

## 5. Cene i devizni kurs

Tokom Q2 i u julu, inflacija se kretala ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju jula iznosi 1,1%. Niska cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu, izostanak očekivanih korekcija regulisanih cena u periodu dužem od godinu dana (sve do povećanja cene električne energije u avgustu 2015.), niska agregatna tražnja i niski troškovni pritisci u proizvodnji hrane najznačajniji su deflacioni faktori koji utiču na održavanje inflacije na izuzetno niskom nivou. Na rast indeksa potrošačkih cena (IPC) u najvećem obimu uticao je rast cena duvanskih proizvoda i turističkih aranžmana. Noseća inflacija (merena IPC-om bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) se od početka Q2 do kraja jula takođe kretala ispod donje granice cilja, najvećim delom usled niske agregatne tražnje, praktično nepromenjenog kursa dinara prema evru i niske uvozne inflacije. Umerena inflacija zabeležena je tokom aprila i juna, najvećim delom usled rasta cena cigareta i neprerađene hrane, odnosno cene turističkih aranžmana i sezonski očekivanog rasta cena voća. Deflacija u maju i julu je u potpunosti posledica pada cena neprerađene hrane (najvećim delom povrća). Do kraja godine očekuje se kretanje inflacije ispod i oko donje granice ciljanog koridora NBS, dok je njeno vraćanje unutar granica cilja moguće tek sredinom 2016. godine. Narodna banka Srbije je tokom Q2 i u avgustu nastavila sa smanjivanjem referentne kamatne stope, ali se ona i dalje nalazi na relativno visokom nivou u poređenju sa inflacijom (5,5% u odnosu na 1,1%). Prosečna inflacija u 2015. godini iznosiće oko 1,6%, što je niže od planiranih 2,7%. Niža prosečna inflacija će uticati na korekciju nominalnog BD-P-a naniže i na manji rast poreskih prihoda, što će umanjiti očekivane rezultate sprovođenja fiskalne konsolidacije. Tokom Q2 dinar je nominalno depresirao za 0,3%, u julu apresirao za oko 0,4%, dok je u avgustu oslabio za 0,06%. Ove promene su tako male da je kurs gotovo fiksiran i kreće se između 120,0 i 121 dinara za evro u celom posmatranom periodu. Neznatna realna apresijacija tokom Q2 od oko 0,25% u potpunosti je rezultat razlike u inflacijama u Srbiji i u evrozoni, budući da je u tom periodu ostvarena skromna nominalna depresijacija, dok je u julu realni kurs ostao gotovo nepromenjen. Povećanje inflacije do granica koridora uticala bi na efikasnije sprovođenje mera fiskalne konsolidacije, dok bi umerena depresijacija povoljno uticala na rast konkurentnosti privrede i rast zaposlenosti, uz prihvatljive troškove servisiranja kredita i troškove na strani inflacije.

### Cene

*Inflacija je u Q2 i u julu nastavila da se kreće ispod donje granice cilja NBS*

Na kraju drugog kvartala međugodišnja inflacija je iznosila 1,9%, što je neznatno više od vrednosti na kraju Q1 (Tabela T5-1). Izlazak visoke inflacije iz januara 2014. iz obračuna međugodišnje inflacije uticao je na njen snažan pad u januaru 2015. godine. U narednim mesecima na kretanje inflacije je u najvećoj meri uticala tekuća mesečna inflacija, budući da je u ostalim mesecima 2014. mesečna inflacija (odnosno deflacija) uglavnom bila relativno niska. Međugodišnja inflacija je u aprilu iznosila 1,8%, u maju 1,5%, u junu 1,9%, dok je u julu pala na 1,1% (najvećim delom usled snažnog pada cena povrća). Sve ove vrednosti su ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja Narodne banke Srbije (NBS), ispod kojih se inflacija nalazi od marta 2014. godine. Ispod donje granice ciljanog koridora NBS nalazi se i noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata), koja je u junu iznosila 2,1%, dok je u julu pala na 1,8%. Kretanje međugodišnje noseće inflacije u proteklih godinu dana je relativno stabilno. Od kada je u avgustu 2014. godine noseća inflacija pala ispod donje granice koridora NBS, nije došlo do njenih većih odstupanja – kretala se u opsegu od 1,6% do 2,2% (Grafikon T5-2). Sprovođenje mera fiskalne konsolidacije (smanjenje plata u javnom sektoru i penzija) smanjuje domaću tražnju, što se ogleda u niskoj nosećoj inflaciji, kao i u odsustvu značajnijeg preliivanja depresijacije dinara iz perioda jul 2014. – februar 2015. godine na cene.<sup>1</sup> Izostanak očekivanog ra-

<sup>1</sup> Nakon navedenog perioda depresijacije usledio je period naglog jačanja (februar) i stabilizacije kursa dinara (mart – avgust) na oko 120 dinara za evro, tako da se ni u narednim mesecima ne očekuje značajnije preliivanje prethodno ostvarene depresijacije na cene. Period kašnjenja prenošenja promena kursa na cene iznosi nekoliko (2-3) kvartala.

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2009-2015**

		Indeks potrošačkih cena				
		Bazni indeks (prosek 2006 = 100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovan
<b>2009</b>	dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
<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>	mar	175,1	11,2	1,2	0,0	4,7
	jun	178,2	9,7	2,9	1,0	7,3
	sep	177,3	4,8	2,4	0,0	-2,0
	dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
<b>2014</b>	jan	179,5	3,1	1,5	1,5	4,4
	feb	179,7	2,6	1,6	0,1	7,5
	mar	179,1	2,3	1,2	-0,3	5,1
	apr	180,1	2,0	1,8	0,6	1,4
	maj	180,2	2,1	1,9	0,1	1,1
	jun	180,4	1,2	2,0	0,1	2,9
	jul	180,2	2,0	1,9	-0,1	0,2
	avg	179,9	1,5	1,7	-0,2	-0,7
	sep	181,2	2,1	2,4	0,7	1,6
	okt	180,8	1,8	2,2	-0,2	1,3
	nov	180,8	2,4	2,2	0,0	2,0
	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

\* 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.

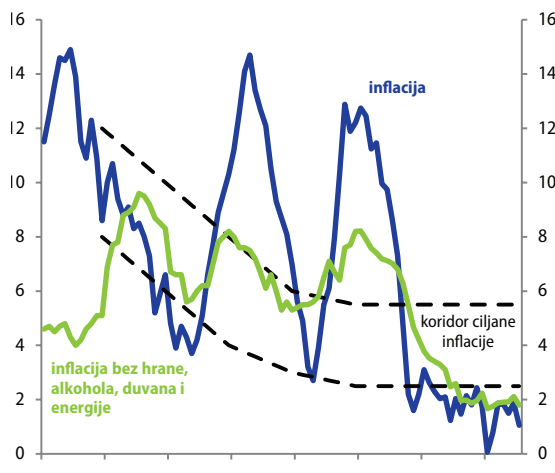
vrednih proizvoda nalazi se na najnižoj vrednosti u poslednjih pet godina, što će najverovatnije dovesti do smanjenja troškovnih pritisaka u proizvodnji hrane i u narednom periodu. Cena nafte nalazi se na šestogodišnjem minimumu, što će doprineti daljem smanjenju troškovnih pritisaka u proizvodnji. Nakon iščezavanja depresijacijskih pritisaka sredinom Q1, Narodnoj banci Srbije se otvorio prostor za ublažavanje monetarne politike, tako da je od marta preuzela aktivniju ulogu u ciljanju inflacije.<sup>2</sup> Od početka Q2 do kraja avgusta NBS je smanjila referentnu kamatnu stopu (RKS) za ukupno 2,0 procentna poena (p.p.), sa 7,5% na 5,5%, i to za po 50 baznih poena (b.p.) u aprilu, maju, junu i avgustu (Grafikon T5-3). Kretanje cena u Q2 i u julu bilo je na nivou očekivanog,<sup>3</sup> tj. ispod granica ciljanog koridora NBS, uzimajući u obzir odsustvo korekcije regulisanih cena, spor ekonomski oporavak i pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu i pad cene nafte.

<sup>2</sup> Iako je targetiranje inflacije režim monetarne politike NBS od početka 2009. godine (Sporazum o ciljanju inflacije koji su potpisale Vlada Republike Srbije i Narodna banka Srbije), kao de facto primarni ciljevi su se u proteklih nekoliko godina nametnuli stabilizacija kursa (sprovođi se režim sličniji režimu fiksnog nego fleksibilnog kursa) i snižavanje inflacije. U slučaju kada je inflacija niska, njeno vraćanje u okvir ciljnog koridora, koji je određen uzimajući u obzir konvergenciju ka cenama u Evropskoj uniji, postalo je od sekundarnog značaja.

<sup>3</sup> Kvartalni monitor br. 40.

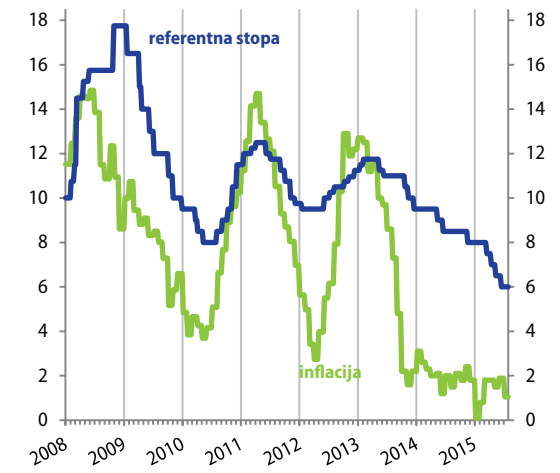
sta regulisanih cena u prethodnih godinu dana (do kraja jula) je takođe delovao deflaciono, dok je u avgustu došlo do dugog odlaganog povećanja cene električne energije. Na stabilnost cena takođe su imali uticaj jačanje i stabilizacija dinara od februara meseca. Pored domaćih faktora, inflatorni pritisci u Q2 i u julu mesecu su ostali niski i po osnovu niske inflacije u međunarodnom okruženju i niskih cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu. Pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu (mereno *Commodity Agricultural Raw Material Index*-om) doveo je do smanjenja troškovnih pritisaka u proizvodnji hrane na svetskom i na domaćem tržištu. Indeks cena primarnih poljoprivrednih proizvoda

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2008-2015**



Izvor: NBS i proračun QM-a

**Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008-2015**



Izvor: NBS

### Umerena inflacija u Q2

U drugom kvartalu rast indeksa potrošačkih cena iznosio je 0,77% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: u aprilu 0,55%, u maju -0,27% (deflacija) i u junu 0,49%. Ukupan rast cena od početka godine do kraja Q2 iznosi 2,1% i na približno jednakom nivou je kao u istom periodu 2014. godine. Najveći doprinos inflaciji u Q2 dali su poskupljenje turističkih aranžmana, rast cena cigareta i naftnih derivata, kao i u manjoj meri rast cena kućnih aparata, alata i opreme za kuću i vrt, telefonske opreme, nameštaja, obuće i proizvoda za održavanje stana. Cene hrane imale su približno neutralni efekat na indeks potrošačkih cena (rast cena voća i pad cena povrća), dok su deflatorno delovali pad cena prirodnog gasa i čvrstih goriva. Usled sezonskog poskupljenja turističkih aranžmana, rast cena iz grupe rekreacija i kultura iznosio je 5,1% (doprinos inflaciji od 0,3 p.p.), dok su cene naftnih derivata porasle za 3,1% (doprinos od 0,2 p.p.) usled (kratkotrajnog) rasta svetske cene nafte<sup>4</sup> i rasta kursa dinara (depresijacije) u odnosu na dolar na nivou proseka u Q2 u odnosu na Q1. Nakon duže odlaganog poskupljenja cigareta, u Q2 je njihova cena porasla za 4,0% (doprinos od 0,2 p.p.) usled aprilskog poskupljenja od 10 dinara po paklici svih vrsta cigareta. Iako su akcize povećavane u julu 2014. i u januaru 2015. godine, cene cigareta su smanjene u poslednjem kvartalu 2014. a početkom 2015. godine su ostale na istom nivou usled velike konkurencije proizvođača čiji je cilj bio da zadrže poziciju na opadajućem tržištu,<sup>5</sup> a do prevaljivanja poreskog tereta sa proizvođača na potrošače došlo je tek tokom koordinisanog poskupljenja od strane svih proizvođača. Na rast inflacije u manjoj meri uticala su i poskupljenja proizvoda i usluga iz grupe kućnih aparata (rast od 1,8%, doprinos od 0,02 p.p.), alat i oprema za kuću i vrt (rast od 2,1%, doprinos od 0,01 p.p.), telefonska oprema (rast od 4,3%, doprinos od 0,02 p.p.), obuća (rast od 1,5%, doprinos od 0,02 p.p.), nameštaj i oprema za domaćinstvo (rast od 1,0%, doprinos od 0,01 p.p.) i proizvodi i usluge za održavanje stana (rast od 0,7%, doprinos od 0,01 p.p.). Cene proizvoda iz grupe hrane i bezalkoholnih pića u celini su u maloj meri uticale na kretanje indeksa cena u Q2 (rast od 0,05%, doprinos od 0,02 p.p.). Najveći doprinos dale su cene neprerađene hrane, ali su unutar ove heterogene grupe cene voća i povrća imale divergentno kretanje i u velikoj meri međusobno poništile doprinose inflaciji – cene voća su porasle za 27,0% (doprinos od 0,55 p.p.), dok su cene povrća pale za 9,5% (doprinos od -0,50 p.p.). Znatnije promene su zabeležile i cene mesa (rast od 1,8%, doprinos 0,14 p.p.) kao i cene mleka sira i jaja (pad od 3,0%, doprinos od -0,16 p.p.), dok su ostale cene iz grupe hrane imale relativno male promene i doprinose inflaciji. Deflatorno je delovao pad cene prirodnog gasa za javno snabdevanje od 5,0% i čvrstih goriva za 0,8% što je dalo doprinos inflaciji od -0,03 p.p. odnosno -0,02 p.p. respektivno.

<sup>4</sup> Rast cena nafte je zabeležen u aprilu i maju, dok je od juna do avgusta cena pala na najnižu vrednost u poslednjih šest godina.  
<sup>5</sup> Kvartalni monitor 39. (5. Cene i devizni kurs)

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

	učesće u IPC (u%)	doprinos porast cena u Q2 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	doprinos porast cena u julu 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,8	0,8	-0,9	-0,92
Hrana i bezalkoholna pića	32,8	0,1	0,0	-3,7	-1,22
Hrana	29,2	0,0	0,0	-4,2	-1,22
Alkoholna pića i duvan	7,4	2,3	0,2	2,2	0,17
Duvan	4,7	4,0	0,2	3,5	0,16
Odeća i obuća	4,5	0,2	0,0	-1,1	-0,05
Stanovanje, voda struja	13,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,06
Električna energija	4,8	0,0	0,0	0,0	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	1,1	0,1	0,4	0,02
Zdravstvo	5,0	0,2	0,0	-0,3	-0,02
Transport	12,9	1,5	0,2	0,2	0,03
Goriva i maziva	5,8	3,1	0,2	0,3	0,02
Komunikacije	5,0	0,2	0,0	0,2	0,01
Ostalo	14,3		0,3		0,19

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Deflacija u julu**

U julu je na mesečnom nivou ostvarena relativno visoka deflacija od 0,9%, najvećim delom usled pada cena neprerađene hrane, prirodnog gasa i odeće i obuće, dok je inflatorno delovao rast cena duvanskih proizvoda i turističkih aranžmana. U okviru cena hrane, najveći doprinos dale su promene cena neprerađene hrane – snažan pad cena povrća, koji je iznosio -20,5% (doprinos od -1,1 p.p.) i znatno skromniji pad cena voća od -2,8% (doprinos od -0,06 p.p.), dok su cene ostalih kategorija iz grupe hrane (osim cena ulja i masti koje su porasle za 4,8%) stagnirale. U poređenju s cenama od pre godinu dana, voće je skuplje za oko 26%, dok je povrće jeftinije za oko 5%, dok bi sezonsko kretanje ovih cena (uobičajen je rast cena voća krajem Q2 i tokom Q3 i pad cena povrća tokom Q3), u narednim mesecima trebalo da ima približno neutralan efekat. U julu su dodatno pale cene prirodnog gasa (za 10,2%, doprinos od -0,06 p.p.) i čvrstih goriva (za 0,2%, doprinos od -0,01 p.p.). Dezinflatorno je delovalo sniženje cena odeće i obuće (-1,1%, doprinos od -0,05 p.p.) i nameštaja i opreme za domaćinstvo za približno isti iznos koliko je iznosilo poskupljenje u Q2 (-1,0%, doprinos od -0,01 p.p.), najvećim delom zbog prodajnih akcija u letnjim mesecima, kada tražnja opada. Deflaciju je u najvećoj meri ublažio nastavak rasta cena duvanskih proizvoda od 3,5% (doprinos od 0,16 p.p.) pošto je u julu došlo do ponovnog poskupljenja od 10 dinara po kutiji cigareta. Ovo poskupljenje je u skladu s našim ranijim očekivanjima<sup>6</sup> budući da se u julu realizuje odluka o povećanju akciza iz jula meseca, kao i da se povećanje cena nije moglo u dužem periodu odlagati, tako da se aprilskim i julskim povećanjem cena cigareta poreski teret rasta akciza u prethodnom periodu u velikoj meri preneo na potrošače. Cene turističkih aranžmana su nastavile da rastu i u julu, pa su cene iz grupe rekreacija i kultura porasle za 4,3% (doprinos od 0,23 p.p.) što je u skladu sa sezonskim rastom koji se očekuje od juna do avgusta meseca, nakon čega sledi osetan pad. Cene naftnih derivata su porasle za oko 0,3% (doprinos od 0,02 p.p.), povećana je cena snabdevanja vodom za 1,2% (doprinos od 0,02 p.p.) i dodatno su poskupeli proizvodi za održavanje stana (za 1,6%, doprinos od 0,03 p.p.). U narednim mesecima će (posmatrano na međugodišnjem nivou) inflatorno delovati avgustovsko povećanje cene električne energije, izlazak iz obračuna prošlogodišnjih, niskih cena duvanskih proizvoda i nešto lošija poljoprivredna sezona u zemlji od očekivane, dok će najveći dezinflatorni efekat prouzrokovati izrazito niska cena sirove nafte na svetskom tržištu.

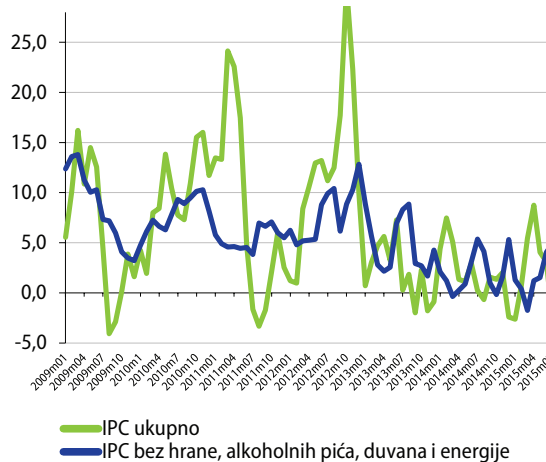
6 Kvartalni monitor 40. (5. Cene i devizni kurs)



**Ukupna inflacija je na niskom nivou, dok je noseća inflacija u porastu**

Ukupna inflacija se nalazi u negativnoj zoni (3m anualizovani prosek iznosi -2,8%), dok noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) u blagom rastu. Međutim, njihov kratkoročni trend (Grafikon T5-5) se može dobro objasniti promenama cena jednokratnog karaktera – sezonskim padom cena neprerađene hrane za ukupnu inflaciju i sezonskim rastom cena turističkih usluga za noseću inflaciju, koji su bili glavni faktori njihovog kretanja u poslednjih nekoliko meseci. Nakon relativno stabilnog kretanja tokom Q2 (osim u aprilu kada je došlo do akumulacije povećanja cena voća i povrća u prethodna tri meseca), snažan pad cena povrća od preko 20% oborio je 3m anualizovani prosek za gotovo 6 p.p. (sa 3,1% na -2,8%). Međutim, kako je rast ovih cena u narednim mesecima izvestan, ovaj trend će se svakako promeniti: inflacija je

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2009-2015**



Izvor: RZS i pror0ačun QM-a

**Rast regulisanih cena doprineće približavanju inflacije ciljanom koridoru NBS**

Regulisane cene su u Q2 ostvarile rast od 0,8% (doprinos indeksu potrošačkih cena od 0,1 p.p.) najvećim delom usled rasta cena cigareta u aprilu, dok su na međugodišnjem nivou i dalje u padu od -1,5%.<sup>7</sup> Međutim, izvesno je da će se ovaj trend preokrenuti u Q3. Iako do najavljenog povećanja cene električne energije nije došlo tokom Q2 kao ni u julu mesecu, ostvarena je prognoza NBS da će do povećanja doći tokom trećeg kvartala. U avgustu je cena električne energije povećana za potrošače na niskonaponskoj mreži (domaćinstva i uslužne delatnosti – trgovina, ugostiteljstvo, finansijski sektor i dr.) za ukupno 12% (povećanje proizvođačke cene za 4,5% i uvođenje akcize u iznosu od 7,5%), dok je za industrijske proizvođače, koji koriste struju na srednjem i visokom naponu, cena porasla samo za iznos akcize od 7,5%. Ovo povećanje će direktno uticati na rast inflacije sa oko 0,6 p.p. i na povratak rasta regulisanih cena na međugodišnjem nivou, nakon dužeg perioda opadanja. Efekat prelivanja cene električne energije na druge potrošačke cene daće dodatni doprinos inflaciji i doprineće njenom približavanju ciljanom koridoru NBS.

**Narodna banka Srbije aktivnije učestvuje u targetiranju inflacije ali se njen povratak unutar granica koridora ne očekuje tokom ove godine**

Tokom drugog kvartala, Narodna banka Srbije je u više navrata, tokom aprila, maja i juna smanjivala referentnu kamatnu stopu za po 50 baznih poena. U avgustu je RKS dodatno smanjena za 50 b.p. i na kraju meseca je niža za 2,0 p.p. u odnosu na početak Q2 i iznosi 5,5% (ovo je njen najniži nivo u režimu ciljanja inflacije), što predstavlja dobru meru s ciljem vraćanja inflacije unutar granica cilja. Iako je RKS na svom najnižem nivou, ona je ipak relativno visoka, tj. znatno je veća od ukupne i noseće inflacije (1,1% i 1,8%, respektivno). Smanjenje RKS trebalo bi da dovede do smanjenja dinarskih kamatnih stopa na tržištu novca i kredita, što bi trebalo da doprinese privrednom rastu. I pored popuštanja monetarne politike, centralna projekcija NBS od avgusta meseca<sup>8</sup> je niža u odnosu na majsku projekciju, jer su svetske cene primarnih proizvoda niže od prethodno očekivanih (nalaze se na petogodišnjem minimumu). Očekuje se da će do sredine 2016. godine inflacija kretati oko i ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja a da će tek nakon toga može očekivati ulayak inflacije u cilji koridor. Glavni faktori koji će delovati na

<sup>7</sup> Izveštaj o inflaciji, NBS, avgust 2015.

<sup>8</sup> Izveštaj o inflaciji NBS, avgust 2015.

svakako niska ali je deflacioni trend rezultat samo privremenih faktora. Rast anualizovanog 3m proseka noseće inflacije u junu i julu se velikim delom može objasniti sezonskim rastom cena turističkih aranžmana, kada su cene iz grupe rekreacija i kultura porasle za 4,1% u junu i 4,3% u julu. Kao što su cene neprerađene hrane trenutno oborile ukupnu inflaciju na vrlo nizak nivo, tako je i sezonski rast cena turističkih aranžmana (koji je uobičajen u periodu jun-avgust) podigao noseću inflaciju na znatno viši nivo od onog na koji će se vratiti u narednim mesecima, kada navedene cene budu stagnirale a zatim i pale. Osim kratkoročnih, na noseću inflaciju deluju faktori koji određuju njenu dinamiku u srednjem i dužem roku, kao što su stabilan kurs dinara i niska agregatna tražnja.

povratak inflacije unutar cilja (u srednjem roku) su rast cena električne energije, cigareta i naftnih derivata, ali i mogući rast cena primarnih proizvoda. Očekuje se da efekat preliivanja rasta cena električne energije iz avgusta na druge cene neće biti većeg obima. Inflacija će porasti i po osnovu niske baze iz prošle godine koja je velikim delom posledica smanjena cena cigareta i naftnih derivata. Inflaciona očekivanja privrede i finansijskog sektora za godinu dana unapred i na srednji rok su u granicama cilja, ali su inflaciona očekivanja stanovništva na znatno višem nivou. Međutim, sa obzirom da je percipirana inflacija od strane građana višestruko veća od ostvarene, verovatno su projekcije inflacije od strane građana pristrasne na više. Dezinflatorno će u narednom periodu (u kraćem roku) delovati niska cena nafte, niska inflacija u međunarodnom okruženju, nastavak sprovođenja mera fiskalne konsolidacije i niska domaća tražnja. Neizvesnost u pogledu ostvarenja projekcije NBS odnosi se na kretanje cena primarnih poljoprivrednih proizvoda i njihov uticaj na cene hrane, kao i na uticaj kretanja u međunarodnom okruženju na premiju rizika zemlje i priliv kapitala. Domaći rizici su u izvesnoj meri smanjeni – aranžman s MMF-om i niži fiskalni i spoljni deficit doprinose održivosti javnih finansija i poboljšanju makroekonomskih parametara, što zatim doprinosi stabilnosti deviznog tržišta i utiče na povoljniju percepciju investitora. Očekuje se da će prosečna inflacija u 2015. godini iznositi oko 1,6%, što je niže od planirane inflacije od 2,7%. Ova promena će dovesti do korekcije nominalnog BDP-a naniže za iznos razlike planirane i ostvarene inflacije (tj. za oko 1,1%), što će uticati da poreski prihodi rastu sporije od plana, kao i da se uspori pad udela javnih rashoda u BDP-u. Ovakve promene su najznačajnije u slučaju udela rashoda za plate i penzije u BDP-u, budući da će, zbog zadavanja njihovog cilja u procentima BDP-a, sporiji pad značiti slabije efekte fiskalne konsolidacije i neophodan produžetak perioda njenog sprovođenja. Ocenjujemo da postoji prostor da se poveća inflacija (unutar granica ciljnog koridora) kako bi se povećao nominalni BDP, a time i poreski prihodi, dok bi se smanjio udeo javnih rashoda u BDP-u.

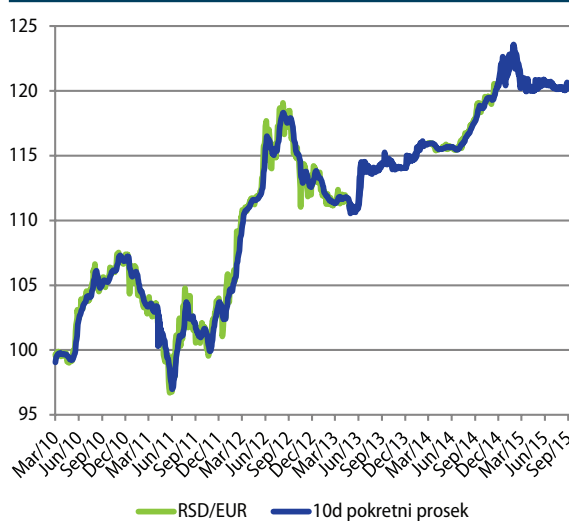
## Devizni kurs

### *Kurs dinara je skoro fiksiran*

Depresijacija u Q2, apresijacija u julu a zatim depresijacija u avgustu su izrazito male, pa se može oceniti da je kurs gotovo fiksiran (od početka aprila do kraja avgusta kretao se između 120,0 i 120,9 dinara za evro). Tokom drugog kvartala dinar je prema evru nominalno depresirao za 0,3%, posmatrano na kraju perioda, odnosno za 0,07% na nivou proseka perioda. U odnosu na američki dolar, dinar je na kraju Q2 oslabio za 3,3%, isto koliko i na nivou proseka kvartala. Najvećim delom ovo je posledica nastavka slabljenja evra u odnosu na dolar. Do manjih promena kursa došlo je tokom aprila (apresijacija od 0,05%) i juna meseca (depresijacija od 0,03%), kada je dinar bio relativno stabilan, dok je jedino u maju nešto osetnije oslabio – za 0,34% (Grafikon T5-6). Međutim, depresijacija ostvarena u Q2 poništena je julsom apresijacijom od 0,38% na kraju meseca, odnosno 0,28% na nivou mesečnog proseka. U odnosu na dolar, dinar je tokom jula oslabio za 1,9% (odnosno za 1,6% na nivou proseka). Tokom avgusta došlo je do stabilizacije kursa dinara u odnosu na evro – ostvarena je neznatna depresijacija od 0,06% na kraju meseca, odnosno 0,01% na nivou mesečnog proseka. Narodna banka Srbije je tokom Q2 na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) intervenisala najviše u aprilu – kupovinom 140 mln evra i prodajom 30 mln evra, dok je nakon toga, do kraja Q2 intervenisala samo na strani kupovine deviza, u iznosu od 10 mln evra (u junu mesecu). Za vreme postojanja apresijacijskih pritisaka, NBS je intervenisala kupovinom deviza i ublažila veće jačanje dinara. Međutim, kada su postojali depresijacijski pritisci – od druge polovine aprila do kraja maja, NBS nije intervenisala i prepustila je kretanje kursa uslovima tržišta. Narodna banka Srbije je intervenisala na MDT kupovinom 230 mln evra u julu i neto kupovinom 130 mln evra u avgustu (kupovinom 140 i prodajom 10 mln evra). Ovo predstavlja promenu u odnosu na ponašanje NBS u prethodnom periodu, kada su intervencije bile usmerene ka sprečavanju prekomernih dnevnih oscilacija kursa ali najviše onda kada je dinar slabio, dok se na prekomerno dnevno jačanje dinara uglavnom nije reagovalo. Jačanje dinara posledica je egzogenih, uglavnom finansijskih faktora (kvantitativno popuštanje u zemljama evrozona) i nije u skladu sa konkurentnošću privrede Srbije. Eventualno buduće jačanje dinara negativno bi uticalo na izvoz Srbije, a u srednjem roku i na rast privredne aktivnosti i zaposlenosti. Stoga je neophodno da NBS različitim merama monetarne politike (kamatnim

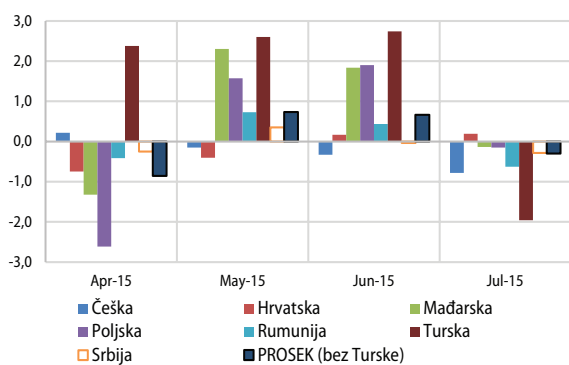
Globalni faktori u velikoj meri utiču na kretanje kursa dinara

**Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010-2015**



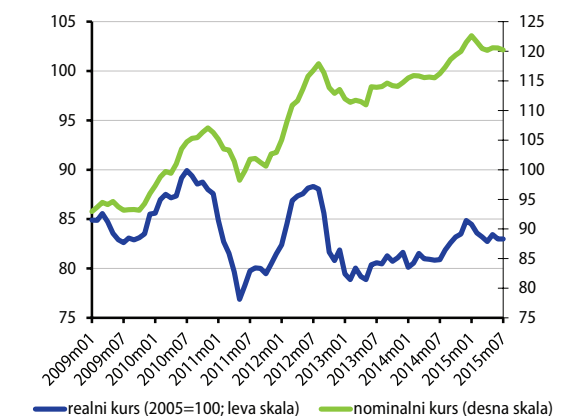
Izvor: NBS

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



Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a

**Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2009-2015**



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

Realna vrednost dinara je približno nepomenjena tokom Q2 i jula

stopama, obaveznim rezervama i dr.) spreči jačanje dinara u odnosu na evro.

Rast likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu (najvećim delom usled mera kvantitativnog popuštanja ECB koje su od marta počele da se primenjuju) jedan je od najvažnijih globalnih faktora koji utiče na kretanje kursa dinara. Smanjenje percepcije rizika zemlje (u znatnoj meri zbog potpisivanja aranžmana sa MMF-om) i smanjenje fiskalnog deficita su dodatni faktori koji utiču na stabilizaciju kursa. Tokom aprila, intervencije NBS (smanjenje RKS i kupovina deviza na MDT) doprinele su da volatilitet kursa u Srbiji bude među najnižim u regionu, u poređenju sa zemljama sa sličnim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7). Budući da sve izabrane zemlje predstavljaju male otvorene privrede, njihova devizna tržišta su pod jakim uticajem kretanja stranog kapitala. Tako je kriza javnog duga Grčke dovela do opreznijeg ponašanja investitora na većini evropskih tržišta što je podstaklo depresijacijske pritiske. Međutim, nakon postizanja dogovora Grčke s međunarodnim kreditorima, eksterni rizici su se smanjili i u julu je usledila apresijacija u većini posmatranih zemalja.

Dinar je tokom Q2 realno apresirao za oko 0,25%, dok se tokom jula meseca zadržao na praktično nepromenjenoj vrednosti realnog kursa (ostvarena je realna depresijacija od 0,01%). Realna apresijacija u Q2 u potpunosti je rezultat razlike u inflaciji u Srbiji i u evrozoni (inflacija u Q2 u Srbiji iznosi 0,77% a u evrozoni 0,45%), budući da je u tom periodu ostvarena nominalna depresijacija kursa dinara od 0,07%. Od početka godine do kraja jula dinar je realno apresirao za oko 2,2%, čime je prepolovljeno povećanje konkurentnosti privrede ostvareno u drugoj polovini 2014. godine (Grafikon T5-8). Ipak, tokom jula je vrednost realnog kursa zadržana na junskom nivou, zahvaljujući tome što je razlika inflacije u Srbiji i u evrozoni „poništila“ nominalnu apresijaciju. Realni kurs dinara na kraju jula nalazi se na sličnom nivou kao u oktobru 2014. Umerena realna depresijacija dovela bi do poboljšanja konkurentnosti privrede, što bi povoljno uticalo na rast zaposlenosti u Srbiji i ekonomski

rast, uz prihvatljive troškove na strani inflacije (naročito kada se uzme u obzir da je ona na istorijskom minimumu i ispod donje granice ciljanog koridora NBS) i troškova servisiranja kredita.