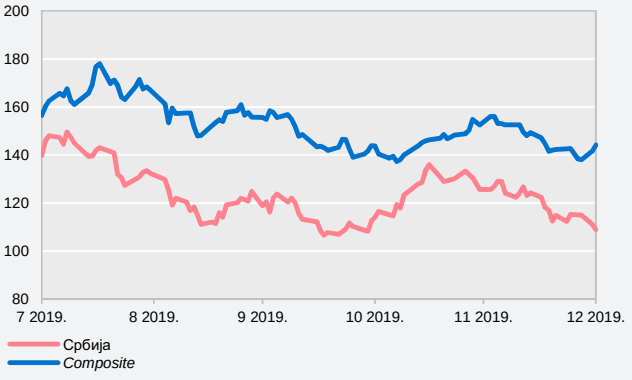
С обзиром на то да, по дефиницији, премија ризика осликава не само текућа дешавања већ и очекивања инвеститора за наредни период, као и да је премија ризика Србије у паду под утицајем домаћих фактора, може се закључити да инвеститори процењују да ће остварена ценовна стабилност и укупна макроекономска стабилност бити очуване и у наредном периоду, као и да ће фискална политика бити одговорна.

Графикон О.1.3. **Показатељи премије ризика Србије**
(дневни подаци, у б.п.)



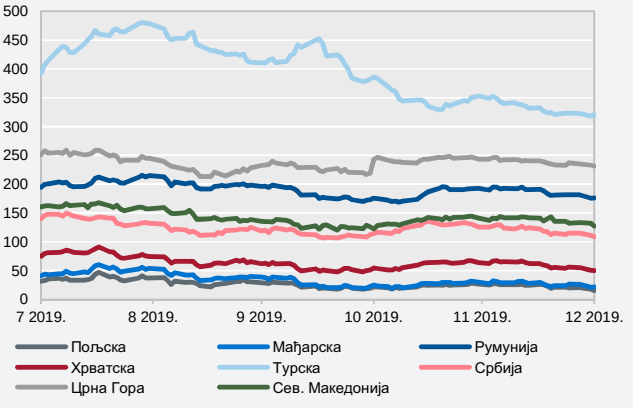
Извор: *J.P. Morgan.*

Графикон О.1.4. **Показатељ премије ризика Србије и композитни показатељ (на дуг у еврима)**
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: *J.P. Morgan.*

Графикон О.1.5. **Показатељ премије ризика за земље региона (на дуг у еврима)**
(дневни подаци, у б.п.)

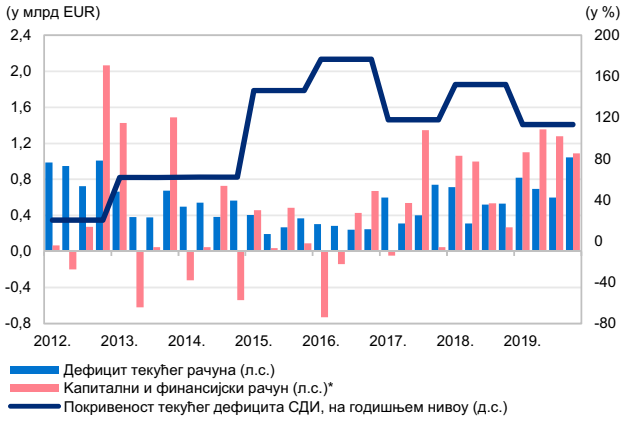


Извор: *J.P. Morgan.*

Након издавања еврообвезница на међународном финансијском тржишту у еврима у јуну (а затим и реотварања емисије из јуна у новембру 2019. године), од јула су доступни подаци о *EMBI* на бази обвезнице у еврима за Србију. Иако се показатељ премије ризика Србије овако рачунат налази на вишем нивоу него *EMBI* у доларима, он се креће испод *EURO EMBIG* (композитни индекс) и на нижем нивоу је него у већини земаља у окружењу. Такође, као и *EMBI* у доларима, у периоду од јула до децембра имао је опадајућу динамику. Подаци о *EURO EMBIG* доступни су од марта 2001, када је у индекс било укључено 11 земаља, тј. 49 инструмената, а тржишна капитализација износила 34,6 млрд евра. Учешће земаља Латинске Америке у индексу износило је 66%, европских земаља 30%, а азијских и афричких по 2%. Србија је ушла у обрачун у јулу 2019, са учешћем од 0,50%, а након додатне емисије еврообвезница у новембру, оно је повећано на 0,78%.

У наредном периоду наставићемо да пратимо и анализирамо кретање и овог показатеља, као додатног показатеља спремности инвеститора да улажу у Србију, посебно имајући у виду да последње обвезнице емитоване у доларима доспевају у септембру 2021, а да је, према критеријуму за њихово укључивање у *EMBI*, неопходно да доспевају најмање за годину дана.

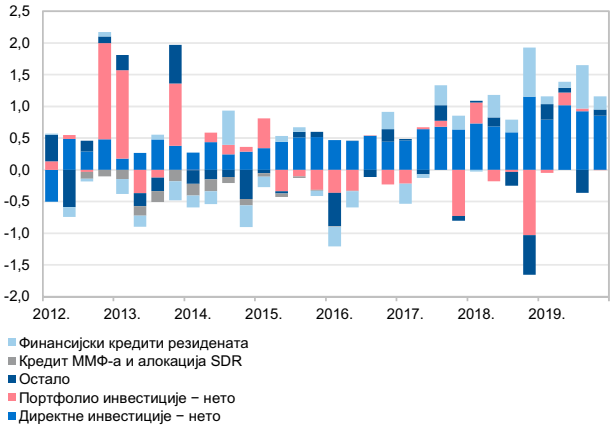
Графикон IV.1.8. **Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала**



Извор: НБС.

Напомена: Ревидирани подаци за 2018. и 2019. годину.
Прелиминарни подаци за Т4 2019.
* Искључујући промене девизних резерви НБС.

Графикон IV.1.9. **Структура финансијског биланса**
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Напомена: Ревидирани подаци за 2018. и 2019. годину.
Прелиминарни подаци за Т4 2019.

Прилив капитала из иностранства

Повољна кретања на финансијском рачуну платног биланса настављена су у Т4, при чему је, као и раније, највећи део прилива капитала потицао од СДИ, чији је износ пету годину заредом обезбедио пуну покривеност дефицита текућег рачуна. Прилив је остварен и по основу раста задужења банака и предузећа у иностранству.

И у Т4 остварен је релативно висок прилив **СДИ** у Србију, који је, према прелиминарним подацима, износио 852,0 млн евра нето. Тиме је нето прилив капитала по овом основу у 2019. достигао 3,6 млрд евра, што је за 13,5% више него у 2018. Истовремено, то је и највиши прилив од 1997, од када постоји упоредива статистика СДИ, чиме је још једном потврђен значај постигнуте макроекономске стабилности и унапређења пословног окружења за раст инвестиција. И у 2019. години улагања је карактерисала висока пројектна и географска распрострањеност, а највећи износи били су усмерени у прерађивачку индустрију (26%), саобраћај (25%) и грађевинарство и пословање некретнинама (18%). Највише улагања, око 88%, потицало је из европских земаља, од чега око 54% из ЕУ, док се на улагања из азијских земаља односило око 8% прилива СДИ.[8]

У новембру је на реотварању емисије десетогодишњих еврообвезница продато додатних 550 млн евра обвезница, по још повољнијим условима него у јуну 2019, када су ове ХоВ први пут емитоване – постигнута стопа приноса (1,25%) нижа је за 37 б.п. него у јуну. Спуштању те стопе на нови минимум допринела је спремност страних инвеститора да у условима ублажавања монетарних политика водећих централних банака прихвате ниже приносе, као и чињеница да је Србија, захваљујући оствареној и одржаној макроекономској стабилности, повољно место за инвестирање. Средства прикупљена овом емисијом искоришћена су за превремен откуп дела еврообвезница које доспевају у фебруару 2020,[9] тако да је по основу **портфолио инвестиција** у Т4 забележен нето одлив од 8,6 млн евра. На нивоу године, остварен је нето прилив у износу од 188,4 млн евра.

Нето обавезе резидената по основу финансијских кредита током Т4 повећане су за 203,8 млн евра, чему су највише допринеле банке, чије су обавезе, пре

[8] Према подацима за јануар–септембар 2019.

[9] Емитоване у доларима 2013, по знатно вишој купонској стопи (4,875%).

свега дугорочне, повећане за 147,1 млн евра нето. Посматрано од почетка године, нето прилив по основу финансијских кредита износио је 1,1 млрд евра.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Вредност динара према евру крајем децембра била је готово непромењена у односу на крај септембра, док је због јачања евра према долару, динар према долару ојачао за 2,4%. На нивоу године, посматрано крајем периода, динар је у 2019. према евру ојачао за 0,5%, чиме се наставио вишегодишњи тренд његовог релативно стабилног кретања. Вредност динара према евру била је готово непромењена и у јануару у односу на крај 2019. године.

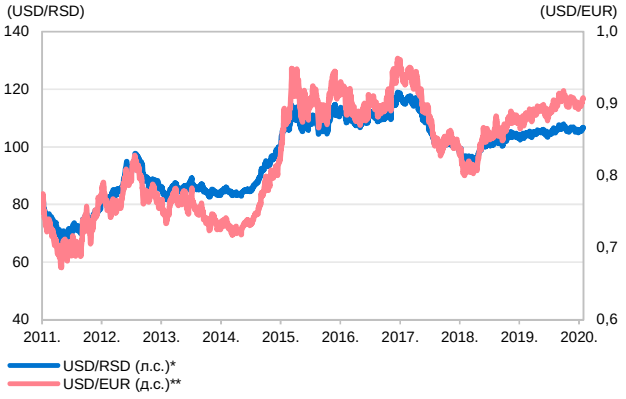
И поред сезонски уобичајеног раста тражње за девизама увозника енергената у Т4, у исто време се бележи појачана понуда девиза појединих предузећа, под утицајем повољнијих платнобилансних кретања, пре свега прилива СДИ, као и раста извоза. Нерезиденти су у Т4 били нето купци девиза, и то у већој мери него у Т3. С друге стране, раст валутно индексираног кредитирања, тј. валутно индексиране активе банака,[10] висок откуп ефективног страног новца, као и плаћања платним картицама нерезидената у Србији, обезбедили су да понуда девиза знатно премаши тражњу у Т4.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евру, Народна банка Србије је током Т4 на МДТ-у купила 805,0 млн евра и продала 215,0 млн евра. По том основу, на нивоу године девизне резерве земље повећане су за 2.695,0 млн евра.

Промет на МДТ-у[11] повећан је током Т4 и у просеку је дневно износио 32,5 млн евра, што је за 11,2 млн евра више него у Т3. Притом, највећа вредност промета остварена је у октобру (просечно 35,0 млн евра дневно).

И на редовним двонедељним и тромесечним своп аукцијама које је Народна банка Србије организовала током Т4[12] забележен је већи обим промета него у Т3. На двонедељним аукцијама, Народна банка Србије је од банака укупно купила и банкама продала по 72,0

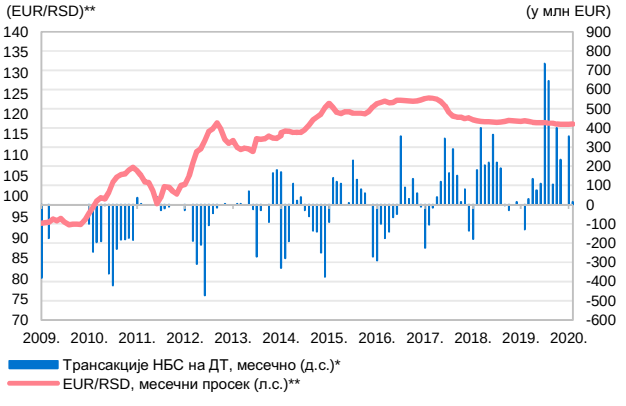
Графикон IV.1.10. **Кретање курса динара и евра према долару**



Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.
** 1 USD у EUR.

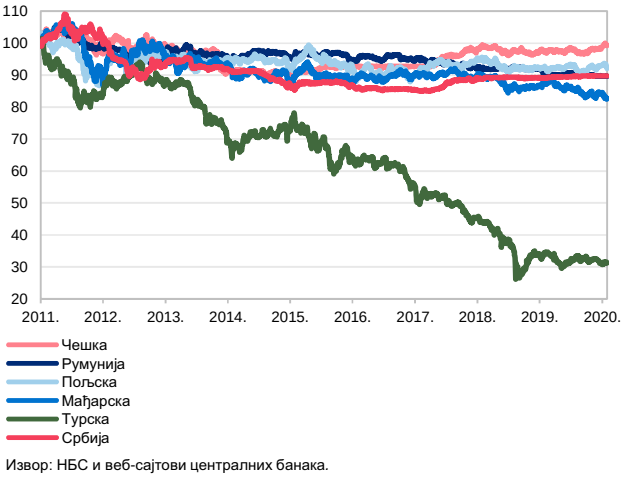
Графикон IV.1.11. **Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту**



Извор: НБС.

* + нето куповина; - нето продаја.
** 1 EUR у RSD.

Графикон IV.1.12. **Кретање курсева одређених националних валута према евру***
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

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

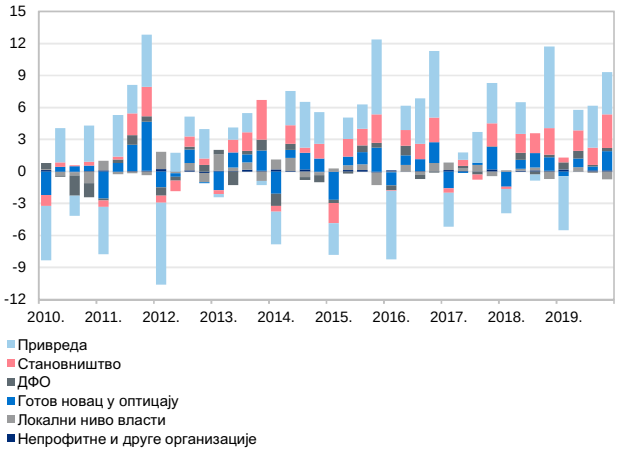
[11] Без Народне банке Србије.

[12] Додатне своп аукције нису организоване ни у Т4.

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

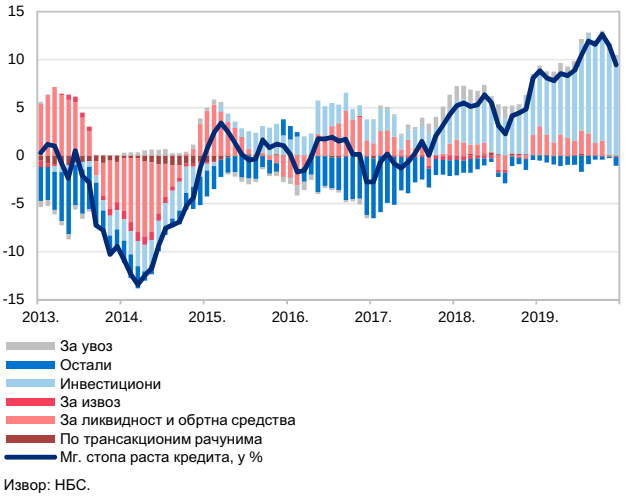
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

млн евра (за 10,0 млн евра више него у Т3), док је на тромесечним аукцијама купила и продала по 20,0 млн евра (за 5,0 млн евра више него у Т3).

Курсеви осталих валута земаља у региону са сличним режимом девизног курса бележили су различита кретања током Т4. Посматрано крајем периода, према евру су ојачали пољски злот (2,7%), чешка круна (1,6%) и мађарска форинта (1,2%), док је румунски леј ослабио за 0,6%, а турска лира за 7,0%.

2. Новац и кредити

Монетарни агрегати, М1, М2 и М3, у децембру су забележили двоцифрени мг. раст, чему су током целе године позитивно доприносили раст кредитне и економске активности. Кредитна активност је, и поред ефекта високе базе из претходне године, у 2019. забележила готово двоцифрени раст.

Монетарни агрегати

Најшири монетарни агрегат М3 порастао је у Т4 за 4,6%, при чему се преко три четвртине повећања дугује расту динарске компоненте. Посматрано по појединачним категоријама, **депозити по виђењу** су, сезонски уобичајено, највише порасли, за 56,2 млрд динара. Раст је готово у истој мери вођен повећањем трансакционих депозита становништва и привреде, што је највећим делом резултат позитивних трендова на тржишту рада у виду раста плата и запослености, као и убрзања економске активности. Стања на рачунима осталих сектора остала су на готово истом нивоу као крајем Т3.

Орочени динарски депозити немонетарних сектора у Т4 повећани су за 17,8 млрд динара, при чему се преко 80% раста дугује повећању депозита привреде. Следе их депозити становништва, који су у Т4 забележили највећи тромесечни прираст (5,5 млрд динара) још од Т4 2013. године. Такође, остварен је и највиши годишњи раст динарске штедње од како се прате подаци, који је износио 30,7%. На овај начин настављен је динамичан раст динарске штедње, који осликава растуће поверење становништва у стабилност домаће валуте, као резултат остварене ценовне и макроекономске стабилности. Већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе, као и њен повољнији порески третман.

Учешће динарских депозита у укупним депозитима расте и код привреде и код становништва, достижући нове максимуме. Степен динаризације депозита привреде је током 2019. године повећан за 5,2 п.п., на 58,3% у децембру, а код становништва за 2,8 п.п., на 22,1% у децембру.

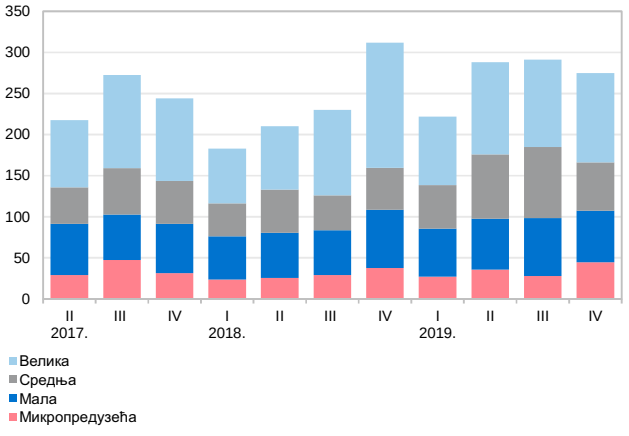
Девизни депозити су у Т4 повећани за 252,0 млн евра, првенствено захваљујући расту девизне штедње становништва, која је децембру достигла свој нови максимум од 10,5 млрд евра.[13] Посматрано на нивоу године, становништво је повећало своје девизне депозите за 825,6 млн евра, уз готово равномеран раст по полугодиштима.

Кредити

Укупни домаћи кредити наставили су тренд стабилног и одрживог раста, који је у децембру, по искључењу ефекта промене девизног курса, износио 9,8% мг. Готово двоцифрена стопа раста кредитне активности остварена је и поред релативно високе базе из 2018. године, вођена растом кредита привреди и становништву.[14] Структура кредита остала је повољна и доприносила је одрживом привредном расту, захваљујући пре свега повећаном кредитирању инвестиција предузећа и расту стамбеног кредитирања становништва.

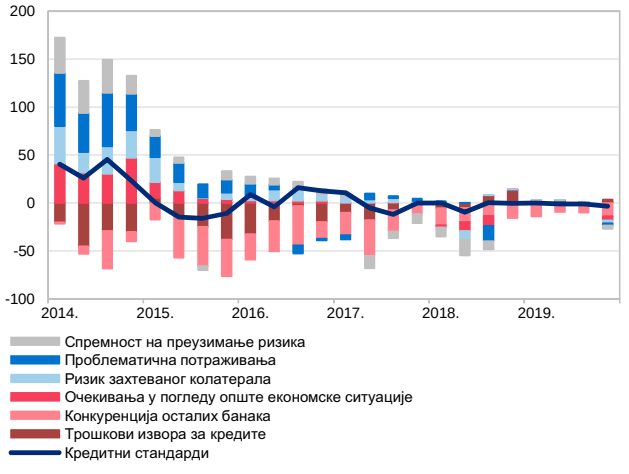
Посматрано на нивоу 2019. године, **кредити привреди**, без ефекта промене девизног курса, повећани су за 108,6 млрд динара, при чему је три четвртине прираста остварено у П2. На нивоу године, готово целокупан раст кредитне активности дугује се инвестиционим кредитима, који представљају један од важнијих извора финансирања инвестиција још од 2015, што се поклапа и са инвестиционим циклусом. Раст кредита привреди у Т4 износио је 40,5 млрд динара, од чега се 38,3 млрд динара односило на инвестиционе кредите, који су још од маја постали најзаступљенија категорија кредита привреди, са учешћем од 45,2% у децембру. Кредити за обртна средства повећани су у Т4 за 7,7 млрд динара, при чему је њихово учешће у укупним кредитима привреди крајем године износило 39,1%. Раст кредита привреди током Т4 2019. био је распрострањен по свим делатностима, а највећи код

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

[13] Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају децембра износила 79,6 млрд динара, а девизна 10,8 млрд евра.

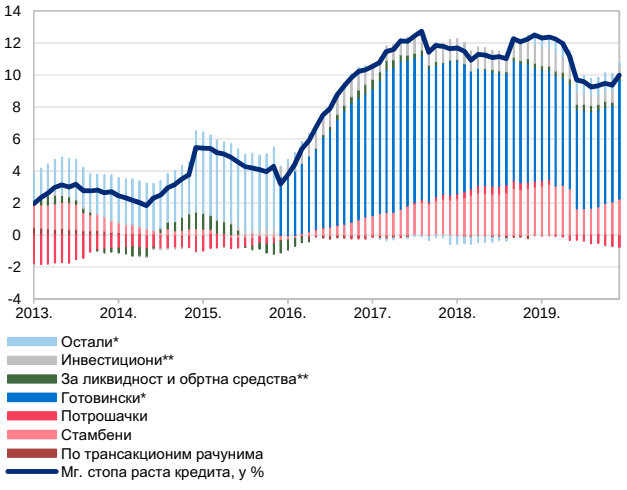
[14] У децембру је мг. раст кредита привреди износио 9,5%, а кредита становништву 10,0%.

предузећа из области саобраћаја, трговине, пословања некретнинама и грађевинарства.

Обим новоодобрених кредита привреди у Т4 износио је 274,8 млрд динара, при чему је сегменту тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа одобрено преко 60% ових кредита. Овај део тржишта користио је скоро 70% нових инвестиционих кредита у Т4 и готово две трећине кредита за финансирање обртних средстава.

Резултати **јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака**[15] показују да су конкуренција у банкарском сектору и убрзање раста економске активности допринели ублажавању кредитних стандарда привреди у Т4 2019. Банке очекују да се ублажавање стандарда на динарске кредите продужи и у Т1 2020, чему ће, поред наведених фактора, доприносити и већа спремност банака на преузимање ризика. Оцена банака је да расте тражња привреде за кредитима, а највише код малих и средњих предузећа. Потребе за финансирањем капиталних инвестиција и обртних средстава јесу фактори који и даље највише доприносе расту тражње привреде за кредитима.

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



Извор: НБС.
* До децембра 2015. допринос готовинских кредита приказан је у оквиру доприноса осталих кредита.
** Кредити одобрени предузетницима.

Кредити становништву су у 2019. години, без ефекта промене девизног курса, повећани за 100,8 млрд динара, од чега је 30% прираста остварено у Т4. У структури кредита становништву доминирају готовински и стамбени кредити, који су крајем Т4 учествовали са 43,7% и 36,4%, респективно. Расту готовинских кредита доприноси релативно брза и једноставна процедура одобравања, при чему је њихова рочност имала опадајућу тенденцију током 2019. године. Учешће готовинских кредита рочности преко осам година смањено је с преко 30% (колико је износило почетком године) на 19,6% крајем Т4. Истовремено, позитивни трендови на тржишту рада и опоравак тржишта непокретности одразили су се и на раст стамбених кредита, који је, ако се изузму ефекти отписа 38% вредности кредита индексираних у швајцарским францима приликом конверзије у евроиндексиране кредите, у складу са Законом о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима, био већи него претходне године.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т4 2019. износио је 140,6 млрд динара, уз двоцифрени

[15] Поменуту анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

раст готово свих врста кредита у односу на исти период прошле године.

Резултати **јануарске анкете о кредитној активности** показују да су, према оцени банака, стандарди по којима су одобравани девизно индексирани стамбени кредити ублажени, док су код динарских готовинских кредита благо пооштрени. Наставак смањења максималне рочности готовинских кредита допринеће пооштравању кредитних стандарда током Т1. Међутим, банке истичу да тражња становништва има растућу тенденцију, чему доприносе потребе за куповином непокретности и за рефинансирањем постојећих обавеза, уз раст плата, запослености и позитивних дешавања на тржишту некретнина.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима **привреди и становништву крајем децембра** износило је 33,1%. Динаризација пласмана становништву стабилна је на нивоу од 55,4% од септембра, што представља њен досадашњи максимум. Динаризација пласмана привреди благо се смањује, услед знатног раста инвестиционих кредита, који се углавном одобравају у девизном знаку, и крајем децембра била је на нивоу од 13,9%.

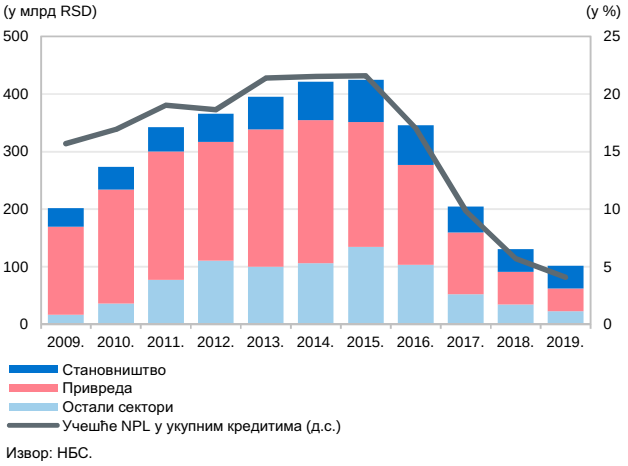
Раст економске и кредитне активности и успешно спроведене мере Стратегије за решавање проблематичних потраживања резултирали су смањењем учешћа **бруто *NPL* показатеља** на најнижи ниво откад се овај показатељ квалитета активе прати – на 4,1% у децембру.[16] Посматрано на нивоу 2019. године, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 1,6 п.п., од чега је учешће *NPL* у сектору привреде смањено на 3,2%,[17] а код становништва на 3,9%.[18] Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 83,2% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 60,7% *NPL*. Према последњим расположивим подацима, **показатељ адекватности капитала**[19] крајем Т3 2019. износио је 23,6%, што указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

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

Извор: НБС.

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

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



Извор: НБС.

[16] У односу на јул 2015, тј. период непосредно пре усвајања Стратегије, овај показатељ мањи је за 18,3 п.п., док је ниво *NPL* мањи за 327,9 млрд динара (76,3%).

[17] Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру износило је 3,4%, што је за 1,8 п.п. ниже него у децембру 2018.

[18] Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је смањено за 0,5 п.п., 4,0%.

[19] Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Осврт 2: Реформа референтних каматних стопа у зони евра

Референтне каматне стопе на необезбеђене (неколатеризоване) међубанкарске позајмице (*LIBOR*, *TIBOR* и *EURIBOR*), од када су уведене осамдесетих година прошлог века, постале су кључан елемент светског финансијског тржишта и инструмент преко којег делује трансмисиони механизам монетарне политике, пре свега због чињенице да се ове каматне стопе користе као репери (енгл. *benchmark*) за одређивање цене великог броја уговора и финансијских производа (кредити, ХоВ, деривати, итд.).

Услед пољуљаног поверења током светске економске кризе и смањене ликвидности на међународном финансијском тржишту, обим необезбеђених међубанкарских трансакција у посткризном периоду знатно је смањен. Због смањене ликвидности на овом тржишном сегменту, и референтне каматне стопе су у мањој мери одражавале тржишна кретања, а покушаји манипулације њиховим вредностима отворили су додатна питања. Банке су приликом котирања каматних стопа по којима су спремне да се задуже или позајме средства манипулисале са вредностима тих каматних стопа, што је довело до њихове непоузданости и постало извор потенцијалне финансијске рањивости. Због тога су 2012. године на глобалном нивоу иницране реформе референтних каматних стопа, што представља највећу промену на светском тржишту капитала у новијој историји. Циљ реформе јесте већа транспарентност процеса формирања тих стопа, њихова већа поузданост, а тиме и репрезентативност и отпорност на било какву манипулацију, као и већа заштита корисника финансијских услуга и инвеститора. Као резултат поменутих реформи, каматне стопе *LIBOR* за све валуте (долар, евро, британска фунта, јапански јен и швајцарски франак) биће замењене новим стопама од почетка 2022. године, док каматне стопе *EURIBOR* настављају да постоје, али се обрачунавају по измењеној методологији.

Две главне референтне стопе на финансијском тржишту у зони евра до сада су биле *EONIA* (*European Over Night Index Average*) – просечна пондерисана каматна стопа на закључене преконоћне позајмице између банака из панела у зони евра, и *EURIBOR* – каматна стопа коју плаћају банке у ЕУ и земљама *EFTA* за позајмице у еврима код других банака, без обезбеђења на период до годину дана. Док су за каматну стопу *EONIA* углавном били везани преконоћни своп индекси у еврима (*OIS*), за каматну стопу *EURIBOR* најчешће су везани кредити (пре свега хипотекарни), ХоВ, каматни свопови и други дериватни инструменти.

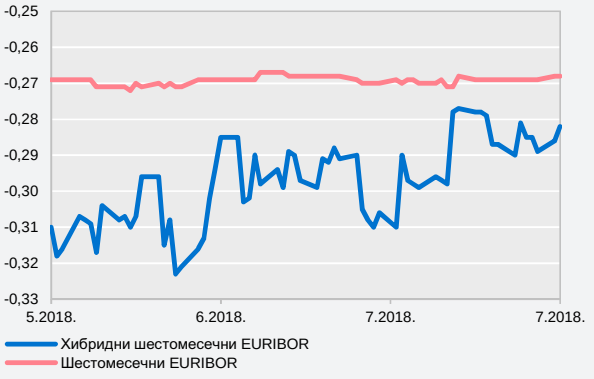
Кључну улогу у реформи ових стопа има Радна група ЕУ о неризичним стопама (*EU Working group on euro risk-free rates*), коју чине представници приватног сектора, а која сарађује са ЕЦБ-ом, Европском комисијом и другим институцијама. Задатак ове радне групе био је да усмери и обезбеди несметану транзицију свих тржишних учесника на нове или реформисане стопе, као и да размотри и препоручи неризичне стопе које би могле да буду алтернатива референтним стопама *EONIA* и *EURIBOR*.

За стопу *EONIA* договорено је да се замени стопом *€STR* (*Euro Short-Term Rate*), коју од 2. октобра 2019. објављује ЕЦБ и која одражава трошкове које имају банке у зони евра приликом позајмљивања евра без

Графикон О.2.1. **Поређење тромесечног и хибридног тромесечног *EURIBOR*-а током тест-фазе**
(у %)

Извор: *EMMI*.

Графикон О.2.2. **Поређење шестомесечног и хибридног шестомесечног *EURIBOR*-а током тест-фазе**
(у %)



Извор: *EMMI*.

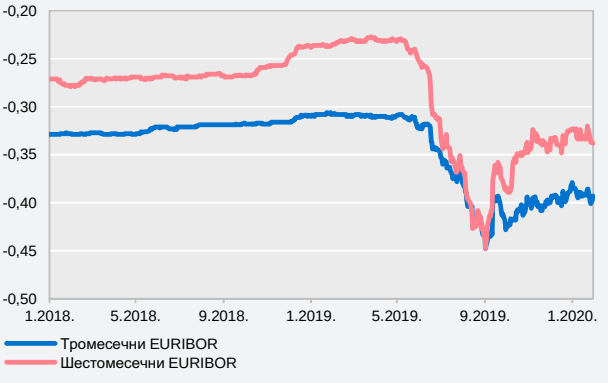
колатерала на преконоћном тржишту. *EONIA* ће наставити да постоји до краја 2021, рачуната као *€STR* увећана за фиксни спред (8,5 б.п.) и биће објављивана сваког радног дана на основу података од претходног дана, а не на бази података од пре два дана, као што је то раније био случај. У току прелазног периода требало би да се обезбеди да се сви финансијски уговори и производи који су се базирали на каматној стопи *EONIA* сада базирају на стопи *€STR*.

Када је у питању *EURIBOR*, администратор ове стопе, Институт за европско новчано тржиште (*European Money Markets Institute*, *EMMI*), током последњих неколико година смањио је број рочности на које се *EURIBOR* рачуна на пет (једна недеља, један, три, шест и 12 месеци) и развио нову методологију за његов обрачун. Суштина је у преласку с методологије котација банака на методологију базирану на трансакцијама колико је год то могуће, како би се избегла могућност манипулације. Међутим, како је у пракси тешко изводљиво да ова стопа буде искључиво базирана на реализованим трансакцијама, нарочито за дуже рочности јер је таквих трансакција мало и обављају се између ограниченог броја учесника, развијена је тзв. хибридна методологија. Предложено решење захтева комбинацију техника моделирања и експертских процена када је обим стварних трансакција недовољан, како би се сваки дан располагало референтном стопом за дуже рочности.

Након што је претходно добио потврду од *FSMA* (*Financial Services and Markets Authority*) да су овако формиране стопе *EURIBOR* у складу с правилима за референтне каматне стопе, тј. с регулативом *BMR* (*EU regulation 2016/1011 – EU Benchmark Regulation*), *EMMI* је 28. новембра 2019. објавио да је успешно завршио све фазе увођења нове методологије и да се ове стопе *EURIBOR* могу користити и од 1. јануара ове године у финансијским инструментима и уговорима. Иако су се инпути и методологија за калкулацију променили, *EURIBOR* и даље наставља да мери у суштини исту камату. Приликом тестирања које је спровео *EMMI* од маја до јула 2018, утврђено је да *EURIBOR* рачунат по тзв. хибридној методологији има вредност мању за 1–5 б.п., у зависности од рочности, од *EURIBOR*-а који је рачунат искључиво на бази котација.

EURIBOR по измењеној методологији наставља да се примењује, али његова дугорочна будућност, поред осталог, зависи и од самог постојања панела банака који ће је подржати. Због могућности да ова каматна стопа престане да постоји или се суштински измени, препоручује се увођење тзв. резервне клаузуле (*fallback provisions*), коју већ неко време анализира и конципира Радна група о неризичним стопама. Реч је о клаузули која би била инкорпорирана у финансијске инструменте и уговоре који се везују за *EURIBOR*, како би се смањила неизвесност око евентуалних поремећаја *EURIBOR*-а, одржала стабилност финансијског тржишта и унапредила заштита инвеститора и њихових клијената.

Графикон О.2.3. **Кретање тромесечног и шестомесечног *EURIBOR*-а**
(у %)



Извор: *EMMI*.

Процес имплементирања наведене клаузуле на нивоу ЕУ још увек није завршен, тако да нису познате ни коначне препоруке. У новембру прошле године Радна група је издала препоруке на високом нивоу да се резервна клаузула уведе у све финансијске уговоре и инструменте који су везани за *EURIBOR*. За старе уговоре који не садрже резервну клаузулу или она није одговарајућа, препорука је да тржишни учесници размотре њено укључивање или унапређење постојеће, приликом измена или будућих планираних ажурирања уговора. Радна група ће у наредном периоду размотрити и дати препоруке о најприкладнијој резервној клаузули за специфичне типове активе и/или финансијских производа који су везани за *EURIBOR*, као и о методологији за превазилажење разлика између *EURIBOR*-а и стопе која би била предвиђена резервном клаузулом.

У одсуству консензуса тржишних учесника о формулацији резервне клаузуле, препорука је да се користи општа формулација која гласи:

„*Уколико није другачије договорено између странака, стопа која би заменила EURIBOR била би стопа (укључујући спредове и прилагођавања) коју је формално препоручила а) Радна група о неризичним стопама, коју су основале FSMA, ESMA (European Securities and Markets Authority) и Европска комисија или б) EMMI као администратор стопе EURIBOR или в) компетентна организација у оквиру регулативе ЕУ 2016/1011 која врши супервизију EMMI или г) национална компетентна организација основана од земаља чланица ЕУ или д) ЕЦБ.*”[1]

Радна група је навела да ове препоруке нису обавезујуће за тржишне учеснике и да ће они сами независно одлучити у ком степену ће их прихватити и примењивати у својим финансијским инструментима и уговорима. Такође, навела је да приликом увођења резервне клаузуле треба имати у виду тржишну праксу и важеће законе земље, као и потребу информисаности и едукације мање софистицираних корисника финансијских услуга.

С обзиром на то да је финансијско тржиште у Србији интегрисано с финансијским тржиштем у ЕУ и да је део евроиндексираних кредита привреди и грађанима везан за стопе *EURIBOR* (око трећине укупних пласмана привреди и становништву, према нашим проценама), Народна банка Србије веома пажљиво прати сва дешавања у вези с динамиком реформи референтних стопа. Реформе референтних стопа у ЕУ не би требало да утичу на висину каматних стопа у ЕУ, а тиме ни у Србији, већ на начин њихове употребе у новим и постојећим финансијским инструментима и уговорима. Важно је да се поменуте измене референтних каматних стопа обављају постепено како клијенти банака и других финансијских институција не би имали никакве сметње у сервисирању својих обавеза и остваривању прихода.

У случају да се на домаћем финансијском тржишту иницира измена уговора између банака и корисника финансијских услуга ради увођења резервних клаузула сличних онима у ЕУ, Народна банка Србије очекује да се то обави у складу с важећим законима у Републици Србији, а нарочито са одредбама Закона о заштити корисника финансијских услуга. С обзиром на то да у овом тренутку не постоји тржишна пракса у вези са увођењем ових клаузула, као и да у ЕУ и даље постоје одређене недоумице у вези са овим клаузулама, Народна банка Србије ће пажљиво анализирати развој регулаторног оквира и праксе по овом питању и ако процени да је то потребно, са аспекта својих надлежности благовремено ће предузети одговарајуће регулаторне и/или друге мере како би се обезбедило несметано прилагођавање овим променама, водећи рачуна о очувању финансијске стабилности, као и вршећи своју функцију заштите корисника финансијских услуга.

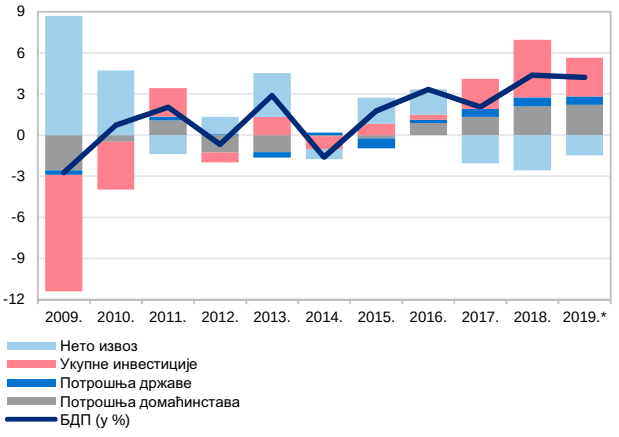
[1] *Report by the working group on euro risk-free rates, 6 November 2019:*
https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.wgeurofr_highlevelrecommendatioseuriborfallbacks~abc6ca6268.en.pdf.

3. Агрегатна тражња

Захваљујући реализацији инфраструктурних пројеката, као и рекордном приливу СДИ, динамичан раст фиксних инвестиција резултирао је убрзањем раста БДП-а са 4,8% мг. у Т3 на 6,1% мг. у Т4. Поред тога, током Т4 настављен је стабилан раст потрошње, а бржи раст извоза од увоза резултирао је даљим смањењем негативног доприноса нето извоза.

Према нашој процени, раст БДП-а на годишњем нивоу износио је 4,2% и резултат је пре свега снажног раста инвестиција у саобраћајну и енергетску инфраструктуру, као и инвестиција у опрему, чија је динамика знатно убрзала у П2, што је и определило да раст економске активности надмаши наше претходне пројекције.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т4 2019.

Домаћа тражња

Од почетка године, потрошњу домаћинстава карактерише стабилан раст, што је, према нашој процени, настављено и током Т4, када је остварен раст од 3,5% мг., уз допринос расту БДП-а од 2,4 п.п. Расту потрошње, највише су допринели позитивни трендови на тржишту рада, на шта указује раст масе зарада од 14,1% мг. у периоду октобар–новембар. Позитиван стимуланс потрошњи потекао је и по основу наставка ублажавања монетарне политике, што се одразило на ниже трошкове отплате постојећих кредита, као и на раст кредита намењених потрошњи. С друге стране, након раста у Т3, прилив дознака је смањен током Т4.

Током Т4 повећана је и државна потрошња (4,6% мг., уз допринос расту БДП-а од 0,8 п.п.), што потврђује и раст издатака за куповину робе и услуга који је у Т4 износио 7,1% мг. Поред тога, позитиван допринос приватној потрошњи огледа се и у расту консолидованих расхода за запослене од 12,5% мг.

На раст приватне потрошње указује и кретање показатеља из области трговине и туризма – реални промет у трговини на мало, као и број и ноћења домаћих туриста, који током Т4 бележе бржи раст него претходних тромесечја.

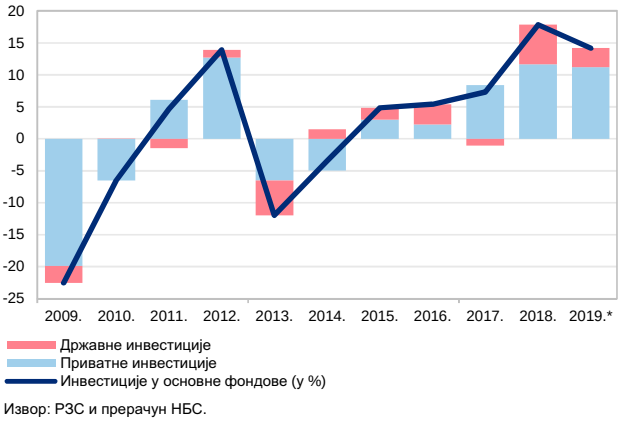
Убрзани раст БДП-а током Т4 у највећој мери дугује се динамичном расту инвестиција (20% мг., уз допринос расту БДП-а од 4,6 п.п.), захваљујући реализацији инфраструктурних пројеката, унапређењу пословног амбијента и повољним изворима финансирања. Раст инвестиција се, поред

Табела IV.3.1. **Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава у 2019.**
(реалне мг. стопе раста, у %)

	Т1	Т2	Т3	Т4
Потрошња домаћинстава	**3,3**	**3,3**	**3,1**	**3,5 ***
Показатељи				
Промет у трговини на мало	9,5	7,8	8,2	11,4
Промет у угоститељству	10,2	8,1	10,7	14,4 **
Број домаћих туриста	3,5	7,1	7,1	10,5
Број ноћења домаћих туриста	1,3	7,6	5,4	16,6
Увоз потрошне робе (*BEC* класификација), номинално	11,1	17,5	15,9	7,1
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	14,3	14,0	14,6	14,1 ***
Нето прилив дознака, номинално	5,6	-7,5	2,5	-3,4
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	18,5	15,7	13,9	13,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Октобар (процена РЗС).
*** Октобар–новембар.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т4 2019.

Табела IV.3.2. **Показатељи кретања инвестиција у 2019.**

	T1	T2	T3	T4
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)*	7,4	8,8	17,3	20,0
Грађевинарство (нац. рачуни)*	9,8	18,1	34,7	48,9
Инвестиције државе	32,9	33,3	10,6	30,8
Број издатих грађевинских дозвола	0,0	6,9	18,4	18,5
Производња грађевинског материјала	10,5	-0,6	3,4	0,3
Вредност изведених радова	11,2	20,3	39,9	56,3
Увоз опреме, номинално	18,3	6,8	16,0	37,8
Производња домаћих машина и опреме	16,0	-4,1	-9,1	13,0
Залихе готових производа у индустрији	1,9	-1,6	-1,9	-3,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т4 2019.

активирања нових производних погона у прерађивачкој индустрији, огледа у расту инвестиција у саобраћајну инфраструктуру и улагањима у енергетски сектор, што је резултирало повећањем активности у грађевинарству од скоро 50% мг. у Т4. Поред тога, приметан је знатно бржи раст увоза капиталних добара (37,8 мг.), при чему је повећана и производња машина и опреме за 13,0% мг.

Када је реч о изворима финансирања инвестиција, унапређење инвестиционог амбијента, уз повољне макроекономске изгледе, позитивно се одразило на прилив СДИ, који је у Т4 износио 852 млн евра. Поред тога, као извор за финансирање инвестиција коришћени су и инвестициони кредити који су на тромесечном нивоу повећани за 42,7 млрд динара.

Негативан допринос кретању БДП-а у Т4 потиче од промена у залихама (–0,5 п.п.), што се може довести у везу са знатним прирастом залиха пољопривредних производа крајем претходне године услед мањег извоза проузрокованог ниским водостајем Дунава. Поред тога, и повећање залиха индустријских производа током Т4 било је мање него у истом периоду 2018. (–3,7% мг. у децембру, према –1,9% мг. у септембру).

Посматрано на тромесечном нивоу, стабилан раст потрошње је настављен у Т4 (0,9% дсз.), што је, уз раст инвестиција од 3,5% дсз., допринело да раст економске активности, према нашој процени, у Т4 износи 1,4% дсз.

Осврт 3: Динамика и структура фиксних инвестиција

Дугорочни раст и развој домаће економије у значајној мери се заснивају на фиксним инвестицијама (инвестицијама у основна средства), које, с једне стране, доприносе увећању производне и извозне базе земље путем изградње нових и проширивања постојећих производних капацитета, а с друге стране – стварају предуслове за увећање богатства домаћинстава и привредних субјеката и отварање нових радних места. Са становишта фактора који опредељују њихову динамику, амбијента у којем се реализују, као и будућих ефеката инвестиција, значајно је сагледати њихову структуру, пре свега по наменама улагања и изворима њиховог финансирања.

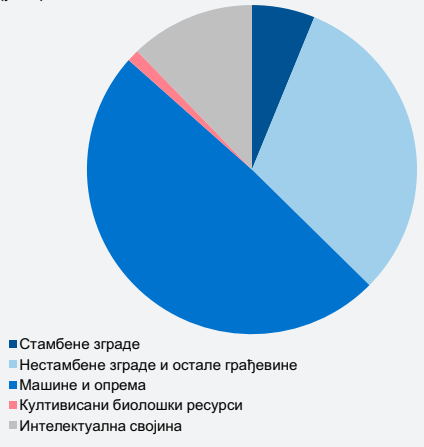
Бруто инвестиције у основна средства[1] у Србији у периоду **од 2014. до 2019. године реално су расле по просечној годишњој стопи од 9,8%**, односно остварен је њихов кумулативни раст од готово 60%. Захваљујући томе, њихово учешће у реалном БДП-у повећано је са 17,5% на скоро 24%, а њихов просечан допринос годишњем расту БДП-а износио је 1,5 п.п. Посебно снажна динамика раста инвестиција забележена је у протекле две године, када су оне кумулативно повећане за 34,6%, чиме су директно определиле преко три четвртине привредног раста Србије.

Графикон О.3.1. **Допринос појединих компонената расту бруто инвестиција у основна средства**
(у п.п.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Посматрано по техничкој структури, у периоду од 2014. до 2018, последње године за коју располажемо подацима, **остварене инвестиције расле су изнад просека** (који је за посматрани период износио 8,3%) **код улагања у машине и опрему и зграде и остале грађевине**[2] (8,6–8,7% просечно годишње). Учешће улагања у опрему, интелектуалну својину[3] и биолошке ресурсе остало је релативно стабилно и износило је готово две трећине укупних инвестиција. Од преосталих инвестиција, око 84% односило се на улагања у нестамбене објекте, пре свега привредне погоне и инфраструктуру (Графикон О.3.2). Ако се то има у виду, јасно је да је раст инвестиција допринео не само текућем расту БДП-а већ и повољнијим изгледима његовог раста у наредном периоду, захваљујући повећању производног потенцијала наше привреде.

Графикон О.3.2. **Техничка структура бруто инвестиција у основна средства у периоду 2014–2018.**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Посматрано по делатностима, на основу података о оствареним инвестицијама, у периоду од 2014. до 2018. године **додата вредност је у највећој мери била искоришћена за инвестиције у оквиру индустрије и саобраћаја** (у просеку око 27%, а у 2018. око 32%). Ове две привредне области предњаче и по издвајањима за набавку опреме, посебно индустрија, која је за ове намене издвојила 16,9% додате вредности. Захваљујући томе, размењиви сектори[4] за инвестиције просечно су издвајали 25,1% додате вредности, а неразмењиви 12,6%. Током посматраног периода, издвајања за ове намене су се повећавала, тако да су остварене инвестиције у 2018. години у размењивом сектору чиниле 30,5%, а у неразмењивом 14,6% додате вредности. Разлика између

[1] **Бруто инвестиције** су набавке умањене за отуђење капиталних добара по основу купопродаје, трампе или капиталних трансфера у натури и кориговано за трошкове преноса власништва.

[2] **Остале грађевине** обухватају железничке пруге, путеве, мостове, вијадукте, надвожњаке и сл., луке, пловне канале, бране и остале хидрограђевинске објекте, електричне и ТТ водове и каблове, цевоводе, нафтоводе и сл., сложене индустријске грађевине, спортске терене и сл.

[3] **Интелектуална својина** обухвата истраживање и развој, геолошке истраге, софтвере и базе података и сл.

[4] Обухвата пољопривреду, прерађивачку индустрију, рударство, енергетику, саобраћај и складиштење и услуге смештаја и исхране.

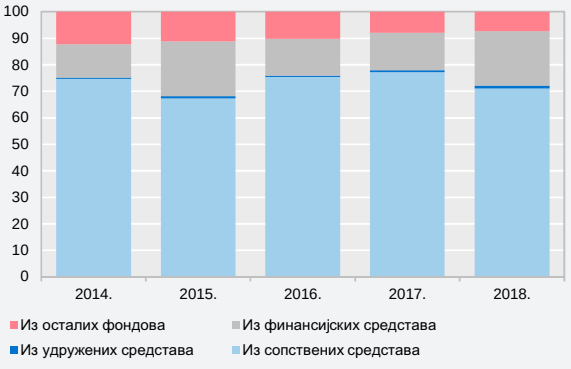
посматраних сектора потиче од улагања у опрему, на чију набавку размењиви сектор издвоји 15,2%, а неразмењиви 4,8% остварене додате вредности.

У оквиру прерађивачке индустрије, у односу на остварену додату вредност по областима, издвајања за инвестиције највећа су у производњи основних метала и гуме и пластике, затим у монтажи и поправци машина, производњи моторних возила, производњи хемикалија, папира, намештаја и дуванских производа.

Обим издвајања за инвестиције логична је последица присутних разлика у капиталној опремљености и примењеним технологијама, а повећање њиховог односа према БДП-у указује на то да размењиви сектор послује у условима који су погодни за инвестирање и да то користи како би ојачао технолошку основу своје конкурентске позиције, а тиме и повећао извозни потенцијал привреде.

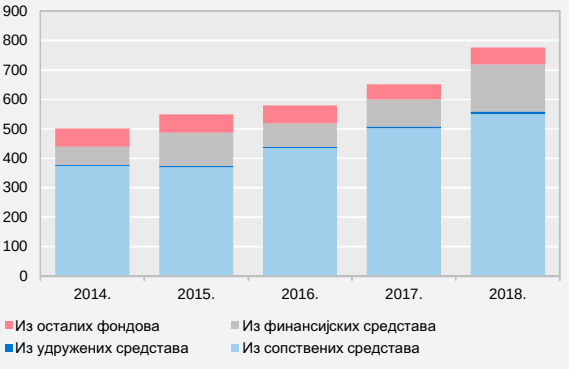
Посматрано према изворима финансирања, од укупних фиксних инвестиција које се реализују новчаним трансакцијама,[5] доминантан удео је финансиран из сопствених извора (73,1% у просеку) (Графикон О.3.3), односно из средстава прикупљених по основу амортизације, нерасподељене добити и повећања капитала. С обзиром на то да је у претходном периоду повећана профитабилност привреде и да су предузећа додатно докапитализована из иностранства (6,0 млрд евра нето по основу директних инвестиција у власнички капитал и међукомпанијских кредита), **финансирање из сопствених извора** знатно је повећано – у 2018. у односу на 2014. годину оно је било веће за 47% или за 176,6 млрд динара. С просечно 16,4% укупних исплата за инвестиције у основна средства, **финансијски кредити** представљају извор који бележи најдинамичнији раст – у 2018. у односу на 2014. годину њихово коришћење је повећано за 2,5 пута или за 96,3 млрд динара.

Графикон О.3.3. **Исплате за инвестиције у основна средства, структура по изворима финансирања**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.3.4. **Исплате за инвестиције у основна средства, структура по изворима финансирања**
(у млрд RSD)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Посматрано и по делатностима, извршене исплате за инвестиције у основна средства у највећем броју случајева финансиране су из сопствених извора, при чему је у појединим делатностима евидентно расло учешће финансијских кредита. То је првенствено био случај код прерађивачке индустрије, али и других размењивих сектора који су у 2017. и 2018. у већој мери него у 2016. години користили финансијске кредите за новчано покриће инвестиција у основна средства.

На основу претходне анализе, може се закључити да је убрзање раста укупних инвестиција видљив резултат јачања и очувања макроекономске стабилности и унапређења пословног амбијента, услед чега расте конкурентност и профитабилност наше привреде, као и укупна запосленост и стандард грађана на одрживим основама. У постизању ових резултата, а на основу успешне координације с фискалном политиком, важну улогу имала је и Народна банка Србије очувањем ценовне и финансијске стабилности, као и релативне стабилности девизног курса. Одговорна политика Народне банке Србије допринела је предвидивости пословања и повољним условима финансирања, чиме је подстакнута спремност за инвестирање у нашу привреду.

[5] Односе се на сва улагања у основна средства у току године у којој су извршене новчане исплате, без обзира на моменат изградње или набавке основних средстава. Извршене исплате за инвестиције су, по правилу, мање од бруто инвестиција у основна средства, с обзиром на то да не обухватају основна средства произведена и задржана за сопствену употребу, средства стечена компензацијом или примљена по основу капиталних трансфера у натури, као и стамбену изградњу домаћинстава и друге облике инвестиција у оквиру необухваћене економије. У периоду од 2014. до 2018. исплате за инвестиције биле су за око 24% мање од бруто инвестиција у текућим ценама.

Нето екстерна тражња

Реални раст извоза додатно је убрзан у Т4, на 10,8% мг., док је реални раст увоза успорен на 10,7% мг., чиме је негативан допринос нето извоза кретању БДП-а наставио да слаби и у Т4 износио је 1,2 п.п., а на нивоу године био скоро двоструко нижи него 2018.

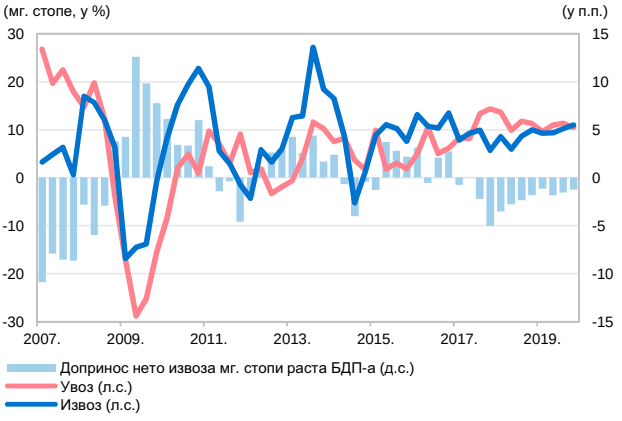
Вођен снажним растом извоза прерађивачке индустрије, уз позитиван допринос пољопривреде, извоз робе изражен у еврима, према платнобилансним подацима, убрзао је раст у Т4 на 10,0% мг. Према подацима спољнотрговинске размене, раст извоза прерађивачке индустрије у Т4 износио је 9,4% мг. и био је забележен у 17 од 23 области. Као и у претходном делу године, највише су му доприносили извоз електричне опреме, машина и опреме, намештаја и производа од гуме и пластике. И аутомобилска индустрија наставила је позитивно да доприноси извозу, пошто је мањи извоз аутомобила у потпуности надокнађен већим извозом других произвођача из ове области (за 15,9% мг.), чиме је њихово учешће у укупном извозу у 2019. повећано на 11,7%. Добра пољопривредна сезона утицала је на то да извоз пољопривредних и прехрамбених производа настави да расте (19,2% мг. и 10,0% мг., респективно), што се може очекивати и у наредним месецима. Нижи, али позитиван утицај имао је и извоз основних метала, чему је пре свега допринео извоз бакра.

Робни увоз изражен у еврима убрзао је раст у Т4 (на 9,7% мг.), чему су највише допринели опрема и репроматеријал, чији је увоз, у складу с растом инвестиција, убрзан на 37,8% и 6,7%, респективно. Иако је растао споријим темпом (7,1% мг.) него у ранијем периоду, увоз потрошне робе указује на то да се потрошња домаћинстава опоравља. Слична кретања потврђује и структура увоза по намени ЕУ, где је највећи допринос увозу потекао од капиталних и интермедијарних производа, а затим од нетрајних и трајних потрошних добара, док је допринос енергената био негативан.

Према платнобилансним подацима, суфицит у размени услуга са иностранством бележи даљи раст, уз извоз услуга који је у Т4 бележио двоцифрен раст (12,8% мг.), подстакнут растом извоза пословних услуга и услуга информисања и комуникација, док је увоз услуга повећан за 13,7% мг.

Покривеност робног увоза извозом у 2019. износила је 74,8%, а по укључењу услуга 83,9%.

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

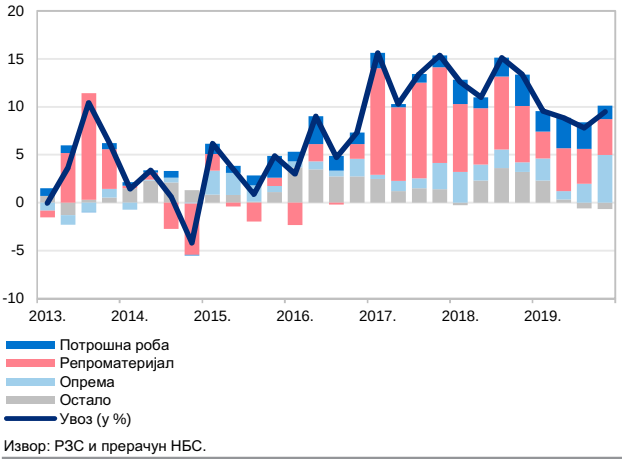


Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т4 2019.

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

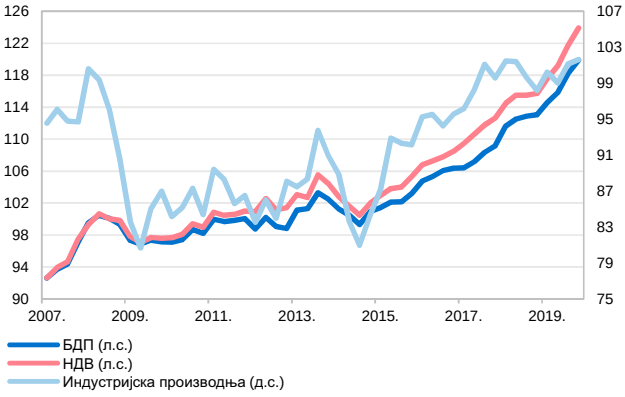
Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.
* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

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



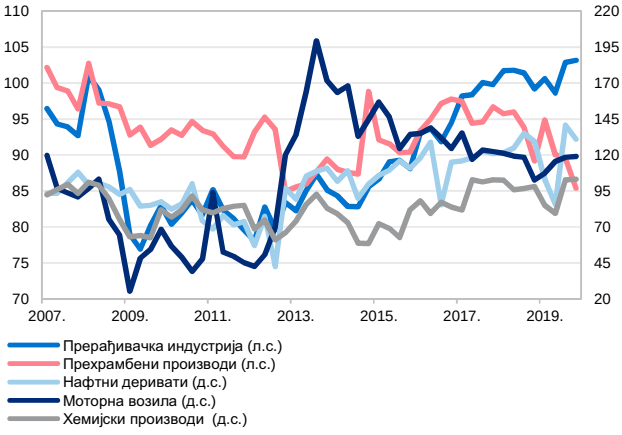
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

	2018.	2019.			
	T4	T1	T2	T3	T4*
БДП (у %, мг.)	**3,5**	**2,7**	**2,9**	**4,8**	**6,1**
Пољопривреда	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Индустрија	-0,6	-0,3	-0,4	0,4	0,6
Грађевинарство	0,1	0,3	0,8	1,7	2,4
Услуге	2,3	2,0	1,9	2,2	2,6
Нето порези	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

4. Економска активност

Захваљујући интензивном расту активности у сектору грађевинарства, већој активности у услужним секторима, првенствено услед изузетно повољних трендова на тржишту рада, као и опоравку прерађивачке индустрије, раст БДП-а у Т4 убрзан је на 6,1% мг. (са 4,8% мг. у Т3), чиме је на нивоу године остварен раст економске активности од 4,2%.

Током Т4 забележен је раст индустрије од 3,0% мг., што се, пре свега, може довести у везу са активирањем нових производних капацитета у прерађивачкој индустрији и с ниском базом из истог периода претходне године услед успоравања екстерне тражње и уведених такса на производе који се испоручују на Косово и Метохију. Бржи раст индустрије у Т4 потврђује и физички обим производње прерађивачке индустрије, који је повећан са 2,1% мг. у Т3 на 3,7% мг. Нешто мањи раст физичког обима забележили су сектори рударства и снабдевања електричне енергије, тако да је укупан раст физичког обима индустријске производње током Т4 износио 3,3% мг. Код прерађивачке индустрије, највећи допринос мг. расту потекао је од металске индустрије (1,5 п.п.) и фармацеутске индустрије (0,6 п.п.). Поред тога, производња машина и електричне опреме допринела је расту физичког обима производње прерађивачке индустрије са 0,5 п.п., колико је износио и допринос аутомобилске индустрије.

Тромесечна динамика физичког обима производње прерађивачке индустрије указује на то да је остварен раст код 17 од 24 делатности. Ипак, укупан раст физичког обима производње прерађивачке индустрије био је скроман (0,3% дсз.), што се пре свега може довести у везу с мањим обимом производње прехрамбене индустрије, која је треће тромесечје заредом забележила пад (–4,7% дсз. у Т4, уз негативан допринос расту физичког обима производње прерађивачке индустрије од 1,0 п.п.).

Након израженог раста у Т3, активност у сектору грађевинарства додатно је убрзала раст у Т4 (на близу 50% мг., уз допринос расту БДП-а од 2,4 п.п.), што се може довести у везу с реализацијом инфраструктурних пројеката у области саобраћаја и енергетике и растом стамбене изградње. То потврђује и предвиђена вредност радова на основу издатих грађевинских дозвола, која је у Т4 порасла за 50,8%

мг., а на нивоу године за 88,3%. О расту стамбене изградње сведочи повећање издатих грађевинских дозвола у станоградњи од 27,4% мг. у Т4, односно од 27,9% на нивоу године. Позитивне тенденције се огледају и у даљем расту формалне запослености у грађевинарству у Т4 (9,5% мг.), док је производња грађевинског материјала остала готово на сличном нивоу као у Т4 2018. године.

Повољни трендови на тржишту рада, који се огледају у смањењу незапослености, расту запослености и расту зарада, определили су стабилан раст потрошње, што се одразило и на раст активности у услужним делатностима од 5,1% мг., збирно посматрано у Т4. На раст у услужним секторима указује и кретање доступних показатеља. Тако је реални промет у трговини на мало и у Т4 забележио раст од 11,4% мг., а двоцифрени раст на мг. нивоу остварили су и показатељи из области туризма – број долазака и ноћења туриста, као и реални промет у угоститељству.

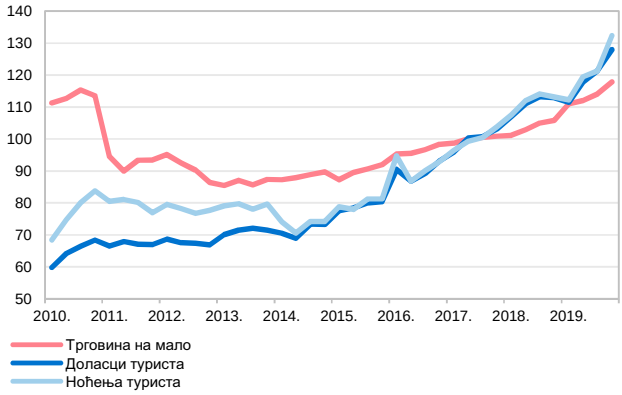
Имајући у виду да је другу годину заредом пољопривредна производња била изнад просека, процењујемо да је допринос пољопривреде расту економске активности у 2019. остао неутралан.

На тромесечном нивоу, раст БДП-а у Т4 износио је 1,4% дсз., чиме је 21. узастопно тромесечје остварен раст економске активности. Позитиван допринос потекао је од услужних сектора, као и од грађевинарства, за које процењујемо да је током Т4 остварило раст од 12,2% дсз., док је индустријска производња, након раста у Т3 од 2,0% дсз., у Т4 остала готово непромењена. Посматрано у односу на преткризни период, економска активност је била виша за 19,9% дсз. мерено БДП-ом, односно за 23,9% дсз. мерено НДВ-ом. Највећи допринос расту у Т4 потекао је од услужних сектора и грађевинарства.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



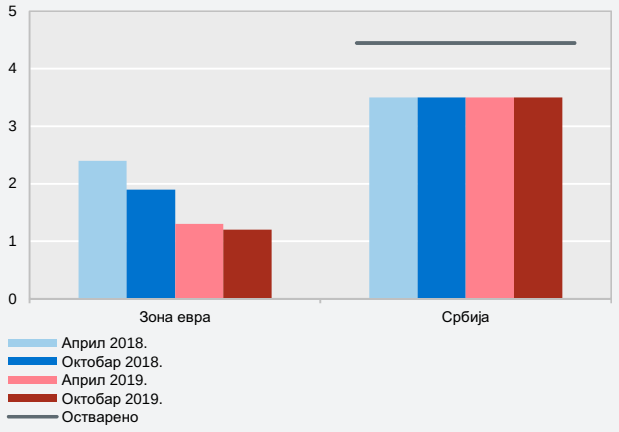
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Осврт 4: Оцена макроекономских кретања у 2019. години

Раст економске активности у 2019. надмашио је наше пројекције, које су за 2019. годину ревидиране навише (са 3,5% у августу на 3,6% у новембру), и, према нашој процени, износио је 4,2%. Упркос успоравању екстерне тражње, пре свега из зоне евра, другу годину заредом економска активност је снажно порасла захваљујући позитивном синергијском деловању већег броја домаћих фактора, који су се одразили пре свега на раст инвестиција. Свакако најважнији фактор јесте остварена и очувана макроекономска стабилност, која је утицала на даљи раст поверења инвеститора и њихову већу спремност за дугорочна улагања у Србију, о чему сведоче рекордан прилив СДИ другу годину заредом, пад премије ризика земље и раст кредитног рејтинга на корак од инвестиционог. При томе, активирање инвестиција из претходног периода повећало је производне и извозне капацитете, док су чврста контрола текућих расхода, одржана укупна фискална дисциплина и раст пореских прихода омогућили да држава додатно повећа капиталне издатке и настави реализацију инфраструктурних пројеката. Поред тога, свођење јавног дуга у одрживе оквире омогућило је и да се повећају издаци за плате и пензије, али без нарушавања фискалне одрживости. С друге стране, захваљујући оствареној ценовној стабилности, Народна банка Србије је била у прилици да додатно подржи привредни раст даљим ублажавањем монетарне политике, што је резултирало готово двоцифреним растом кредитне активности, међу највећим у региону.

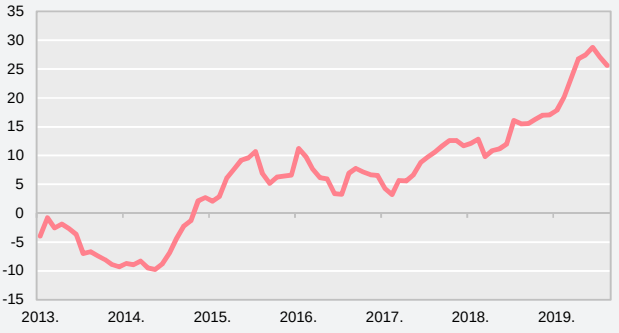
Раст фиксних инвестиција у 2019, према прелиминарној процени РЗС-а, износио је 14,2% (уз допринос расту БДП-а од преко 3 п.п.) и био је готово подједнако заступљен у приватном и државном сектору. Потребно је истаћи да фиксне инвестиције у претходне две године бележе двоцифрене стопе раста, при чему укупан раст за две године износи близу 35%. Поред постигнуте и одржане макроекономске стабилности, расту инвестиција погодују и континуирано унапређење пословног амбијента, раст профитабилности привреде, као и спровођење активних политика за привлачење СДИ, тако да је учешће фиксних инвестиција у реалном БДП-у у последњих шест

Графикон О.4.1. **Пројекција ММФ-а за раст БДП-а у 2019.**
(у %)



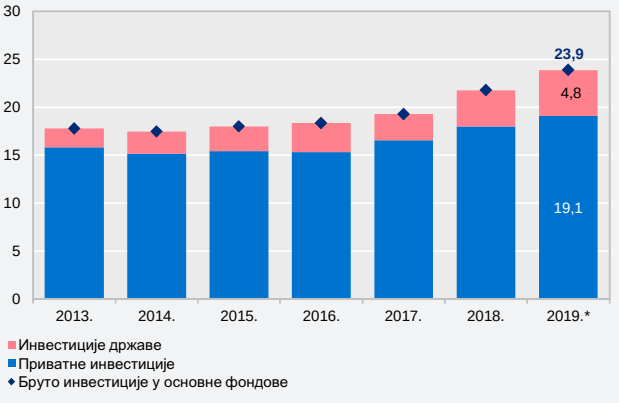
Извор: ММФ и процена НБС.

Графикон О.4.2. **Инвестициони кредити***
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.
* Искључен ефекат промене курса.

Графикон О.4.3. **Инвестиције у основне фондове**
(у % БДП-а)



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

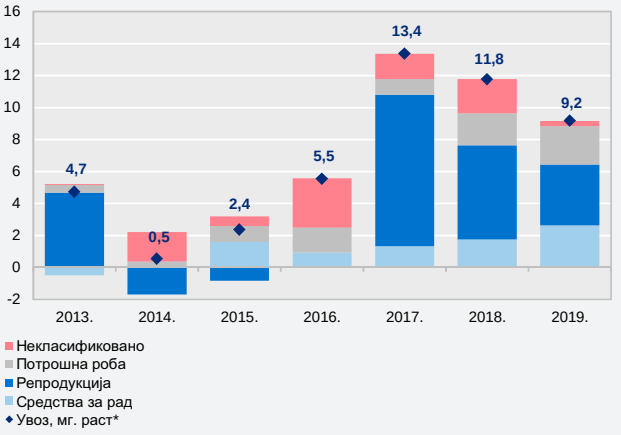
година повећано за преко 6 п.п. – са 17,5% у 2014. на скоро 24% у 2019. Приватне инвестиције допринеле су расту производних капацитета намењених извозу, али и већем расту увоза опреме и репроматеријала. Уз сопствене изворе финансирања, укључујући и висок прилив СДИ, инвестиције се у све већој мери финансирају путем банкарских кредита, о чему сведочи раст стања инвестиционих кредита од 115,9 млрд динара током 2019. Државне инвестиције достигле су близу 5% БДП-а и биле су великим делом усмерене на унапређење транспортне и енергетске инфраструктуре, што потврђује и раст активности у сектору грађевинарства.

Захваљујући повољним кретањима на тржишту рада, о чему сведочи и смањење стопе незапослености на једноцифрен ниво (9,5% у Т3), а подржан и повољнијим условима кредитирања, одржив раст личне потрошње настављен је и током 2019. године, када је, према нашој процени, износио 3,3%, уз допринос расту БДП-а од 2,2 п.п. Поред тога, након успешно завршеног процеса фискалне консолидације, постепено се ублажавају мере штедње у јавном сектору, тако да је поменутом расту потрошње током 2019. допринео и раст плата у јавном сектору, пензија и социјалних трансфера. Међутим, важно је нагласити да је раст личне потрошње и у 2019, као и у претходним годинама, био спорији од раста БДП-а, што доприноси очувању ценовне стабилности.

У складу с растом приватне потрошње, половина доприноса привредном расту, посматрано с производне стране, потицала је од услужних сектора, који су, збирно посматрано, порасли за 4,1%. Расту активности у грађевинарству, који је према процени РЗС-а у 2019. износио 30,4% (уз допринос расту БДП-а од 1,3 п.п.), поред инфраструктурних пројеката, допринела је и већа стамбена изградња финансирана од стране приватног сектора. Благи позитиван допринос расту БДП-а потекао је и од индустријске производње (0,1 п.п.). Након спроведених ремонта у нафтној и хемијској индустрији у П1 и активирања инвестиција из претходног периода, уследио је опоравак производње током П2, и поред тога што су таксе од 100% на производе и услуге који се испоручују на Косово и Метохију биле на снази током целе године. Имајући у виду да је другу годину заредом пољопривредна производња била изнад просека, процењујемо да је допринос пољопривреде расту економске активности у 2019. остао неутралан.

Извоз робе и услуга у 2019. убрзао је раст у односу на 2018. годину, али је због раста увоза опреме, репроматеријала, потрошне робе и услуга, допринос нето извоза остао негативан (–1,5 п.п. у 2019, наспрам –2,6 п.п. у 2018). Раст извоза резултат је активирања нових производних погона и даље диверсификације извоза, чиме је анулиран ефекат смањења екстерне тражње по основу успоравања економске активности у зони евра, која је и даље наше најзначајније извозно тржиште. С друге стране, раст увоза, иако спорији него претходне године, био је вођен и растом увоза опреме и репроматеријала, а у мањој мери и увоза потрошне робе, што је резултат повећања личне потрошње.

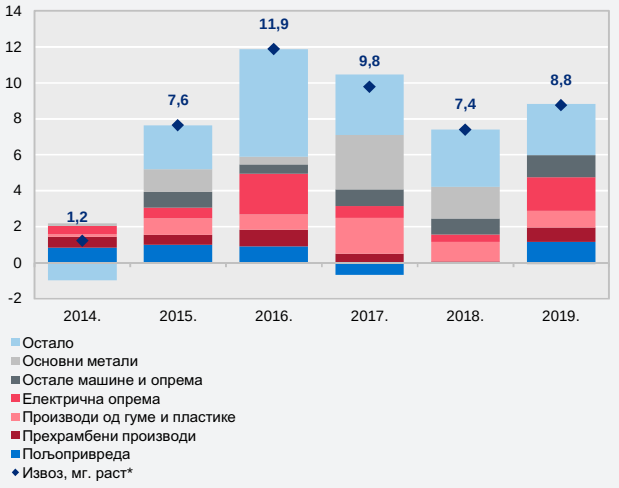
Графикон О.4.4. **Кретање главних компонената увоза робе**
(доприноси мг. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Ревидирани подаци за 2018. и 2019. годину.

Графикон О.4.5. **Кретање главних компонената извоза робе**
(доприноси мг. расту, у п.п.)

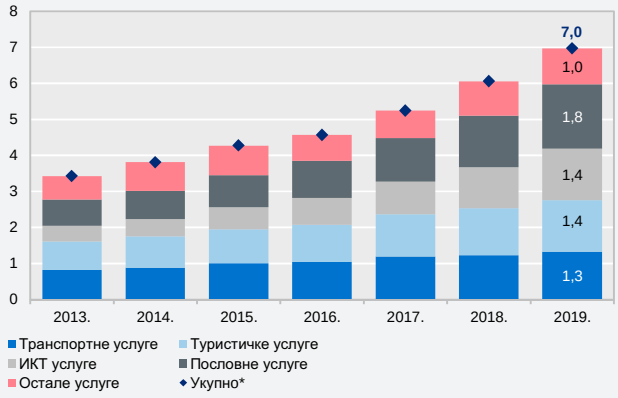


Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Ревидирани подаци за 2018. и 2019. годину.

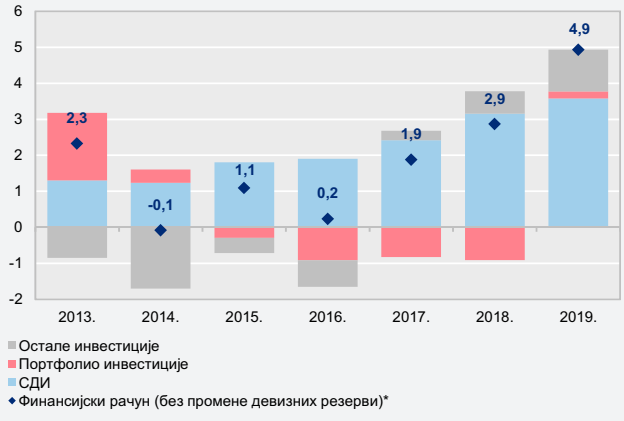
Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2019. износио је 3,2 млрд евра (6,9% БДП-а), што је за 1,1 млрд евра више него у 2018. Кључни разлози повећања текућег дефицита у 2019. јесу таксе од 100% на испоруку робе и услуга на Косово и Метохију, висок раст увоза опреме за потребе инвестиција, квоте на извоз челика у ЕУ, раст оствареног профита нерезидената у Србији и последично раст исплата дивиденди. Ако посматрамо повећање текућег дефицита по његовим основним компонентама, то повећање било је опредељено већим робним дефицитом, вишим дефицитом на рачуну примарног дохотка и мањим суфицитом на рачуну секундарног дохотка, док је суфицит у размени услуга са иностранством наставио да расте и делује у супротном смеру. Дефицит у робној размени повећан је за 530,5 млн евра, на 5,6 млрд евра, уз раст извоза робе у еврима од 8,8% мг. и раст увоза од 9,2% мг. Да је повећање робног увоза (на 22,0 млрд евра) било вођено пре свега растом производње и инвестиција, потврђује чињеница да се 74% тог раста (1,4 млрд евра)[1] односи на репроматеријал и опрему, чији је увоз повећан за 6,5% мг. и 20,4% мг., респективно (увоз опреме је достигао 3,3 млрд евра у 2019). Од тога, у оквиру репроматеријала издваја се снажан раст увоза челичних цеви (за 230 млн евра) за потребе изградње гасовода Турски ток, чији је утицај на раст увоза једнократан. Истовремено, упркос успоравању тражње из зоне евра, извоз је наставио добре перформансе и у 2019. повећан је на 16,4 млрд евра.

Графикон О.4.6. **Извоз услуга**
(у млрд EUR)



Извор: НБС.
* Ревидирани подаци за 2018. и 2019. годину.

Графикон О.4.7. **Кретања на финансијском рачуну**
(у млрд EUR)



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Ревидирани подаци за 2018. и 2019. годину.

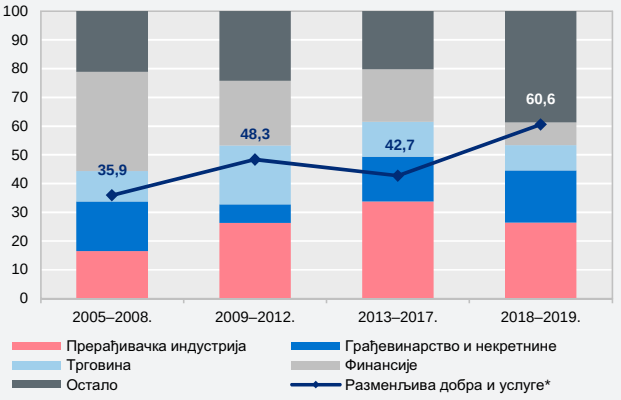
Раст робног извоза био је вођен растом извоза прерађивачке индустрије (7,2% мг.), који је, иако нешто спорији него претходних година, и даље био широко распрострањен. Расту је највише допринео извоз електричне опреме, машина и производа од гуме и пластике, док се смањење бележи код извоза моторних возила, које је надокнађено растом извоза других произвођача у области аутомобилске индустрије. Ремонти у рафинерији у Панчеву и Петрохемији у П1 привремено су се одразили на мањи извоз нафтних деривата и хемијских производа, док је на нешто мањи извоз основних метала утицало прилагођавање примени квота ЕУ на увоз челика, што је у великој мери компензовано већим извозом бакра, а делом и извозом челика на друга тржишта. Снажно је порастао и извоз пољопривредних (21,7% мг.) и прехрамбених производа (8,3% мг.), а имајући у виду добру пољопривредну сезону у 2019, наставак позитивних кретања очекујемо и у већем делу 2020. године. Уз висок раст и извоза и увоза услуга, позитиван салдо у размени услуга са иностранством додатно је повећан (за 5,4%, на 1,0 млрд динара), чему су највише допринеле услуге информисања и комуникација и пословне услуге. На повећање дефицита рачуна примарног дохотка (за 294,6 млн евра) утицали су пре свега виши расходи за исплату дивиденди по основу СДИ (за 306,2 млн евра), што је и у складу с континуираним растом стања СДИ, док је износ реинвестиране добити био сличан прошлогодишњем, указујући на опредељеност страних инвеститора да даље повећавају улагања у Србију.

[1] Посматрано по *BEC* класификацији.

На мањи суфицит рачуна секундарног дохотка (за 312,3 млн евра) утицао је мањи прилив осталих трансфера (за 277,5 млн евра), пре свега по основу смањеног прилива по основу привременог платног промета с Косовом и Метохијом услед увођења такса на робу из Србије, а у знатно мањој мери и нешто нижи (за 1,3%) прилив дознака из иностранства.

С друге стране, у 2019. настављена су повољна кретања на финансијском рачуну, тако да је текући дефицит, пету годину заредом, у потпуности био покривен нето приливом СДИ, који је износио 3,6 млрд евра, што је њихов највиши износ откад постоји упоредива статистика. Бруто прилив СДИ износио је 3,8 млрд евра, при чему је, према прелиминарним подацима, 2,2 млрд евра уложено у размењиве секторе, од чега 1 млрд евра само у прерађивачку индустрију. Као и раније, улагања су била распоређена на велики број осталих сектора, уз највеће износе уложене у саобраћај и грађевинарство и пословање некретнинама, а улагачи су претежно били из европских земаља. У 2019, остварен је нето прилив портфолио инвестиција од 188,4 млн евра, највише као резултат повећаних улагања нерезидената у дугорочне динарске државне ХоВ, и поред тога што је држава услед мање потребе за задуживањем организовала мањи број аукција и остварила ниже стопе приноса. Уз то, током 2019. емитована је нова десетогодишња еврообвезница, по до сада најповољнијим условима (у јуну је постигнута стопа од 1,619%, а на реотварању у новембру 1,25%), а средства од те продаје (1,55 млрд евра) искоришћена су за превремену отплату дела обвезница емитованих у доларима 2011. и 2013. по знатно вишим каматним стопама.

Графикон О.4.8. **Структура прилива СДИ по секторима**
(у %)



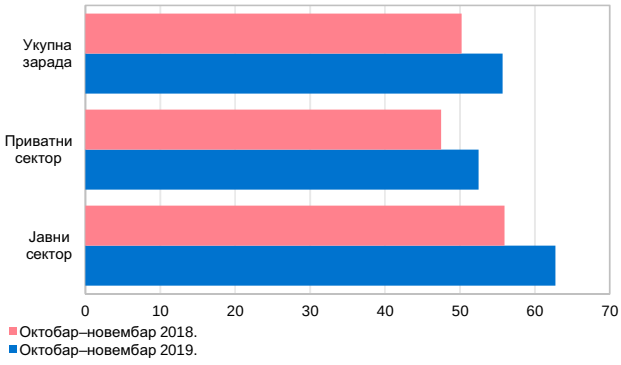
Извор: НБС.
* Пољопривреда, индустрија, рударство, саобраћај, угоститељство.

Таквим кретањима, осим спремности да у условима ублажавања монетарних политика водећих централних банака прихвате ниже стопе приноса, допринела је и чињеница да је Србија, захваљујући макроекономској стабилности, повољно место за инвестирање, што су током П2 потврдиле агенције *Standard and Poor's* и *Fitch*, повећавши кредитни рејтинг Србије. Резиденти, пре свега предузећа, а у нешто мањој мери банке и Влада, додатно су повећали кредитне обавезе према иностранству, тако да је нето прилив по основу финансијских кредита износио 1,1 млрд евра. С обзиром на то да су приливи на финансијском рачуну знатно премашили дефицит на текућем рачуну, **девизне резерве** су, према платнобилансној методологији,[2] током 2019. повећане за 1,9 млрд евра. У последњим месецима 2019. оне су биле на историјски највишим нивоима и у децембру су износиле 13,4 млрд евра, обезбеђујући покривеност скоро шест месеци увоза и 273%[3] дуга који доспева у наредној години дана, што је још једна потврда даљег јачања екстерне одрживости.

Сумирајући годину за нама, можемо да констатујемо да је наша привреда остварила одличне резултате и у 2019. години, нарочито ако се има у виду успоравање глобалног привредног раста и пад екстерне тражње, неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту, као и геополитичке тензије. Остварена макроекономска и финансијска стабилност и унапређен пословни и инвестициони амбијент у основи су повољних макроекономских изгледа и за наредни период.

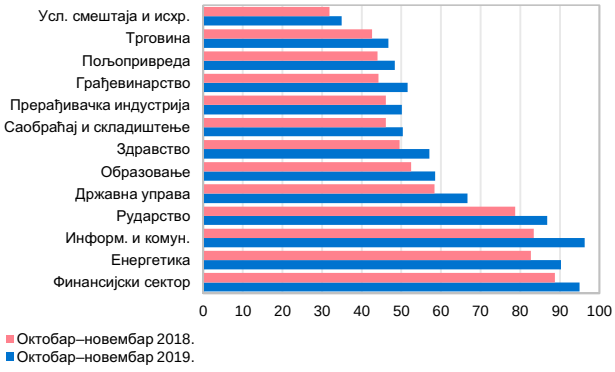
[2] Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.
[3] Према стању спољног дуга по преосталој рочности у септембру 2019.

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



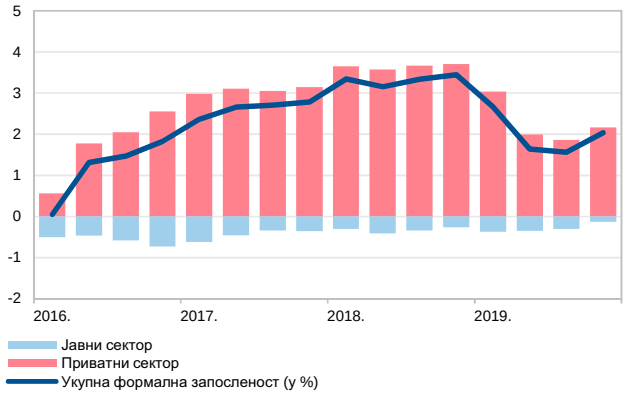
Извор: РЗС.

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



Извор: РЗС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

5. Кретања на тржишту рада

Тржиште рада у Т4 карактерише даљи раст зарада и запослености. Услед бржег раста економске активности од запослености, настављен је и раст продуктивности укупне економије.

Зараде и продуктивност рада

Номинална нето зарада у октобру и новембру увећана је за 10,9% мг., на 55.698 динара у просеку (474 евра). У приватном сектору она је порасла за 10,6% мг., а у јавном сектору за 12,1 % мг.

Остварено мг. повећање номиналних нето зарада у октобру и новембру остало је секторски распрострањено. О томе говори континуиран раст просечних зарада у сектору индустрије и услужном сектору (информисање и комуникације, грађевинарство, трговина, саобраћај и угоститељство), који доминантно доприносе бржем привредном расту. Поред делатности које претежно припадају приватном сектору, зараде су још порасле и у државној управи, здравству и образовању, у којима преовладава јавни сектор, чему је допринела одлука Владе о повећању плата у јавном сектору од новембра, у распону од 8% до 15% (просечно повећање од 9,6%).

Уз раст номиналних зарада, и повећање запослености у приватном сектору деловало је на раст укупне номиналне нето масе зарада, као доминантног извора потрошачке тражње, која је за 14,1% мг. повећана у октобру и новембру.

Према прелиминарној процени, **продуктивност укупне економије** остварила је мг. раст од 4,0% у Т4, као резултат бржег раста БДП-а од раста запослености, док је на нивоу целе 2019. била виша за 2,2%.

Запосленост

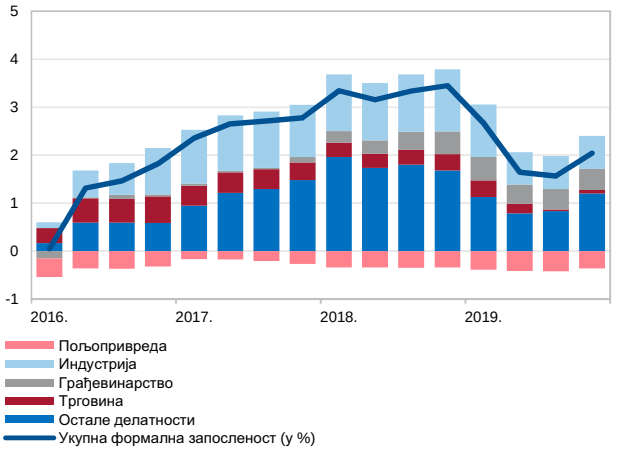
Након што је два узастопна тромесечја расла по стопи од 1,6%, **укупна формална запосленост је током Т4 убрзала раст на 2,0% мг.** Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, бржој динамици укупне формалне запослености допринело је, с једне стране, интензивније запошљавање код правних лица и предузетника у Т4, док је, с друге стране, пад броја индивидуалних пољопривредника и запослених у пољопривреди био мање изражен него у ранијим периодима.

Кључни генератор нових радних места и током 2019. године био је приватни сектор, у којем је од новембра **укупан број запослених премашио 1,6 млн лица**. Мг. посматрано, само у Т4 број новозапослених у делатностима приватног сектора порастао је за око 47 хиљада. Запосленост је највише порасла у прерађивачкој индустрији и грађевинарству, затим у услугама информисања и комуникација и услугама смештаја и исхране, у којима су упоредо расле и зараде. С друге стране, у делатностима којима доминира јавни сектор и даље је актуелан процес рационализације, с тим што је пад броја запослених у Т4 (за 2,8 хиљада на мг. нивоу) био више него двоструко мањи него у Т3.

Према подацима Националне службе за запошљавање, **укупан број незапослених у децембру 2019. износио је 506.865**, што је за готово 46 хиљада незапослених мање него годину дана раније. Томе је допринело мг. смањење броја незапослених у Т4 у свим групама занимања, и то најпре у онима које припадају прерађивачкој индустрији (за скоро 15 хиљада у просеку), а потом у занимањима повезаним с трговином, угоститељством и туризмом (за близу 5 хиљада у просеку). Незапосленост је пала и код занимања у области пољопривреде, грађевинарства и саобраћаја. Од када је 2014. домаће тржиште рада реформисано, регистрована незапосленост је, закључно са 2019, смањена за чак трећину. Томе су допринели и унапређени услови за пословање и инвестирање у Србији, као и спровођење активних мера и програма запошљавања на тржишту рада.[20]

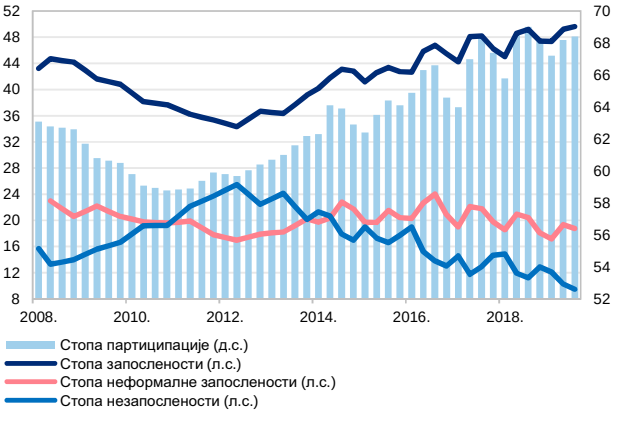
Поред формалног дела тржишта рада, расположиви резултати **Анкете о радној снази** за Т3 2019. дају увид и у његов неформални сегмент. Иако је на мг. нивоу благо спуштена (за 0,6 п.п.), стопа партиципације становништва радног узраста (15–64 године) од 68,4% у Т3 ипак је премашила вредности из претходних тромесечја 2019. То показује да је активност радно способног становништва и даље релативно висока, упркос неповољним демографским трендовима. Стопа формалне запослености у Т3 је на мг. нивоу порасла за 0,4 п.п., на 49,6%, док је, паралелно с тим, стопа неформалне запослености пала за 1,7 п.п., на 18,8%, што упућује на мање ангажовање запослених без формалног уговора о раду. Први пут откад постоје упоредиви

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС.

Табела IV.5.1. **Кретања формалне запослености и незапослености у 2019.**
(мг. стопе раста, просек периода)

	T1	T2	T3	T4
Укупан број формално запослених	2,7	1,6	1,6	2,0
Запослени код правних лица	2,6	1,9	1,7	2,2
Приватни предузетници и запослени код њих	5,3	2,8	3,0	3,4
Индивидуални пољопривредници	-8,3	-8,7	-8,6	-8,4
Незапослени	-9,1	-9,3	-9,5	-8,9
Први пут траже запослење	-1,6	21,1	26,1	32,9
Били у радном односу	-12,7	-24,3	-27,2	-29,4

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

[20] Између осталих, активне мере и програми запошљавања обухватају: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку самозапошљавању, додатно образовање и обуке, посебне програме за младе у процесу транзиције из система образовања на тржиште рада.

подаци, **стопа незапослености у Т3 спуштена је на једноцифрен ниво** (9,5%). На најнижем нивоу нашла се и стопа дугорочне незапослености[21] (5,2%).

6. Међународно окружење

Глобални привредни раст је успорио у 2019, на најнижи ниво од светске економске кризе, што се првенствено огледа у слабијој производној и трговинској активности. У условима неизвесности у трговинским односима, геополитичких тензија и природних непогода, појавили су се рани сигнали да се глобални раст са завршетком године почео полако опорављати, доминантно вођен монетарним и фискалним подстицајима.

Иако је крајем Т4 порасла, инфлација је и даље релативно ниска у већини развијених земаља. С друге стране, инфлација се у појединим земљама региона средње и југоисточне Европе нашла изнад циља, али није било значајнијих промена монетарне политике њихових централних банака, јер се оцењује да је премашивање циља привременог карактера. Финансијски услови и у развијеним земљама и у земљама у успону остали су изузетно повољни, као резултат ублажавања монетарних политика водећих централних банака.

Економска активност

Сумирајући годину за нама, водеће међународне финансијске институције оциниле су да је **глобални раст током 2019. додатно успорио у односу на претходна очекивања**. ММФ је у јануарском издању *WEO* благо кориговао наниже октобарску пројекцију глобалног раста за 2019. годину (са 3,0% на 2,9%), пре свега због слабијег од очекиваног раста Индије и појединих земаља у успону, услед деловања специфичних фактора за сваку земљу. Међутим, **постоје одређене назнаке о започетом опоравку светске трговине и производне активности крајем 2019**, подржане ефектима ублажавања монетарне и фискалне политике, повременим вестима о напретку преговора између Кине и САД и смањеном вероватноћом да ће доћи до Брегзита без договора. Композитни индекс глобалне економске активности (*Global Composite PMI*) и индекс глобалне производње (*Global Manufacturing PMI*) у децембру су били на нивоу од 51,7 и 50,1, респективно,

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

Извор: *Eurostat*.

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

указујући на то да се светска привреда ипак задржала у зони експанзије. Упркос раним знаковима стабилизације, ризици пројекције су и даље асиметрични наниже, мада у мањој мери него пре три месеца.

За разлику од Т2, када је смањен за 0,2% дсз., **привредни раст зоне евра** у Т3 благо је повећан – за 0,3% дсз. (1,2% мг.), доминантно услед пораста екстерне тражње, уз допринос нето извоза од 0,9 п.п. Позитиван допринос је потекао и од потрошње домаћинстава и државе (0,3 п.п.), док су инвестиције у основна средства у Т3 забележиле пад (допринос од –0,8 п.п.). После смањења од 0,2% дсз. у Т2 и избегнуте рецесије, као последица слабљења активности у извозно оријентисаним секторима, **БДП Немачке**[22] је у Т3 забележио раст од 0,1% дсз., потпомогнут повољним кретањима на тржишту рада. У исто време, **БДП Италије** је четврто узастопно тромесечје порастао за 0,1% дсз., подстакнут растом приватне потрошње.

ЕЦБ је у децембру оценила да ће у условима и даље присутних глобалних тензија зону евра одликовати слаб темпо раста у кратком року. У прилог томе говорио је и пад вредности показатеља економских услова за зону евра (*Economic Sentiment Indicator*), на 101,0[23] у просеку у Т4. С друге стране, композитни индекс економске активности (*Eurozone PMI Composite*) повећан је на 50,9[24] у децембру, што упућује на постепену стабилизацију у прерађивачкој индустрији и очувано поверење потрошача. Имајући у виду и пораст активности у грађевинарству крајем 2019. и позитивне трендове на тржишту рада (стопа незапослености од 7,4% у децембру), ЕЦБ је прогнозу раста за 2019. благо ревидирала навише у односу на септембар (за 0,1 п.п., на 1,2%). Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, раст БДП-а зоне евра у Т4 успорио је на 0,1% дсз., што одговара процени раста од 1,2% на нивоу 2019. Очекује се да повољни услови финансирања, опоравак екстерне тражње и фискални стимуланси, уз Брегзит који би се одвијао у складу с договором, подрже раст зоне евра и у средњем року.

Привредни раст САД у Т3 задржао је исту динамику као у Т2 и на годишњем нивоу износио 2,1% (0,5%

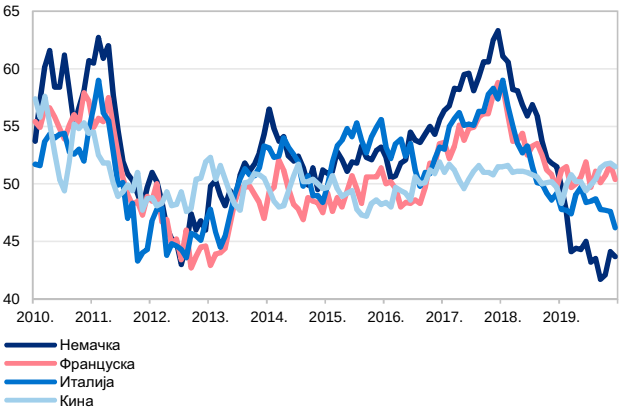
Графикон IV.6.2. **Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра**

Извор: *Eurostat, Markit Group, Banca d'Italia* и Европска комисија.

* Прелиминарна процена *Eurostat*-а за Т4 2019.
** *ESI* је стандардизован у односу на *PMI*.

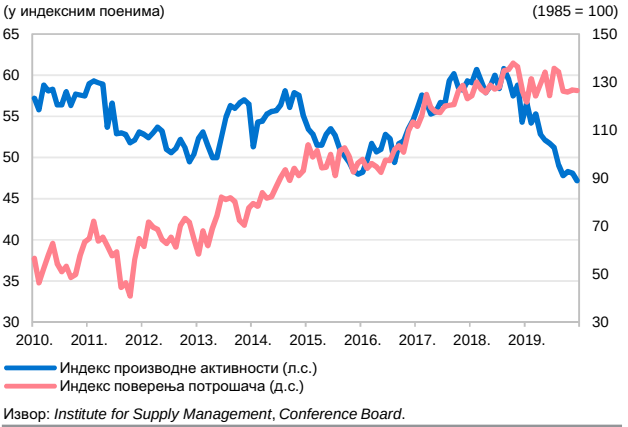
Графикон IV.6.3. **Водећи показатељи сектора производње по земљама – *PMI Manufacturing***

(у индексним поенима)



Извор: *Markit Group*.

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



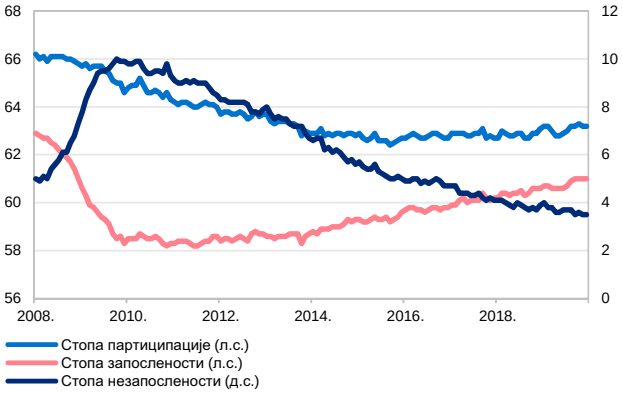
Извор: *Institute for Supply Management, Conference Board*.

[22] Немачка и Италија су најважнији спољнотрговински партнери Србије унутар зоне евра.

[23] Индекс је конструисан тако да дугорочни просек износи 100 поена.

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

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



Извор: *Bureau of Labor Statistics*.

дсз.), највише захваљујући порасту личне потрошње (допринос од 2,1 п.п.), а мањим делом и државне потрошње (0,3 п.п.). У супротном смеру деловало је смањење инвестиција у основна средства (допринос од –0,2 п.п.) и нето извоза (–0,1 п.п.). Према прелиминарној процени Бироа за економске анализе, раст БДП-а у Т4 такође је износио 2,1% на годишњем нивоу. Расположиви показатељи из области производног сектора не указују на то да би се у Т4 могао очекивати значајнији опоравак, с обзиром на то да је индекс производне активности у САД смањен на 47,2 у Т4, што је најнижи ниво од средине 2009. И поред тога, оцењено је да су услови на тржишту рада САД остали стабилни, о чему сведоче релативно високе стопе партиципације и запослености у децембру, на нивоу од 63,2% и 61,0%, респективно, колико су износиле и три месеца раније. Поред тога, стопа незапослености задржана је на историјском минимуму од 3,5% у децембру.

ФЕД је задржао процену раста америчке привреде од 2,2% у 2019, уз оцену да је раст у П2 успорен у односу на П1 због још увек слабих приватних инвестиција и споријег раста државне потрошње. Прогнозе раста у средњем року остале су готово непромењене ако се узме у обзир пројектована путања раста цена активе, с једне стране, и ишчезавање позитивних ефеката смањења пореза у претходном периоду, с друге стране.

Раст региона **средње Европе** и даље се заснива на стабилној домаћој тражњи у околностима експанзивних монетарних политика. С тим у вези, БДП водећих економија региона додатно је порастао на мг. нивоу у Т3 у поређењу с Т2, најпре у Чешкој (са 2,5% на 3,4%), а затим у Мађарској (са 4,9% на 5,0%) и Пољској (са 4,1% на 4,2%), које су у исто време забележиле и пораст извоза. На бази солидних макроекономских фундамената, процењује се да ће ублажавање раста региона средње Европе у 2020. години бити спорије од претходно очекиваног.

Привреде у региону **југоисточне Европе** такође су наставиле тренд раста у Т3, при чему је највиши мг. раст БДП-а остварила Србија (4,8%), за којом следе Бугарска (3,1%), Румунија (3,0%) и Хрватска (2,9%). Европска комисија је у јануарском извештају[25] навела да је Србија остварила најзапаженије резултате у

[25] Извештај Европске комисије о економском напретку земаља кандидата и потенцијалних кандидата за чланство у ЕУ за Т4 2019.

региону Западног Балкана, те да је дала кључан допринос убрзању привредног раста целог региона, по основу снажног раста инвестиција. Према јануарском извештају ММФ-а, привредни раст за **европске земље у успону и развоју** процењен је на 1,8% у 2019, уз оцену да ће земље овог региона добити додатни замах у 2020, подржан ниским трошковима задуживања и повољним стањем на тржишту рада.

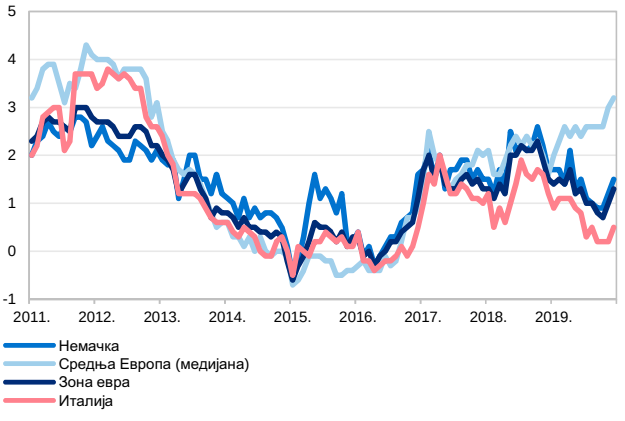
У складу са очекивањима, **БДП Русије** је убрзао мг. раст на 1,7% у Т3 (са 0,9% у Т2). Остварени раст се дугује повећању промета у трговини на велико, као и резултатима у пољопривреди и прерађивачкој индустрији бољим од очекиваних. То је погурало извоз у Т3, услед чега се за целу 2019. прогнозира раст БДП-а изнад 1,0%. Премда се очекује пораст инвестиционе активности у Т4, интензивнији раст руске привреде коче фактори попут кашњења у реализацији капиталних пројеката, мањег увоза инвестиционе опреме и ограничавања производње нафте у чланицама *OPEC*-а, у условима спорије глобалног раста.

Према прелиминарној процени, раст **кинеске привреде** достигао је 6,1% у 2019, иако је у П2 успорио на 6,0% мг. Постигнути споразум Кине и САД назван „Фаза 1" озваничио је делимично повлачење протекционистичких мера у међусобној трговини и паузу у увођењу нових царина, због чега је ММФ у јануару изашао са оптимистичнијом прогнозом за 2020. него пре три месеца, оцењујући да ће раст износити као и у 2019. години. Међутим, на динамику економске активности у Кини настављају да се одражавају неразрешени економски спорови са САД и неопходност оснаживања домаће финансијске регулативе.

Кретање инфлације

Након што је пад цене енергената условио пад мг. инфлације у зони евра у октобру на најнижи ниво у претходне скоро три године (0,7%), она је у наставку тромесечја расла. Бржи мг. раст цена услуга и хране определио је раст инфлације на 1,0% у новембру, а опоравак цена енергената и њихова ниска прошлогодишња база, као и бржи раст цена непрерађене хране, даљи раст на 1,3% у децембру. То је уједно и највиша вредност од јуна 2019, али и даље знатно испод инфлационог циља ЕЦБ-а од близу, али

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

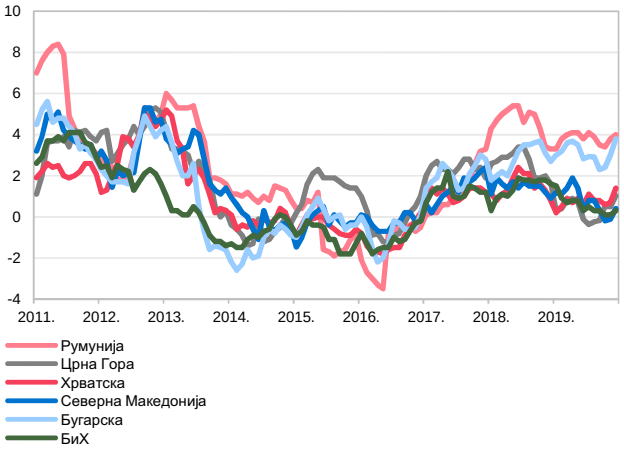


Извор: *Eurostat*.

испод 2%. Иако је у новембру порасла на највиши ниво од априла 2019. (1,3%, колико је износила и у децембру), базна инфлација је и даље остала релативно ниска, с обзиром на то да су трошковни притисци с тржишта рада добрим делом апсорбовани нижим профитним маргинама. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, мг. инфлација, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, у децембру је достигла 1,5% у **Немачкој** и 0,5% у **Италији**.

У скоро свим земљама **средње и југоисточне Европе** инфлација је убрзана у Т4, па се крајем године у појединим земљама, попут Румуније и Чешке, нашла изнад горње границе инфлационог циља, а у Мађарској, где је достигла седмогодишњи максимум, тачно на горњој граници инфлационог циља. Као и на нивоу зоне евра, као главни фактори раста мг. инфлације истичу се цене енергената и њихова ниска прошлогодишња база. Што се тиче цена хране, цене меса (пре свега свињетине) и даље су расле, што је, поред нафтних деривата, определило да мг. инфлација у Бугарској у децембру достигне највиши ниво од јануара 2013. Вишегодишњи максимум мг. инфлација је достигла и у Пољској, чему је кључно допринело повећање минималне зараде.

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



Извор: статистички заводи појединих земаља.

Као и у Србији, и у другим земљама **Западног Балкана** мг. инфлација је у Т4 остала релативно ниска, при чему су забележена дивергентна кретања посматрано по земљама. Инфлација се приметно опоравила у Црној Гори, где је она поново ушла у позитивну зону, док је у Северној Македонији у октобру и новембру забележен мг. пад потрошачких цена, а потом њихов опоравак у децембру. Мг. инфлација у Босни и Херцеговини је крајем тромесечја и даље била најнижа у региону (0,3%), док је, упркос паду у децембру, она и даље била највиша у Албанији (1,1%).

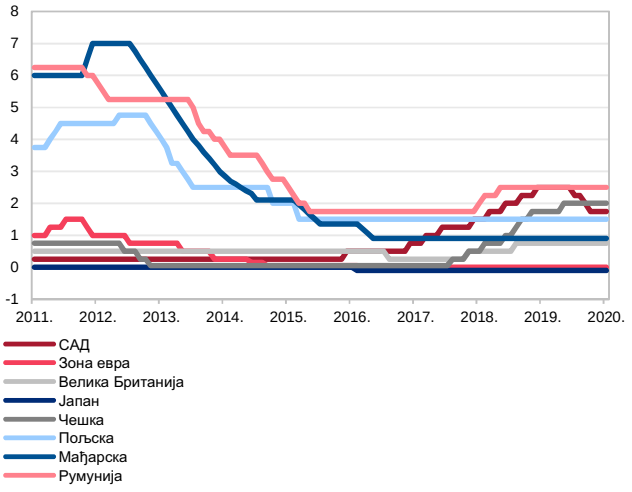
Након успоравања у октобру, делом под утицајем високе базе од претходне године, мг. инфлација у **Турској** убрзана је у наставку тромесечја (на 11,8% у децембру). Раст инфлације је великим делом последица убрзања раста цена хране, комуналних услуга и транспорта. Пад инфлације у **Русији** настављен је и током Т4 и био је израженији него што је претходно предвиђено пројекцијом. Томе су допринели пад цене хране, јачање руске рубље, као и слаба домаћа и екстерна тражња. Крајем тромесечја мг. инфлација износила је 3,0%, што је најнижи ниво од јула 2018. године.

Иако у благом порасту, укупна мг. инфлација у САД, мерено индексом издатака за личну потрошњу, током Т4 остала је на нивоу испод 2%. Домаћи инфлаторни притисци остали су релативно ниски, и поред повољних кретања на тржишту рада, па је и инфлација по искључењу цена хране и енергије, која је преферирана мера ФЕД-а, остала испод циљаног нивоа.

Монетарна политика

Током Т4, као ни у јануару 2020, није било промене монетарне политике **ЕЦБ**-а. Каматне стопе задржане су на рекордно ниским нивоима (референтна на 0%, а стопа на депозитне и кредитне олакшице на –0,5% и 0,25%, респективно), при чему ће на тренутном или нижем нивоу остати све док ЕЦБ у својим пројекцијама не буде очекивала инфлацију на нивоу од близу, али испод 2%. Како је раније најављено, почетком новембра започета је поновна нето куповина активе у вредности од 20 млрд евра месечно, која ће бити завршена мало пре почетка повећања каматних стопа. ЕЦБ ће наставити да реинвестира главницу доспелих хартија у дужем периоду након подизања каматних стопа, а у сваком случају колико год је неопходно да се очувају повољни услови ликвидности и задовољавајући степен монетарног прилагођавања. Председник ЕЦБ-а Кристин Лагард најавила је започињање процеса ревизије монетарне стратегије, који је последњи пут спроведен 2003, а који би требало да буде окончан до краја 2020. Предмет ревизије биће сама дефиниција ценовне стабилности, приручник о монетарној политици, економске и монетарне анализе, као и начин комуникације ЕЦБ-а.

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



Извор: централне банке одабраних земаља.

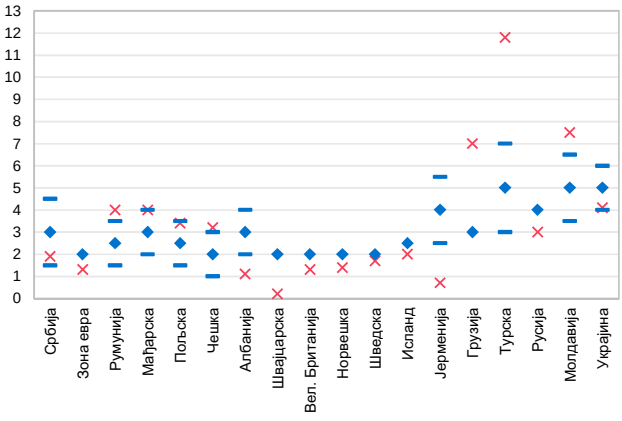
Наконе спуштања за 25 б.п., на 1,50–1,75%, на састанку у октобру, **ФЕД** није мењао циљани распон референтне стопе до краја године. Из октобарског саопштења изостављена је формулација која указује на то да ће монетарна политика бити усмерена на одржање економске експанзије, што су тржишни учесници протумачили као сигнал да на наредним састанцима неће бити нових смањења каматних стопа. Изјаве званичника ФЕД-а да тек у наредном периоду треба да се испоље пуни ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике додатно су учврстиле таква очекивања. Како се истиче у записнику с децембарског састанка, каматне стопе могле би бити смањене једино у случају знатног погоршавања изгледа привредног раста САД. На

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

Централне банке	Инфлација*	Инфлациони циљ	Референтна стопа**
Србија	1,9	3,0 ± 1,5	2,25
Пољска	3,4	2,5 ± 1,0	1,5
Чешка	3,2	2,0 ± 1,0	2,0
Мађарска	4,0	3,0 ± 1,0	0,9
Румунија	4,0	2,5 ± 1,0	2,5
Турска	11,8	5,0 ± 2,0	11,25

Извор: веб-сајтови централних банака.
* ИПЦ, мг. стопе у децембру.
** Крај јануара 2020.

Графикон IV.6.9. **Инфлација и циљ по земљама у децембру 2019.**
(на годишњем нивоу, у %)



× Инфлација
◆ Циљ
– Дозвољене границе одступања инфлације од циља

Извор: *Eurostat* и веб-сајтови централних банака.

састанку у јануару циљани распон референтне стопе задржан је на непромењеном нивоу, једногласном одлуком чланова *FOMC*-а.

Када је реч о монетарним условима у земљама у окружењу у режиму циљања инфлације, они су током Т4 углавном били непромењени. Иако је инфлација у **Чешкој** у децембру достигла највиши ниво у последњих седам година и премашила горњу границу дозвољеног одступања од циља, референтна стопа је током Т4 задржана на 2%. Ипак, два од седам чланова одбора залагала су се на претходним састанцима за подизање каматне стопе, у условима снажног тржишта рада и раста зарада, што је појачало очекивања о могућем заоштравању монетарне политике у 2020. Централна банка **Пољске** задржала је референтну стопу на историјски ниском нивоу од 1,5%, упркос јачању инфлационих притисака, односно раста стопе инфлације у децембру на највиши ниво у последњих седам година. Аналитичари оцењују да ће, услед фокусирања на привредни раст, централна банка бити спремна да толерише могући даљи раст инфлације и евентуално премашивање горње границе циља. У **Мађарској** је крајем године забележен раст укупне, али не и базне инфлације, што је умањило очекивања тржишта да ће се повећати референтна каматна стопа, која тренутно износи 0,9%. Централна банка **Румуније** задржала је референтну стопу на 2,50%, оцењујући да је то одговарајући ниво који ће омогућити повратак инфлације у циљане оквире, у условима повољних екстерних монетарних услова.

Централна банка **Турске** смањила је референтну стопу за укупно 450 б.п. током Т4, а потом за још 75 б.п. у јануару, на 11,25%, истичући да је то у складу с пројектованом опадајућом путањом инфлације. Након 50 б.п. у октобру, централна банка **Русије** је у децембру спустила референтну каматну стопу за још 25 б.п., на 6,25%, што је најнижи ниво од јануара 2014. Аналитичари су такву одлуку и очекивали, у условима даљег слабљења инфлаторних притисака. Иако је централна банка заузела опрезан став и сугерисала да неко време неће спуштати референтну стопу, поједини аналитичари сматрају да ће се то ипак догодити на наредним састанцима.

Финансијска и робна тржишта

Волатилност на светском финансијском тржишту смањена је током Т4, чему су, поред даљег ублажавања монетарних политика водећих централних банака, допринели и напредак у

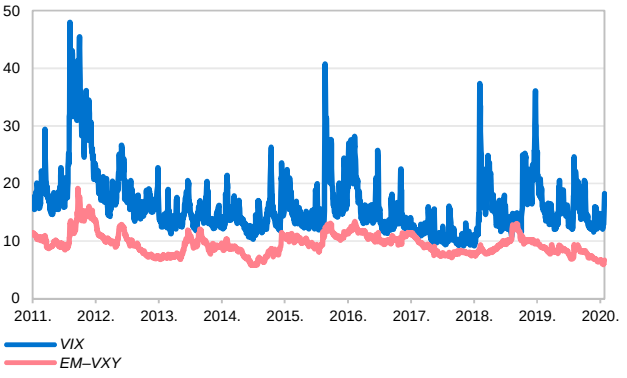
преговорима око Брегзита и оптимистичне вести у вези с трговинским преговорима САД и Кине крајем Т4, као и назнаке стабилизације светске производње и трговине. Имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта** (*VIX*) смањена је у Т4 за 2,5 п.п., на 13,8%, а волатилност валута земаља у успону, мерено *EM–VXY*, за 1,6 п.п., на 6,6%. Цене акција су током Т4 расле, при чему је крајем године *S&P 500* достигао рекордно високу вредност. С ширењем вируса корона почетком 2020. расте неизвесност на светским финансијским тржиштима, услед страха од потенцијалних негативних ефеката на глобална економска кретања, па су *VIX* и *EM–VXY* порасли на 18,8% и 6,8%, респективно, крајем јануара.

Раст оптимизма инвеститора одразио се и на раст **приноса на десетогодишње државне обвезнице** развијених земаља, који су се крајем 2019. кретали од –0,2% за немачке до 1,9% за америчке обвезнице. Приноси на француске и аустријске десетогодишње обвезнице поново су ушли у позитивну зону, док је, иако на вишем нивоу него крајем Т3, цела крива приноса на немачке државне обвезнице и крајем Т4 остала у негативној зони. Раст приноса на десетогодишње америчке државне обвезнице допринео је да, за разлику од Т3, разлика између њих и приноса на тромесечне америчке државне обвезнице поново постане позитивна, што указује на то да су знатно умањени изгледи за рецесију у САД у наредном периоду. Под утицајем раста неизвесности, приноси на државне обвезнице током јануара поново су падали.

Посматрано крајем периода, водеће светске валуте јачале су према **долару** у Т4, са изузетком јапанског јена. Поред смиривања трговинских тензија и напретка у преговорима Велике Британије и ЕУ, јачању **евра према долару** (2,8% у Т4) допринели су и економски показатељи у зони евра нешто бољи од очекивања, објава да је Немачка избегла техничку рецесију, као и назнаке успоравања производног сектора у САД. У Т4, према долару највише је ојачала британска фунта – за 6,7%, као резултат напретка у преговорима око Брегзита, потом руска рубља (4,4%) и швајцарски франак (2,4%), док је јапански јен ослабио за 1,1%. Током јануара евро је ослабио према долару за 1,2%, чему су допринели нешто лошији подаци о поверењу потрошача у зони евра и бољи економски показатељи за САД.

Цена злата је била волатилна током Т4, под утицајем вести о трговинским преговорима, Брегзиту, економским подацима у САД, геополитичким

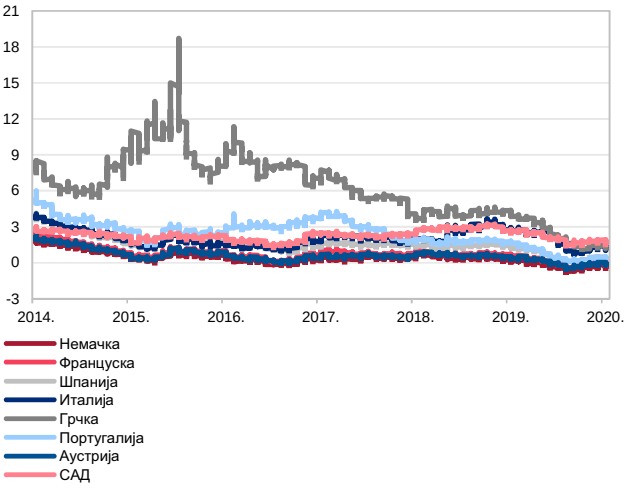
Графикон IV.6.10. **Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта***
(у %)



Извор: Блумберг.

* *VIX* (*Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index*) мера је имплицитне волатилности *S&P 500* индекса опција; *EM–VXY* (*J.P. Morgan Emerging Markets Implied Volatility Index*) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

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



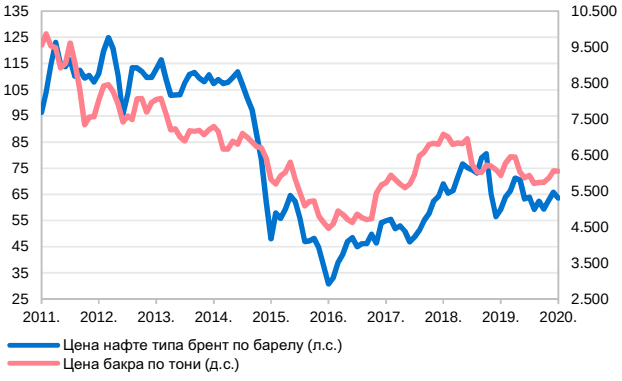
Извор: Блумберг.

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

Извор: ММФ.

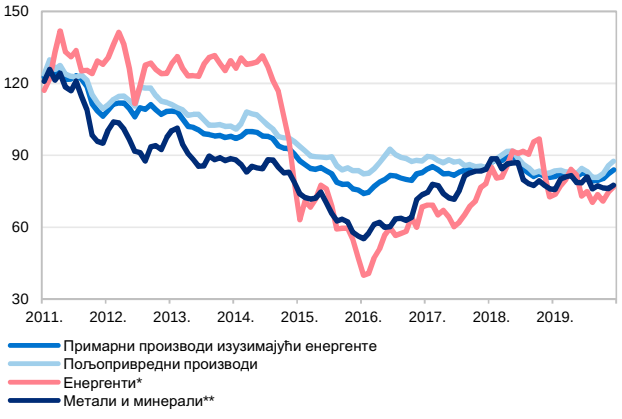
* Раст представља апрецијацију.

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



Извор: Блумберг.

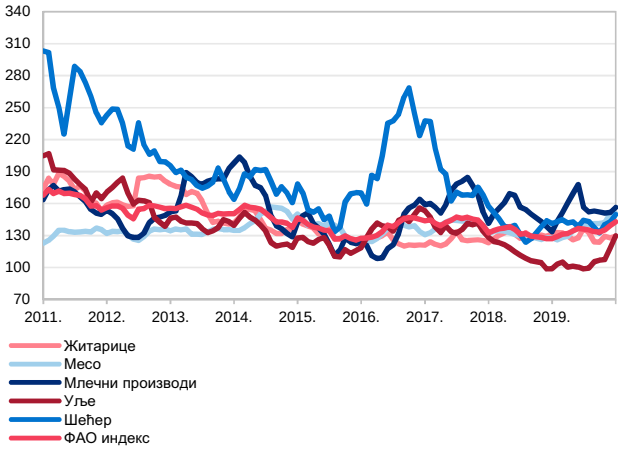
Графикон IV.6.14. **Индекс цена примарних производа**
(2010 = 100)



Извор: Светска банка.

* Сирова нафта, природни гас и угаљ.
** Бакар, алуминијум, руда гвожђа, олово, никл, цинк, бакар и калај.

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



Извор: ФАО, УН.

тензијама, расту приноса на обвезнице, итд. Крајем године цена злата била је за 2,0% виша него крајем Т3, чему је допринело и слабљење долара, али није премашила шестогодишњи максимум који је достигла почетком септембра. Пораст аверзије према ризику одразио се и на раст цене злата, која је у јануару порасла за 4,6% и остварила највишу вредност од марта 2013. године.

Цена нафте на светском тржишту у Т4 порасла је за 11% и крајем 2019. износила је 66,4 долара по барелу. Раст цене нафте определиле су геополитичке тензије на Блиском истоку, које су изазвале забринутост због могућих поремећаја снабдевања нафтом, подаци о паду залиха нафте у САД и најаве смањења производње чланица *OPEC*-а и других земаља извозница нафте. Поред тога, расту цене нафте током Т4 доприносио је и оптимизам по питању трговинских преговора, што би за резултат требало да има виши глобални привредни раст, а тиме и раст тражње за нафтом. Расту цене нафте допринело је и слабљење долара током Т4. Почетак 2020. обележио је раст цене нафте услед ескалација напетости између САД и Ирана, али је у наставку месеца уследио њен пад, подстакнут вестима о расту залиха нафте и ширењу вируса корона, па је крајем јануара она пала на најнижу вредност у претходних више од годину дана (56,3 долара по барелу).

У условима ишчекивања позитивног исхода трговинских преговора и убрзања индустријске производње у Кини, иако скроман, раст су у Т4 забележиле и **цене метала и минерала**. Према индексу цена примарних производа Светске банке, цене су порасле за 0,2%. Највише је порасла цена бакра (5,5%), додатно подржана смањеном производњом у појединим земљама извозницама, попут Чилеа. Након пада у Т3, цена руде гвожђа била је релативно стабилна током Т4 (–0,5%), док су, након снажног раста у Т3, у Т4 цене никла и олова смањене (за 21,7% и 8,3%, респективно). Цене никла су смањене услед појава сумњи по питању спровођења најављене забране извоза руде никла из Индонезије, водећег светског произвођача, чему је допринело и предузимање правних корака против Индонезије од стране ЕУ пред Светском трговинском организацијом.

Пад светских цена хране из Т3 показао се као привремен, па су оне у Т4 поново расле, и то за 7,4%, мерено **индексом ФАО**, при чему су расле цене свих категорија хране које улазе у овај индекс. Највиши раст забележила је цена уља (21,3%), која је у

децембру достигла највиши ниво у претходне две године, услед раста тражње за палминим уљем. Цена шећера је порасла за 12,9% услед смањене понуде из Бразила, цена меса за 6,7%, у условима раста домаће тражње за свињским месом у ЕУ и Бразилу и екстерне тражње из Азије, као и раста цене овчијег меса. Цене житарица су порасле за 4,4%, чему је допринео раст тражње у Кини, услед забринутости око домаће производње у неколико региона, док је раст цена млечних производа од 2,8% био последица слабије понуде из ЕУ и Океаније.

V. Пројекција инфлације

Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће се мг. инфлација кретати око доње границе циља за инфлацију до средине ове године, након чега ће се постепено приближити његовој централној вредности. Такво кретање инфлације у кратком року биће одређено базним ефектом код цена поврћа, а у средњем року растом агрегатне тражње, јединичних трошкова рада и постепеним опоравком инфлације у зони евра. Ипак, очекујемо да се у хоризонту пројекције, тј. у наредне две године, инфлација задржи испод централне вредности циља од 3%. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље се у највећој мери односи на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у мањој мери и на домаће регулисане цене, пољопривредну сезону и домаћу тражњу, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Процењујемо да ће БДП и у овој и наредној години остварити реалан раст од 4%, вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинстава на одрживим основама. Расту инвестиција највише доприноси наставак реализације инфраструктурних пројеката, унапређење пословног амбијента и повољни извори финансирања приватног сектора. Раст потрошње домаћинстава воде позитивни трендови на тржишту рада. Упркос успоравању екстерне тражње, захваљујући инвестицијама у разменљиве секторе извоз и даље има повољну динамику, као и географску и секторску распрострањеност, а позитивни трендови требало би да се наставе и у наредном периоду, чему ће допринети и очекивани постепени опоравак екстерне тражње. Ризике пројекције БДП-а у средњем року оцењујемо као симетричне, при чему ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, а ризике из домаћег окружења као асиметричне навише.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

Након прошлогодишњег **раста на светском нивоу** који је због слабљења трговине и инвестиција био најнижи од светске економске кризе, од ове године очекује се постепени опоравак светске економије. Након 18 месеци трговинских тензија, САД и Кина су средином децембра постигле договор о трговинском споразуму, који су потписале средином јануара („Фаза 1”). Иако је већина царина и даље остала на снази, трговинске тензије су смањене, јер је, бар за сада, избегнуто увођење нових царина.

Смањењу неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту допринела је и већа експанзивност монетарних политика водећих централних банака од прошле године, смањена вероватноћа да ће Велика Британија изаћи из ЕУ без договора, као и постепено ишчезавање утицаја привремених фактора у аутомобилској индустрији и технолошким секторима. Ипак, главни ризици за глобални привредни раст и у наредном периоду су

Табела V.0.1. **Најважније претпоставке пројекције**

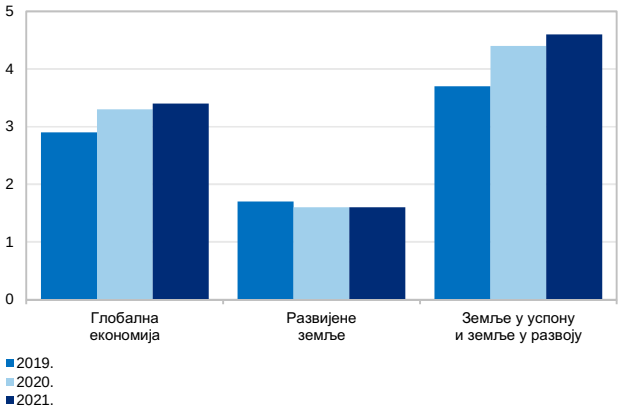
	2020.		2021.	
Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.
Раст БДП-а у зони евра	1,2%	1,1%	1,4%	1,4%
Инфлација у зони евра (просек)	1,0%	1,1%	1,5%	1,4%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (просек)*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EURIBOR 3M (децембар)	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,4%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)**	7,3%	6,2%	5,6%	4,0%
Цена нафте типа брент по барелу (децембар, у USD)	57	57	56	56
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,7%	3,8%	4,0%	3,8%
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,4%	0,8%	0,5%	0,9%
Тренд реалне камате (просек)	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,1%

* *ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).*

** Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

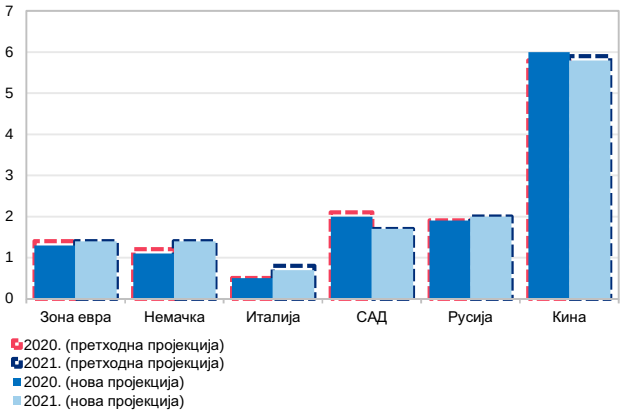
Извор: НБС, ЕЦБ, *Euronext*, *CBOT* и Блумберг.

Графикон V.0.1. **Пројекција реалног раста БДП-а за 2020. и 2021.**
(у %)



Извор: ММФ *WEO Update*, јануар 2020.

Графикон V.0.2. **Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. ММФ-а**
(у %)



Извор: ММФ *WEO Update* (јануар 2020) и ММФ *WEO* (октобар 2019).

Графикон V.0.3. **Претпоставка о расту БДП-а у зони евра**
(мг. раст, у %)

Извор: ЕЦБ и прерачун НБС.

трговинске и геополитичке тензије и нестабилна финансијска тржишта, који су обележили прошлу годину. Такође, неизвесни су и ефекти вируса корона на глобалну економску активност.

Процењујући да је светска економија у 2019. расла по стопи од 2,9% (уместо 3,0%, колико је процењивао у октобру), ММФ[26] очекује да ће се глобални раст убрзати у 2020. на 3,3% и у 2021. на 3,4%. Тиме је ММФ поново смањио своју пројекцију раста за ову и наредну годину за 0,1 п.п. и 0,2 п.п., респективно, у односу на пројекцију из октобра. Ревизија великим делом одражава слабије изгледе за раст у Индији, због проблема у небанкарском финансијском сектору и пада кредитне активности. Ризици пројекције се у највећој мери односе на геополитичке тензије, посебно између САД и Ирана, интензивирање социјалних тензија и даље погоршање односа између САД и његових главних трговинских партнера, али су мање асиметрични наниже него у октобру.

Према процени Светске банке,[27] глобални раст би требало постепено да се убрзава у овој и наредне две године, на 2,5%, 2,6% и 2,7%, респективно, након 2,4% прошле године. Наглашава се да би раст могао бити и виши када би недавно смањење трговинских тензија утицало на одрживо смањење неизвесности у погледу трговинских политика у наредном периоду.

Када је у питању **привредни раст зоне евра**, нашег најважнијег трговинског партнера, он је у нашој текућој пројекцији коригован у складу с децембарском пројекцијом ЕЦБ-а. Према тој пројекцији, реални раст БДП-а зоне евра биће благо успорен, са 1,2% у 2019. на 1,1% у 2020, а затим ће се убрзати на 1,4% у наредне две године. У поређењу с претходном пројекцијом, раст за ову годину поново је коригован наниже, за 0,1 п.п., због тога што се очекује да ће утицај знатног смањења екстерне тражње само делом бити неутралисан ефектима експанзивне фискалне и монетарне политике. Пројектовани раст за 2021. није коригован у односу на претходну пројекцију. Раст зоне евра од 1,0% у 2020. очекује *Consensus Forecast*, што је за 0,1 п.п. више него пре три месеца. У 2021. очекује се убрзање раста зоне евра на 1,2%. ММФ је и даље нешто оптимистичнији, иако је поново смањио своју пројекцију раста зоне евра за ову годину за 0,1 п.п., на 1,3%, док у наредној години очекује раст од 1,4% по основу постепеног раста екстерне тражње.

[26] *World Economic Outlook*, јануар 2020.

[27] *Global Economic Prospects – Slow Growth, Policy Challenges*, Светска банка, јануар 2020.

Када су у питању **наши најзначајнији трговински партнери у зони евра**, пад индустријске производње у **Немачкој** био је израженији него што се очекивало, због структурних проблема у аутомобилској индустрији, чије је негативно дејство појачано смањењем екстерне тражње. Након раста од 0,6% у прошлој години, *Consensus Forecast* очекује раст немачке економије у овој години од 0,9%. То је блага корекција навише (за 0,1 п.п.) у односу на очекивања од пре три месеца, која су била знатније смањена (за 0,6 п.п.). За 2021. годину *Consensus Forecast* не очекује веће промене у динамици раста Немачке и предвиђа његово благо убрзање на 1,0%. Иако је у јануару поново смањио своју пројекцију раста Немачке у 2020. години за 0,1 п.п. у односу на октобар, ММФ очекује постепено убрзање њеног раста, с прошлогодишњих 0,5% на 1,1% у 2020, а затим на 1,4% у 2021. години. Када је у питању привредни раст **Италије**, *Consensus Forecast* није мењао своја очекивања од пре три месеца и предвиђа његово постепено убрзање са 0,2% у 2019. на 0,4% у 2020. и на 0,6% у 2021. години. ММФ за Италију такође очекује постепено убрзање економске активности, на 0,5% и 0,7% ове и наредне године, што је ниже очекивање него пре три месеца.

За разлику од зоне евра, **привредни раст већине земаља нашег региона** креће се изнад потенцијалног и у протеклих 12 месеци углавном је превазилазио очекивања, захваљујући домаћој тражњи. У наредном периоду, према *Consensus Forecast*-у, раст ових земаља биће и даље релативно висок, али успорен, а очекиване стопе раста БДП-а нису се у великој мери промениле у односу на октобар. Експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а и ФЕД-а требало би повољно да се одразе на све земље у региону, пре свега због продужавања повољних екстерних услова финансирања. С друге стране, кључни ризици за раст региона јесу могућност слабијег привредног раста зоне евра, као и раст глобалне неизвесности у погледу трговинских политика водећих светских економија и поремећаји у ланцима производње и прекограничној трговини и инвестицијама. Након 3,3% у прошлој години, *Consensus Forecast* очекује да ће раст региона **југоисточне Европе**[28] у овој години износити 2,8%, као што је очекивао и пре три месеца, док се за следећу годину очекује раст од 2,6%. У **региону средње Европе**[29] *Consensus Forecast* предвиђа

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

	Октобар 2019.		Јануар 2020.	
	2020.	2021.	2020.	2021.
Пољска	3,5	-	3,4	3,1
Чешка	2,2	-	2,2	2,4
Мађарска	3,1	-	3,4	2,8
Албанија	3,3	-	3,2	3,3
Бугарска	2,9	-	3,0	2,9
БиХ	2,7	-	2,7	2,8
Северна Македонија	3,1	-	3,2	3,1
Румунија	3,0	-	3,0	2,6
Словачка	2,6	-	2,5	2,6
Словенија	2,7	-	2,6	2,7
Хрватска	2,5	-	2,5	2,3

Извор: *Consensus Forecast*.

[28] Албанија, БиХ, Бугарска, Хрватска, Северна Македонија, Румунија и Србија.

[29] Чешка, Мађарска, Пољска, Словачка и Словенија.

успоравање раста са 3,7% у прошлој на 3,0% у овој години, што је за 0,1 п.п. мање од процене из октобра. Благо успоравање раста у овом региону на 2,9% очекује се у 2021. години. ***Consensus Forecast* очекује раст Србије од 3,7% у овој и 3,5% у наредној години, што је највиши очекивани привредни раст међу посматраним земљама ових двају региона**.

Табела V.0.3. **Процена инфлације по земљама**
(годишњи просек, у %)

	Октобар 2019.		Јануар 2020.	
	2020.	2021.	2020.	2021.
Пољска	2,9	-	3,1	2,6
Чешка	2,3	-	2,6	2,1
Мађарска	3,2	-	3,4	3,2
Албанија	2,1	-	1,9	2,2
Бугарска	2,7	-	2,8	2,8
БиХ	1,6	-	1,3	1,8
Северна Македонија	2,0	-	1,7	2,1
Румунија	3,3	-	3,3	3,3
Словачка	2,3	-	2,3	2,1
Словенија	1,7	-	1,7	1,9
Хрватска	1,4	-	1,3	1,6

Извор: *Consensus Forecast*.

Графикон V.0.4. **Претпоставка о инфлацији у зони евра**
(мг. раст, у %)

Извор: ЕЦБ и прерачун НБС.

Инфлаторни притисци у већини развијених земаља и даље су слаби, па пројектована инфлација наставља да се креће испод циља централних банака током хоризонта пројекције. У нашој пројекцији претпоставили смо да ће се **инфлација у зони евра** кретати у складу с децембарском пројекцијом ЕЦБ-а, према којој ће инфлација бити ниска и ове године (1,1%), а затим ће се убрзати на 1,4% у 2021. У поређењу с претходном пројекцијом, ЕЦБ је повећала пројекцију инфлације за ову годину због виших цена нафте, а смањила за следећу по основу нешто нижих притисака од екстерних цена, зарада и профита. Када су у питању очекивања стручних прогнозера[30] у погледу инфлације у зони евра, она су у јануару била готово непромењена у односу на октобар, први пут након што су у претходне четири анкете узастопно била коригована наниже. Стручни прогнозери очекују инфлацију у зони евра од 1,2%, 1,4% и 1,5% у 2020, 2021. и 2022. години, респективно, иако су благо повећали своја очекивања у погледу цене нафте због геополитичких тензија на Блиском истоку. Према *Consensus Forecast*-у, очекивана инфлација у зони евра је 1,3% у овој и 1,4% у наредној години, што је више него пре три месеца, када је за обе године износила 1,2%.

Иако се **инфлација у појединим земљама нашег региона** нашла изнад циља, не очекује се њено даље убрзање у наредном периоду, осим у јануару, због статистичког базног ефекта код цена нафте. Већина централних банака земаља региона предвиђа успоравање инфлације у наредном периоду и њено кретање ка циљу. Успоравање очекује и *Consensus Forecast*, који у јануару није мењао процену инфлације за **регион југоисточне Европе** у односу на октобар – и даље очекује да ће инфлација бити успорена на 3,2% у 2020. години, након 3,4% у 2019. За наредну годину очекује исту стопу инфлације као и у овој години. У **региону средње Европе** *Consensus Forecast* очекује убрзање инфлације, са 2,6% у 2019. на 2,9% у 2020, што је за 0,2 п.п. више од очекивања

[30] *ECB Survey of Professional Forecasters* (*SPF*).

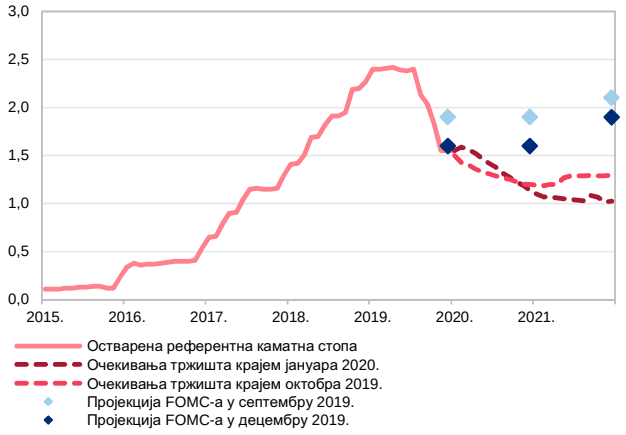
из октобра. Ипак, у 2021. очекује успоравање инфлације у овом региону на 2,5%.

Због очекиваног релативно спорог раста и ниске инфлације, очекује се да финансијски услови буду и даље веома повољни у већини развијених земаља и земаља у успону. **Монетарне политике већине развијених земаља** вероватно ће бити експанзивне и у наредном периоду. Међутим, као што истиче Светска банка,[31] простор за додатни монетарни подстицај реалном сектору ограничен је у већини развијених земаља чињеницом да се референтне каматне стопе већ налазе на нултом нивоу или близу њега. Поред тога, могуће је да и остали инструменти монетарне политике који се користе, као што је квантитативно попуштање и усмеравање очекивања, имају ограничене могућности за додатне подстицаје, с обзиром на то да су дугорочни приноси у појединим земљама и даље у негативној зони.

Судећи према путањама очекиваних референтних каматних стопа водећих централних банака у наредне две године, **претпостављамо да ће услови на међународном финансијском тржишту бити и даље повољни**. Након последњег снижења референтне каматне стопе у октобру, **ФЕД** највероватније неће мењати монетарну политику још неко време. Тржиште и даље очекује наставак смањења референтне каматне стопе ФЕД-а у наредне две године, с тим да у односу на период од пре три месеца очекује нешто вишу референтну стопу у овој, а нижу у наредној години, вероватно под утицајем једногласне одлуке ФЕД-а у јануару да задржи циљани распон референтне стопе на постојећем нивоу. За разлику од тржишта, ФЕД очекује постепено повећање референтне стопе, али су и његове пројекције из децембра на нижем нивоу него пре три месеца.

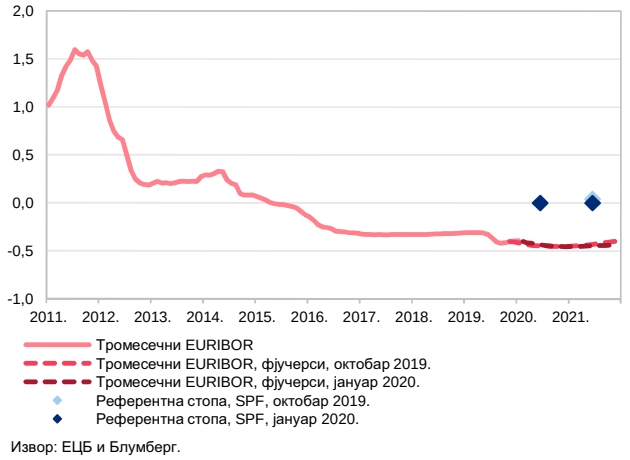
Када су у питању финансијски услови у зони евра, која је најзначајнији финансијски партнер Србије, **ЕЦБ** наставља да спроводи програм квантитативног попуштања, уз најаву да ће њене кључне каматне стопе у наредном периоду бити на постојећем или нижем нивоу све док инфлација не буде конвергирала ка циљу и док таква конвергенција не буде доследно видљива у основној динамици инфлације. Дуже трајање експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а него пре три месеца очекују стручни прогнозери, који су у јануару изнели оцену да ће референтна каматна стопа

Графикон V.0.5. **Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а***
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: ФЕД и Блумберг.
* Очекивања тржишта базирана на фјучерсима.

Графикон V.0.6. **Очекивана референтна каматна стопа ЕЦБ-а* и фјучерси за тромесечни *EURIBOR***
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: ЕЦБ и Блумберг.
* *ECB Survey of Professional Forecasters* (*SPF*).

[31] *Global Economic Prospects – Slow Growth, Policy Challenges*, Светска банка, јануар 2020.

ЕЦБ-а бити на 0% и у 2020. и 2021. години. Почетак њеног раста очекују у 2022. години, с тим да агрегатна очекивања за 2022. износе свега 0,09%. Закључак о дужем трајању експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а него што се очекивало пре три месеца, приликом израде наше претходне пројекције, у складу је и са *EURIBOR* фјучерсима, који указују на благо негативан *EURIBOR* чак и у 2025. години.

Претпоставили смо и да ће однос евра и долара остати непромењен током хоризонта пројекције, на нивоу просека у последње две недеље пред закључење пројекције (1,11 долара за евро). И даље експанзивне монетарне политике водећих централних банака требало би позитивно да се одразе на услове на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у успону, као и на стабилност на њиховим девизним тржиштима.

Графикон V.0.7. **Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент**
(USD/барел)

Извор: Блумберг.

Неизвесност у погледу будућих кретања у међународном окружењу односи се на кретање **светских цена примарних производа**. Неизвесно је пре свега кретање светске цене **нафте**, која је, након раста у децембру и почетком године на близу 70 долара по барелу, до краја јануара смањена на 56 долара по барелу. Цена нафте могла би бити релативно ниска и у наредном периоду због прекомерне понуде, посебно ако се имају у виду огромне залихе. Међутим, иако су се донекле смириле, геополитичке тензије између САД и Ирана и даље постоје и вероватно ће задржати утицај на тржиште. Према процени *EIA*,[32] предвиђа се да ће производња сирове нафте у САД достићи нове рекорде у 2020. и 2021. години и да ће заједно с растом производње у Норвешкој, Бразилу и Канади више него надокнадити настављено ограничавање производње од стране *OPEC*-а. Међутим, *EIA* очекује да ће у 2021. бити смањене залихе, како се раст производње сирове нафте у земљама које нису чланице *OPEC*-а буде успоравао. У складу с нафтним фјучерсима с почетка фебруара (узимајући просек у последње две недеље), у новој пројекцији претпоставили смо исте светске цене нафте као и у претходној пројекцији: 57 долара по барелу у децембру 2020, а затим 56 долара по барелу у децембру 2021. године.

Неизвесност постоји и када је реч о кретању цена других примарних производа на светском тржишту, пре свега **метала** и **примарних пољопривредних**

[32] *U.S. Energy Information Administration.*

производа. Њихова волатилност одражава све већи утицај фактора на страни понуде, насупрот слабијој светској тражњи. За кретање цена примарних пољопривредних производа, које су посебно важне за Србију, у нашој пројекцији користили смо податке о фјучерсима с берзи *Euronext Paris* и *Chicago Board of Trade*. Према тим подацима, претпоставили смо нешто мањи раст цена примарних пољопривредних производа и у 2020. и 2021. години (6,2% и 4,0%, респективно) него у претходној пројекцији.

Интерне претпоставке

Цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту,[33] као и на светском, од новембра бележе раст, који је настављен и у јануару, што је утицало на то да се трошкови сировина у производњи хране нађу благо изнад неутралног нивоа. Иако се очекује да ће светска производња житарица у 2019/2020. бити друга највећа до сада, јер ће повећање производње пшенице и јечма више него надокнадити мању производњу кукуруза, очекује се и раст тражње за житарицама на нови рекорд, па се предвиђа смањење глобалних залиха трећу годину заредом, на најнижи ниво у последње четири сезоне.[34] Имајући у виду кретање фјучерса на париској и чикашкој берзи, очекујемо да ће и домаће цене пољопривредних производа, које прате кретање светских цена, бити нешто више ове него претходне године. У складу с кретањем фјучерса, процењујемо успоравање њиховог раста у 2021. години.

Када су у питању **регулисане цене**, претпоставили смо да ће њихов раст у 2020. години износити 3,8%, што је незнатно више од раста забележеног у 2019. (3,4%). Претпоставили смо да ће ове године доћи до даљег усклађивања цена цигарета с растом акциза у фебруару и јулу, као и до повећања цене електричне енергије. За 2021. годину претпоставили смо сличан раст регулисаних цена као и у овој години.

Претпоставка пројекције је даљи раст **агрегатне тражње**. Као и у Т3, и током Т4 остварен је бржи раст НДВ-а од потенцијалног, што је утицало на то да се производни јаз нађе око неутралног нивоа. У наредном периоду очекује се даљи раст домаће тражње, који ће бити подржан растом зарада и запослености у приватном сектору, повећањем плата у јавном сектору и пензија, као и досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке

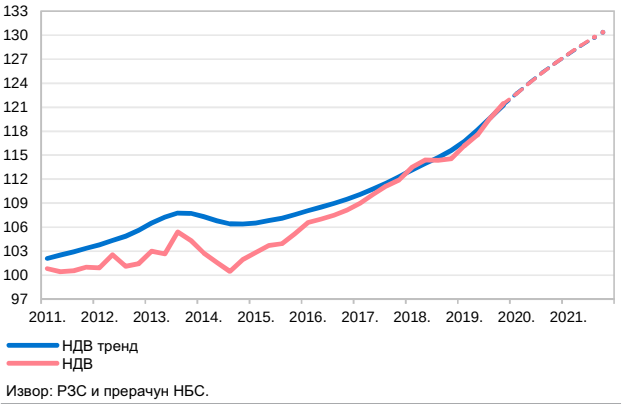
Графикон V.0.8. **Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа**
(Т4 2013 = 100)

Извор: *CBOT*, *Euronext* и прерачун НБС.

Графикон V.0.9. **Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа**
(базни индекс, 2013 = 100)

Извор: Продуктна берза Нови Сад, *CBOT*, *Euronext* и прерачун НБС.
* Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

Графикон V.0.10. **Пројектовано кретање производног јаза**
(Т3 2008 = 100)

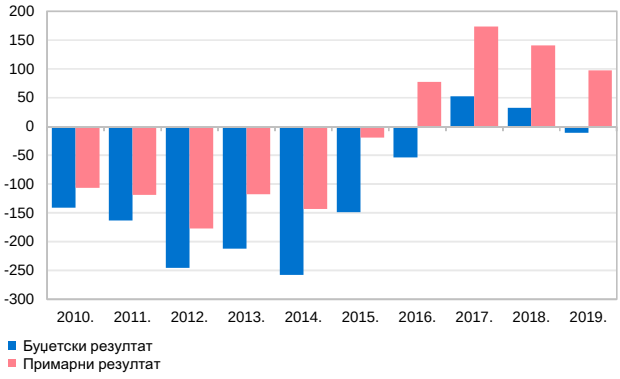


Извор: РЗС и прерачун НБС.

[33] Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

[34] *International Grains Council, Grain Market Report*, јануар 2020.

Графикон V.0.11. **Фискални и примарни резултат буџета опште државе**
(у млрд RSD)



Извор: Министарство финансија.

Табела V.0.4. **Пројекција фискалних кретања 2020–2022.**
(у % БДП-а)

	2020.	2021.	2022.
Јавни приходи	40,2	39,4	38,7
Порески приходи	35,8	35,4	34,9
Непорески приходи	4,1	3,7	3,5
Јавни расходи	40,7	39,9	39,2
Расходи за запослене	9,5	9,5	9,5
Пензије	10,2	10,0	9,8
Камате	1,9	1,7	1,6
Капитални расходи	4,5	4,6	4,7
Укупни биланс	-0,5	-0,5	-0,5
Примарни биланс	1,5	1,3	1,2

Извор: Министарство финансија.

Графикон V.0.12. **Тренд реалне каматне стопе**
(у %)

Извор: *CBOT*, *Euronext* и прерачун НБС.

Србије. На раст тражње може утицати и продужени период релативно ниских каматних стопа у зони евра. Ипак, процењени раст потрошње биће спорији од реалног раста БДП-а и неће изазвати раст интерне и екстерне неравнотеже.

И поред раста капиталних расхода и издатака за плате и пензије током Т4, фискални резултат је у 2019. бољи од плана (дефицит на консолидованом нивоу од 0,2% БДП-а, уместо планираног дефицита од 0,5% БДП-а). Повољнијим фискалним кретањима доприносе раст економске активности и повећана профитабилност привреде по том основу, позитивна кретања на тржишту рада, као и нижи трошкови задуживања државе, постигнути ефектима ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, повољнијом премијом ризика земље и кредитним рејтингом. Захваљујући смањењу фискалне неравнотеже, учешће јавног дуга централног нивоа власти у пројектованом БДП-у на крају године смањено је на 52,0%, а наставак његове силазне путање очекујемо и у наредном периоду. Према процени Министарства финансија, требало би да карактер фискалне политике у наредном периоду буде благо експанзиван, без већих притисака на раст инфлације. За ову годину планиран је дефицит опште државе од 0,5% БДП-а, што је средњорочно циљани ниво дефицита који ће обезбедити наставак силазне путање јавног дуга.

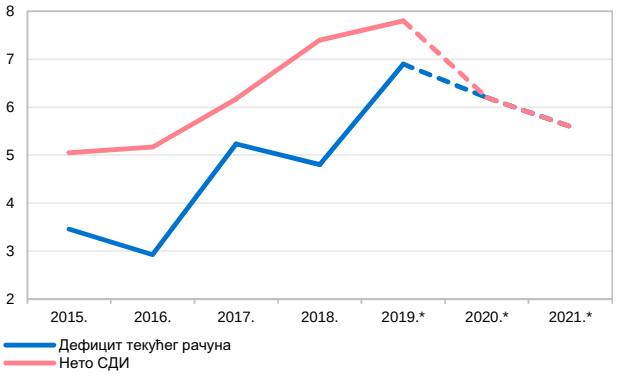
Уравнотежене јавне финансије и успостављена силазна путања јавног дуга, уз одржив привредни раст и ниску инфлацију, одражавају се на **нижу премију ризика земље и побољшање кредитног рејтинга** и његово приближавање инвестиционом нивоу, што доприноси **релативној стабилности на девизном тржишту и већој отпорности Србије на ризике из међународног окружења**.

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

Извоз робе и услуга требало би и у наредном периоду да убрза стопу раста, чему ће допринети остварен висок прилив СДИ у размењиве секторе и очекивани опоравак екстерне тражње. Због наставка инвестиционог циклуса, очекујемо раст увоза опреме и репроматеријала, док ће раст животног стандарда грађана и потрошачке тражње допринети расту увоза потрошне робе. Ипак, с обзиром на чињеницу да је увоз претходне године био и под утицајем једнократних фактора (попут већег увоза енергената у

периоду ремонта нафтне индустрије, изградње Турског тока), он би у наредном периоду требало да бележи нешто спорији раст него претходних година и спорији раст од извоза, при чему ће та динамика зависити од динамике одвијања инвестиционог циклуса. У складу с тим, процењујемо да ће се учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП-у од ове године постепено смањивати. Очекујемо да ће прилив СДИ остати релативно висок и да ће у нето износу наставити да у потпуности покрива дефицит текућег рачуна платног биланса, што доприноси екстерној одрживости.

Графикон V.0.13. **Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ**
(у % БДП-а)



Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

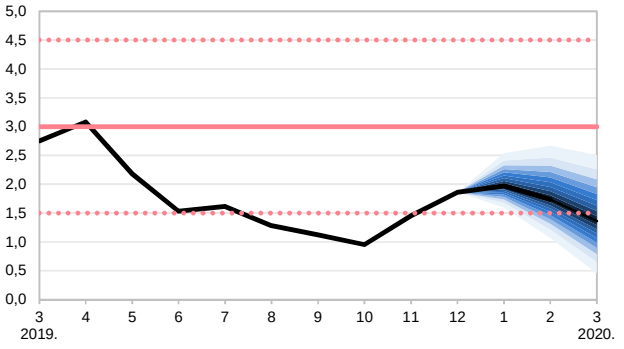
Пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације

Кретање мг. инфлације у кратком року у највећој мери определиће цене непрерађене хране. Према централној пројекцији за Т1, требало би да се инфлација у јануару креће око децембарског нивоа, а затим да се, под утицајем високе базе код цена поврћа успори и крајем Т1 нађе око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Кључни ризици пројекције у кратком року у највећој мери потичу од цена непрерађене хране, као и од светске цене нафте, с обзиром на њихову изражену волатилност под утицајем фактора и на страни понуде и на страни тражње.

Графикон V.0.14. **Краткорочна пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



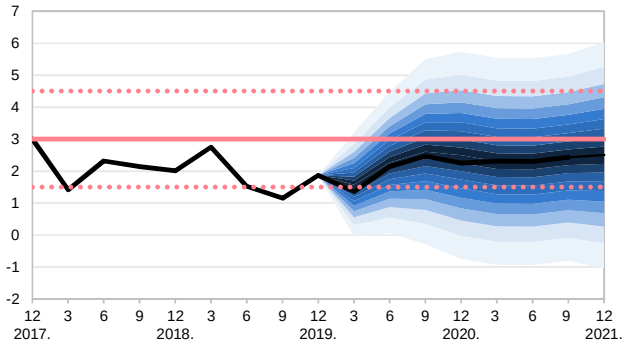
Извор: НБС.

Средњорочна пројекција инфлације

Полазећи од претпоставки пројекције, очекујемо да ће се мг. инфлација кретати око доње границе циља за инфлацију до средине 2020. године, након чега ће се постепено приближавати његовој централној вредности, али ће се до краја периода пројекције задржати испод ње.

Као и у претходној пројекцији, очекујемо да ће се наставити раст **агрегатне тражње**, који готово непрекидно траје од краја 2014. године. С обзиром на то да је током П2 остварен бржи раст НДВ-а од потенцијалног, производни јаз се нашао око неутралног нивоа. Затварање негативног производног јаза резултат је раста домаће тражње, који је подржан растом запослености и плата у приватном сектору, као и растом плата у јавном сектору и пензија, преко позитивног утицаја на расположив доходак становништва. На расположив доходак повољно делује и нижи ниво каматних стопа, а тиме и нижи трошкови отплате кредита, који су постигнути досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије. Позитиван ефекат имају и

Графикон V.0.15. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

Графикон V.0.16. **РМТП и цена хране**
(у %)

Извор: Продуктна берза у Новом Саду, РЗС и прерачун НБС.

ниске каматне стопе на евроиндексиране кредите, које би требало да остану ниске дуже него што се претходно очекивало, а биће подржане и ниском премијом ризика земље. С друге стране, очекујемо и постепен опоравак екстерне тражње, пре свега наших главних спољнотрговинских партнера, Немачке и Италије, али и других важних извозних тржишта Србије.

Приликом израде пројекције, имали смо у виду да раст зарада, поред утицаја на агрегатну тражњу, потенцијално може да утиче на цене и преко раста **јединичних трошкова рада**, а тиме и трошкова производње. Мада се раст зарада у претходном периоду није у већој мери одразио на раст потрошачких цена, у новој пројекцији очекујемо да би он могао имати одређен утицај на потрошачке цене у току 2021. године. И даље процењујемо да је раст зарада одржив и да не доводи у питање постизање ниске и стабилне инфлације ни у наредном периоду.

Под претпоставком раста **регулисаних цена** од 3,8% у овој години, њихов допринос инфлацији био би већи за 0,1 п.п. него прошле године. У наредној години очекујемо сличан раст регулисаних цена као и ове године.

Последњих месеци изразито волатилна, цена нафте на светском тржишту крајем јануара пала је на 56 долара по барелу и очекује се да ће око тог нивоа остати и у наредне две године, што би могло утицати на поејфтињење **нафтних деривата** у наредним месецима. Тиме би се њихова мг. стопа раста, након привременог скока у Т1 због ниске базе, могла кретати око нуле у остатку године.

Профил мг. инфлације ће током ове године доминантно бити под утицајем ефекта базе код **цена свежег поврћа**. Оне се и даље налазе испод свог неутралног нивоа. Допринос цена свежег поврћа мг. инфлацији биће на минимуму у априлу ове године због високе базе из истог периода прошле године, да би након тога, с доласком нове пољопривредне сезоне, уследио раст њиховог доприноса укупној инфлацији. Цене поврћа ће у највећој мери утицати на постепен раст доприноса групе воће и поврће мг. инфлацији, са –0,13 п.п. у децембру 2019. на око 0,4 п.п. крајем ове године.

Имајући у виду да у наредне две године очекујемо умерен раст цена примарних пољопривредних производа који су важне сировине у производњи

прерађене хране (пшенице, кукуруза, соје), не очекујемо знатније притиске на раст **прехрамбене инфлације** (без воћа и поврћа). Ова компонента инфлације је у П2 прошле године била у порасту и у децембру је износила 2,8% мг., углавном због поремећаја на светском тржишту које је изазвало поскупљење свињетине. Како то поскупљење буде излазило из мг. обрачуна инфлације, очекујемо успоравање ове компоненте инфлације у П2 ове године. У средњем року очекујемо да ће раст прехрамбене инфлације бити скроман и првенствено одређен постепеним растом агрегатне тражње.

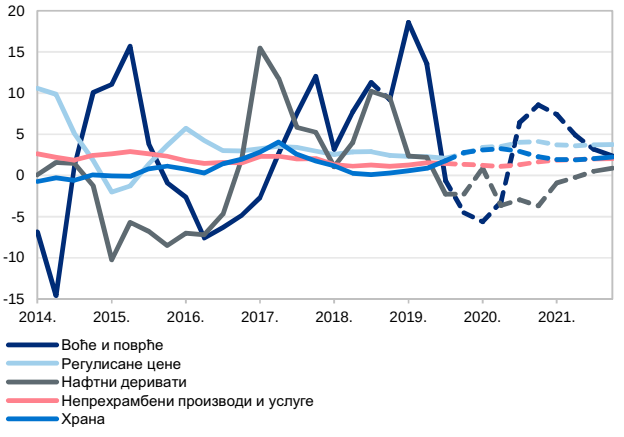
Благи раст очекујемо и код **непрехрамбене инфлације**, која се крајем године стабилизовала на 1,4% мг. Очекујемо да ће ниски увозни трошкови задржати непрехрамбену инфлацију око тог нивоа и ове године, док у наредној години очекујемо њено умерено убрзање по основу раста агрегатне тражње и јединичних трошкова рада.

Такође, не очекујемо знатније притиске ни по основу раста **увозних цена** изражених у динарима до краја периода пројекције, с обзиром на то да се очекује тек благ опоравак инфлације у међународном окружењу, пре свега у зони евра, која је наш најважнији трговински партнер.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и даље се у највећој мери односи на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у мањој мери и на домаће регулисане цене, пољопривредну сезону и домаћу тражњу.

Када је у питању **међународно робно тржиште**, цене примарних производа у наредном периоду могле би се разликовати од претпостављених и због фактора на страни тражње, и због фактора на страни понуде. Када су у питању фактори на страни тражње, постоје ризици да би раст светске привреде могао бити мањи од процењеног, што би смањило тражњу за примарним производима, а тиме и њихове цене. Трговинске тензије између водећих светских економија нису у потпуности решене, па би њихова поновна ескалација, уз присутне геополитичке неизвесности, могла да наруши пословно поверење и негативно се одрази на инвестиције, продуктивност и привредни раст. Поред тога, неизвесни су и ефекти вируса корона на економску активност у Кини и глобални привредни раст. Иако је Кина реаговала и монетарним стимулансима, економска активност би ипак могла бити испод очекиване.

Графикон V.0.17. **Пројекција компонената инфлације**
(просечна мг. стопа, у %)



Извор: НБС.

Када су у питању фактори на страни понуде, они су специфични за сваки примарни производ. Иако тржишни учесници, према фјучерсима, очекују релативно ниске **светске цене нафте**, померања су могућа у оба смера, с обзиром на присутне неизвесности по више основа. Наиме, присутне су геополитичке тензије и неизвесност у погледу већег ограничавања производње нафте земаља *ОРЕС*-а, као и у којој мери ће га се земље чланице придржавати. С друге стране, производња нафте у САД је динамична и њен раст би, упркос најављеном већем смањењу раста производње земаља *ОРЕС*-а, могао задржати цену нафте на релативно ниском нивоу. Кретање цене нафте на светском тржишту одразиће се и на цене **примарних пољопривредних производа**, пре свега житарица, не само преко трошкова горива у пољопривредној производњи и цена вештачких ђубрива већ и преко утицаја на производњу биогорива. Међутим, чињеница је да су у претходних неколико година цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту расле мало или су се чак смањивале, иако су фјучерси предвиђали раст. Имајући у виду неизвесност у погледу кретања светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, процењујемо да су ризици пројекције по основу светских цена примарних производа симетрични.

Ризици пројекције односе се и на кретања на **међународном финансијском тржишту**, пре свега у погледу карактера монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а, а последично и глобалних финансијских услова и односа између евра и долара. Пројекције ФЕД-а и очекивања тржишта и даље се разликују – иако је ФЕД сигнализирао да не би требало да буде даљих смањења референтне каматне стопе, тржиште, према фјучерсима, наставља да очекује њено даље смањење. Када су у питању финансијски услови у зони евра, **ЕЦБ** наставља да спроводи изразито експанзивну монетарну политику, настојећи да обезбеди конвергенцију инфлације ка циљу. Неизвесно је да ли ће бити фискалних стимуланса, барем у оним земљама које су у позицији да могу да их користе. Многе земље ипак немају довољан фискални простор, с обзиром на високо учешће јавног дуга у БДП-у, које је знатно изнад препоручених 60% БДП-а, а неретко прелази 100% БДП-а. Неизвесност у погледу будућих услова на међународном финансијском тржишту могла би да утиче на нестабилност глобалних токова капитала. Такође, нестабилност глобалних токова капитала могла би бити повећана и због поновне ескалације трговинских тензија и даљег ширења протекционизма у међународној трговини.

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

Домаћа тражња је у претходној години расла брже од наших очекивања, што је допринело да се производни јаз нађе око неутралног нивоа. Како је према нашој оцени вероватније да би домаћа тражња могла да расте брже од наших очекивања и у наредном периоду, ценимо да су по овом основу ризици пројекције инфлације благо асиметрични навише.

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

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

Поред процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације у наредном периоду и утицаја осталих домаћих фактора, одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће у великој мери и од утицаја фактора из међународног окружења. Као и до сада, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, истовремено чувајући финансијску стабилност и доприносећи одрживом привредном расту и очувању макроекономске стабилности.

Осврт 5: Утицај базног ефекта на кретање међугодишње инфлације у 2020. години

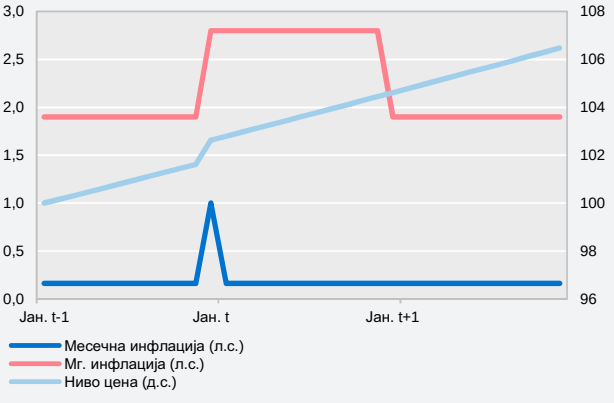
Народна банка Србије, као и већина централних банака, користи мг. инфлацију као меру инфлације помоћу које изражава свој циљ и прати његово остварење. Седму годину заредом Народна банка Србије обезбеђује ниску и стабилну инфлацију пажљиво одмереним мерама монетарне политике, у складу с проценама утицаја бројних домаћих и екстерних фактора, водећи притом рачуна и о утицају тзв. базног ефекта.

Дефиниција и економска интерпретација базног ефекта

Предност коришћења мг. инфлације од стране централних банака јесте у томе што су тиме углавном избегнути ефекти сезонских флуктуација на мерење инфлације, јер се мг. инфлација добија поређењем вредности коју ИПЦ има у посматраном месецу с вредношћу коју је имао у истом месецу претходне године. На тај начин, мг. инфлација показује колико се ИПЦ променио током 12 месеци, при чему се та промена изражава у процентима. С обзиром на то да је мг. инфлација у великој мери под утицајем вредности ИПЦ-а од пре годину дана, кључно питање при праћењу њене промене јесте у којој мери те промене одражавају текуће кретање цена, а у којој мери ефекат промене цена од пре годину дана.

Са економске тачке гледишта, можемо рећи да базни ефекат потиче од одступања месечне стопе инфлације у претходној години од типичне месечне стопе, карактеристичне за тај месец. Базни ефекат може се појаснити и графичком илустрацијом (Графикон О.5.1) на којој је претпостављено да је месечна стопа инфлације увек 0,16% изузев у јануару у години *t*, када је једнократно повећана на 1,0%. То повећање је условило раст мг. инфлације у јануару на 2,8% (са 1,9% у претходном месецу) и на том нивоу ће се задржати годину дана, све до јануара године *t* + 1, када ће поново пасти на 1,9%. Тај пад мг. инфлације објашњава се (негативним) базним ефектом услед изласка из обрачуна неуобичајеног повећања цена годину дана раније.

Графикон О.5.1. **Илустрација базног ефекта**
(промене у процентима и индекс: јануар t-1 = 100)



Извор: ЕЦБ, месечни билтен, јануар 2010.

Према томе, базни ефекат се може дефинисати као допринос промени мг. стопе инфлације у одређеном месецу који потиче од одступања месечне стопе инфлације у истом месецу претходне године (базном месецу) од њеног уобичајеног кретања, које укључује сезонске флуктуације.

Компонента базног ефекта увек постоји због самог начина израчунавања мг. инфлације, али је она посебно важна онда када се мг. инфлација у посматраном месецу знатније промени због неуобичајено високе или ниске стопе инфлације у истом месецу претходне године, тј. у случају неуобичајених месечних промена цена до којих је дошло пре 12 месеци. Као и код других земаља, и у Србији тај ефекат се, по правилу, односи на промене цена непрерађене хране (пре свега воћа и поврћа) и енергената, тј. промене цена оних компонената инфлације које у појединим периодима могу забележити нетипична кретања (нпр. услед неповољних климатских услова, знатног раста/пада цене нафте на светском тржишту и сл.).

Квантификација базног ефекта

Питање квантификације базног ефекта у пракси није једнозначно решено – не постоји јединствен начин израчунавања нетипичних месечних промена цена пре годину дана, већ је неопходна процена да ли је промена цене била неуобичајена за тај месец или не. У нашој процени базног ефекта следили смо методологију ЕЦБ-а,[1] према

[1] ЕЦБ, *Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014*, месечни билтен, фебруар 2014. Видети и осврт из Извештаја о инфлацији Народне банке Србије, мај 2016. године *Утицај базног ефекта цена хране и енергије на мг. инфлацију у наредном периоду.*

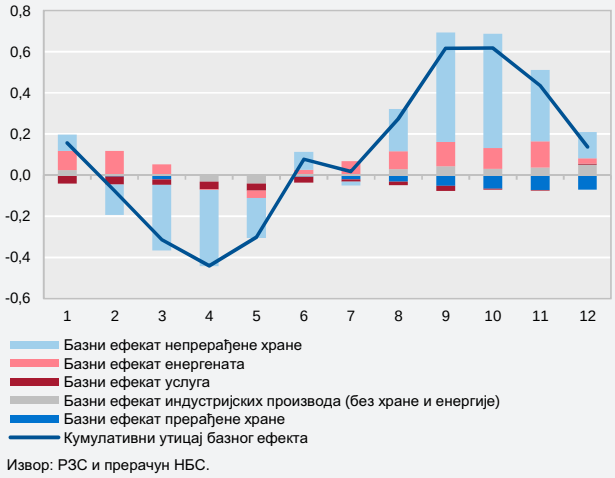
којој је допринос базног ефекта месечним променама мг. инфлације израчунат као одступање месечне (недесезониране) стопе инфлације од пре 12 месеци од процењене типичне месечне промене, која је израчуната додавањем процењеног сезонског фактора за сваки месец просечној месечној стопи инфлације у последњих пет година. У складу с тим, базни ефекат у посматраном месецу биће позитиван ако су се пре годину дана цене промениле мање него што је то уобичајено за тај месец, и обрнуто – биће негативан ако је пре годину дана та промена била већа од уобичајене. Позитиван базни ефекат деловаће у смеру повећања, а негативан у смеру снижења мг. инфлације.

Утицај базног ефекта на мг. инфлацију у 2020. години

Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће се у првим месецима текуће године спуштати ка доњој граници циља, а након тога се постепено приближавати централној вредности циља, али ће се задржати испод ње. На такво кретање инфлације у великој мери ће утицати базни ефекат цена непрерађене хране, пре свега поврћа. Известан утицај ће имати и базни ефекат цена енергената, док цене осталих компонената инфлације неће имати значајнији базни ефекат, јер прошле године нису значајније одступале од уобичајених промена. Видимо да ће негативан кумулативни ефекат базе свих компонената инфлације на мг. инфлацију бити највећи у априлу (око 0,4 п.п.). Међутим, у јуну ће кумулативни ефекат базе променити знак и у септембру и октобру достићи максимум од око 0,6 п.п.

Према нашој процени, најзначајнији ће бити базни ефекат цена непрерађене хране, пре свега цена поврћа, које чине око 33% ове компоненте инфлације. Цене поврћа су у првим месецима прошле године, као што је то био случај и у другим земљама, снажно расле због слабог рода из претходне године. Тај раст је био знатно виши од уобичајеног за тај период године, па ће мг. инфлација до априла ове године бити под утицајем негативног базног ефекта. Након тога, а посебно током јесењих месеци, базни ефекат ће бити позитиван, с обзиром на то да је пад цена поврћа у тим месецима прошле године био већи од типичног за те месеце. Базни ефекат цена енергената током године биће мање изражен. Његов кумулативан допринос је процењен као негативан у прва три месеца године, пре него што пређе у позитиван и такав остане у највећем делу преосталих месеци.

Графикон О.5.2. **Кумулативни утицај базног ефекта на мг. инфлацију у 2020.**
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

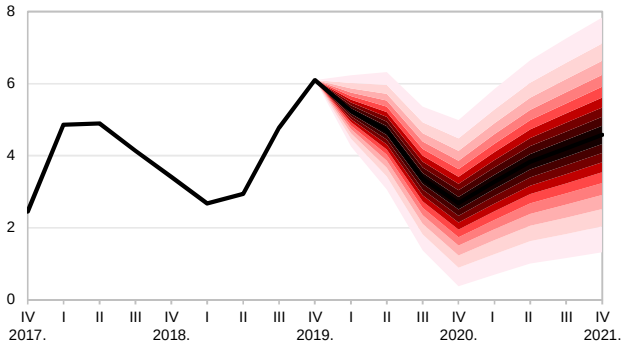
Треба нагласити да је утицај базног ефекта на мг. инфлацију краткорочан, док је њено средњорочно кретање одређено другим факторима, као што су нпр. агрегатна тражња и трошкови пословања. У нашој актуелној пројекцији инфлације управо ова два фактора доминантно одређују кретање инфлације у средњем року. Постепен раст агрегатне тражње, пре свега домаће, биће даље подржан растом економске активности, запослености и зарада. Такође, и даље процењујемо да је раст зарада одржив и да не доводи у питање постизање ниске и стабилне инфлације ни у наредном периоду. Народна банка Србије ће, као и до сада, пажљиво пратити кретања у домаћем и међународном окружењу, предвиђати њихов утицај, процењивати ефекат базе и правовремено реаговати кад год то буде потребно како би инфлацију и даље чврсто држала под контролом.

Пројекција БДП-а

Према нашим проценама, БДП ће ове године остварити раст од 4%, што је динамика која се очекује у средњем року. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, уз наставак смањења негативног доприноса нето извоза. Највећи позитиван допринос расту БДП-а (од 2,4 п.п. у 2020) очекује се од потрошње домаћинстава, захваљујући наставку позитивних кретања на тржишту рада, расту поверења потрошача и нижим трошковима кредитног задужења, с обзиром на њено доминантно учешће у структури БДП-а. Према нашим проценама, потрошња ће расти на одрживим основама, тј. без изазивања унутрашње и спољне неравнотеже. Очување макроекономске стабилности и унапређен пословни амбијент, повољни финансијски услови, наставак спровођења структурних реформи, реализација инфраструктурних пројеката и напредак у процесу европских интеграција требало би да допринесу расту фиксних инвестиција и њиховог учешћа у БДП-у (уз допринос БДП-у у 2020. од око 1,6 п.п.). Позитиван допринос очекује се и од приватних инвестиција, чему ће допринети повољни услови кредитног задужења и наставак високог прилива СДИ, првенствено у размењиве секторе. На раст ће позитивно утицати и инвестиције државе захваљујући даљем расту учешћа капиталних издатака. Наставак инвестиционог циклуса и све веће укључивање домаћих фирми у светске производне ланце утицаће и на раст увоза опреме и репроматеријала, а даљи раст животног стандарда грађана на већи увоз потрошних добара. С друге стране, активирање инвестиција у размењиве секторе обезбедиће раст производног потенцијала и одржање релативно снажне динамике раста извоза робе и услуга, чему ће доприносити и очекивани постепени опоравак екстерне тражње. У таквим околностима, очекујемо да ће негативан допринос нето извоза БДП-у наставити да се смањује (на око –0,6 п.п. у 2020) и да ће ишчезнути у средњем року.

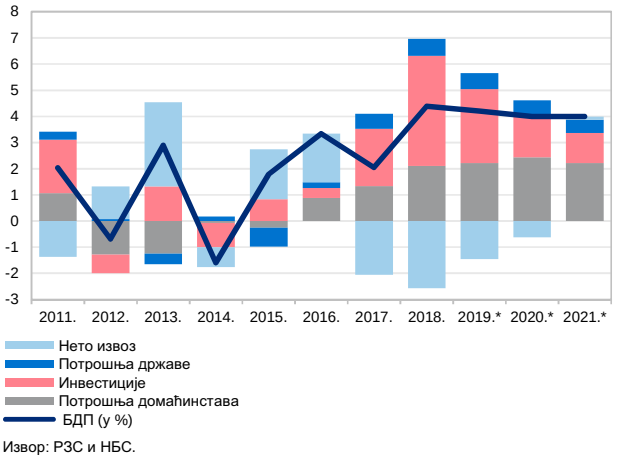
Посматрано с производне стране, прерађивачка индустрија ће убрзати раст у односу на 2019, чему ће са стране понуде допринети активирање нових и проширење постојећих капацитета, а са стране тражње очекивано постепено убрзање привредног раста код наших главних спољнотрговинских партнера. Убрзање раста активности очекујемо и у услужним секторима по основу наставка позитивних кретања на тржишту рада и раста домаће тражње. Снажан подстицај расту БДП-а требало би да пружи и грађевинарство, с обзиром на актуелне и планиране

Графикон V.0.18. **Пројекција раста БДП-а**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

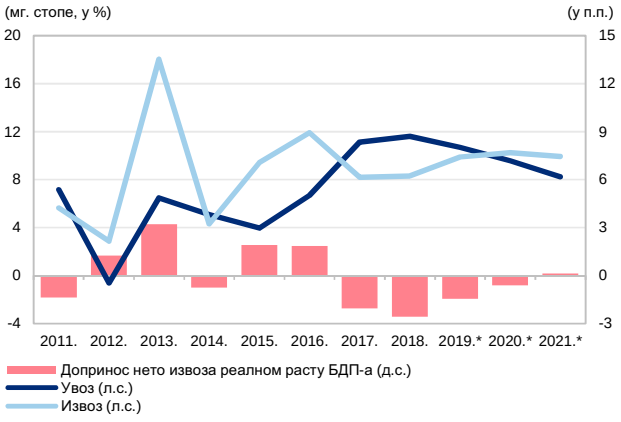
Графикон V.0.19. **Доприноси реалном расту БДП-а**
(у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Графикон V.0.20. **Реални раст извоза и увоза**



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

пројекте у области саобраћајне инфраструктуре (према програму „Србија 2025”, планирано је улагање у путну инфраструктуру од преко 5 млрд евра у наредних пет година), као и повољне тенденције на тржишту некретнина. Код пољопривреде, претпоставили смо да ће приноси бити на нивоу вишегодишњег просека, што би у 2020. требало да услови њен благ негативан допринос расту БДП-а.

Ризике пројекције БДП-а за наредни период оцењујемо као симетричне, при чему су ризици који потичу из међународног окружења и даље асиметрични наниже, а ризици из домаћег окружења асиметрични навише.

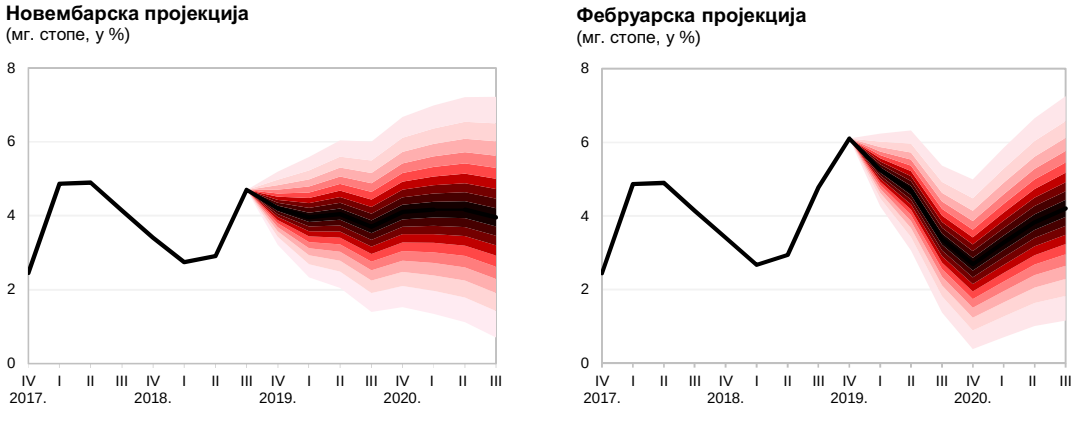
Иако је захваљујући распрострањености извоза Србија смањила своју изложеност поремећајима на појединачним сегментима екстерне тражње, кључни ризик из међународног окружења и даље се односи на **темпо раста зоне евра**, јер истовремено утиче на динамику **привредног раста у земљама средње и југоисточне Европе**, с којима Србија све више остварује снажне економске везе. Према већини релевантних међународних финансијских институција, очекује се постепено убрзање раста привреде зоне евра у наредне две године, при чему је у односу на очекивања од пре три месеца, он благо кориговано наниже и за 2020. и 2021. Ипак, оцењује се да су сада ризици пројекције у мањој мери асиметрични наниже него што се то очекивало пре три месеца, пре свега због смањених трговинских тензија између водећих светских економија након постизања споразума средином децембра 2019, као и услед смањеног ризика од Брегзита без постигнутог договара. Евентуално поновно заоштравање трговинских тензија могло би се одразити на додатно успоравање глобалног привредног раста, а тиме и на нижи раст извоза Србије и последично нижу производњу у прерађивачкој индустрији. С друге стране, укидање такса од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију могло би да повећа производњу у прерађивачкој индустрији, пре свега прехрамбених производа. Ризик по успоравање глобалног привредног раста потиче и од ширења вируса корона почетком ове године.

Као мала и отворена привреда, Србија је под утицајем и **токова капитала и односа главних валута на међународном финансијском тржишту**. Ублажавање трговинских тензија доприноси смањењу неизвесности на међународном финансијском тржишту, али су истовремено заоштрене геополитичке тензије, пре свега између САД и Ирана.

Уз спорији глобални привредни раст од очекиваног, даље заоштравање геополитичких тензија могло би негативно да се одрази на пословно поверење и инвестиционе одлуке, што би вероватно смањило прилив капитала у земље у успону, укључујући и Србију. Према најавама водећих централних банака, не очекују се додатне мере за повећање експанзивности њихових монетарних политика током 2020, али би финансијски услови на међународном финансијском тржишту требало да остану повољни. Као што то и саме централне банке истичу, њихове евентуалне реакције зависиће од дешавања у реалном сектору, пре свега од динамике привредног опоравка и инфлације. Ипак, важно је истаћи и да је Србија, захваљујући очуваној макроекономској стабилности, смањеној унутрашњој и спољној неравнотежи, повећању домаће штедње и мањим потребама за екстерним задуживањем, смањила своју изложеност евентуалним негативним дешавањима на међународном финансијском тржишту и истовремено постала привлачнија за дугорочна улагања.

Ризици пројекције БДП-а у одређеној мери односе се и на **кретање цена примарних производа, пре свега нафте, основних метала и житарица на светском тржишту**. С обзиром на то да је Србија нето увозница нафте, раст њене цене прелио би се на нижи расположиви доходак и више трошкове пословања, док би пад цене нафте имао супротан ефекат. За сада, геополитичке тензије између САД и Ирана нису знатније утицале на раст цене нафте, односно раст цене по овом основу био је привремен, с обзиром на то да су објављени подаци о високом нивоу залиха сирове нафте. Када је реч о ценама основних метала (посебно челика и бакра) и житарица, Србији као нето извознику погодује њихов евентуални бржи раст на светском тржишту од пројектованог.

Графикон V.0.21. **Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а**



Извор: НБС.

Ако се узму у обзир међународни фактори, ризике пројекције по основу привредног раста зоне евра и наших других важних спољнотрговинских партнера оцењујемо као асиметричне наниже, а ризике по основу кретања на међународном робном и финансијском тржишту као симетричне.

Када је реч о домаћим факторима раста БДП-а, оцењујемо да би њихов ефекат могао бити асиметричан навише, пре свега у кратком року, имајући у виду да је тзв. *carry over* ефекат из 2019. већи од претходно процењеног, јер је економска активност у Т4 2019. порасла више од очекивања. Могућ је и снажнији раст **приватних инвестиција** од претпостављеног, што је био случај и у претходне две године. То би, уз наставак структурних реформи и планирана даља системска унапређења пословног амбијента, требало да допринесе и бржем расту укупне факторске продуктивности, а тиме и производног потенцијала. Притом, боља реализација капиталних издатака државе у односу на план у претходне две године указује на то да би и **инвестиције државе** у наредном периоду могле расти брже од очекивања. С обзиром на то да су инвестиције претежно усмерене у размењиве секторе, требало би да њихово веће активирање допринесе и убрзању раста извоза, посматрано с расходне стране, односно раста прерађивачке индустрије, посматрано с производне стране. Ризик пројекције БДП-а односи се и на кретање **пољопривредне производње**, за коју смо претпоставили да ће у 2020, као и у наредним годинама, бити просечна. Како ова пројекција може одступити у оба смера, пре свега у зависности од агрометеоролошких услова, ризике по овом основу оцењујемо као симетричне.

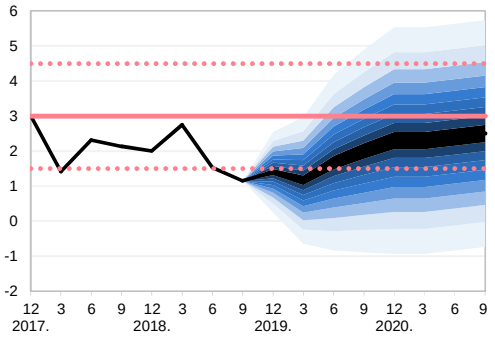
Поређење и остварење пројекција инфлације

У поређењу с пројекцијом коју смо објавили у новембарском Извештају о инфлацији, нова средњорочна пројекција инфлације на нешто је вишем нивоу у 2020, а затим на готово истом нивоу у 2021. години. Притом, пројектована централна вредност инфлације и даље не прелази циљ за инфлацију Народне банке Србије од 3%.

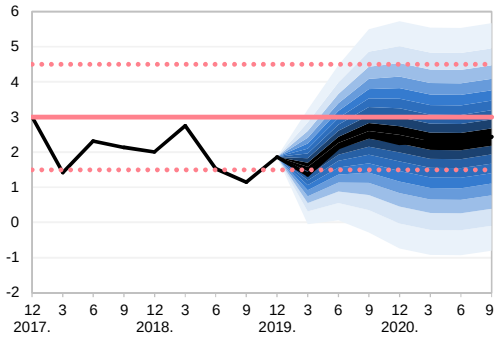
Главни разлог нешто више пројектоване инфлације у овој години јесте већи раст цена хране него у новембарској пројекцији. Прехрамбена инфлација (без воћа и поврћа) у децембру 2019. повећана је на 2,8% мг., услед већег раста цена свежег меса и

Графикон V.0.22. **Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације**

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

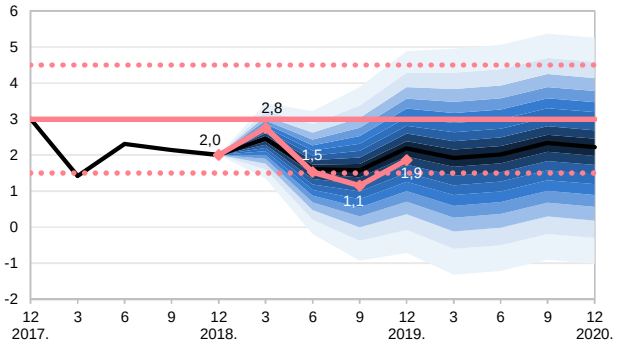
прерађене хране од оног који се очекивао у новембру. Због тога је наша краткорочна пројекција инфлације за Т1 2020, као и пројекција инфлације до краја ове године, на нешто вишем нивоу него у претходној пројекцији.

Известан утицај на вишу пројектовану прехрамбену инфлацију има и производни јаз који се у новој пројекцији брже затвара него у претходној пројекцији.

Остварење пројекције инфлације од пре годину дана

Инфлација се у протеклој години дана кретала готово у потпуности у складу с централним вредностима које смо пројектовали и објавили у Извештају о инфлацији – фебруар 2019. Незнатна одступања инфлације од централне вредности пројекције од пре годину дана односе се на цене воћа и поврћа, а које су током П1 деловале нешто инфлаторније, а током П2 дезинфлаторније од наших очекивања у фебруару 2019. **Инфлација се у децембру нашла на готово идентичном нивоу који смо пројектовали пре годину дана**, што доприноси јачању поверења у Народну банку Србије и усидрености инфлационих очекивања.

Графикон V.0.23. **Остварење пројекције инфлације из фебруара 2019.**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)										
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7
Девизне резерве / краткорочни дуг	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	238,5	270,9[5]
Девизне резерве / БДП	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	29,1
Отплата дуга / БДП	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	10,3[5]
Отплата дуга / извоз робе и услуга	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	20,0[5]
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)										
Спољни дуг / БДП	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,5	72,1	65,1	62,5	63,8[5]
Краткорочни дуг / БДП	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,6	11,0	10,9[5]
Спољни дуг / извоз робе и услуга	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,5	125,3[5]
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)										
Девизне резерве / М1	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1
Девизне резерве / примарни новац	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,0
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,7	106,3	108,3	111,7
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)										
БДП[1]	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.716	36.723	39.183	42.855	45.959[4]
Спољни дуг	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.766	28.576[5]
Сервисирање спољног дуга	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	1.219[5]
Девизне резерве НБС	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378
Краткорочни дуг[2]	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.429	1.605[5]
Биланс текућих трансакција[3]	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.160
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)	2010. Нов.	2011. Март	2012. Авг.	2013. Јул	2014. Јан.	2015. Дец.	2016. Јан/Март/ Јун/Дец.	2017. Март/Дец.	2018. Дец.	2019. Септ./Дец.
S&P		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB+ /позитиван
Fitch	BB- /стабилан		BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан		BB+ /стабилан
Moody's				B1 /стабилан			B1 /позитиван	Ba3 /стабилан		Ba3 /позитиван

Методолошка објашњења:

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

[1] Према методологији *ESA* 2010.
[2] По оригиналној рочности.
[3] Подаци за 2018. и 2019. су ревидирани.
[4] Процена НБС
[5] Податак за Т3.

Напомене:

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

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

3. Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције* бр. 6 ММФ-а (*BPM6).* Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

4. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

5. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације *SDR* (475,1 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (1.004,2 млн евра, од чега се 437,4 млн евра односи на домаће банке, 566,8 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Реални раст БДП-а (у %)[1]	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,0	4,4	4,2[9]
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378
Извоз робе и услуга (у млн евра)[3]	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.398
– стопа раста у % у односу на претходну годину	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,5
Увоз робе и услуга (у млн евра)[3]	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.966
– стопа раста у % у односу на претходну годину	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7
Текући рачун платног биланса[3]										
(у млн евра)	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.160
у % БДП-а	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9
Незапосленост по Анкети (у %)[6]	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2	17,7	15,3	13,5	12,7	9,5[10]
Зараде (просечне за период, у еврима)[7]	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	383,9	419,7	462,0
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)[4]	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	0,2
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)[4]	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)[8]	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,8	57,9	53,7	52,0
Курс динара према долару (просек у периоду)	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28
Курс динара према долару (крај периода)	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92
Курс динара према евру (просек у периоду)	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85
Курс динара према евру (крај периода)	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59
МЕМОРАНДУМ:										
БДП (у млн евра)[5]	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.716	36.723	39.183	42.855	45.959[9]

[1] У сталним ценама претходне године.

[2] Цене на мало до 2006. године.

[3] Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције* бр. 6 ММФ-а *(BPM6).* Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Подаци за 2018. и 2019. су ревидирани.

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

[5] Према методологији *ESA* 2010.

[6] Нова методологија *Анкете о радној снази* од 2014. године.

[7] До 2017. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2017. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Зараде за 2019. представљају просек у једанаест месеци.

[8] Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су са веб-сајта Управе за јавни дуг.

[9] Процена НБС

[10] Податак за Т3.

Напомене:

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

Списак графикона и табела

Графикони

III.0.1. Допринос мг. инфлацији у децембру 2018. и 2019. 11
III.0.2. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена 12
III.0.3. Укупна и базна инфлација 12
III.0.4. Допринос мг. стопи раста произвођачких цена 13
III.0.5. Допринос појединих компонената мг. стопи раста увозних цена 13
III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред 13
III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва 14
III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред 14

IV.1.1. Динарска ликвидност 15
IV.1.2. Кретање каматних стопа 15
IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ 16
IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ 16
IV.1.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите 16
IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите 17
IV.1.7. Показатељ премије ризика − *EMBI* по земљама 17
IV.1.8. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала 22
IV.1.9. Структура финансијског биланса 22
IV.1.10. Кретање курса динара и евра према долару 23
IV.1.11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту 23
IV.1.12. Кретање курсева одређених националних валута према евру 23

IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3 24
IV.2.2. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура 24
IV.2.3. Доприноси мг. расту кредита привреди 24
IV.2.4. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа 25
IV.2.5. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора 25
IV.2.6. Доприноси мг. расту кредита становништву 26
IV.2.7. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора 27
IV.2.8. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип 27

IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна 31
IV.3.2. Кретање инвестиција у основне фондове 31
IV.3.3. Извоз и увоз робе и услуга 35
IV.3.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије 35
IV.3.5. Кретање главних компонената увоза 35

IV.4.1. Кретање показатеља економске активности 36
IV.4.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије 36
IV.4.3. Показатељи грађевинске активности 37
IV.4.4. Показатељи активности сектора услуга 37

IV.5.1. Просечна номинална нето зарада 42
IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима 42
IV.5.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености 42
IV.5.4. Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима 43
IV.5.5. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази 43

IV.6.1. Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра 44
IV.6.2. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра 45
IV.6.3. Водећи показатељи сектора производње по земљама – *PMI Manufacturing* 45
IV.6.4. Водећи економски показатељи у САД 45
IV.6.5. Кретања на тржишту рада у САД 46
IV.6.6. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама 47
IV.6.7. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље 48
IV.6.8. Кретање референтних стопа по земљама 49
IV.6.9. Инфлација и циљ по земљама у децембру 2019. 50
IV.6.10. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта 51
IV.6.11. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама 51
IV.6.12. Кретање курсева одређених националних валута према долару 51
IV.6.13. Кретање цена нафте и бакра 52
IV.6.14. Индекс цена примарних производа 52
IV.6.15. Индекс светских цена хране 52

V.0.1. Пројекција реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. 56
V.0.2. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. ММФ-а 56
V.0.3. Претпоставка о расту БДП-а у зони евра 56
V.0.4. Претпоставка о инфлацији у зони евра 58
V.0.5. Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а 59
V.0.6. Очекивана референтна каматна стопа ЕЦБ-а и фјучерси за тромесечни *EURIBOR* 59
V.0.7. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент 60
V.0.8. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа 61
V.0.9. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа 61
V.0.10. Пројектовано кретање производног јаза 61
V.0.11. Фискални и примарни резултат буџета опште државе 62
V.0.12. Тренд реалне каматне стопе 62
V.0.13. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ 63
V.0.14. Краткорочна пројекција инфлације 63
V.0.15. Пројекција инфлације 64
V.0.16. РМТП и цена хране 64
V.0.17. Пројекција компонената инфлације 65
V.0.18. Пројекција раста БДП-а 69
V.0.19. Доприноси реалном расту БДП-а 69
V.0.20. Реални раст извоза и увоза 70
V.0.21. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а 71
V.0.22. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације 73
V.0.23. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2019. 73

Табеле

III.0.1. Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т4 2019. 12

IV.1.1. Кредитни рејтинг 18

IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава у 2019. 31
IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција у 2019. 32

IV.4.1. Доприноси мг. расту БДП-а 36

IV.5.1. Кретања формалне запослености и незапослености у 2019. 43

IV.6.1. Инфлација, референтне стопе и инфлациони циљ по земљама 49

V.0.1. Најважније претпоставке пројекције 55
V.0.2. Процена привредног раста по земљама 57
V.0.3. Процена инфлације по земљама 58
V.0.4. Пројекција фискалних кретања 2020−2022. 62

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије 74
Табела Б. Основни макроекономски показатељи 75

Графикони у освртима

О.1.1. Показатељ премије ризика − *EMBI Composite*, *EMBI Europe* и *EMBI* за Србију 19
О.1.2. Показатељ премије ризика − *EMBI* земаља региона (на дуг у доларима) 19
О.1.3. Показатељи премије ризика Србије 21
О.1.4. Показатељ премије ризика Србије и композитни показатељ (на дуг у еврима) 21
О.1.5. Показатељ премије ризика за земље региона (на дуг у еврима) 21

О.2.1. Поређење тромесечног и хибридног тромесечног *EURIBOR*-а током тест-фазе 28
О.2.2. Поређење шестомесечног и хибридног шестомесечног *EURIBOR*-а током тест-фазе 28
О.2.3. Кретање тромесечног и шестомесечног *EURIBOR*-а 29

О.3.1. Допринос појединих компонената расту бруто инвестиција у основна средства 33
О.3.2. Техничка структура бруто инвестиција у основна средства у периоду 2014−2018. 33
О.3.3. Исплате за инвестиције у основна средства, структура по изворима финансирања (у %) 34
О.3.4. Исплате за инвестиције у основна средства, структура по изворима финансирања (у млрд RSD) 34

О.4.1. Пројекција ММФ-а за раст БДП-а у 2019. 38
О.4.2. Инвестициони кредити 38
О.4.3. Инвестиције у основне фондове 38
О.4.4. Кретање главних компонената увоза робе 39
О.4.5. Кретање главних компонената извоза робе 39
О.4.6. Извоз услуга 40
О.4.7. Кретања на финансијском рачуну 40
О.4.8. Структура прилива СДИ по секторима 40

О.5.1. Илустрација базног ефекта 67
О.5.2. Кумулативни утицај базног ефекта на мг. инфлацију у 2020. 68

Табеле у освртима

О.1.1. Детерминанте премије ризика Србије 20
О.1.2. Детерминанте премије ризика Србије и европских земаља у успону 20

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2019. година

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

2020. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 12. 2019.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 2,25%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, као и досадашње ублажавање монетарне политике. Међугодишња инфлација је на ниском и стабилном нивоу, а према новембарској централној пројекцији, до средине наредне године требало би да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља. Након тога, под утицајем раста агрегатне тражње, очекује се постепено приближавање инфлације централној вредности циља, коју би требало да достигне у средњем року.

Опрезност у вођењу монетарне политике и даље је потребна, пре свега због кретања у међународном окружењу. Народна банка Србије оцењује да су међународно финансијско и робно тржиште у великој мери под утицајем неизвесних трговинских политика водећих светских економија и успоравања глобалног раста. Подршку глобалној привреди дају и монетарне политике водећих централних банака, Европске централне банке и Система федералних резерви, што би требало да додатно позитивно допринесе глобалним финансијским условима. Међутим, неизвесно је колико ће се монетарна политика водећих централних банака у наредном периоду разликовати од очекивања тржишта, што би могло да утиче на токове капитала према земљама у успону. Неизвесно је и кретање цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, с обзиром на сложен утицај бројних фактора на страни понуде и тражње.

Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући пуној координацији мера економске политике, што је резултирало смањењем интерне и екстерне неравнотеже, повољним макроекономским изгледима за наредни период, као и адекватним нивоом девизних резерви наше земље. Јавне финансије су, као и у претходне две године, у суфициту, а дефицит текућег рачуна платног биланса пету годину заредом у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција. Раст бруто домаћег производа је у трећем тромесечју убрзан и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 4,8% међугодишње. Расту бруто домаћег производа допринели су домаћи фактори, који су у досадашњем делу године успешно компензовали нижу екстерну тражњу, а посебно раст инвестиција, који је био под снажним утицајем наставка реализације инфраструктурних пројеката, као и унапређење пословног амбијента. Расту привредне активности допринели су и повољни услови финансирања, чему доприноси и претходно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије. Бележи се и даљи раст потрошње домаћинстава, пре свега захваљујући наставку позитивних кретања на тржишту рада, као и нижим трошковима финансирања. У прилог наставку позитивних трендова на тржишту рада говори и пад стопе незапослености у трећем тромесечју на 9,5%, чиме се она први пут нашла на једноцифреном нивоу.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио Меморандум о циљаним стопама инфлације до 2022. године, којим се циљана стопа инфлације задржава на нивоу од 3,0 ± 1,5% до краја 2022. године.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 1. 2020.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 2,25%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, као и досадашње ублажавање монетарне политике. Инфлација је и шесту годину заредом остала ниска и стабилна и у децембру је, према процени Републичког завода за статистику, износила 1,9% на међугодишњем нивоу, а ниске инфлаторне притиске очекујемо и у наредном периоду. Извршни одбор очекује да ће се међугодишња инфлација

до средине 2020. године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а да ће се након тога, под утицајем раста агрегатне тражње, постепено приближавати централној вредности циља. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања, која се и за годину и за две године унапред налазе у границама циља за инфлацију Народне банке Србије.

Опрезност у вођењу монетарне политике и даље је потребна, пре свега због кретања на међународном финансијском и робном тржишту. Европска централна банка од новембра спроводи нови пакет мера монетарних подстицаја, док Систем федералних резерви, након последњег снижења референтне каматне стопе у октобру, највероватније неће мењати монетарну политику још неко време. Неизвесност је присутна у погледу кретања цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, с обзиром на сложен утицај бројних фактора и на страни понуде и на страни тражње.

Извршни одбор је истакао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући пуној координацији мера економске политике, која је резултирала одрживим снажним растом економске активности и повољним макроекономским изгледима за наредни период, што потврђује и повећање кредитног рејтинга земље. Раст бруто домаћег производа у 2019. премашио је првобитне пројекције и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 4,0%. Извршни одбор је нагласио да је посебно значајан раст инвестиција од 14,2% у 2019, чему је допринела даља реализација инфраструктурних пројеката, унапређење пословног амбијента, као и повољни извори финансирања, на шта је утицало и претходно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије. Повећана је и потрошња домаћинстава, пре свега захваљујући позитивним кретањима на тржишту рада, расту животног стандарда грађана и нижим трошковима кредита. Позитивне трендове на тржишту рада најбоље илуструју подаци о реалном расту зарада од 8,5% у 2019, уз пад стопе незапослености на једноцифрени ниво. Као и у претходне две године, јавне финансије су и у 2019. биле у суфициту, док је рекордан нето прилив страних директних инвестиција пету годину заредом у пуној мери покрио дефицит текућег рачуна платног биланса. Гаранцију отпорности на евентуалне шокове из међународног окружења пружа и висок ниво девизних резерви наше земље.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 2. 2020.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 2,25%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, као и досадашње ублажавање монетарне политике. Инфлација је и седму годину заредом чврсто под контролом Народне банке Србије. У децембру 2019. године износила је 1,9% на међугодишњем нивоу, а ниске инфлаторне притиске очекујемо и у наредном периоду. Извршни одбор очекује да ће се међугодишња инфлација до средине 2020. године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а да ће се након тога, постепено приближавати централној вредности циља. Приближавању инфлације централној вредности циља у наредном периоду допринеће ефекат ниске базе код цена поврћа, а у средњем року раст агрегатне тражње. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања, која се и за годину и за две године унапред налазе у границама циља за инфлацију Народне банке Србије.

Опрезност у вођењу монетарне политике и даље је потребна, пре свега због кретања у међународном окружењу. Будуће услове на међународном финансијском тржишту одредиће у великој мери степен експанзивности монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке, као и то у којој мери ће он одступати од очекивања тржишта. Такође, неизвесност је присутна у погледу кретања цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту. Светска цена нафте била је изразито волатилна последњих месеци, с обзиром на утицај бројних фактора и на страни понуде и на страни тражње.

Извршни одбор је истакао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући пуној координацији мера економске политике, која је резултирала одрживим снажним растом економске активности и повољним макроекономским изгледима за наредни период. Раст бруто домаћег производа у 2019. премашио је првобитне пројекције, захваљујући убрзању раста у другој половини године, услед позитивног деловања домаћих фактора који су надоместили нижу екстерну тражњу. Посебно је

био значајан раст инвестиција, чему је допринела даља реализација инфраструктурних пројеката, унапређење пословног амбијента, као и повољни извори финансирања, на шта је утицало и претходно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије. Повећана је и потрошња домаћинстава, пре свега захваљујући позитивним кретањима на тржишту рада, расту животног стандарда грађана и нижим трошковима кредита. Фискални резултат прошле године био је бољи од планираног, што, поред снажне подршке привредном расту, доприноси даљем смањењу учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу. Највиши нето прилив страних директних инвестиција од када се прати упоредива статистика у пуној мери је покрио дефицит текућег рачуна платног биланса. Гаранцију отпорности на евентуалне потресе из међународног окружења пружа и висок и адекватан ниво девизних резерви наше земље.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен 19. фебруара. Том приликом биће детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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