

5. Cene i devizni kurs

Inflacija je u Q2 i u julu i avgustu nastavila da se kreće ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja Narodne banke Srbije. Na kraju Q2 ona je dostigla nisku vrednost od 0,3%, dok je u julu porasla na i dalje niskih 1,2%, gde se zadržala i u avgustu. Može se očekivati da će glavni faktori koji su u dužem prethodnom periodu delovali dezinflatorno (pad cena energenata i primarnih proizvoda na svetskom tržištu, niska agregatna tražnja) u narednom periodu delovati inflatorno (efekat niske baze). Od početka godine uočava se slab trend rasta svetskih cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda i ako se bude nastavio, on može postati značajan eksterni inflatorni faktor. Rast agregatne tražnje i korekcija regulisanih cena su najvažniji domaći potencijalni inflatorni faktori koji bi mogli da približe inflaciju granicama cilja. Kurs dinara trenutno ima neutralni inflatorni efekat, budući da je već nekoliko meseci praktično fiksiran na nešto iznad 123 dinara za evro. Noseća inflacija takođe se nalazi ispod donje granice cilja NBS, njeno kretanje je stabilnije od kretanja ukupne inflacije i u avgustu iznosi 1,8%, međugodišnje. Narodna banka Srbije je u Q2 u znatnoj meri intervenisala na strani neto prodaje deviza s ciljem ublažavanja deprecijacije dinara (u aprilu je čak došlo do promene trenda), dok je u julu intervenisala na strani kupovine deviza kako bi ublažila veću aprecijaciju. Niska i stabilna inflacija predstavlja dobar rezultat ali česta deflacija je loša po privredni rast – inflacija bi trebalo da bude i stabilna i što bliža ciljnoj vrednosti. Povratak inflacije unutar granica cilja se ne očekuje do kraja 2016. godine, već verovatno tek u prvoj polovini 2017. godine. U sadašnjim okolnostima, pri postojanju aprecijacijskih pritisaka, opravdane su intervencije NBS na strani kupovine deviza, ali bi u slučaju pojave deprecijacijskih pritisaka bilo bolje uzdržati se od većih intervencija i dopustiti umerenu deprecijaciju. Umerena deprecijacija bila bi značajna zbog poboljšanja konkurentnosti privrede Srbije, dok bi u isto vreme uticala i na povratak inflacije unutar granica ciljnog koridora.

Cene

Inflacija se u Q2, kao i u julu i avgustu kreće ispod donje granice cilja NBS

Međugodišnja inflacija je na kraju drugog kvartala 2016. godine iznosila 0,3%, što je ispod vrednosti na kraju Q1 (Tabela T5-1) i znatno ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS) od $4 \pm 1,5\%$. Tokom celog drugog kvartala inflacija se kretala ispod granice cilja, dok je u julu porasla na 1,2%, gde je ostala i u avgustu, što je i dalje daleko ispod cilja NBS. Niska i stabilna inflacija u protekle dve i po godine predstavlja dobar rezultat ali je loše to što se ona i dalje kreće ispod ciljnog koridora i što se deflacija javlja u proseku svakog drugog meseca. Budući da ovakvo kretanje inflacije dovodi do usidranja očekivanja ispod zvanično targetiranog koridora, ona bi ili trebalo da se dovede unutar njegovih granica ili bi trebalo da se koridor spusti, jer se ne očekuje povratak inflacije unutar granica cilja u narednih godinu dana. Niskoj inflaciji doprinosi i nedovoljno povećanje regulisanih cena (u najvećoj meri zbog skromnog rasta cene električne energije za domaćinstva, najavljenog za oktobar) a pošto je njihova konvergencija ka nivou cena u Evropskoj uniji uključena u srednjoročni plan kretanja cena NBS, to dodatno doprinosi kretanju inflacije ispod granica cilja. Trebalo bi uzeti u obzir politiku sporijeg kretanja regulisanih cena ka evropskom proseku i smanjiti ovu komponentu a samim tim i spustiti ciljni koridor. Globalni faktori koji doprinose niskoj inflaciji u Srbiji su niska cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu (*Commodity Agricultural Raw Material Index*) kao i niska inflacija u međunarodnom okruženju, prvenstveno u 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*
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					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
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
2015					
mar	182,4	1,8	1,3	0,7	5,5
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
2016					
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
jun	184,4	0,3	0,9	0,1	2,0
jul	184,3	1,2	0,8	-0,1	0,2
avg	185,9	1,2	1,7	0,9	3,5

* 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 avgustu iznosi 1,8%

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 Q2 iznosi 1,6% (Grafikon T5-2), dok se i u julu zadržala na ovoj vrednosti, a u avgustu je porasla na 1,8%. U poređenju sa ukupnom inflacijom, noseća inflacija je dosta stabilnija – u toku prethodne dve godine kreće se u uskom opsegu od 1,6 do 2,2%. Stabilan i nepromenjen kurs dinara i pad kamatnih stopa delovali su dezinfatorno, dok se umerena deprecijacija od kraja 2015. sve do kraja prvog kvartala 2016, nije prelila na cene, budući da su promene kursa bile male, a rast domaće tražnje nizak. Na noseću inflaciju u narednom periodu moglo bi da utiče povećanje cena energenata, koji na nju indirektno utiču (budući da su eksplicitno isključeni iz nje) preko povećanja troškova u proizvodnji, kao i rast agregatne tražnje.

Intervencije NBS usmerene su ka sprečavanju velikih promena kursa dinara

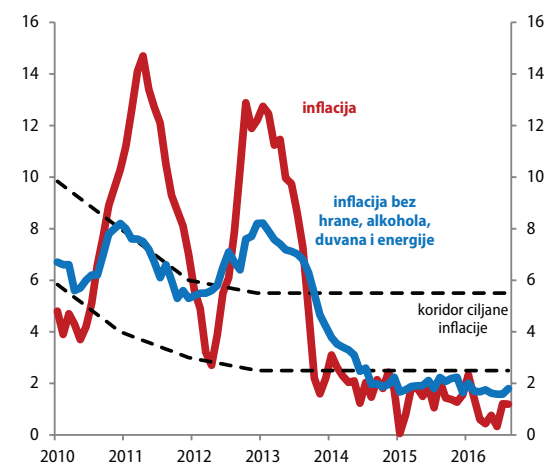
Narodna banka Srbije je tokom Q2 na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) intervenisala neto prodajom 255 mln evra, dok je u julu intervenisala kupovinom 355 mln evra. Ovako snažnim intervencijama se pored ublažavanja prekomernih dnevnih oscilacija kursa delovalo i na njevog trend. Tokom jula, sa prvim signalima aprecijacijskih pritisaka, smanjena je referentna kamatna stopa (RKS) za 25 baznih poena (b.p.), tako da ona trenutno iznosi 4% (Grafikon T5-3). Ocenjujemo da je smanjenje referentne kamatne stope uz kupovinu deviza tokom jula na MDT

Planirano poskupljenje električne energije daće relativno skroman doprinos inflaciji

bilo opravdano, kao i da je ono trebalo biti brže tokom prethodne dve godine – kada su takođe postojali aprecijacijski pritisci a inflacija bila ispod ciljnog koridora. 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.

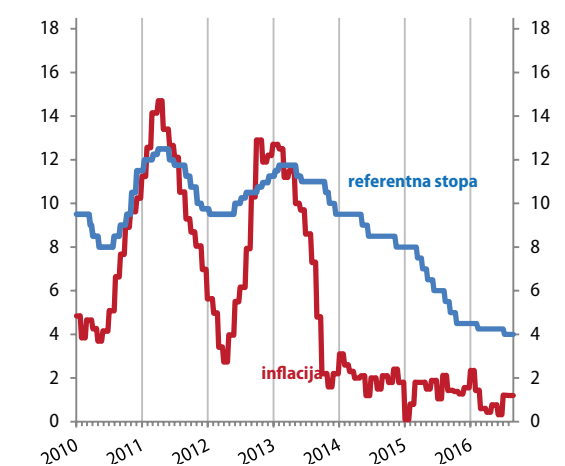
U oktobru 2016. planirano je povećanje cene električne energije za domaćinstva (i u uslužnim delatnostima) od 3,8%, što će dati skroman doprinos inflaciji (direktno sa 0,2 p.p. uz neznatna preliivanja na druge cene). Cena električne energije za potrošnju u domaćinstvima i u velikom delu uslužnih delatnosti je ispod tržišne, pa postoji znatan prostor za dalju 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 prirodnom gasu, što je ekonomski neefikasno). Za razliku od povlašćene cene struje za domaćinstva, cena električne energije za potrošače na srednjem i visokom naponu je tržišna, pa njeno kretanje zavisi od odnosa ponude i tražnje¹.

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 Q2

U drugom kvartalu 2016. godine došlo je do umerenog rasta cena, tako da je ostvarena inflacija od 0,5% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: 0,38% u aprilu, 0,05% u maju i 0,05% u junu. Najveći doprinos inflaciji u Q2 dao je rast cena naftnih derivata (rast od 6,6%, doprinos inflaciji od 0,38 p.p.), voća (rast od 15,5%, doprinos od 0,33 p.p.) turističkih aranžmana (rast cena iz grupe rekreacija i kultura od 5%, doprinos od 0,28 p.p.) kao i cena odeće (rast od 2,2%, doprinos od 0,07 p.p.) i svežeg mesa (rast od 0,17%, doprinos od 0,08 p.p.) Dezinflatorno je delovao sezonski pad cena povrća (-7,8%, doprinos od -0,38 p.p.), mleka, sira i jaja (-1,63%, doprinos od -0,08 p.p.) i pad cena prirodnog gasa (-14,2%, doprinos od 0,08 p.p.)

¹ Tokom prethodne i ove godine cena struje na evropskom tržištu je znatno opala, ali još nije sigurno u kojoj meri se radi o privremenim kretanjima generisanim niskim cenama gasa i nafte, a u kojoj meri o dugoročnim promenama generisanim tehnološkim napretkom.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q2 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u julu 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u avgustu 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,5	0,5	-0,1	-0,1	0,87	0,87
Hrana i bezalkoholna pića	32,1	-0,4	-0,1	-1,8	-0,58	2,26	0,74
Hrana	28,6	-0,4	-0,1	-2,1	-0,60	2,56	0,75
Alkoholna pića i duvan	7,3	0,0	0,0	3,1	0,23	-0,11	-0,01
Duvan	4,7	0,0	0,0	4,7	0,22	0,00	0,00
Odeća i obuća	4,6	2,0	0,1	-0,5	-0,02	-0,54	-0,02
Stanovanje, voda struja	13,7	-0,6	-0,1	0,0	-0,01	0,20	0,03
Električna energija	4,9	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,8	0,4	0,0	0,4	0,02	-0,32	-0,01
Zdravstvo	5,0	0,1	0,0	0,4	0,02	0,00	0,00
Transport	12,7	2,9	0,4	0,2	0,03	-0,18	-0,02
Goriva i maziva	5,8	6,6	0,4	0,6	0,04	-0,30	-0,02
Komunikacije	5,1	0,4	0,0	-0,5	-0,03	0,00	0,00
Ostalo	14,7		0,2		0,28		0,17

Izvor: RZS i proračun QM-a

Deflacija u julu i inflacija u avgustu

U julu je pad cena u odnosu na jun iznosio 0,05%. Najveći doprinos deflaciji usledio je od pada cena hrane (-2,1%, doprinos od -0,6 p.p.), usled nastavka pada cene povrća (-15,4%, doprinos od -0,76 p.p.), dok je cena mesa porasla (rast od 1,73%, doprinos od 0,12 p.p.). Pored toga, deflatorno je delovao i pad cena odeće i obuće (-0,5%, doprinos od -0,02 p.p.) kao i cene iz grupe komunikacija (-0,5%, doprinos od -0,03 p.p.) Najveći pozitivan doprinos inflaciji dao je rast cena iz grupe rekreacija i kultura (4,3%, doprinos od 0,24 p.p.), duvana (rast od 4,7%, doprinos od 0,22 p.p.) i naftnih derivata (rast od 0,6%, doprinos od 0,04 p.p.) Cene naftnih derivata su nakon pada u Q1, u aprilu počele da rastu, što je u skladu sa trendom umerenog rasta cene sirove nafte na svetskom tržištu, koji je otpočeo sredinom januara, cene duvana su porasle usled redovne julske korekcije akciza, dok je pad cena povrća u skladu sa sezonskim padom ove grupe primarnih proizvoda. U avgustu je došlo do rasta cena od 0,9%, čemu je najveći doprinos dao rast cena hrane – cene svežeg mesa su porasle za 9,9% (doprinos od 0,75 p.p.) dok su cene povrća nastavile da padaju (-0,7%, doprinos od -0,4 p.p.) Inflatorno je delovao i rast cena knjiga (13,1%, doprinos od 0,07 p.p.), iznajmljivanja stana (1,6%, doprinos od 0,02 p.p.) i snabdevanja vodom (1,9%, doprinos od 0,02 p.p.) dok je pored pada cena povrća, deflatorno delovao sezonski pad cena odeće (-0,5%, doprinos od -0,02 p.p.) i naftnih derivata (-0,3%, doprinos od -0,02 p.p.)

Ukupna inflacija je na stabilno niskom nivou, dok noseća ima blago rastući trend

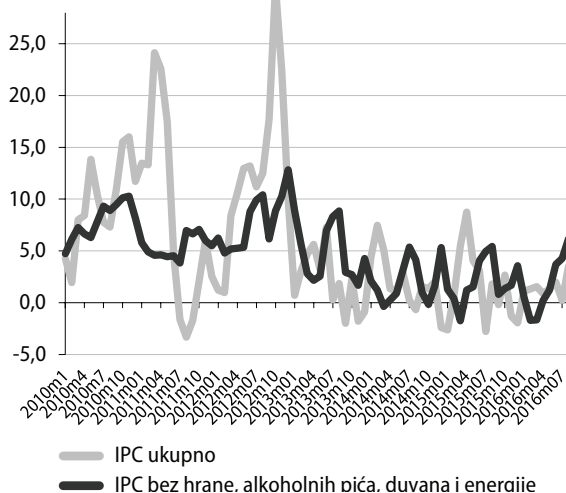
Ukupna inflacija (njen 3m anualizovani prosek) na kraju Q2 iznosi 2,0%, dok je u julu opala na 0,2%, da bi u avgustu porasla na 3,5%. Na rast ukupne inflacije delovao je u najvećoj meri avgustovski skok cena svežeg mesa. Noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) je na kraju Q2 iznosila 3,7%, dok je u julu porasla na 4,3% i u avgustu na 6,2%. Trend rasta noseće inflacije (Grafikon T5-5) posledica je jednokratnog umerenog rasta cena određenih grupa proizvoda (odeće i obuće, kućnih aparata, zdravstvenih usluga, telefonske opreme, transportnih usluga i dr.), čiji se dalji rast ne može očekivati u dužem budućem periodu, pa se samim tim očekuje i da će noseća inflacija promeniti trend i oscilovati oko istorijske prosečne vrednosti od oko 1-2% (gde se nalazi i ukupna inflacija).

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

Tokom 2016. godine očekuje se stabilno kretanje inflacije, uz trend sporog rasta ali i dalje ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja. Povratak inflacije unutar granica koridora NBS može se očekivati tek u prvoj polovini 2017. godine.² Na rast inflacije uticaće niska baza cene

² Izveštaj o inflaciji NBS, avgust 2016. godine

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



Izvor: RZS i proračun QM-a

cilja sa 4% na 3%. U poređenju sa Srbijom, slična ili veća odstupanja ispod donje granice cilja javljaju se i u drugim zemljama u okruženju sa sličnim režimom deviznog kursa i sličnim načinom sprovođenja politike cenovne stabilnosti.³

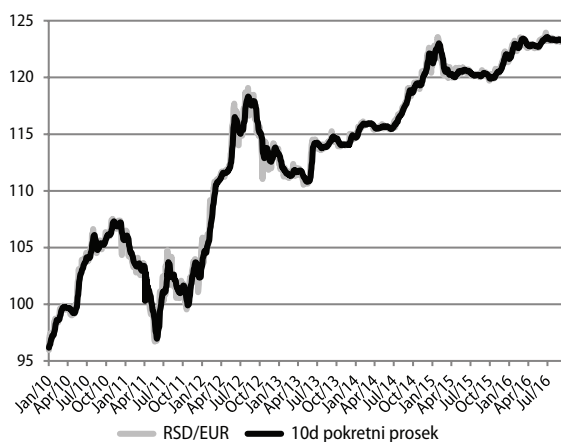
Devizni kurs

Relativno skromna deprecijacija tokom Q2 i neznatna aprecijacija u julu i avgustu

Dinar je tokom Q2 oslabio prema evru za 0,3% u odnosu na kraj Q2, odnosno za 0,2% na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). U odnosu na američki dolar, dinar je na kraju Q2 oslabio za 2,3%, odnosno ojačao za 0,8% na nivou proseka perioda. U julu i avgustu je usledila aprecijacija dinara u odnosu na evro pa je dinar ojačao za 0,04% odnosno 0,05% na kraju jula i avgusta respektivno, odnosno za po 0,04% na nivou mesečnih proseka. Ukupna nominalna deprecijacija tokom Q2 i u julu i avgustu iznosila je 0,2% u odnosu na evro i 1,7% u odnosu na dolar. Trend deprecijacije u Q2 je znatno ublažen od strane NBS ali je cena toga bila prodaja deviznih rezervi, dok je u julu NBS intervenisala kupovinom deviza i ublažila veću aprecijaciju.

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

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



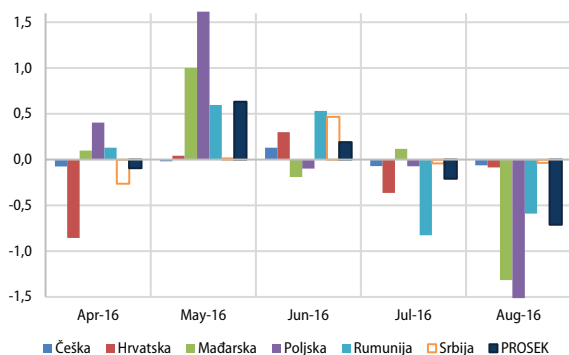
Izvor: NBS

naftnih derivata i primarnih proizvoda, postepeno povećanje inflacije u evrozoni, kao i rast agregatne tražnje u Srbiji. Rizici za odstupanje od prognoziranog kretanja postoji najviše u pogledu tempa rasta cene nafte, kao i usled dešavanja na međunarodnom finansijskom tržištu. Period u kom se inflacija 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). Sa obzirom na stabilizaciju inflacija na niskom nivou ispod ciljnog koridora u periodu od preko 2 godine, smatramo da bi bilo dobro da se pri usvajanju monetarne politike za narednu godinu razmotri opravdanost snižavanja inflacionog

Pored skromne promene kursa, tokom Q2 i u toku naredna dva meseca volatilnost je takođe bila niska, pa su na dnevnom nivou maksimalne promene kursa iznosile ispod 0,2 dinara. Tokom drugog kvartala i u julu i avgustu 2016. godine, dinar se u grupi valuta država sa sličnim režimom deviznog kursa nalazio među stabilnijima (Grafikon T5-7). Ovo je posledica snažnih intervencija NBS na strani prodaje deviza, kada su postojali deprecijacijski pritisci i na strani kupovine deviza kada su postojali aprecijacijski pritisci (kurs dinara se tokom prethodnih nekoliko meseci kretao oko 123,2 dinara za evro uz maksimalna odstupanja od oko 0,7 dinara).

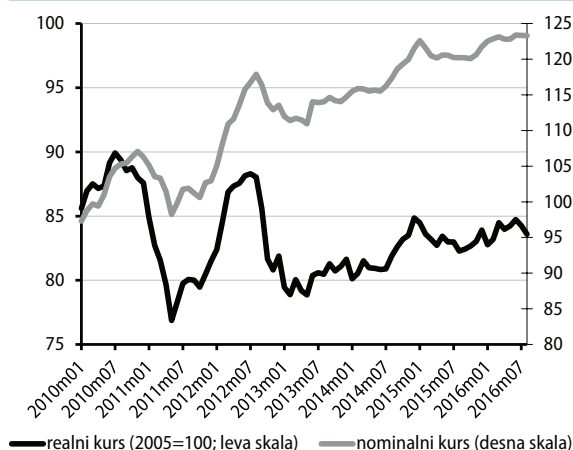
Skromna realna deprecijacija u Q2 i aprecijacija u julu i avgustu

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 Q2 realno deprecirao za oko 0,3%, dok je tokom jula usledila realna aprecijacija od 0,5% u odnosu na evro, čime je preokrenut ovako stečeni blagi rast konkurentnosti privrede. U avgustu je trend realne aprecijacije dinara nastavljen (najvećim delom zahvaljujući relativno visokoj mesečnoj inflaciji), kada je dinar ojačao za dodatnih 0,8%. Kretanje realnog kursa dinara je posledica promene nominalnog kursa i razlike inflacije u Srbiji i evrozoni – tako su skromna julska i avgustovska nominalna aprecijacija, pojačane znatnom razlikom inflacije u Srbiji i evrozoni, rezultirale relativno visokim mesečnim realnim aprecijacijama. Istorijski posmatrano, trenutni realni kurs dinara nalazi se na sličnoj vrednosti kao na kraju 2014 i početku 2015. godine (Grafikon T5-8).