

5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u 2014. godini kreće oko donje vrednosti granice ciljnog koridora NBS, i na kraju aprila je iznosila 2%, što je ispod opsega koridora od 2,5 do 5,5%. Niska domaća tražnja i stabilni kurs dinara i dalje su najznačajniji faktori koji utiču na održavanje inflacije na izuzetno niskom nivou u odnosu na uobičajene vrednosti u Srbiji. Relativno visoka januarska inflacija bila je privremenog karaktera, budući da je izazvana jednokratnim promenama posebne stope PDV-a i akciza kao i sezonskim rastom cena hrane, a zatim je ovaj skok cena u januaru ublažila niska inflacija i deflacija tokom narednih nekoliko meseci. U narednom periodu se ne očekuje izlazak inflacije van granica koridora (naročito ne iznad gornje granice), uzimajući u obzir stabilno kretanje kursa dinara, očekivani realni pad zarada, penzija i rashoda za robu i usluge (i posledično smanjenje domaće tražnje) i usporavanje ekonomske aktivnosti. Kretanje nominalnog kursa dinara, a naročito depresijacijski pritisci s početka godine, su u 2014. godini jednim delom posledica globalnih faktora, dok su drugim delom posledica ekonomskih neravnoteža i rizika, kao i neizvesnosti koja je bila vezna za parlamentarne izbore. Imajući u vidu opredeljenost NBS da intervencijama na međubankarskom tržištu održava devizni kurs na relativno stabilnom nivou, kao i očekivano kretanje inflacije u granicama koridora, i u narednom periodu bi se moglo očekivati stabilno kretanje nominalnog i realnog kursa dinara.

Cene

Inflacija se tokom Q1 i u aprilu kretala oko donje granice ciljnog koridora NBS

Usporavanje inflacije i njeno kretanje unutar granica ciljnog koridora, koje je ostvareno krajem 2013. godine, nastavljeno je i u prvom kvartalu 2014. godine. Od kada je u septembru dostignut ciljni nivo inflacije, ona se stabilizovala i njena vrednost se kretala oko donje granice koridora, sa povremenim padovima ispod ciljnog opsega (Tabela T5-1, Grafikon T5-2). Ovakvo kretanje obeležava najduži period od 2010. godine tokom kog se inflacija kretala unutar (ili ispod) granica cilja. Međutim, kako su tada granice koridora bile na znatno višim vrednostima nego danas, ovo svakako predstavlja najduži vremenski period sa stabilno niskom inflacijom. Doprinos niskoj inflaciji dali su stabilnost kursa dinara, niska domaća tražnja, niska uvozna inflacija, kao i dalje sprovođenje restriktivne monetarne politike, uz veoma sporo ublažavanje restriktivnosti (iako je u aprilu inflacija iznosila 2%, referentna kamatna stopa je u posmatranom periodu smanjena na još uvek relativno visokih 9%). Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkohola, duvana i energenata) se takođe nalazi u okviru dozvoljenih vrednosti i u aprilu je iznosila 2,9%, što predstavlja

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2008–2014

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2008					
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
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					
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
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
okt	177,6	2,2	2,6	0,2	2,3
nov	176,5	1,6	2,0	-0,6	-1,8
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

* 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 i dignut na godišnji nivo).

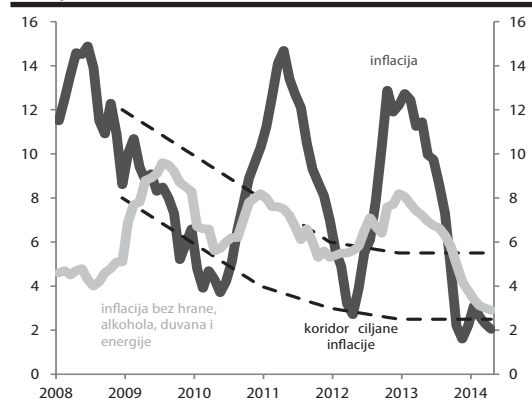
Izvor: RZS.

**Postepeno
ublažavanje
restriktivnosti
monetarne politike
od strane NBS**

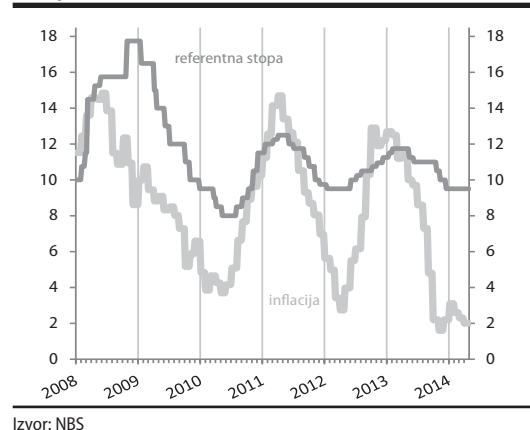
njen najniži nivo u novijem periodu (Grafikon T5-2). U narednim mesecima se očekuje umerni rast inflacije i njeno dalje kretanje unutar granica koridora.¹ Na rast inflacije će, pored cena hrane (budući da je prošlogodišnja baza ovih cena na niskom nivou), uticati izlazak iz obračuna prošlogodišnjeg perioda sa relativno visokim vrednostima mesečne inflacije, koji je trajao sve do juna 2013. godine i ulazak u period (jul-decembar) kada je inflacija u proseku bila negativna i iznosila oko -0,1% na mesečnom nivou. S druge strane, očekivani realni pad zarada i penzija, sprovođenje mera fiskalne konsolidacije i usporavanje ekonomske aktivnosti imaće deflacioni efekat, koji će sprečiti eventualni značajniji rast cena.

Od kada se u septembru inflacija vratila u granice ciljanog koridora, došlo je do skromnog smanjenja referentne kamatne stope sa relativno visokog nivoa od 11%, tako da je krajem aprila iznosila 9,5% (Grafikon T5-3), dok je početkom maja smanjena na 9%. Opreznost NBS u održavanju inflacije u granicama koridora se mogu objasniti padom likvidnosti na svetskom tržištu (smanjenje obima kvantitativnih olakšica od strane FED-a), geopolitičkim dešavanjima i izloženosti Srbije na kretanja na međunarodnom tržištu kapitala. U prvom kvartalu 2014. godine referentna kamatna stopa je zadržana na decembarskom nivou od 9,5%, dok je tek u maju smanjena na 9%. Deficit tekućeg računa je znatno smanjen i sa smanjenjem se nastavlja i u Q1 (ispod 4% BDP-a), kako zbog rasta izvoza zbog oporavka eksterne tražnje najznačajnijih spoljnotrgovinskih partnera, tako i zbog pada uvoza u uslovima pada domaće potrošnje. Postojanje upornog i rastućeg fiskalnog deficita i ubrzani rast javnog duga Srbije, kao i visok nivo loših kredita u privredi i dalje stvaraju nepovoljne uslove za vođenje adekvatne monetarne politike održavanja niske inflacije, pa se tako i dalje mora sprovođiti restriktivnija monetarna politika od one koja bi bila primerena okolnostima ovako niske inflacije. Ponovo vredi napomenuti da bi, kako bi se očuvala makroekonomska stabilnost, značajnije smanjenje restriktivnosti monetarne politike putem smanjenja referentne kamatne stope moguće je tek nakon rešavanja problema strukturnih neravnoteža – visokog fiskalnog i spoljnotrgovinskog deficita.² Do tada preporučujemo da NBS, uprkos prisutnim rizicima, nastavi sa umernim smanjenjem restriktivnosti monetarne politike.

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2008–2014



Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2014



Niska inflacija u Q1 i aprilu 2014.

Nakon relativno visoke inflacije u januaru od oko 1,5%, koja je, pored sezonskog rasta cena hrane, bila prouzrokovana i jednokratnim efektima povećanja posebne stope PDV-a i akciza, usledio je period niske inflacije u februaru (0,11%) i aprilu (0,56) i deflacije u martu 2014. godine (-0,33%). Tako je na kraju Q1 inflacija iznosila relativno niskih 1,2%, dok je u aprilu iznosila 0,6% (Tabela T5-4). Pored ranije analiziranih doprinosa inflaciji u januaru (rast cena hrane, računarske opreme, knjiga i dr. proizvoda na koje se primenjuje posebna stopa PDV-a, komunalnih usluga, kao i naftnih derivata i duvana usled povećanja akciza),³ u periodu januar-april je inflatorno na-

¹ Izveštaj o inflaciji NBS, maj 2014.

² Kvartalni monitor br. 35.

³ Kvartalni monitor br. 35., poglavlje 5.

jizraženije delovalo povećanje cena voća (14%, odnosno 0,4pp) i povrća, čiji je januarski rast ublažilo martovsko smanjenje cena (ukupni rast od 13%, odnosno 0,67pp) i aprilsko povećanje cena poštanskih usluga (31%, odnosno 0,1pp). Cene odeće i obuće su se, nakon sezonski očekivanog rasta s kraja prošle godine, kontinualno smanjivale od početka godine (ukupan pad od -3,4%, odnosno -0,1pp), dok je deflatorno delovao i pad cena telefonske opreme (-9%, odnosno -0,05pp).

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q1 2014.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u aprilu 2014.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	1,2	1,2	0,6	0,56
Hrana i bezalkoholna pića	34,5	1,8	0,6	1,4	0,47
Hrana	30,9	2,0	0,6	1,4	0,43
Alkoholna pića i duvan	7,8	6,5	0,5	-0,1	0,00
Duvan	4,2	9,6	0,4	0,0	0,00
Odeća i obuća	4,6	-3,2	-0,1	-0,1	-0,01
Stanovanje, voda struja	13,0	0,9	0,1	0,0	0,00
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,1	-0,3	0,0	0,3	0,01
Zdravstvo	6,4	1,5	0,1	0,8	0,05
Transport	12,3	1,0	0,1	-0,2	-0,02
Gorivo i mazivo	5,1	1,6	0,1	0,0	0,00
Komunikacije	5,0	-1,6	-0,1	1,3	0,06
Ostalo	12,2		0,0		0,00

Izvor: RZS i proračun QM-a

Ukupna, kao i noseća inflacija su na niskom nivou

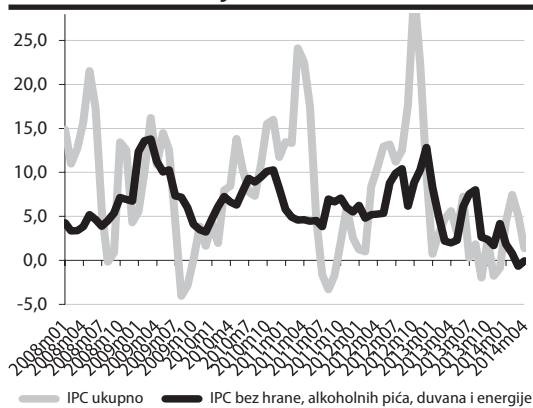
Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) se od početka godine održava na stabilno niskom nivou koji je dostigla krajem 2013. godine. U aprilu su njen 3m prosek i anualizovana vrednost iznosili oko 0% (Grafikon T5-5). Budući da je gotovo celokupnom rastu inflacije od početka godine doprineo upravo rast cena grupe proizvoda koje su isključene iz noseće inflacije, ukupna inflacija je krajem aprila bila na nešto višem ali još uvek relativno niskom nivou (3m prosek od 1,4%, odnosno 5,5% anualizovano). Nulta noseća inflacija je ostvarena zahvaljujući stabilnom kursu dinara i niskim inflatornim očekivanjima građana, privrede i finansijskog sektora. Vest o smanjenju kreditnog rizika Srbije od strane *Fitch* rejting agencije nije prouzrokovala rast premije rizika zemlje (mereno *EMBI* indeksom), budući da je ona bila kompenzovana najavama o mogućnosti sklapanja aranžmana sa MMF-om i sprovođenju programa fiskalne konsolidacije nakon formiranja nove Vlade Republike Srbije. Zahvaljujući tome, nije se promenio ni trend kretanja noseće inflacije, koja je ostala na niskom nivou. Nakon sezonski očekivanog rasta cena voća i povrća od početka godine, u narednim mesecima se može očekivati sezonski pad njihovih cena i dalji deflacioni pritisak. Postojanje inflatornih pritisaka sa strane tražnje nije realno, budući da će ukupna domaća tražnja i dalje nastaviti da opada usled planiranog realnog pada državne potrošnje (plate, penzije i rashodi za robu i usluge), što bi dalje uticalo na smanjenje tražnje za robom i uslugama. Izuzetno visoka (i dalje rastuća) stopa nezaposlenosti⁴ sugeriše da ni kretanje zarada u privatnom sektoru neće imati inflatorni uticaj, dok je jednokratni efekat povećanja posebne stope PDV-a i akciza, koji je bio relativno skroman, sada iscrpljen, te da jedini „inflatorni uticaj“ u narednom periodu može imati samo efekat promene baze (izlazak iz obračuna prošlogodišnjih meseci sa relativno visokom inflacijom i ostanak u obračunu meseci sa niskom i negativnom inflacijom).

⁴ Aprilska anketa o radnoj snazi RZS.

5. Cene i devizni kurs

Ne očekuje se da će zbog poplava doći do povećanja cena poljoprivrednih proizvoda i ukupne inflacije

Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2008-2014



Izvor: RZS i proračun QM-a

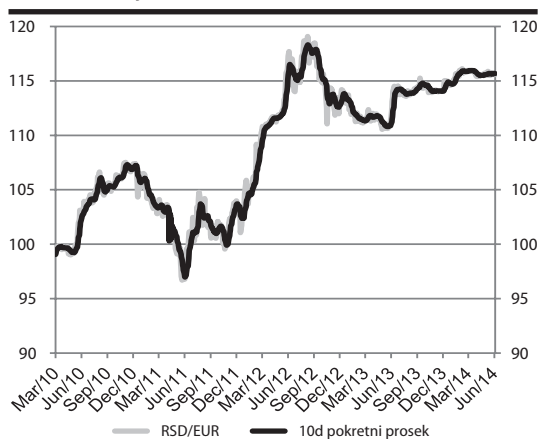
Katastrofalne poplave koje su tokom druge polovine maja pogodile Srbije nanele su relativno visoke štete poljoprivrednoj proizvodnji. Međutim, poplavama je pogođen mali deo obradivih površina (videti Osvrt 2), pa one neće znatno uticati na ukupnu poljoprivrednu proizvodnju u Srbiji. Pri tome, procenjujemo da će poplave više uticati na smanjenje izvoza nego na rast cena poljoprivrednih proizvoda. Moguće je da će zbog poplava skočiti cene povrća, ali će taj rast biti ograničen zbog konkuretskog pritiska uvoznih proizvoda.

Devizni kurs

Relativno stabilan kurs dinara u Q1 i aprilu i maju 2014.

Nakon umerene januarske depresijacije, kurs dinara je od početka godine bio relativno stabilan, uz minimalne oscilacije u rasponu od 115 do 116 dinara za evro. Ovakvo kretanje je nastavak prošlogodišnjeg stabilnog kretanja kursa od septembra do kraja 2013. godine (Grafikon T5-6), praćenog umerenom depresijacijom u januaru (za oko 1,5%) i stabilizacijom uz reakciju NBS (prodaja deviznih rezervi do sredine marta i kupovina od kraja marta do kraja maja 2014.) Narodna banka Srbije je od početka godine nastavila sa intervencijama u cilju sprečavanja prekomernih dnevnih oscilacija, kao i ublažavanja i zaustavljanja trenda depresijacije dinara, pa je, računajući od početka perioda ublažavanja depresijacijskih pritisaka, sve do sredine marta 2014. godine prodala ukupno 820mln evra, a zatim, ublažavajući relativno slabe depresijacijske pritiske, do kraja maja na međubankarskom tržištu intervenisala kupovinom 150mln evra. Na ovaj način je sprečeno poništavanje poželjnih efekata blage depresijacije dinara i dodatno slabljenje konkurentnosti privrede Srbije.

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010-2014

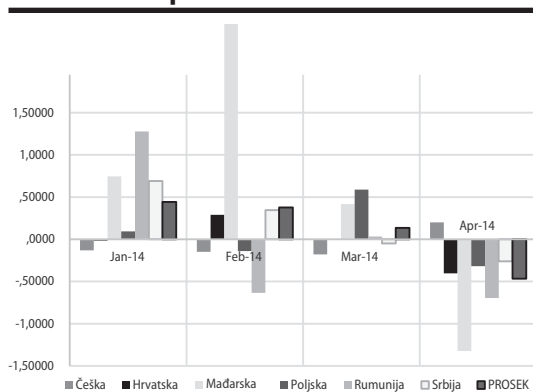


Izvor: NBS

Najveći uticaj na kretanje kursa dinara od početka godine imali su globalni faktori. Sličnost kretanja deviznog kursa u Srbiji i u zemljama centralne i istočne Evrope sa režimom fleksibilnog kursa, naročito je vidljiva u januaru i u aprilu (videti Grafikon T5-7). Globalni depresijacijski pritisci u januaru su najvećim delom posledica otpočinjanja postepenog smanjenja obima kvantitativnih olakšica od strane FED-a (od po 10mlrd dolara mesečno), koji su se odrazili na kretanje deviznog kursa ne samo u Srbiji, koja je zbog visoke fiskalne i umerene spoljne neravnoteže izložena uticaju na međunarodnom finansijskom tržištu, već i u većini zemalja sa tržištima u usponu (eng. *emerging markets*). Sprovedenje odluke FED-a je imalo samo efekat privremenog šoka i u narednim mesecima

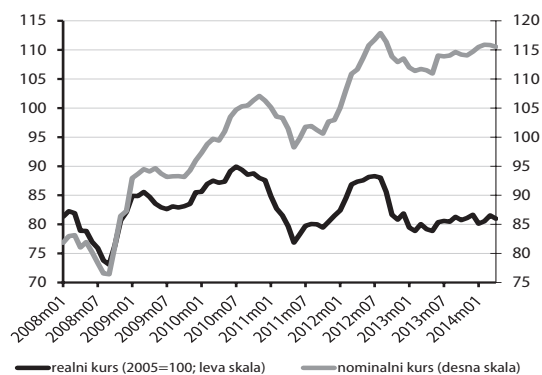
devizni kursevi su se stabilizovali i u većini zemalja se u aprilu javila blaga depresijacija domaćih valuta, kao posledica smanjenja premije rizika u većini zemalja u regionu.

Grafikon T5-7. Nominalna depresijacija deviznog kursa (u %) u periodu januar-april 2014. 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, 2008-2014



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

Realni kurs dinara je relativno stabilan u 2014. godini

Tokom Q1 realni kurs dinara prema evru ostao je približno nepromenjen, što je uglavnom rezultat niske inflacije u Srbiji i skoro fiksnog kursa dinara prema evru. Na kretanje realnog kursa dinara po mesecima najviše su uticale varijacije domaće inflacije, što je u nekim mesecima dovelo do divergentnog kretanja vrednosti nominalnog i realnog kursa, mada promene nisu bile velike. Istorijski gledano, realni kurs već tokom dužeg perioda (od kraja 2012. godine) ima približno iste vrednosti indeksa (Grafikon T5-8). Imajući u vidu očekivano buduće stabilno kretanje nominalnog kursa (kao i zbog spremnosti NBS da intervencijama održava kurs na približno konstantnom nivou) i relativno niske vrednosti inflacije, moglo bi se očekivati stabilno kretanje realnog kursa bez velikih oscilacija i u narednom periodu.