

## 5. Cene i devizni kurs

Inflacija je u Q1 i u toku aprila i maja nastavila da se kreće ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije. Dok se u januaru inflacija privremeno približila donjoj granici koridora, do aprila se ponovo znatno udaljila od cilja i iznosila je 0,4% međugodišnje, da bi u maju porasla na još uvek znatno niskih 0,8%. Pad cena energenata i primarnih proizvoda na svetskom tržištu do kraja prethodne godine su delovali deflatorno, međutim, od početka godine se uočava trend njihovog rasta (naročito cene nafte) i ako se nastavi, ove cene mogu postati značajan eksterni inflatorni faktor. Niska inflacija u međunarodnom okruženju predstavlja važan deflatorni eksterni faktor i nije izvesno kada će se njen trend preokrenuti i kada će početi da deluje na rast domaćih cena. Niska agregatna tražnja i izostanak rast regulisanih cena su i dalje najvažniji domaći deflatorni faktori, dok je najznačajniji inflatorni faktor deprecijacija dinara. Noseća inflacija takođe se kreće ispod donje granice cilja NBS ali je njeno kretanje stabilnije (opseg kretanja noseće inflacije je od 1,6% do 2,2%) i na kraju maja iznosi 1,6%. Narodna banka Srbije je u Q1 i u aprilu u znatnoj meri intervenisala na strani neto prodaje deviza s ciljem ublažavanja deprecijacije dinara (u aprilu je čak i trend preokrenut). Niska i stabilna inflacija predstavlja dobar rezultat ali česta deflacija je loša po privredni rast - inflacija bi trebalo da bude stabilna i što bliža ciljnoj vrednosti. Do kraja godine se, međutim ne očekuje da će inflacija ući unutar granica cilja, već se to može dogoditi tek početkom 2017. godine. Od početka Q1 do kraja maja dinar je nominalno deprecirao za 1,2% (na kraju perioda), dok je u istom periodu realno deprecirao za oko 0,4% - prem tome promene kursa su vrlo umerene. Narodna banka Srbije je tokom Q1 i u aprilu intervenisala neto prodajom 705 mln evra. U trenutnim okolnostima trebalo bi smanjiti intervenisanje na deviznom tržištu jer bilansni efekti promene kursa ne bi bili veliki ali bi umerena deprecijacija bila značajna zbog poboljšanja konkurentnosti privrede Srbije, a uticala bi na povratak inflacije unutar granica ciljnog koridora, pa bi zato imala više pozitivnih nego negativnih posledica.

### Cene

***Inflacija se u Q1 i u aprilu i maju kreće znatno ispod donje granice cilja NBS***

Međugodišnja inflacija je na kraju prvog kvartala 2016. godine iznosila 0,6%, što je za 1 procentni poen (p.p.) ispod vrednosti na kraju 2015. godine (Tabela T5-1) i znatno ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS) od  $4 \pm 1,5\%$ . Nakon januarskog rasta, kada se inflacija privremeno približila donjoj granici cilja, usledio je njen pad u februaru i martu (posledica izlaska iz obračuna relativno visoke mesečne inflacije u februaru i martu 2015. i deflacije u istim mesecima 2016. godine). U aprilu se međugodišnja inflacija dodatno udaljila ispod ciljnog koridora, kad je pala na 0,4%. Iako je u tom mesecu zabeležen rast cena od 0,4%, iz obračuna je izašla nešto viša inflacija iz aprila 2015. godine pa je ukupan rezultat bio negativan. U maju je inflacija porasla na 0,8% najvećim delom usled izlaska niske inflacije u maju 2015. iz obračuna. Niska i stabilna inflacija u protekle dve i po godine predstavlja dobar rezultat za nominalno sidro u vođenju monetarne politike.<sup>1</sup> Kretanje inflacije van koridora u dužem vremenskom periodu može da naruši kredibilitet centralne banke (čak i kada je ona niža od cilja) jer se u tom slučaju očekivanja usidravaju na nivou koji nije zvanično objavljen i targetiran. Zato bi ili inflacija trebalo da se dovede u ciljni koridor ili bi on trebalo da se spusti. Problem sa trenutnim odstupanjem inflacije od ciljnog koridora je u tome što NBS ne prognozira vraćanje inflacije unutar cilja sve do početka 2017. godine. Niskoj inflaciji doprinosi i nedovoljno povećanje regulisanih cena (prvenstveno električne energije za domaćinstva) a pošto je njihova konvergencija ka nivou cena u Evropskoj uniji uključena u srednjoročni plan kretanja cena NBS, to predstavlja divergentno vođenje politike od strane monetarnih vlasti i Vlade Republike Srbije. Globalni faktori koji su doprineli niskoj inflaciji u Srbiji su niska cena nafte (u januaru je bila na najnižoj vrednosti u

<sup>1</sup> Dok je niska i stabilna inflacija poželjna (postavlja se kao cilj od strane centralne banke), loše je ako postoji deflacija, najviše zbog pogubnog uticaja na privredni rast. U Srbiji se u prethodne dve godine deflacija u proseku javlja svakog drugog meseca.

poslednjih 12 godina) i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu (*Commodity Agricultural Raw Material Index*) kao i niska inflacija u međunarodnom okruženju, prvenstveno u zemljama najznačajnijim trgovinskim partnerima Srbije.

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2010-2016**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2010</b>					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
<b>2011</b>					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
<b>2012</b>					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
<b>2013</b>					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
<b>2014</b>					
mar	179,1	2,3	1,2	-0,3	5,1
jun	180,4	1,2	2,0	0,1	2,9
sep	181,2	2,1	2,4	0,7	1,6
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
<b>2015</b>					
jan	179,6	0,1	-0,2	-0,2	-2,6
feb	181,1	0,8	0,6	0,8	0,7
mar	182,4	1,8	1,3	0,7	5,5
apr	183,4	1,8	1,9	0,5	8,7
maj	182,9	1,5	1,6	-0,3	4,0
jun	183,8	1,9	2,1	0,5	3,1
jul	182,1	1,1	1,2	-0,9	-2,8
avg	183,7	2,1	2,1	0,9	1,8
sep	183,7	1,4	2,1	0,0	-0,2
okt	183,3	1,4	1,8	-0,2	2,7
nov	183,1	1,3	1,7	-0,1	-1,3
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
<b>2016</b>					
jan	183,8	2,3	0,5	0,5	1,1
feb	183,7	1,4	0,5	-0,1	1,3
mar	183,5	0,6	0,4	-0,1	1,5
apr	184,2	0,4	0,8	0,4	0,9
maj	184,3	0,8	0,8	0,1	1,3

\* Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je prosek mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu podignut na godišnji nivo).  
Izvor: RZS.

**Noseća inflacija je ispod  
ciljnog koridora NBS i u  
maju iznosi 1,6%**

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) takođe je ispod donje granice ciljnog koridora NBS i na kraju Q1 iznosi 1,7% (Grafikon T5-2). U poređenju sa ukupnom inflacijom, noseća inflacija je dosta stabilnija – u periodu od skoro dve godine kreće se u uskom opsegu od 1,6 do 2,2% i na kraju maja 2016. iznosi 1,6%. Niska agregatna tražnja, relativno nepromenjen kurs dinara sve do novembra 2015. godine i pad kamatnih stopa delovali su deflaciono. U kratkom roku, deprecijacija dinara u periodu novembar 2015. – mart 2016. godine se verovatno nije prelila na cene, budući da su promene kursa bile male. Period kašnjenja za puno prenošenje promena kursa na cene iznosi nekoliko (2-3) kvartala i u srednjem roku se očekuje relativno skroman efekat preliivanja kursa na cene u narednim kvartalima (oko 0,3 p.p.) On verovatno neće biti dovoljno snažan da do kraja 2016. godine vrati inflaciju unutar ciljnog koridora. Na noseću inflaciju bi mogla da utiče dalja deprecijacija dinara, kao i povećanje cena energenata, koji na nju indirektno utiču (budući da su eksplicitno isključeni iz nje) preko povećanja troškova u proizvodnji.

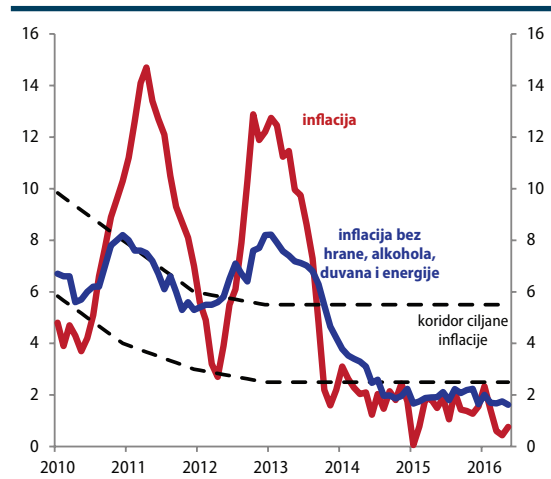
### Intervencije NBS su usmerene ka ublažavanju deprecijacije dinara

Narodna banka Srbije je tokom Q1 i aprila na međubankarskom deviznom tržištu intervenisala neto prodajom 705 mln evra. Ovako snažnim intervencijama se pored ublažavanja prekomernih dnevnih oscilacija kursa delovalo i na njegov trend. Na ublažavanje deprecijacije delovalo je i zadržavanje referentne kamatne stope (RKS) na praktično nepromenjenom nivou. Poslednje smanjenje referentne kamatne stope NBS desilo se u februaru, kada je ona smanjena za 25 baznih poena (b.p.) – sa 4,5 na 4,25 i do sredine juna nije došlo do njene promene (Grafikon T5-3). Ocenjujemo da je smanjenje referentne kamatne stope trebalo biti brže tokom prethodne dve godine, kada su postojali aprecijacijski pritisci a inflacija bila ispod ciljnog koridora. Kao i u prethodnom broju Kvartalnog monitora, smatramo da je sada, kada postoje deprecijacijski pritisci i kada je referentna kamatna stopa znatno smanjena, neophodna opreznost u daljem snižavanju RKS – referentna stopa bi trebalo da se zadrži na postojećem nivou dok se stanje na deviznom tržištu ne stabilizuje. Međutim, u sadašnjim uslovima svakako bi trebalo smanjiti intervenisanje na deviznom tržištu, jer bilansni efekti promene kursa ne bi bili veliki ali bi umerena deprecijacija značila zbog poboljšanja konkurentnosti privrede Srbije.<sup>2</sup> Ako bi smanjivanje RKS bilo praćeno prodajom deviza na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) to bi značilo vođenje divergentnih monetarnih politika – delovanje na deprecijaciju dinara putem smanjenja RKS i sprečavanje njegove deprecijacije intervencijama na MDT. Ponavljamo da bi intervencije na MDT na strani prodaje deviza mogle biti opravdane u cilju sprečavanja velike deprecijacije dinara, jer bi se u suprotnom mogla ugroziti makroekonomska stabilnost u visokoevroiziranoj privredi Srbije, dok su u slučaju jačanja dinara intervencije na strani kupovine deviza opravdane jer se tako sprečava pogoršanje konkurentnosti privrede Srbije.

**U 2016. godini nije planirana korekcija cene električne energije koja bi pomerila inflaciju ka ciljnom koridoru**

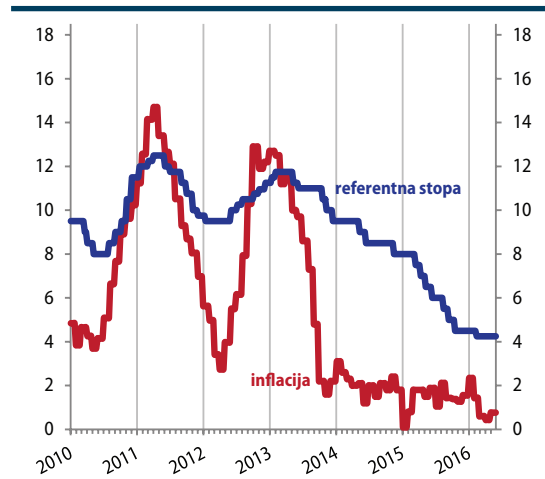
U toku 2016. nije planirano povećanje cene električne energije, budući da za sada o tome ne postoji dogovor između Vlade Republike Srbije i Elektroprivrede Srbije. Cena električne energije za potrošnju u domaćinstvima i u velikom delu uslužnih delatnosti i dalje je ispod tržišne, pa postoji prostor za korekciju koja bi doprinela kretanju inflacije ka ciljnom koridoru i istovremeno ublažila distorzije koje postoje na tržištu energenata (kada je u pitanju izbor energenta za grejanje domaćinstava, električna energija je ravnopravan konkurent centralnom grejanju, čvrstim gorivima i prirodnim gasu, što svakako ne bi trebalo da bude).

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2010-2016**



Izvor: NBS i proračun QM-a

**Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2010-2016**



Izvor: NBS

### Relativno niska inflacija u Q1

U prvom kvartalu 2016. godine nije došlo do znatnijih promena cena, tako da je ostvarena inflacija od 0,4% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: 0,55% u januaru, -0,05% u februaru i -0,11% u martu. Najveći doprinos inflaciji u Q1 dao je rast cena hrane (rast od 2,67%, doprinos od 0,76 p.p.), od čega najviše rast cene povrća u januaru, dok je cena mesa smanjena, zatim rast cena fiksne telefonije (rast od 9,1%, doprinos od 0,39 p.p.), usluga u kulturi (rast od 4,5%, doprinos

<sup>2</sup> Kada privreda raste, povećava se konkurentnost, čak i uz nepromenjen kurs.

inflaciji od 0,07 p.p.) i u zdravstvu (rast od 0,9%, doprinos od 0,05 p.p.) Dezinflatorno je delovao pad cena naftnih derivata (-3,9%, doprinos od -0,23 p.p.), odeće i obuće (-3,3%, doprinos od -0,15 p.p.) i pad cena u grupi rekreacija i kultura (-2,4%, doprinos od -0,13 p.p.)

**Tabela T5-4. Srbija: izabrane komponente indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije**

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q1 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u aprilu 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u maju 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,05	0,05
Hrana i bezalkoholna pića	32,1	2,5	0,8	0,4	0,13	0,10	0,03
Hrana	28,6	2,7	0,8	0,5	0,13	0,16	0,05
Alkoholna pića i duvan	7,3	0,1	0,0	0,1	0,00	-0,09	-0,01
Duvan	4,7	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Odeća i obuća	4,6	-3,3	-0,2	2,0	0,09	0,23	0,01
Stanovanje, voda struja	13,7	0,0	0,0	-0,4	-0,06	-0,10	-0,01
Električna energija	4,9	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,8	-0,3	0,0	0,1	0,00	0,13	0,01
Zdravstvo	5,0	0,9	0,0	0,0	0,00	0,18	0,01
Transport	12,7	-1,7	-0,2	1,4	0,18	0,37	0,05
Goriva i maziva	5,8	-3,9	-0,2	3,0	0,17	0,88	0,05
Komunikacije	5,1	0,8	0,0	0,1	0,01	-0,30	-0,01
Ostalo	14,7		-0,1		0,02		-0,02

Izvor: RZS i proračun QM-a

#### Umeren rast cena u aprilu i skroman rast u maju

U aprilu je rast cena u odnosu na mart iznosio oko 0,4%. Najveći pozitivan doprinos inflaciji usledio je od rasta cena naftnih derivata (rast od 3,0%, doprinos od 0,17 p.p.), voća (5,2%, doprinos 0,11 p.p.) i povrća (1,1%, doprinos od 0,05 p.p.), obuće (3,2%, doprinos od 0,05 p.p.) i rast cena iz grupe rekreacija i kultura (1,0%, doprinos od 0,06 p.p.) Dezinflatorno je delovao pad cena prirodnog gasa (-11,2%, doprinos od -0,06 p.p.), kao i pad cena nekih grupa hrane (meso, mleko, sir i jaja su ukupno doprineli sa -0,04 p.p.). Cene naftnih derivata su nakon pada u Q1, u aprilu počele da rastu, što je u skladu sa trendom rasta cene sirove nafte na svetskom tržištu, koji je otpočeo sredinom januara. U maju je rast cena iznosio 0,05%, a najveći pozitivan doprinos sledio je od rasta cena nekih grupa hrane (meso i voće) i naftnih derivata (rast od 0,88%, doprinos inflaciji od 0,05 p.p.) Dezinflatorno je delovao sezonski pad cena povrća (pad od 3,12%, doprinos od -0,16 p.p.), smeštaja (pad od 4,37%, doprinos od -0,02 p.p.) i telefonske opreme (pad od 2,66%, doprinos od -0,01 p.p.)

#### Ukupna i noseća inflacija su na relativno niskom nivou

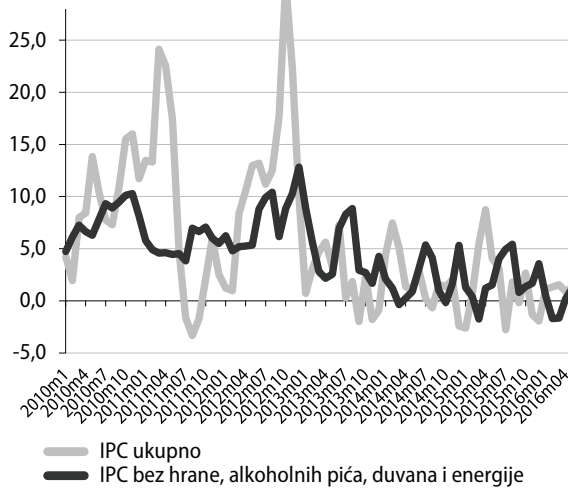
Ukupna inflacija (njen 3m anualizovani prosek) na kraju Q1 iznosi 1,5%, dok je u aprilu opala na 0,9% a u maju porasla na 1,3%. Noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) je na kraju Q1 iznosila -1,7%, u aprilu je porasla na 0,2% a u maju na 1,2%. Relativno velike promene i oscilacije ukupne i noseće inflacije (Grafikon T5-5) odražavaju nagle skokove i promene trenda koje se javljaju u mesečnim promenama cena (smena inflacije i deflacije), dok se njihovo oscilovanje javlja oko niskih vrednosti (niska inflacija na nivou višemesečnog proseka).

#### Do kraja 2016. godine inflacija će se kretati ispod donje granice cilja

Tokom 2016. godine očekuje se stabilno kretanje inflacije ali i dalje ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja. Njen povratak unutar granica koridora NBS može se očekivati tak početkom 2017. godine.<sup>3</sup> Na rast inflacije u narednim mesecima uticaće rast cena naftnih derivata i voća i povrća, očekivani dalji rast svetskih cena primarnih proizvoda, postepeno povećanje inflacije u evrozoni, kao i rast agregatne tražnje u Srbiji. Rizici za odstupanje od prognoziranog kretanja postoje u pogledu kretanja cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu, kao i usled dešavanja na međunarodnom finansijskom tržištu. Procenjujemo da će do sada ostvarena deprecijacija dinara imati relativno skroman uticaj na inflaciju u narednom periodu i da će se kretati od 0,3 do 0,5 p.p. (verovatno bliže donjoj granici). Period u kom se inflacija

<sup>3</sup> Izveštaj o inflaciji NBS, maj 2016. godine

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2010-2016**



Izvor: RZS i proračun QM-a

neprekidno nalazi van granica cilja najduži je od kada se primenjuje režim ciljanja inflacije, pa bi kredibilitetu NBS doprinelo ili vraćanje inflacije unutar granica cilja ili promena koridora u skladu sa tekućim očekivanjima kretanja inflacije (koridor od 2,5 do 5,5% je kao cilj postavljen u novembru 2011. godine i od tada nije menjan). U poređenju sa Srbijom (inflacija je u maju za 1,7 p.p. ispod ciljnog koridora), slična ili veća odstupanja od cilja se javljaju u zemljama u okruženju sa sličnim režimom deviznog kursa i sličnim načinom sprovođenja cenovne stabilnosti. U Rumuniji je koridor od 2005. postepeno spušan i trenutno iznosi  $2,5\pm 1\%$ , dok je inflacija u aprilu  $-2,6\%$  (4,1 p.p. ispod koridora); u Češkoj je koridor  $2,0\pm 1\%$ , dok inflacija iznosi  $0,5\%$  (0,5 p.p. ispod koridora); u Poljskoj je koridor  $2,5\pm 1\%$ , dok inflacija iznosi  $-0,5\%$  (2 p.p. ispod koridora). U Mađarskoj je inflacija takođe znatno ispod ciljnog koridora od  $3,0\pm 1\%$  i iznosi  $0,3\%$  (1,7 p.p. ispod koridora).

## Devizni kurs

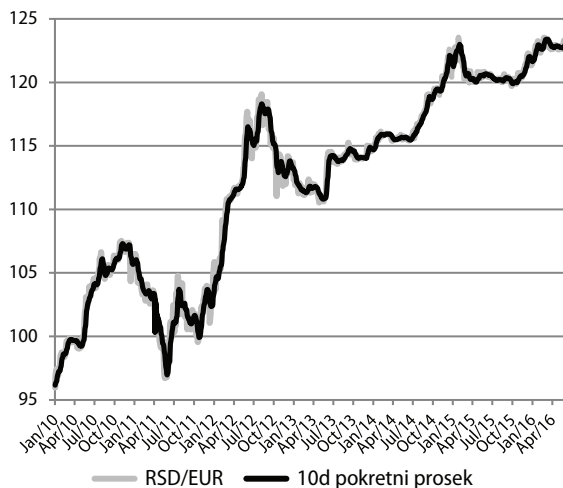
### Umerena deprecijacija tokom Q1, aprecijacija u aprilu i deprecijacija u maju

Deprecijacija dinara tokom Q1 rezultirala je slabljenjem dinara prema evru na kraju kvartala za 1,1% u odnosu na kraj 2015. godine, odnosno za 1,7% na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). U odnosu na američki dolar, dinar je na kraju Q1 ojačao za 2,4%, odnosno oslabio za 1,0% na nivou proseka perioda. U aprilu je usledila aprecijacija dinara u odnosu na evro i na nivou kraja (aprecijacija od 0,25%) i na nivou proseka perioda (aprecijacija od 0,26%), da bi se u maju ponovo javio trend deprecijacije (0,39% na kraju meseca i 0,01% na nivou proseka). Trend deprecijacije je ublažen od strane NBS ali je cena toga bila snažno intervenisanje prodajom deviznih rezervi. Ukupna nominalna deprecijacija dinara tokom Q1 i aprila i maja meseca iznosi 1,2% u odnosu na evro, dok je u odnosu na dolar ostvarena nominalna aprecijacija od oko 0,6%.

### Volatilnost kursa u Srbiji niža je nego u većini zemalja u regionu

Tokom prvog kvartala i u aprilu i maju 2016. godine, dinar se u grupi valuta država sa sličnim

**Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010-2016**



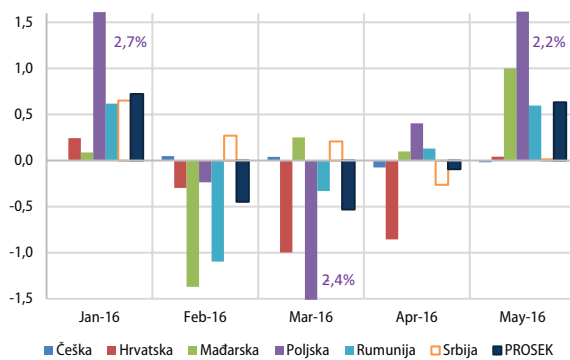
Izvor: NBS

režimom deviznog kursa nalazio među stabilnijima (Grafikon T5-7), velikim delom zahvaljujući trošenju deviznih rezervi NBS. Divergentno kretanje kursa dinara u odnosu na ostale valute sugerise da su pored globalnih postojali i značajni domaći faktori koji su uticali na kurs. Jedan od glavnih faktora koji su u Q1 delovali deprecijacijski jeste politička neizvesnost pred vanredne izbore u Srbiji. Narodna banka Srbije je ublažila ovaj trend (i u izbornom mesecu, aprilu, ga je preokrenula) snažnim intervencijama na strani prodaje deviza. U ostalim zemljama do ovakvih intervencija najverovatnije nije došlo, a kako je politička situacija bila stabilnija nego u Srbiji, nije postojao stalan trend deprecijacije u celom ovom posmatranom periodu, već su se smenjivali periodi umerene deprecijacije i aprecijacije.



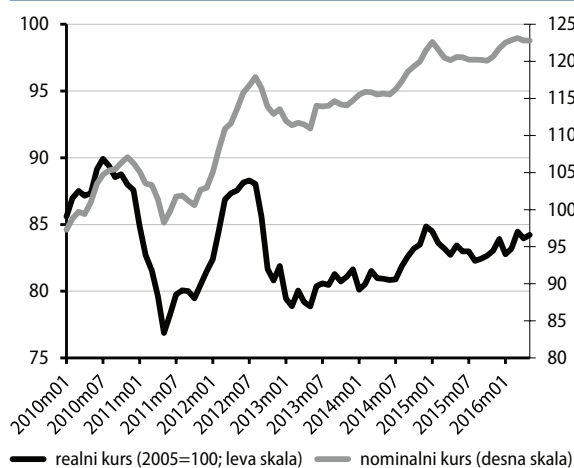
**Realna deprecijacija u Q1 i u maju, aprecijacija u aprilu**

**Grafikon T5-7. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama**



Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a  
 Napomena: porast označava deprecijaciju.

**Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2010-2016**



Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a  
 Napomena: porast predstavlja deprecijaciju

Dinar je tokom Q1 realno deprecirao za oko 0,7%, dok je tokom aprila usledila realna aprecijacija od 0,6% u odnosu na evro, čime je gotovo u potpunosti poništen ovako stečeni blagi rast konkurentnosti privrede ali je u maju usledila umerena deprecijacija tako da je dinar realno oslabio za oko 0,3%. Nominalno slabljenje dinara u Q1 je rezultovalo znatno nižom realnom deprecijacijom usled deflacije u evrozoni i skromne ali ipak veće inflacije u Srbiji. U aprilu je nominalna aprecijacija dinara dodatno pojačana pozitivnom razlikom inflacija u Srbiji i evrozoni, što je rezultiralo relativno visokom mesečnom realnom aprecijacijom, dok je u maju relativno skromna nominalna deprecijacija bila znatno pojačana većom inflacijom u evrozoni nego u Srbiji. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara u aprilu nalazi se na približnoj vrednosti kao u februaru 2015. godine (Grafikon T5-8).