

## 5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u Q4 i u januaru kretala ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju januara iznosi 0,1%. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe je izrazito niska (u januaru iznosi 1,6%), i od avgusta se kreće ispod donje granice cilja NBS. Umerena deflacija je zabeležena tokom tri od četiri prethodna meseca (oktobar, decembar, januar), dok u novembru nije bilo promene cena. Niska domaća tražnja i recesione tendencije, pad svetske cene nafte, niske cene nepređane hrane i izostanak rasta regulisanih cena dali su najveći doprinos održavanju inflacije na izuzetno niskom nivou, uz povremenu deflaciju. U uslovima niske domaće tražnje uticaj depresijacije dinara na inflaciju je manji nego u "običnim" vremenima. Povratak inflacije u granice koridora može se očekivati samo uz aktivne mere NBS, budući da većih promena cena, izuzev najavljenog poskupljenja električne energije, neće biti, naročito kada se uzme u obzir niska domaća tražnja, stabilizacija kursa dinara i izostanak preliivanja do sada ostvarene depresijacije na cene. Tokom Q4 dinar je nominalno oslabio za oko 1,8% prema evru (2,5% na nivou proseka perioda), odnosno 6,2% prema dolaru (8,7% na nivou proseka). Depresijacija je nastavljena i u januaru, kada je dinar oslabio za dodatnih 2,1% (0,9% na nivou proseka meseca) u odnosu na evro, odnosno 9,5% (7,2% na nivou proseka) u odnosu na dolar. Promene kursa su u velikoj meri posledica globalnih faktora (neizvesnost na međunarodnom finansijskom tržištu, reakcije FED-a i ECB), dok su domaći faktori najčešće uticali na pojačavanje depresijacije ili ublažavanje depresijacije u poređenju sa zemljama u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa (nepovoljne vesti u Q4 u vezi sa održivošću javnih finansija, tempom i jačinom fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi). Odobrenje aranžmana sa MMF-om uticalo je na smanjenje rizika zemlje i na posledičnu stabilizaciju kursa dinara. Realna depresijacija od oko 2,7% u Q4, ublažena depresijacijom od oko 0,5% u januaru (dinar je u januaru nominalno depresirao, ali je depresijacija posledica znatno veće deflacije u evrozoni nego u Srbiji) doprinosi poboljšanju konkurentnosti privrede, koja bi se mogla održati uz mere NBS usmerene ka sprečavanju dalje depresijacije kursa i vraćanju inflacije u okvir ciljanog koridora.

### Cene

***Inflacija je u Q4 nastavila da se kreće ispod donje granice cilja NBS, u januaru je blizu nule***

U decembru je međugodišnja inflacija iznosila 1,8%, što je ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja, gde se nalazi od marta 2014. godine (Tabela T5-1). U januaru 2015. godine cene se nalaze na gotovo istom nivou kao u januaru prethodne godine – ostvarena je međugodišnja inflacija od samo 0,1%. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkohola, duvana i energenata) od avgusta se takođe nalazi ispod donje granice cilja Narodne banke Srbije (NBS) i u decembru je iznosila 2,2%, a u januaru 1,6%, što ukazuje da su niski inflatorni pritisci u velikoj meri posledica niske agregatne tražnje (između ostalog i zato što nije došlo do znatnijeg efekta preliivanja depresijacije kursa na cene), čiji se oporavak ne očekuje u bliskoj budućnosti. Izrazito niska inflacija posledica je nekoliko domaćih i globalnih (eksternih) faktora. Ulazak u recesiju u 2014. godini i očekivani pad BDP-a u 2015. godini, niska agregatna tražnja, dodatno umanjena merama fiskalne konsolidacije (smanjenjem penzija i plata u javnom sektoru), izostanak rasta regulisanih cena i slab efekat preliivanja depresijacije kursa na cene (umesto da trošak delimično snose i potrošači, on se u potpunosti prelio, kroz smanjenje marži, na proizvođače i trgovce), predstavljaju najvažnije domaće faktore koji doprinose održavanju inflacije na niskom nivou. Snažan pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu, koji je prouzrokovao pad ovih cena i na domaćem tržištu i doprineo niskim troškovni pritiscima u proizvodnji hrane, kao i pad svetske cene nafte, koja je u znatnoj meri uticala na pad cena naftnih derivata<sup>1</sup> i smanjenje troškovnih pritisaka u granama industrije koje koriste ove energente, predstavljaju najvažnije eksterne činioce kretanja domaćih cena. Smanjenju dezinflatornih

<sup>1</sup> Dok je smanjenje cene nafte na svetskom tržištu delovalo dezinflatorno, depresijacija dinara u odnosu na dolar vršila je pritisak u suprotnom smeru.

pritisaka nije doprineo ni pasivan odnos NBS prema deflaciji u proteklih više meseci (sporo i nedovoljno ublažavanje restriktivnosti monetarne politike), koja je svoje mere usmerila isključivo prema stabilizaciji kursa dinara. Kretanje cena u Q4 bilo je na nivou očekivanog, uzimajući u obzir odsustvo korekcije regulisanih cena i smanjenja referentne kamatne stope (RKS) od strane NBS, i ostvarena je deflacija od 0,6%. Januar je obeležila dodatna deflacija od oko 0,2%, tako da se trenutno i ukupna i noseća inflacija nalaze na rekordno niskom nivou – najnižem od kada se inflacija meri indeksom potrošačkih cena (Grafikon T5-2). Deflaciji su pored faktora sa dugotrajnim uticajem (niska agregatna tražnja) doprineli i jednokratni faktori – nizak međugodišnji rast regulisanih cena (pad ovih cena je zabeležen u Q4) i nizak rast cena primarnih proizvoda u zemlji i na svetskom tržištu. Kao što je ranije procenjeno,<sup>2</sup> agregatna tražnja će i u narednom periodu imati dodatno pojačano dezinflatorno dejstvo usled efekta sprovođenja mera fiskalne konsolidacije – smanjenja penzija i plata u javnom sektoru, kao i zbog mogućeg sprovođenja mera strukturnih reformi.

**Obaranje i stabilna inflacija povoljno utiču na uslove poslovanja, ali je nivo inflacije preterano nizak**

**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, anualizovano
<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>					
mar	157,4	3,4	2,0	1,1	8,4
jun	162,4	5,4	5,3	1,2	13,2
sep	169,1	10,3	9,6	2,3	17,7
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

\* 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.

**U protekla tri meseca, NBS je zadržala referentnu kamatnu stopu na nepromenjenom nivou**

(Grafikon T5-3). Stav Izvršnog odbora NBS je da su razlozi za sporo i oprezno smanjenje RKS – postizanje trajne stabilizacije inflacije na niskom nivou, kao i postojanje rizika u uslovi-

Niska i stabilna inflacija predstavlja jedan od važnih elemenata dobrog poslovnog okruženja, jer se na taj način povećava predvidivost uslova poslovanja i smanjuju poslovni rizici.<sup>3</sup> Srbija od kraja 2013. godine ostvaruje nisku inflaciju, dok je njena varijabilnost umerena. Međutim, nulta inflacija i povremena deflacija, sa kojom se Srbija često suočava od kraja prvog kvartala 2014. godine nepovoljno utiče na privrednu aktivnost. Ostvarenje inflacije od oko 4% godišnje je važno i sa stanovišta fiskalne konsolidacije, jer se u okviru nje računa na dodatne uštede po osnovu realnog obezvređivanja plata i penzija. Stoga je neophodno da NBS odlučnije smanjuje restriktivnost monetarne politike, kako bi se inflacija vratila u ciljni koridor i u okviru njega stabilizovala.

Iako se tokom Q3 i Q4 inflacija kretala ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja, referentna kamatna stopa NBS je u ovom periodu smanjena samo u novembru, za 50 baznih poena – sa 8,5% na 8,0%, koliko i trenutno iznosi

<sup>2</sup> Kvartalni monitor br. 38.

<sup>3</sup> Obaranje inflacije i smanjene njene varijabilnosti doprinosi poboljšanju rangiranja Srbije na međunarodnim listama uslova poslovanja, a time i poboljšanju atraktivnosti Srbije za strane investitore.

ma neizvesnosti kretanja u međunarodnom okruženju: dinamike ekonomskog oporavka svetske privrede, efekti divergentnih monetarnih politika FED-a i ECB, kretanje cene nafte na svetskom tržištu i prisustvo geopolitičkih tenzija. Međutim, nestabilnost na deviznom tržištu je u najvećoj meri uticala na odluke NBS o smanjenju RKS, i to je bio glavni razlog izuzetno spore relaksacije monetarne politike. Ocenjujemo da prostor za depresijaciju postoji sve dok ona ne ugrozi kretanje inflacije, za šta ni trenutno, a ni tokom poslednja dva kvartala nije bilo naznaka. Iako domaći rizici (relativno visok fiskalni i spoljnotrgovinski deficit, visok nivo javnog duga i visok procenat loših kredita koji bi se povećao u slučaju snažnije deprecijacije) ograničavaju prostor za znatnije povećanje ekspanzivnosti monetarne politike, ipak ocenjujemo da NBS treba da postepeno povećava ekspanzivnost monetarne politike po cenu prihvatanja umerenih rizika. Moguće je da ni veće popuštanje monetarne politike ne bi imalo znatniji efekat na kretanje inflacije u uslovima niske agregatne tražnje, ali bi ipak predstavljalo adekvatan odgovor pri ulasku privrede u recesiju, budući da se rast BDP-a očekuje tek od 2016. godine. Nešto veća inflacija naročito bi doprinela ublažavanju rasta stope nezaposlenosti<sup>4</sup> do koje neizbežno dolazi prilikom ulaska privrede u recesiju, a takođe bi pojačala efekte mera fiskalnog prilagođavanja. Referentna stopa NBS je visoka i u poređenju s drugim državama u okruženju koje takođe primenjuju režim fleksibilnog kursa, a čije su stope inflacije i promene kursa bile uporedive u prethodnom periodu (s izuzetkom Turske, v. Grafikon T5-7). Ekvivalentni referentne kamatne stope NBS u ovim državama na kraju februara (i njihove međugodišnje stope inflacije u januaru) iznose: za Češku 0,05% (inflacija -0,1%), Hrvatsku 5% (inflacija -0,6%), Poljsku 2% (inflacija -1,0%), Rumuniju 2,25% (inflacija 0,5%), Mađarsku 2,1% (inflacija -1,4%) i za Tursku 7,5% (inflacija 7,2%).<sup>5</sup> Približna vrednost RKS u Srbiji je samo u Turskoj, čija centralna banka ipak primenjuje nižu stopu od NBS iako je, za razliku od Srbije, u Turskoj inflacija relativno visoka.

**Smanjenje stope obavezne devizne rezerve i promena njene strukture stabilizuju kurs i jačaju dezinflatorne pritiske**

Primenom nekonvencionalne mere monetarne politike – smanjenjem stope obavezne devizne rezerve i povećanjem stope izdvajanja njenog dinarskog dela za dvostruko veći procenat, NBS indirektno povećava ponudu deviza i smanjuje ponudu dinara. Okončanje programa subvencionisanih kredita, zahvaljujući kojima je kreditna aktivnost nastavila da raste u Q4 (ali sporije nego u Q3) prouzrokuje usporavanje kreditne aktivnosti u 2015. godini, zbog čega je NBS u više navrata smanjila stopu obavezne devizne rezerve, ali istovremeno i povećala stopu izdvajanja obavezne rezerve u dinarima, što predstavlja meru NBS usmerenu i ka ublažavanju depresijacije i posledičnom slabljenju inflatornih pritisaka. Tokom Q4 je stopa obavezne devizne rezerve smanjena za 2 p.p. (smanjenje sa 29% na 27% na deo devizne osnovice sa ugovorenom ročnošću do dve godine i smanjenje sa 22% na 20% na deo osnovice sa ročnošću preko dve godine). Istovremeno je promenjena i struktura devizne obavezne rezerve – povećana je stopa devizne obavezne rezerve koja se izdvaja u dinarima za 4 p.p. (sa 32% i 24% na 36% i 28% u zavisnosti od ročnosti). U januaru su ove stope dodatno smanjene za 1 p.p. (stopa obavezne devizne rezerve), odnosno povećane za 2 p.p. (stopa obavezne rezerve u dinarima).

**Divergentne monetarne politike: kontrakcija monetarne politike FED-a i ekspanzija ECB**

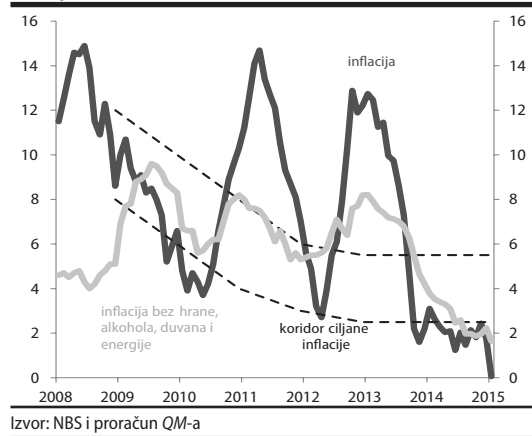
Najavljeno sprovođenje restriktivnije monetarne politike FED-a (Sistema federalnih rezervi SAD-a) i sprovođenje mera monetarne ekspanzije Evropske centralne banke (ECB), kao i odluka Centralne banke Švajcarske o ukidanju minimalnog kursa franka prema evru, doprinose povećanju neizvesnosti na međunarodnom finansijskom tržištu. Pozitivna kretanja u realnom sektoru SAD-a (snažan rast ekonomske aktivnosti i oporavak tržišta rada) uslovlila su okončanje programa kvantitativnih olakšica FED-a i najavljen je početak povećanja referentne stope u 2015. godini, mada nije poznato u kom obimu i kada će otpočeti sa njenim povećanjem. S druge strane, ECB se usled pojačanih deflatornih pritisaka u EU i usporene ekonomske aktivnosti (oporavak zone evra je znatno umereniji i ne preliva se na tržište rada, dok se u regionu centralne i istočne Evrope ekonomska aktivnost usporava) odlučila na sprovođenje nekonvencionalnih mera ekspanzivne monetarne politike. Nakon kupovine privatnih hartija od vrednosti (HOV), ECB je donela odluku o otkupu državnih HOV zemalja zone evra (mere slične kvantitativnom popuštanju FED-a). Počevši od marta ove godine pa do septembra 2016. ubrizgaće se preko 1100

<sup>4</sup> Na osnovu ekonomske teorije, inflacija, koja je, kao što je trenutno u Srbiji slučaj, niža od očekivanja privrede i finansijskog sektora – uzrokuje rast nezaposlenosti.

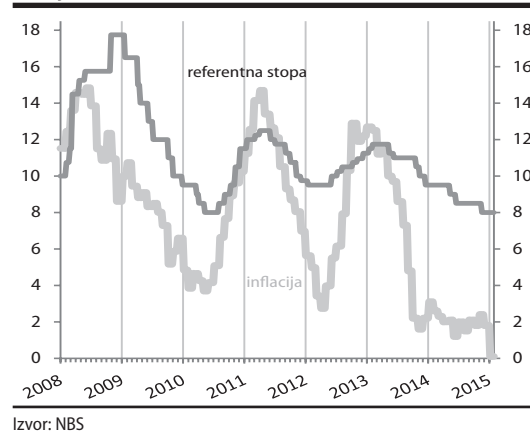
<sup>5</sup> Izvor: Eurostat, centralne banke navedenih zemalja.

mlrd evra, na šta su finansijska tržišta reagovala smanjenjem prinosa na državne hartije u svim članicama zone evra izuzev Grčke.<sup>6</sup> Različiti karakter monetarne politike ECB i FED-a verovatno će doprineti daljem slabljenju evra, što je opredelilo Centralnu banku Švajcarske da, nakon više od tri godine primene, ukine minimalni kurs franka u odnosu na evro od 1,2 franka za jedan evro, što se posebno negativno odrazilo na kreditna tržišta pojedinih zemalja centralne i istočne Evrope u kojima je deo kreditnog portfolija denominovan u švajcarskim francima. To se odrazilo i na Srbiju, gde krediti u CHF predstavljaju oko 3% BDP-a, što je međutim znatno niže nego u nekim drugim zemljama (npr. u Poljskoj i Hrvatskoj gde iznose oko 8%, odnosno 7% BDP-a).

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



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



### Deflacija u Q4 i u januaru 2015. godine

Deflacija je ostvarena u Q4 i iznosila je 0,6% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: u oktobru 0,2%, u novembru 0,0% i u decembru 0,4%, dok je u januaru deflacija iznosila 0,2%. Najveći negativan doprinos inflaciji dale su niže cene neprerađene hrane, naftnih derivata i cigareta, dok je najveći pozitivan doprinos usledio od rasta cena farmaceutskih proizvoda i cena automobila, kao i od skromnog rasta cena prerađene hrane. Cene hrane i bezalkoholnih pića zabeležile su u Q4 pad od 1,4%, gde su najveći doprinos imale cene neprerađene hrane (pad od 4% je u velikoj meri sezonskog karaktera – opale su cene voća i svežeg mesa, a porasle cene povrća i jaja). Cene prerađene hrane su neznatno porasle (rast od 0,2% – rast cena mleka i mlečnih proizvoda neutralisan je padom cena jestivog ulja i šećera). Poskupljenje farmaceutskih proizvoda (rast od 1,1%) doprineo je inflaciji sa 0,05 p.p., dok je rast cena automobila od 2,8% (koji je direktna posledica depresijacije kursa dinara, budući da se ove cene po pravilu iskazuju u evrima) doprineo sa 0,06 p.p. Cene cigareta opale su za oko 8% (doprinos od -0,36 p.p.) usled pada prometa na tržištu i veće konkurencije među proizvođačima, koji se trude da zadrže poziciju na opadajućem tržištu, kao i zbog mogućeg dampinga od strane nekih proizvođača. Cene naftnih derivata opale su za 8,2% (doprinos od -0,4 p.p.) usled znatnog pada svetske cene nafte (efekat pada cene nafte na svetskom tržištu delimično je neutralisan depresijacijom dinara u odnosu na dolar). Cena nafte tipa Ural, koju Naftna industrija Srbije prerađuje u svojim rafinerijama, je tokom Q4 opala sa 93 dolara za barel na oko 56 \$/barel, dok je u tom periodu kurs dinara prema dolaru porastao sa 93,6 na 99,5 dinara za dolar. Cena nafte je nastavila da pada i u januaru, kada je (na kraju meseca) iznosila oko 45 dolara za barel, dok je u istom mesecu dinar snažno oslabio prema dolaru, na oko 109 dinara za dolar. Krajem februara je cena nafte porasla na 59 \$/barel, dok je dinar neznatno ojačao prema dolaru (na 107,3 dinara za dolar). Budući da se cena nafte krajem februara i početkom marta stabilizovala, dok je kurs dinara prema dolaru neznatno depresirao, efekat rasta cene nafte na cene naftnih derivata se može očekivati u februaru i martu ove godine. Cene usluga porasle su za 1,6%, što je rezultat pre svega poskupljenja turističkih aranžmana i usluga mobilne telefonije. Uvozne cene iskazane u dinarima opale su za 4,2%, što je gotovo u potpunosti bilo posledica niže cene nafte. Dezinflatorno su delovale i svetske cene hrane, koje su u Q4 nastavile

<sup>6</sup> Izveštaj o inflaciji NBS, februar 2015.

## 5. Cene i devizni kurs

pad, dok su uvozne cene repromaterijala stagnirale. Deflacija je zabeležena i u januaru, kada je pad cena iznosio 0,2% (u proteklih 12 meseci, tokom šest meseci je ostvarena deflacija). Pozitivan doprinos januarskoj inflaciji dale su rast cena hrane (rast od 0,64%, doprinos od 0,2 p.p.) i rast cena centralnog grejanja (rast od 2,4%, doprinos od 0,03 p.p.), dok su negativno doprineli pad cena naftnih derivata (pad od 4,9%, doprinos od -0,24 p.p) i pad cena farmaceutskih proizvoda (pad od 2,6%, doprinos od -0,1 p.p.).

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2014.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	učešće u IPC (u%)	porast cena u januaru 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	-0,6	-0,6	100,0	-0,22	-0,22
Hrana i bezalkoholna pića	35,0	-1,4	-0,5	32,8	0,54	0,19
Hrana	31,3	-1,5	-0,5	29,2	0,64	0,20
Alkoholna pića i duvan	7,7	-5,0	-0,4	7,4	0,13	0,01
Duvan	4,5	-8,0	-0,4	4,7	0,00	0,00
Odeća i obuća	4,6	0,7	0,0	4,5	-0,75	-0,03
Stanovanje, voda struja	12,9	1,5	0,2	13,6	0,36	0,05
Električna energija	5,0	0,0	0,0	4,8	0,00	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	3,9	0,0	0,0	4,6	0,52	0,02
Zdravstvo	6,2	0,9	0,1	5,0	-1,59	-0,10
Transport	12,4	-2,4	-0,3	12,9	-1,99	-0,25
Goriva i maziva	4,9	-8,2	-0,4	5,8	-4,89	-0,24
Komunikacije	5,1	2,1	0,1	5,0	-0,23	-0,01
Ostalo	12,2		0,2	14,3		-0,1

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Ukupna i noseća  
inflacija su na niskom  
nivou**

Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) se tokom Q4 i u januaru 2015. nalazi na stabilno niskom nivou, kao i tokom cele 2014. godine. Neznatni rast zabeležen u julu i decembru (Grafikon T5-5) bio je izazvan promenama cena jednokratnog karaktera, odnosno slabljenjem dinara. U junu je došlo do rasta cena osiguranja i cena grupe „rekreacija i kultura“, čiji je efekat iščezao i noseća inflacija se brzo vratila u stabilno niske okvire. Međutim, u decembru je glavni razlog skoka noseće inflacije (pored izlaska septembarske negativne noseće inflacije iz obračuna anualizovanog 3m proseka koji je prikazan na grafikonu) bio rast cena automobila i telefonske opreme, koje u velikoj meri zavise od kursa dinara, budući da se radi o robi iz uvoza. Sa rastom ovih cena je nastavljeno i u januaru, kada je dinar nastavio dalje da slabi, pa će buduća dinamika noseće inflacije zavisiti u velikoj meri od kretanja kursa dinara. Ali, kako je do stabilizacije kursa došlo u februaru, u narednim mesecima se ne očekuje veća i trajnija promena noseće inflacije, naročito ako se ima u vidu trend daljeg slabljenja agregatne tražnje. Ukupna inflacija je tokom prva dva meseca Q4 bila na umereno niskom nivou, zbog obračuna visoke septembarske inflacije u anualizovanom 3m proseku, međutim, kada je septembarska inflacija izašla iz obračuna, u decembru i januaru se beleži relativno visoka deflacija (2,4% i 2,6% anualizovano). Regulisane cene u Q4 su nastavile da padaju (pad od 1,4%) prvenstveno po osnovu nižih cena cigareta, što je delimično kompenzovano rastom cena prirodnog gasa i komunalnih usluga. Međugodišnji rast regulisanih cena je u decembru iznosio 1,1%, što je neuobičajeno nisko, budući da je u prethodnim godinama u proseku iznosio oko 10%.<sup>7</sup> Ono što u narednom periodu predstoji je povećanje cena električne energije od 15%, od aprila 2015., koje će direktno uticati na rast inflacije sa oko 0,7 p.p.

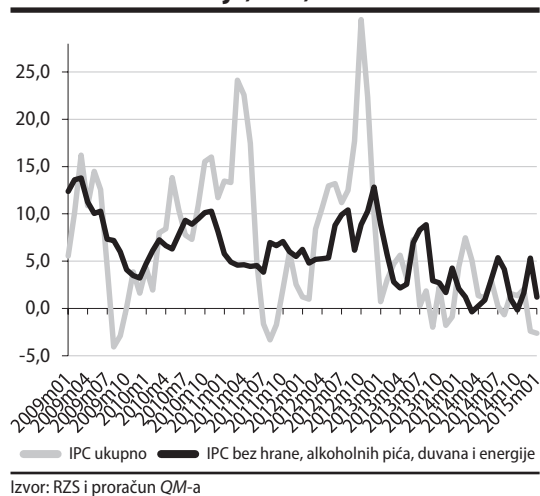
**Povratak inflacije u  
granice koridora će  
zavisiti od povećanja  
cena struje, ali i od  
mera NBS**

Kako je od druge polovine 2014. godine NBS svoje odluke o vođenju monetarne politike usmeravala ka stabilizaciji kursa, do povratka inflacije u granice koridora doći će samo ako u narednom periodu preuzme aktivnu ulogu u njenom kretanju. Centralna projekcija NBS kretanja

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

inflacije je takva da bi sredinom godine inflacija trebalo da se vrati u granice dozvoljenog odstupanja od cilja i da se do kraja godine kreće unutar tog opsega. Međutim, jedino će najavljeni rast cena električne energije od 15%<sup>8</sup> (doprinos inflaciji od oko 0,7 p.p.) dati značajan doprinos njenom rastu, dok će efekat preliivanja cene električne energije na druge cene, u velikoj meri izostati i neće dati bitan doprinos inflaciji. Relativno skroman rast svetske cene nafte tokom februara i stabilizacija tokom marta neće u velikoj meri uticati na inflaciju, ali je neizvesno kako će se cena nafte kretati u budućnosti. U prvoj polovini godine inflatorno će delovati još samo sezonski rast primarnih poljoprivrednih proizvoda, ali takođe ne u velikoj meri. Slabljenje dinara je zaustavljeno početkom februara, od kada dinar neznatno jača, pa se ne može očekivati ni efekat preliivanja depresijacije kursa na cene (do kog nije došlo ni u januaru, kada je dinar, posmatrano na kraju meseca, oslabio za oko 2,1% u odnosu na evro), budući da se kurs do početka marta vratio na decembarski nivo. Niska agregatna tražnja (pojačana merama fiskalnog prilagođavanja) i niska inflacija u međunarodnom okruženju, uprkos ekspanzivnim monetarnim politikama centralnih banaka, ostaće glavni dezinfatorni faktori u dužem periodu. Na kretanje inflacije u budućem periodu, ključnu ulogu imaće odluke NBS o daljem popuštanju monetarne politike, koja je, kako je

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



već navedeno, restriktivnija nego što bi trebalo da bude pod trenutnim uslovima u Srbiji, kao i u poređenju sa zemljama u regionu. Kako je nakon odobrenja aranžmana Srbije sa MMF-om došlo do smanjenja rizika zemlje, pa je stoga verovatnija stabilizacija kursa dinara u budućem periodu, veliki su izgledi da će se otvoriti dodatni prostor za popuštanje monetarne politike NBS i doslednu primenu politike targetiranja inflacije. Takođe, ni dug period kretanja inflacije ispod cilja ne predstavlja nešto na šta bi NBS mogla pasivno da gleda, budući da je glavni zadatak većine centralnih banaka, pa i NBS – postizanje i održavanje cenovne stabilnosti; centralna banka sama određuje granice kretanja inflacije, ali takođe mora i sprovesti mere kako bi se inflacija kretala unutar tih granica.

## Devizni kurs

### Depresijacija u Q4 i u januaru 2015.

Dinar je tokom Q4 oslabio prema evru za 1,8%, odnosno 2,5% na nivou proseka perioda. U odnosu na dolar, dinar je krajem Q4 oslabio za 6,2%, odnosno 8,7% na nivou proseka kvartala (veliki deo ove depresijacije je rezultat slabljenja evra u odnosu na dolar). Sa znatno jačom depresijacijom je nastavljeno u januaru (Grafikon T5-6), kada je dinar oslabio za dodatnih 2,1% u odnosu na evro, odnosno 9,5% u odnosu na dolar (podaci za kraj januara u odnosu na kraj decembra), odnosno, za 0,9% u odnosu na evro i 7,2% u odnosu na dolar (posmatrano na nivou proseka meseca). Do okončanja depresijacijskih pritisaka, koji su otpočeli početkom Q3 (kada je kurs dinara iznosio 115,7 dinara za evro), došlo je početkom februara (kada je kurs dinara dostigao preko 123 dinara za evro), i od tada je otpočela nominalna apresijacija kursa, koji se trenutno (početkom marta) nalazi na vrednosti od oko 121 dinara za evro. Narodna banka Srbije je intervenisala neto prodajom 765 mln evra tokom Q4, prodajom 90 mln evra u januaru, dok je u februaru intervenisala neto kupovinom 140 mln evra. Ocenjujemo da je dobro što NBS nije podlegla iskušenju da dopusti jačanje dinara, pod uticajem faktora na deviznom tržištu. Jačanje dinara nije u skladu sa konkurentnošću privrede Srbije, pa bi ono bilo samo privremeno, što znači da bi nakon jačanja dinara usledio njegov nagli pad. U visoko evroiziranoj srpskoj privredi sprečavanje naglih fluktuacija dinara je jedan od najvažnijih uslova za stabilizaciju inflacije. Stoga

<sup>8</sup> Važno je imati u vidu da će se cena struje povećati za 15% samo za potrošače na niskom naponu (domaćinstva, i uslužne delatnosti – trgovina, ugostiteljstvo i dr.) dok će se cena za potrošače na visokom i srednjem naponu (industrija i dr.) povećati za oko 8% tj. za iznos akcize.

se ocenjuje da je umerena depresijacija prihvatljiv kompromis između potreba da se preko kursa poboljša cenovna konkurentnost Srbije i potreba da se spreče visoke fluktuacije kursa.

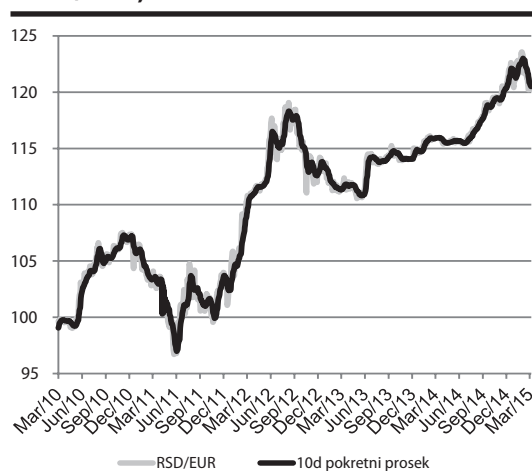
### Okvir 1. Rešenje problema građana zaduženih u švajcarskim francima

Nakon odluke Centralne banke Švajcarske o ukidanju minimalnog kursa franka prema evru, u januaru je došlo do snažne depresijacije kursa dinara prema švajcarskom franku (oko 12% na nivou proseka meseca), što je ugrozilo otplatu stambenih kredita denominovanih u ovoj valuti. Tom prilikom NBS nije ishitreno reagovala, uprkos pritiscima dužnika, tako što bi se teret prevalio na poreske obveznike, već je krajem februara doneta odluka o mogućnostima konverzije kredita iz švajcarskih franaka u evro, smanjenju kamatnih stopa i mogućnostima produženja roka otplate kredita.

Mada rešenje NBS generalno ocenjujemo kao dobro ipak smatramo da je ono moglo da bude fleksibilnije u pogledu visine kamatnih stopa. Fleksibilnost je naročito opravdana zbog toga što se stambeni krediti odnose na period od 20 i više godina, a u tom periodu kamatne stope na međunarodnom tržištu mogu znatno da fluktuiraju na nepredvidiv način. Stoga ocenjujemo da bi bilo bolje da je umesto zahteva da se kamatne stope na švajcarske franke ograniče na 3% godišnje, što su trenutno visoke kamatne stope ali u budućnosti mogu da budu niske, adekvatnije rešenje da se kamatne stope odrede kao zbir LIBOR-a (čime bi se uvažile buduće promene tržišnih kamatnih stopa) i fiksne marže od npr. 2%.

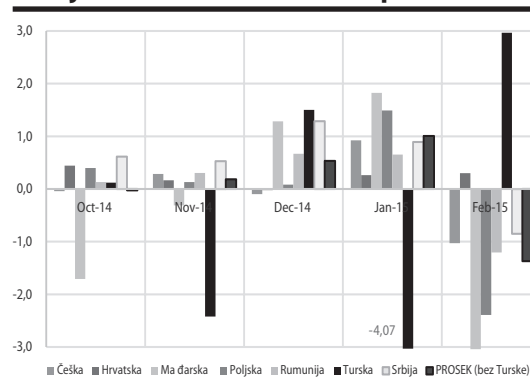
Globalni faktori su ponovo imali najjači uticaj na kretanje kursa dinara, dok su domaći faktori tokom Q4 pojačavali depresijacijske pritiske (nepovoljne vesti u vezi sa održivošću javnih finansija, tempom i jačinom fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi), da bi početkom 2015. godine, a naročito nakon odobrenja aranžmana sa MMF-om uticali na smanjenje rizika zemlje, stabilizaciju kursa i jačanje dinara. Globalni faktori koji su uticali na kretanje kursa dinara, slično su delovali i na valute zemalja u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7), mada je u Srbiji zabeležena nešto veća depresijacija (odnosno manja apresijacija) od proseka.

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



Izvor: NBS

**Grafikon T5-7. Nominalna depresijacija deviznog kursa (u %) u periodu oktobar 2014. – januar 2015. godine, za izabrane zemlje centralne i istočne Evrope**

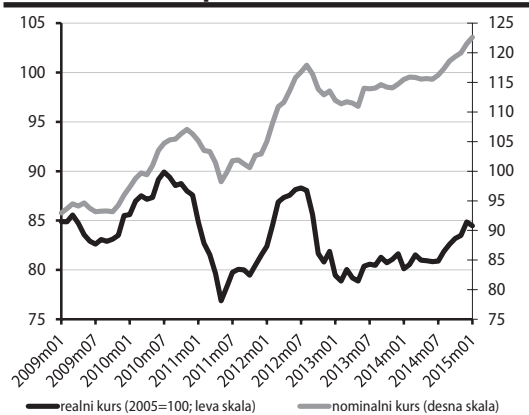


Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a

#### Realna depresijacija u Q4 i realne apresijacija u januaru

Tokom Q4 došlo je do realne depresijacije dinara od oko 2,7% i do apresijacije od oko 0,5% u januaru. Ukupna realna depresijacija dinara tokom 2014. godine iznosila je oko 4,0% i rezultat je nominalne depresijacije kursa dinara, manjim delom kompenzovane razlikom inflacije u Srbiji i evro zoni (iako je inflacija u Srbiji tokom 2014. godine iznosila relativno skromnih 1,8%, u evro zoni je ostvarena deflacija od oko 0,2%). Iako je u januaru dinar depresirao za oko 0,9% (na nivou proseka meseca) i ostvarena deflacija od 0,2%, deflacija u evrozoni bila je dovoljno visoka

**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

(ostvaren je pad indeksa potrošačkih cena od oko 1,5%) da nominalnu depresijaciju dinara „pretvori“ u realnu apresijaciju. Realni kurs je od 2013. godine sve do druge polovine 2014. bio relativno stabilan (Grafikon T5-8), ali je početkom Q3 otpočeo period umerene realne depresijacije, koja je dostigla svoj vrh krajem godine. Bilo bi poželjno da se ova umerena realna depresijacija ne poništi, jer bi se njome izgubilo do sada ostvareno poboljšanje konkurentnosti privrede (npr. umesto kupovine evra na međubankarskom deviznom tržištu, trebalo bi spustiti referentnu kamatnu stopu, čime bi se delovalo i na povratak inflacije u okvir ciljanog koridora i na sprečavanje apresijacije kursa).