

5. Cene i devizni kurs

Inflacija je u Q1 i u aprilu nastavila da se kreće ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju aprila iznosi 1,8%. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe je ispod donje granice cilja i u aprilu iznosi 1,9%. Inflacija se tokom prethodnih 14 meseci neprekidno kretala ispod ciljanog koridora, dok je noseća inflacija 9 meseci neprekidno ispod donje granice cilja NBS. Deflacioni trend koji je trajao sve do januara zaustavljen je, i od februara do aprila je zabeležena umerena mesečna inflacija, izazvana rastom cena privremenog karaktera (natprosečni sezonski rast cena voća i povrća). Niska domaća tražnja, recesija, kao i izostanak rasta regulisanih cena dali su glavni doprinos održavanju inflacije na izuzetno niskom nivou, uz dodatni doprinos niskih cena svetske nafte i neprerađene hrane. Rast likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu, koji je uticao i na jačanje dinara, stvorio je prostor da Narodna banka Srbije od marta otpočne sa većim popuštanjem monetarne politike, tako da je u periodu mart-maj smanjila referentnu kamatnu stopu za ukupno 150 baznih poena (sa 8% na 6,5%). Međutim, povratak inflacije u granice koridora bilo bi izvesnije i poželjnije uz sprovođenje najavljene, ali odložene korekcije regulisanih cena. Budući da se rast regulisanih cena uzima u obzir pri izračunavanju ciljne inflacije od strane NBS, kao i da one znatno doprinose ukupnoj inflaciji (u proseku oko 2,0 p.p.), odlaganje povećanja ovih cena (u Q1 je čak zabeležen međugodišnji pad) narušava cenovnu stabilnost u srednjem i dužem roku. Drugi faktori koji mogu delovati inflatorno su efekat niske prošlogodišnje baze i moguće prelivanje do februara ostvarene depresijacije dinara na cene (ovo je moguće samo u manjem obimu, budući da je dinar nakon februara u znatnoj meri ojačao). Tokom Q1 dinar je nominalno apresirao za oko 0,6% prema evru (0,9% na nivou proseka perioda), odnosno depresirao za 12,0% prema dolaru (12,7% na nivou proseka kvartala). Apresijacija prema evru je u manjoj meri nastavljena i u aprilu, dok je u maju zabeležena neznatna depresijacija. Promene kursa su u velikoj meri posledica globalnih faktora (rast likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu usled sprovođenja mera kvantitativnog popuštanja ECB i odlaganja povećanja referentne kamatne stope od strane FED-a), dok su domaći faktori uticali na ublažavanje apresijacije i na majsku depresijaciju dinara (kupovina deviza na MDT i smanjenje referentne kamatne stope). Odobrenje aranžmana sa MMF-om dodatno je uticalo na smanjenje rizika zemlje i na jačanje dinara. Realna apresijacija u Q1 iznosila je oko 2% dok je u aprilu dinar apresirao za dodatnih 0,6% u odnosu na evro – jačanje dinara pogoršava cenovnu konkurentnost privrede Srbije, što utiče na održavanje spoljnih deficita na visokom nivou. Realna apresijacija je u većoj meri posledica veće inflacije u Srbiji nego u evrozoni, a u manjoj meri i nominalne apresijacije dinara.

Cene

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

Međugodišnja inflacija je na kraju prvog kvartala 2015. godine iznosila 1,8%, što je nepromenjen iznos u odnosu na kraj 2014. godine (Tabela T5-1). Kretanje međugodišnje inflacije na mesečnom nivou pokazuje njen snažan pad u januaru (najvećim delom zbog izlaska iz obračuna visoke mesečne inflacije od januara 2014. godine), i njen umeren rast u narednim mesecima. Tako je međugodišnja inflacija u januaru iznosila 0,1%, u februaru 0,8%, dok je u martu i aprilu iznosila 1,8%. Ove vrednosti su ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja Narodne banke Srbije (NBS), ispod kojih se inflacija nalazi duže od godinu dana (tj. od marta 2014. godine, kada je inflacija pala ispod donje granice koridora). Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkohola, duvana i energenata) se takođe u dužem periodu neprekidno kreće ispod donje granice cilja NBS i u martu je iznosila 1,9%, na koliko se zadržala i u aprilu. Mesečno kretanje međugodišnje noseće inflacije je relativno stabilno i od kada je u avgustu 2014. godine pala ispod donje granice koridora NBS, kreće se u opsegu od 1,6% do 2,2% (Grafikon T5-2), što je u saglasnosti sa objašnjenjem da su niski inflatorni pritisci i dalje u velikoj meri posledica niske agregatne tražnje, budući da još uvek nije došlo ni do značajnijeg prelivanja depresijacije

5. Cene i devizni kurs

dinara iz perioda jul 2014. – februar 2015. na cene. Domaći faktori koji su uticali na kretanje inflacije ispod cilja su: nastavak recesije, fiskalna konsolidacija (smanjenje penzija i plata u javnom sektoru) koja je dodatno umanjila agregatnu tražnju, izostanak rasta regulisanih cena i slab efekat preliivanja depresijacije kursa na cene, kao i stabilizacija i jačanje dinara od februara 2015. godine. Snažan pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu u proteklih godinu dana (posmatrano *Commodity Agricultural Raw Material Index*-om) doprineo je niskim troškovnim pritiscima u proizvodnji hrane (posmatrano *Commodity Fuel Price Index*-om) na svetskom, kao i na domaćem tržištu. Još izraženiji pad svetske cene nafte, od juna 2014. do januara 2015. godine, uticao je na pad cena naftnih derivata i doprineo smanjenju troškovnih pritisaka u gotovo celoj privredi. Cena nafte se od januara stabilizovala, i od marta ima trend blagog rasta, ali je i dalje daleko ispod maksimalne cene iz 2014. godine (trenutno se nalazi na oko 57% ove vrednosti). Osim domaćih i eksternih faktora, na kretanje inflacije utiču i mere NBS i korekcije regulisanih cena. Pasivan odnos NBS prema deflaciji (sporo i nedovoljno ublažavanje restriktivnosti monetarne politike) u periodu druge polovine 2014. i januara 2015. godine takođe nije doprineo

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

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine,
2009					
dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
2010					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
2011					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
2012					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
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
2014					
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
2015					
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

* 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.

vraćanju inflacije u granice cilja, budući da je u ovom periodu NBS svoje delovanje usmerila isključivo prema stabilizaciji kursa dinara. Međutim, kako je od februara otpočelo jačanje domaće valute, i od marta se javio rast likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu, otvorio se prostor za ublažavanje monetarne politike, pa je od marta NBS u više navrata smanjila referentnu kamatnu stopu (RKS) ukupno za 1,5 procentnih poena (p.p.). Kretanje cena u Q1 bilo je na nivou očekivanog,¹ kada se uzme u obzir odsustvo ublažavanja restriktivnosti monetarne politike sve do polovine marta meseca i odsustvo rasta regulisanih cena (električne energije), koje je bilo najavljeno tek nakon završetka grejne sezone, pa je Q1 obeležila umerena inflacija od 1,3%. Do rasta cene električne energije nije došlo ni do kraja maja meseca, dok je NBS otpočela sprovođenje mera ublažavanja monetarne politike znatno snažnije nego u prethodnom periodu. U aprilu je zabeležena inflacija od oko 0,5%, ali je međugodišnja inflacija (i ukupna i noseća) ostala ispod donje granice cilja NBS, gde će nastaviti svoje kretanje i tokom Q2, a moguće i tokom Q3 ako se ponovo odloži korekcija regulisanih cena. Dezinflatorno će najvećim delom delovati niska

agregatna tražnja, dodatno pojačana dezinflatornim dejstvom sprovođenja mera fiskalne konsolidacije, i mogućim sprovođenjem mera strukturnih reformi, dok će inflatorno delovati efekat niske prošlogodišnje baze i mere NBS usmerene ka vraćanju inflacije u granice cilja.

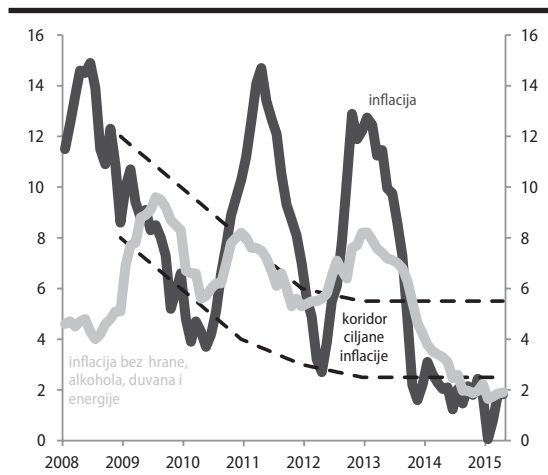
Od sredine marta, NBS je počela intenzivnije da smanjuje referentnu kamatnu stopu

Narodna banka Srbije je nakon četvoromesečne pauze, od marta ponovo počela da smanjuje referentnu kamatnu stopu, tako da je tokom marta, aprila i maja RKS smanjila za ukupno 150 baznih poena (b.p.), sa 8,0% na 6,5% (Grafikon T5-3). Ove odluke Izvršnog odbora NBS su donete imajući u vidu dugotrajno kretanje inflacije ispod donje granice cilja, kao i dalje niske inflatorne pritiske. Takođe, važni faktori bili su i stabilnost na deviznom tržištu i umereno jačanje dinara u odnosu na evro, kao i povoljnija kretanja u međunarodnom okruženju i povećanje globalne likvidnosti usled otpočinjanja sprovođenja mera kvantitativnog popuštanja Evropske centralne banke (ECB) i odlženog povećanja referentne kamatne stope FED-a. Pored uticaja na inflaciju, smanjenje referentne kamatne stope NBS predstavlja adekvatnu meru usmerenu na ublažavanje recesivnih trendova u Srbiji, budući da se oporavak ekonomske aktivnosti ne očekuje u ovoj godini.

Narodna banka Srbije je u januaru smanjila za 1 p.p. stope obavezne rezerve (sa 27% na 26% na deo devizne osnovice sa ugovorenom ročnošću do dve godine i sa 20% na 19% na deo osnovice sa ročnošću preko dve godine) i istovremeno povećala za 2 p.p. procenat devizne obavezne rezerve koja se izdvaja u dinarima (sa 36% na 38% i sa 28% na 30% u zavisnosti od ročnosti). Primenom ove nekonvencionalne mere monetarne politike – smanjenjem stope obavezne devizne rezerve i povećanjem stope izdvajanja njenog dinarskog dela za dvostruko veći procenat, indirektno je povećana ponuda deviza i smanjena ponuda dinara. NBS je tako delovala na ublažavanje depresivacije dinara ali i na posledično smanjenje inflatornih pritisaka.

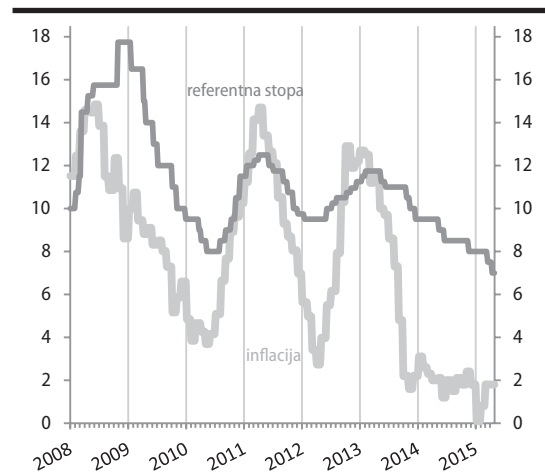
Ekspanzivna monetarna politika ECB, praćena slabljenjem evra u odnosu na većinu drugih svetskih valuta, negativna ili niska inflacija u zemljama centralne i istočne Evrope, kao i niska cena nafte otvorili su prostor centralnim bankama ovog regiona da smanje referentne kamatne stope. U poređenju s drugim zemljama regiona, koje takođe primenjuju režim fleksibilnog deviznog kursa, Srbija je na kraju maja imala relativno visoku referentnu kamatnu stopu (jedino je višu RKS imala Turska, gde je prisutna relativno visoka inflacija i volatilnost kursa), ali je u poređenju s njima inflacija u Srbiji bila na znatno višem nivou. U Srbiji RKS iznosi 6,5% (dok inflacija iznosi 1,8%)², u Češkoj 0,05% (inflacija 0,5%), u Hrvatskoj 5% (inflacija -0,1%), u Poljskoj 1,5% (inflacija -0,9%), u Rumuniji 1,75% (inflacija 0,6%), u Mađarskoj 1,65% (inflacija 0,0%) i u Turskoj 7,5% (inflacija 7,9%). Krajem maja referentna kamatna stopa u Srbiji je najniža u novijoj ekonomskoj istoriji, ali je još uvek veća za 4-5 procentnih poena u odnosu na stopu inflacije. Stoga ocenjujemo da je neophodno da NBS i u narednim mesecima nastavi sa smanjenjem referentne kamatne stope.

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

² Za sve navedene zemlje, podaci o referentnoj kamatnoj stopi se odnose na kraj maja, dok su podaci o međugodišnjoj inflaciji iz aprila.

**Rast regulisanih
cena je bitna
komponenta
u određivanju
ciljane inflacije**

Rast regulisanih cena je bitna komponenta za određivanje srednjoročnih ciljeva kretanja inflacije od strane NBS. Ove cene u indeksu potrošačkih cena učestvuju s ponderom od oko 20%, i NBS je do sada procenjivala njihov rast na oko 10% godišnje, što je u saglasnosti sa istorijskim rastom ovih cena u prethodnim godinama i sa nominalnom i realnom konvergencijom ka nivou cena u evrozoni. Ciljni rast IPC bez regulisanih cena određen je na nivou cilja u Evropskoj uniji od 2%. Ciljnom nivou ukupne inflacije od 4% regulisane cene daju doprinos od čak 2 p.p., zahvaljujući visokoj stopi njihovog rasta, dok sve ostale cene takođe doprinose sa 2 p.p (podjednak doprinos inflaciji daju regulisane i sve ostale cene). Rast regulisanih cena je neophodan kako bi se na duži rok obezbedila konvergencija ka cenama u Evropskoj uniji, dok je izostanak njihovog rasta loš, ne samo iz razloga što održava inflaciju na nivou ispod ciljnog koridora (koji je i određen uzimajući u obzir njihov rast) već zato što se tako odlaže rast cena koje u budućnosti svakako moraju nastaviti sa rastom, pa bi odlaganje njihovih korekcija uslovlilo brži tempo prilagođavanja u budućnosti. To bi onda prouzrokovalo višu ciljnu inflaciju i veću nestabilnost dinamike ukupnog indeksa cena. Pored toga, izostanak rasta nekih regulisanih cena uz povećanje cena drugih dobara ili usluga koje služe kao njihovi supstituti, unosi distorzije na datom tržištu. Primer koji je trenutno relevantan je – rast cena prirodnog gasa i usluga centralnog grejanja koji nije praćen rastom cene električne energije. Na taj način dolazi do distorzije potrošačevog izbora, što dovodi do društveno nepoželjnog i neefikasnog ishoda – korišćenja električne energije za grejanje stanova, budući da je u tom slučaju to jeftinija opcija za potrošača.

**Neizvesnost u
međunarodnom
okruženju se smanjuje**

Nakon neizvesnosti s početka godine, situacija u međunarodnom okruženju se smiruje – FED nije povećao referentnu kamatnu stopu, dok je ECB otpočela sprovođenje mera kvantitativnog popuštanja (slično merama FED-a u prethodnim godinama). Ekspanzivna politika Evropske centralne banke, depresijacija evra prema ostalim glavnim svetskim valutama i niska cena nafte doprinose ekonomskom oporavku u zoni evra (očekuje se da će rast zone evra iznositi 1,5%, ali to je ipak znatno manje od očekivanog rasta u SAD od 3,0%), što se postepeno prelijeva i na region centralne i istočne Evrope. Od marta do septembra tekuće godine (a i duže, ako se bude utvrdilo da inflacija u srednjem roku i dalje odstupa od nivoa konzistentnog sa ECB-ovom definicijom cenovne stabilnosti) ECB će ubrizgati preko 1100 mlrd evra, otkupom hartija od vrednosti država članica zone evra. Rezultati kvantitativnog popuštanja su ohrabrujući i procena je da deflacija u zoni evra neće biti nastavljena, dok se realne kamatne stope smanjuju, a evro slabi, što bi trebalo da ima stimulatívni efekat na privredu. Finansijska tržišta su reagovala smanjenjem prinosa na državne hartije u svim članicama zone evra, izuzev Grčke, gde su prinosi na državne hartije rasli usled bojazni investitora da bi ona mogla izaći iz zone evra ili da neće moći da finansira svoje obaveze. Mere ECB doprinose i povećanoj likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu, uprkos očekivanjima da će Sistem federalnih rezervi SAD-a (FED) ove godine početi s povećanjem referentne kamatne stope, mada i dalje nije poznato u kom obimu i kada će otpočeti s njenim povećanjem (međugodišnja inflacija u SAD u aprilu iznosi -0,2%, dok bazna inflacija, čiji indeks isključuje hranu i energente, iznosi oko 1,8%). Različít karakter monetarne politike ECB i najavljenih mera FED-a verovatno će doprineti daljem slabljenju evra, što bi povećalo konkurentnost i doprinelo oporavku evrozone i u određenoj meri se prelilo na ostale zemlje u regionu, uključujući i Srbiju.

**Umerena inflacija
u Q1...**

Inflacija ostvarena u prvom kvartalu 2015. godine iznosila je 1,33% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: -0,22% (deflacija) u januaru, 0,84% u februaru i 0,72% u martu. Nakon dužeg perioda deflacije, u februaru je ovaj trend zaustavljen, i od tada je i u narednim mesecima nastavljen umereni rast indeksa potrošačkih cena. Najveći doprinos inflaciji u Q1 dao je rast cena većeg dela proizvoda iz grupe neprerađene hrane (izuzev cena svežeg mesa, koje su bile niže nego u prethodnom kvartalu) i proizvoda iz grupe bezalkoholnih pića, kao i rast cena gasa i centralnog zagrevanja stanova, dok su dezinfatorno delovali pad cena farmaceutskih proizvoda, pad cena usluga socijalne zaštite i sezonski očekivani pad cena odeće i obuće. Cene hrane i bezalkoholnih pića zabeležile su u Q1 rast od 4,2%, gde su najveći doprinos imale cene neprerađene hrane: rast cena voća i povrća bio je nešto viši od sezonski očekivanog i iznosio je 13,2% (doprinos inflaciji od 0,3 p.p.), odnosno 18,2% (doprinos od 1,0 p.p.) respektívno, dok je pad cena svežeg mesa od 2,8% (doprinos od -0,2 p.p.) delovao dezinfatorno. Cene prerađene hrane takođe su dale po-

zitivnan doprinos inflaciji, među kojima je najveći doprinos dao rast cena proizvoda iz grupe bezalkoholnih pića (rast od 4,1%, doprinos od 0,14 p.p.). Od proizvoda iz grupe regulisanih cena, prirodni gas je poskupeo u martu, dok je cena centralnog grejanja povećana u januaru i martu, i njihov rast na kraju Q1 iznosi 9,7% (doprinos inflaciji od 0,06 p.p.) i 3,5% (doprinos od 0,05 p.p.), respektivno. Usled korekcije akciza, porasle su cene alkoholnih pića za 2,0% (doprinos od 0,05 p.p.). Cene farmaceutskih proizvoda snižene su najvećim delom u januaru, a manjim delom i u februaru, tako da je na kraju Q1 njihov pad iznosio 2,6% (doprinos od -0,08 p.p.). Znatnan pad cena usluga socijalne zaštite u januaru, nastavljen u manjem obimu i u februaru i martu, bio je posledica smanjena cena usluga u dečijim vrtićima u nadležnosti lokalnih samouprava, usled primene novog Pravilnika o merilima za utvrđivanje cene usluga u vrtićima. Pad cena usluga socijalne zaštite u Q1 iznosio je 25,8% i dao je doprinos inflaciji od -0,07 p.p. Dodatni dezinfletorni efekat u Q1 dao je sezonski pad cena odeće i obuće od 1,57% (doprinos od -0,07 p.p.). Cene automobila su u Q1 opale za 1,2% (doprinos od -0,03 p.p.) što je direktna posledica apresijacije kursa dinara u ovom periodu (slično, cene automobila su u prethodnom kvartalu zabeležile rast usled depresijacije kursa dinara).

...i u aprilu 2015. godine

Najveći doprinos aprilskoj inflaciji, koja je iznosila 0,55%, dao je rast cena proizvoda iz grupe hrane i bezalkoholnih pića i rast cena duvanskih proizvoda. U okviru cena hrane, najveći doprinos je dao nastavak rasta cena voća i povrća iz Q1, i iznosio je 6,1% (doprinos od 0,12 p.p.) i 2,1% (doprinos od 0,11 p.p.), respektivno. Cene cigareta su nakon pada u Q4 2014. i stagnacije u Q1 2015. godine, u aprilu porasle za 4,0% (doprinos od 0,19 p.p.). Iako su akcize na duvanske proizvode povećavane nekoliko puta u poslednjoj godini (u julu 2014. i u januaru 2015.), to nije bilo praćeno povećanjem cena cigareta. Razlog za to je pad prometa na tržištu i veća konkurencija među proizvođačima, koji se trude da zadrže poziciju na opadajućem tržištu, kao i mogući dumping od strane nekih proizvođača.³ U Q4 2014. ove cene su smanjene, a u Q1 zadržane na istom nivou, pa se nije moglo očekivati da će se ovakav trend nastaviti u dužem roku, što je pokazao aprilski rast ovih cena, dok se u narednom periodu očekuje njihov dalji rast. Cene naftnih derivata neznatno su porasle (u Q1 i u aprilu za ukupno 0,5%, što je dalo doprinos inflaciji od oko 0,03 p.p.) kao rezultat blagog rasta cene sirove nafte i depresijacije kursa dinara u odnosu na dolar.

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

	učeće u IPC (u%)	porast cena u Q1 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentn i poeni)	porast cena u aprilu 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentn i poeni)
Ukupno	100,0	1,3	1,3	0,55	0,55
Hrana i bezalkoholna pića	32,8	4,2	1,4	0,67	0,22
Hrana	29,2	4,2	1,2	0,71	0,21
Alkoholna pića i duvan	7,4	0,8	0,1	2,44	0,18
Duvan	4,7	0,0	0,0	3,99	0,19
Odeća i obuća	4,5	-1,6	-0,1	0,15	0,01
Stanovanje, voda struja	13,6	0,7	0,1	0,00	0,00
Električna energija	4,8	0,0	0,0	0,00	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	0,4	0,0	0,52	0,02
Zdravstvo	5,0	-1,8	-0,1	0,12	0,01
Transport	12,9	0,2	0,0	0,06	0,01
Goriva i maziva	5,8	0,2	0,0	0,29	0,02
Komunikacije	5,0	1,8	0,1	0,38	0,02
Ostalo	14,3		-0,2		0,08

Izvor: RZS i proračun QM-a

Ukupna inflacija je u porastu, dok je noseća inflacija i dalje na niskom nivou

Cena nafte tipa Ural, koju Naftna industrija Srbije prerađuje u svojim rafinerijama, pala je tokom Q1 za 2,7%, na 55,23\$/barel, (na početku 2014. iznosila je 56,75\$, najniža je bila u januaru – ispod 47\$, u februaru i martu je porasla iznad 60\$, da bi do kraja marta pala na 55,23\$ za barel) u aprilu je zatim porasla do 63,86\$, u maju se kreće oko 64\$ za barel. U posmatranom periodu, kurs dinara prema dolaru je depresirao sa 99,46 RSD/\$ na kraju 2014. godine na 108,14 RSD/\$ na kraju aprila, povremeno se krećući i iznad 111 RSD/\$.

Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) se tokom Q1 i u aprilu nalazi na stabilno niskom nivou (Grafikon T5-5). Neznatan rast koji je zabeležen u decembru 2014. godine izazvan je promenama cena jednokratnog karaktera – poskupeli su proizvodi čije cene u velikoj meri zavise od kursa dinara, budući da se radi gotovo isključivo o robi iz uvoza (automobili i telefonska oprema), i kada je u martu iz obračuna anualizovanog 3m proseka (koji je prikazan na grafikonu) izašao iznos decembarske inflacije, došlo je do naglog pada na negativnu vrednost od -1,8%. Kako je period depresijacije dinara okončan početkom februara, od kada je usledio period apresijacije, očekuje se da će buduća dinamika noseće inflacije u kratkom roku biti stabilna, bez većih i trajnijih promena, posebno imajući u vidu trend slabljenja agregatne tražnje, koja u znatnoj meri utiče na njeno kretanje. Ukupna inflacija (anualizovani 3m prosek) je tokom prva dva meseca Q1 bila na vrlo niskom nivou, da bi u martu i aprilu porasla na umereno visokih 5,5% i 8,7%, respektivno. Međutim, ovaj rast je velikim delom posledica sezonskog rasta cena voća i povrća tokom februara, marta i aprila, koji je bio nešto viši od očekivanog, što znači da ne odražava dugoročni trend u kretanju inflacije. Takođe, udeo doprinosa rasta cena voća i povrća u ukupnoj inflaciji u periodu januar-april je gotovo 80% (doprinos rasta cena voća i povrća iznosi 1,45 p.p., dok je ukupna inflacija tokom ova četiri meseca iznosila 1,88%), i kako se ove cene u narednim mesecima budu stabilizovale ili padale, a istovremeno iz obračuna 3m anualizovanog proseka izlazila njihova visoka inflacija u prvim mesecima ove godine, tako će i vrednost 3m proseka ukupne inflacije neizbežno padati. Regulisane cene su u Q1 nastavile da padaju (pad od 0,1%, doprinos IPC od -0,02 p.p. i ovo je najvećim delom posledica pada cena lekova i boravka dece u obdaništu), mada znatno blaže nego u prethodna dva kvartala. Posmatrano na međugodišnjem nivou, regulisane cene su na kraju marta opale za 2,0%, što se dešava prvi put otkako se IPC meri (prosek u prethodnim godinama iznosi oko 10%).⁴ Uzrok ovakvog kretanja je prvenstveno pad cena cigareta i lekova i izostanak korekcije cene električne energije tokom cele 2014. godine i tokom 2015. godine. Do najavljenog povećanja cena električne energije od 15% nakon završetka grejne sezone nije došlo i nema izgleda da će se ostvariti u Q2, a neizvesno je i da li će do povećanja doći za najavljeni iznos ili za neki umanjeni. Narodna banka Srbije trenutno procenjuje da će do povećanja cene električne energije doći tokom Q3 i to za 7,5%, što će direktno uticati na rast inflacije sa oko 0,35 p.p.

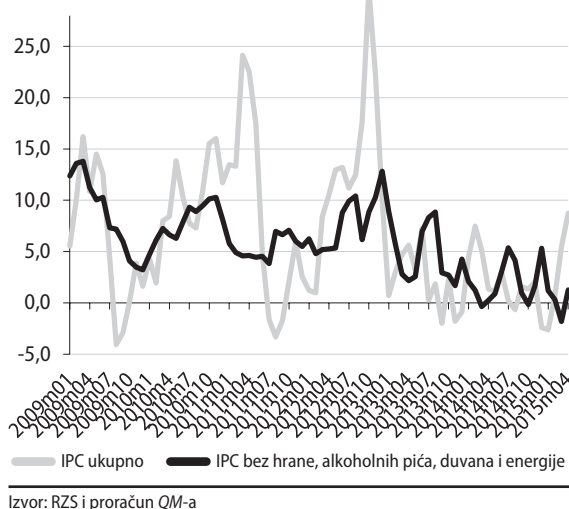
Mere NBS doprinose povratku inflacije u granice koridora, ali rast regulisanih cena izostaje

Počevši od marta, NBS je više puta smanjivala referentnu kamatnu stopu (ukupno za 150 b.p.) i ona trenutno iznosi 6,5%, (ovo je njen najniži nivo u režimu ciljanja inflacije) što predstavlja dobru meru s ciljem vraćanja inflacije unutar ciljanog koridora. Prestankom delovanja depresijacijskih pritisaka u februaru, NBS je umesto do tada *de facto* vođene politike stabilizacije kursa otpočela sprovođenje mera s ciljem targetiranja inflacije. Centralna projekcija NBS kretanja inflacije je takva da bi u Q3 inflacija trebalo da se vrati unutar granica dozvoljenog odstupanja od cilja, i da se do kraja 2016. godine kreće unutar tog opsega. Glavni faktori koji će delovati na povratak inflacije unutar cilja su rast cena električne energije, cigareta i naftnih derivata, koje su u prethodnoj godini uticale na to da se inflacija kreće ispod granice cilja. NBS je prepolovila iznos očekivanog poskupljenja struje (sa prethodno najavljenih 15% koji se nisu ostvarili na sada očekivanih 7,5%), dok ni realizacija ovog povećanja nije izvesna, budući da je prethodno najavljeno poskupljenje izostalo bez obrazloženja da li će se, za koji iznos i kada sprovesti. Efekat preliivanja cena električne energije na druge cene bio bi minimalan. Drugi važan faktor je rast cena cigareta, koji je već zabeležen u aprilu, a očekuje se nastavak i u narednim mesecima, budući da su trošak povećanja akciza u prethodnom periodu u potpunosti snosili proizvođači, da je čak došlo i do pojeftinjenja u uslovima jake konkurencije i smanjene tražnje, što se nije moglo nastaviti u dužem roku. Cene

⁴ Izveštaj o inflaciji NBS, maj 2015.

naftnih derivata su u blagom porastu, budući da je svetska cena nafte neznatno porasla i da je dinar znatno depresirao u odnosu na dolar, pa se očekuje njihov rast i u budućnosti. Kao što

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



je već navedeno, glavni dezinflatorni faktor u prethodnom periodu bio je izostanak rasta regulisanih cena (očekivan je njihov rast na prosečnom istorijskom nivou od 10%, ali je, naprotiv, ostvaren međugodišnji pad u Q1), koji je ugrozio adekvatno praćenje i ciljanje inflacije od strane NBS. Očekuje se da će cena gasa opadati u narednim kvartalima, što će imati dodatni dezinflatorni uticaj. Prelivanje depresijacije dinara ostvarene od sredine 2014. do februara 2015. godine na cene (koje deluje sa zakašnjenjem od nekoliko kvartala) moglo bi u manjem obimu da pojača inflatorne pritiske, dok se glavni rizici na projekciju kretanja inflacije odnose na kretanje cena primarnih proizvoda, odstupanje od pretpostavke o rastu regulisanih cena i u manjoj meri na uspešnost ovogodišnje poljoprivredne sezone.

Devizni kurs

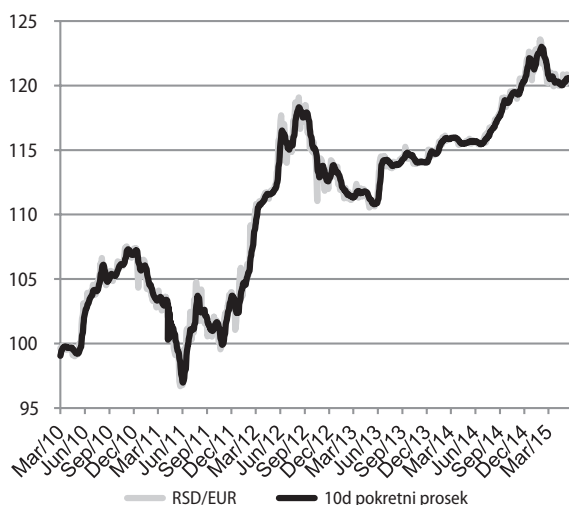
Apresijacija u Q1 i u aprilu 2015.

Nominalna apresijacija dinara prema evru u Q1 iznosila je 0,6% na kraju perioda, odnosno 0,9% na nivou proseka perioda. U odnosu na američki dolar, dinar je krajem Q1 oslabio za 12,0%, odnosno 12,7% na nivou proseka kvartala, što je gotovo u potpunosti posledica slabljenja evra u odnosu na dolar. Posmatrano po mesecima, u januaru je došlo do snažne depresijacije, koju je poništila još snažnija apresijacija u februaru, dok je do stabilizacije došlo u narednim mesecima (Grafikon T5-6). U januaru je nastavljeno sa znatno jačom depresijacijom (otpočetom sredinom prethodne godine) kada je dinar oslabio za 2,1% u odnosu na evro, odnosno 9,5% u odnosu na dolar (0,9% i 7,2% na nivou proseka perioda). Do okončanja depresijacijskih pritisaka došlo je početkom februara, (kada je kurs dinara dostigao više od 123 dinara za evro) da bi zatim usledila snažna apresijacija, kada je dinar na kraju februara ojačao za 2,6% u odnosu na evro, odnosno 1,5% u odnosu na dolar. Nakon toga je došlo do stabilizacije i kretanja kursa između 120 i 121 RSD/EUR, gde se i trenutno nalazi (na kraju maja dinar je samo neznatno ojačao u odnosu na kraj 2014. godine). Povećana likvidnost na međunarodnom finansijskom tržištu uticala je na usmeravanje tokova kapitala prema tržištima u sponu, uključujući i Srbiju. Zaključenje aranžmana iz predostrožnosti s Međunarodnim monetarnim fondom doprinelo je povoljnijoj percepciji rizika prilikom ulaganja u Srbiju, pa je ulaganje nezidenata u državne hartije od vrednosti bilo visoko u februaru i martu, što se odrazilo na njihovu veću tražnju za dinarima i pojavu apresijacijskih pritisaka.⁵ Narodna banka Srbije je intervenisala prodajom 90 mln evra u januaru, kupovinom 140 mln evra u februaru i 120 mln evra u martu. Zatim je u aprilu NBS intervenisala neto kupovinom 110 mln evra (kupovinom 140 i prodajom 30 mln evra), dok tokom maja meseca nije bilo intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu. Od pojave apresijacijskih pritisaka, NBS je intervenisala kupovinom deviza i ublažila veće jačanje dinara. Jačanje dinara posledica je egzogenih, uglavnom finansijskih faktora i nije u skladu sa konkurentnošću privrede Srbije. Eventualno 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 stopama, obaveznim rezervama i dr.) spreči jačanje dinara u odnosu na evro. Ocenjujemo da bi umerena depresijacija u nekoliko narednih godina bila prihvatljiv kompromis između potreba da se preko kursa poboljša cenovna konkurentnost Srbije i potreba da se spreče visoke fluktuacije kursa.

⁵ Izveštaj o inflaciji NBS, maj 2015.

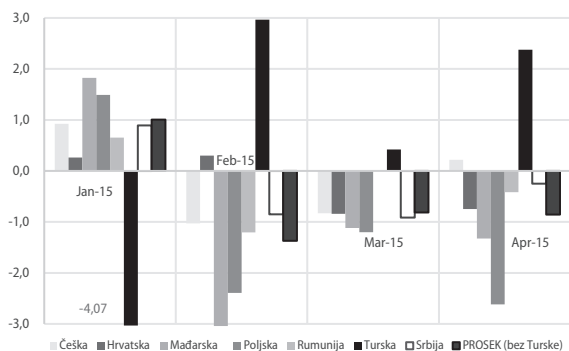
Globalni faktori u najvećoj meri utiču na kretanje kursa dinara

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



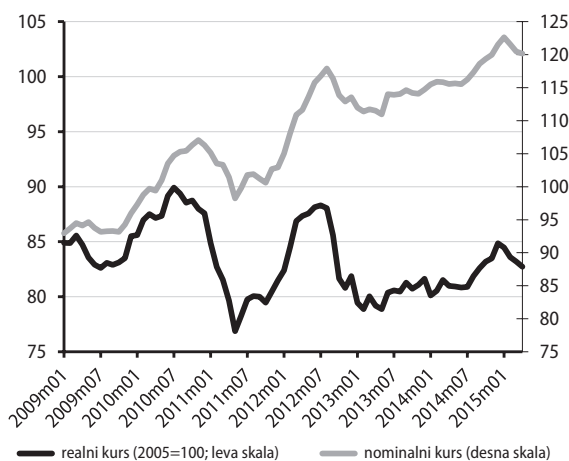
Izvor: NBS

Grafikon T5-7. Nominalna depresijacija deviznog kursa (u %) u periodu januar – april 2015. godine, za izabrane zemlje centralne i istočne Evrope



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

Kretanje kursa dinara je najvećim delom bilo pod uticajem globalnih faktora (rasta likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu). Potpisivanje aranžmana sa MMF -om dodatno je uticalo na smanjenje percepcije rizika zemlje, stabilizaciju kursa i jačanje dinara u Q1, dok su u aprilu intervencije NBS (smanjenje RKS i kupovina deviza na MDT) doprinele tome da apresijacija dinara bude najniža u poređenju s drugim valutama u zemljama sa sličnim režimom deviznog kursa (s izuzetkom Češke, u kojoj je ostvarena blaga depresijacija, v. Grafikon T5-7). Fluktucije deviznog kursa u Srbiji u aprilu bile su među najnižim u poređenju s drugim zemljama centralne i istočne Evrope, a istovremeno je ostvarena umerena inflacija, dok je u velikom broju zemalja ostvarena deflacija ili znatno niža inflacija nego u Srbiji. Ocenjujemo da je NBS tokom aprila i maja adekvatno reagovala kako bi sprečila jačanje dinara u odnosu na evro, ali i da je neophodno nastaviti sa takvom politikom i u narednim mesecima.

Dinar je tokom Q1 realno apresirao za oko 2,0%, dok je tokom aprila meseca realno apresirao za dodatnih 0,56%. Realna apresijacija u Q1 i u aprilu rezultat je (neznatno manjim delom) nominalne depresijacije dinara i (većim delom) razlike inflacije u Srbiji i u evrozoni (inflacija u periodu januar-april u Srbiji iznosi 1,89%, a u evrozoni 0,44%). Trend realne apresijacije, koji traje od početka ove godine prepolovio je realnu depresijaciju kojom je od početka Q3 do kraja Q4 dinar realno oslabio za oko 5%, čime se u znatnoj meri izgubilo do kraja 2014. godine ostvareno poboljšanje konkurentnosti privrede (Grafikon T5-8). U prethodnom broju Kvartalnog monitora sugerisali smo da bi NBS umesto kupovine evra na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) trebalo da spusti referentnu kamatnu stopu, što se tokom maja i desilo (NBS nije intervenisala na MDT i nastavila je da snižava RKS). Na ovaj način se istovremeno delovalo i na povratak inflacije u okvir ciljanog koridora i na sprečavanje apresijacije kursa (odnosno na ublažavanje realne apresijacije). Istorijски posmatrano, realni kurs dinara nalazi se na sličnom nivou kao u oktobru 2012. godine.

Realna apresijacija u Q1 i u aprilu