

## 5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u Q1 ubrzala, ali se i dalje kretala unutar granica ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju kvartala iznosi 3,5%. U aprilu i maju se takođe nalazi unutar granica cilja i iznosi 4,0% i 3,4% respektivno. Ubrzanje inflacije tokom Q1 jednim delom posledica rasta cena energenata i cena drugih proizvoda na svetskom tržištu, dok je drugim delom poledica rasta domaće tražnje i regulisanih cena. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe se nalazi unutar granica novog koridora NBS i na kraju kvartala iznosi 2,2%, dok je u aprilu i maju ostala gotovo nepromenjena (2,1% i 2,2% respektivno). Narodna banka nije menjala referentnu kamatnu stopu od početka godine i ona iznosi 4,0%. U nastavku 2017. godine očekuje se da će se inflacija postepeno opadati, kako pada cena energenata na svetskom tržištu tako i zbog povoljnog uticaj sezonskih faktora. Tokom Q1 dinar je nominalno deprecirao za oko 0,4%, dok je zatim usledio period aprecijacije, tako da je u aprilu i maju ojačao za oko 0,7% u odnosu na evro. Znatno veća inflacija u Srbiji u poređenju sa zemljama evrozona uticala je na dodatno jačanje realnog kursa dinara – aprecijaciju od 1,6% u Q1 i dodatnih 0,7% u aprilu i maju. Ovako visoka realna aprecijacija utiče na pogoršanje cenovne konkurentnosti privrede Srbije.

### Cene

***Inflacija je u Q1 povećana, ali se kretala unutar granica cilja NBS, gde je ostala i u aprilu i maju***

Na kraju prvog kvartala 2017. godine međugodišnja inflacija je iznosila 3,5%, što je znatno iznad vrednosti na kraju 2016. godine (Tabela T5-1). Inflacija je ušla unutar granica ciljnog koridora<sup>1</sup> Narodne banke Srbije (NBS) prvi put nakon Q3 2013. godine (odnosno od februara 2014. godine ako se posmatraju mesečni podaci). Na mesečnom nivou je u januaru zabeležena inflacija od 1,5%, dok je u februaru i martu iznosila 0,7% i 0,2% respektivno. Međugodišnja inflacija je u januaru porasla na 2,4% i ušla unutar granica novog cilja NBS, gde je ostala sve do kraja maja 2017. godine. Mesečni rast cena u januaru iznosio je 1,5% i doprineo je njenom znatnom rastu na međugodišnjem nivou (najvećim delom usled rasta cena hrane i duvanskih proizvoda). Ovakav trend je nastavljen i u narednim mesecima, kada je, u februaru i maju relativno visoka mesečna inflacija uticala na rast međugodišnje, dok je deflacija zabeležena samo u maju mesecu.

***Svetske cene koje su krajem prethodne i na početku ove godine povećavale inflaciju, tokom drugog kvartala uticale su na njen pad***

Nakon novembarskog rasta cene nafte i njene stabilizacije u periodu decembar-februar usledio je trend njenog pada od početka marta 2017. godine, koji je nastavljen u narednim mesecima. Očekuje se da će se pad svetske cene nafte preliti na ostale cene, mada će efekat biti skroman i budući da se nalazi blizu istorijskog minimuma, ne može se očekivati njen značajniji dalji pad. Cene osnovnih metala su nakon znatnog rasta, počele da beleže pad u prvim mesecima drugog kvartala. Narodna banka nije snižavala referentnu kamatnu stopu tokom Q1 i u aprilu i maju 2017. godine i ona iznosi 4,0% (Grafikon T5-3).

***Noseća inflacija je u Q1, kao i u aprilu i maju, takođe unutar granica ciljnog koridora***

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) se u Q1 nalazila ispod sredine ciljnog intervala NBS i na kraju kvartala iznosila je 2,2% (Grafikon T5-2). U aprilu i maju je noseća inflacija ostala na stabilnom nivou od 2,1%, odnosno 2,2% respektivno i zajedno sa ukupnom inflacijom kreće se unutar granica ciljnog koridora. Glavni faktor koji utiče na to da noseća inflacija bude stabilna u dugom vremenskom periodu (kreće se u uskom intervalu od 1,4% do 2,2% u toku poslednje skoro tri cele godine) je stabilan i praktično fiksiran kurs dinara (NBS dozvoljava samo kretanje u uskom opsegu kursa), kao i umeren rast domaće tražnje. Pad cene sirove nafte i sezonski pad cena poljoprivrednih proizvoda uticaće na smanjenje inflacije u narednim mesecima, dok će uticaj domaće tražnje presudno zavisiti od fiskalne politike. Očekujemo da će tokom ove godine fiskalna politika biti umereno restriktivna, pa će i ona delovati u pravcu smanjenja inflacionih pritisaka. Karakter fiskalne politike u narednoj godini, nakon isteka aranžmana sa MMF, za sada je teško proceniti,

<sup>1</sup> Narodna banka Srbije je u saradnji sa Vladom Republike Srbije donela odluku o spuštanju koridora ciljne inflacije sa 4±1,5% na 3±1,5% od januara 2017. godine.

jer nije izvesno koliko su ozbiljne najave o velikom povećanju plata i penzija. Međutim, prilično je izvesno da bi eventualna fiskalna ekspanzija, više uticala na rast uvoza i inflacije nego što bi pokrenula privrednu aktivnost.

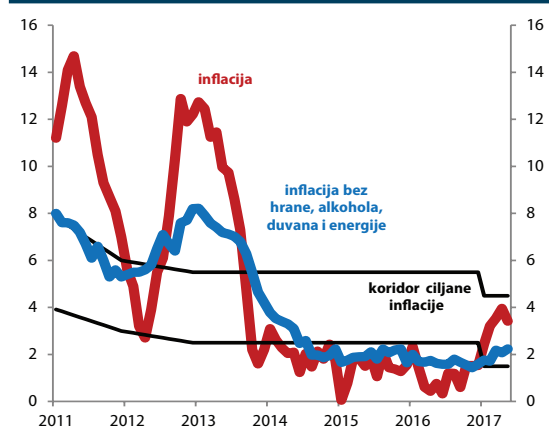
**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2011-2017**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2011</b>					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
<b>2012</b>					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
<b>2013</b>					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
<b>2014</b>					
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
<b>2015</b>					
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
<b>2016</b>					
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
sep	184,8	0,6	1,1	-0,6	0,9
okt	186,1	1,5	1,8	0,7	4,0
nov	185,9	1,5	1,7	-0,1	0,0
dec	185,6	1,5	1,5	-0,2	1,8
<b>2017</b>					
jan	188,3	2,4	1,5	1,5	4,8
feb	189,6	3,2	2,2	0,7	8,2
mar	190,0	3,5	2,4	0,2	9,8
apr	191,5	4,0	3,2	0,8	7,0
maj	190,6	3,4	2,7	-0,5	2,1

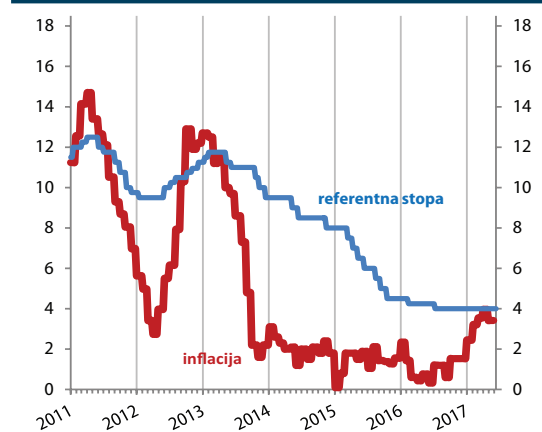
\* Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je prosek mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu podignut na godišnji nivo).  
Izvor: RZS.

**Ubzanje inflacije  
u prvom kvartalu  
značajno, ali se radi se o  
privremenoj tendenciji**

U prvom kvartalu 2017. godine došlo je do relativno visokog rasta cena od 2,4% (Tabela T5-4). U januaru je ostvaren visok rast cena od 1,5%, dok je u februaru i martu zabeležena niža inflacija od 0,7% i 0,2% respektivno. Inflaciji u Q1 najviše su doprineli: rast cena hrane od 4,9%, što predstavlja doprinos inflaciji od 1,4 procentnih poena (p.p.), najvećim delom usled rasta cena povrća (21,0%, doprinos od 1,0 p.p.) i voća (14,7%, doprinos od 0,3 p.p.), zatim naftnih derivata (5,8%, doprinos od 0,3 p.p.), telefonskih usluga (5,1%, doprinos od 0,2 p.p.), duvanskih proizvođa (4,5%, doprinos od 0,2 p.p.) i čvrstih goriva (6,5%, doprinos od 0,2 p.p.). Najveći dezinflatorni efekat poticao je od sezonskog pada cena odeće i obuće (pad od 3,9%, doprinos od -0,2 p.p.) i cena iz grupe rekreacija i kultura (1,2%, doprinos od -0,1 p.p.)

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2011-2017**

Izvor: NBS i proračun QM-a

**Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2011-2017**

Izvor: NBS

**Umerena mesečna inflacija u aprilu i deflacija u maju**

U aprilu 2017. godine rast cena je iznosio 0,8%, čemu je najviše doprineo rast cena hrane (rast od 2,5%, doprinos inflaciji od 0,7 p.p.), odeće i obuće (rast od 1,4%, doprinos od 0,06 p.p.) i naftnih derivata (rast od 1,0%, doprinos od 0,06 p.p.) dok je dezinfatorno delovao pad cena čvrstih goriva (pad od 0,9%, doprinos od -0,09 p.p.). Cene ostalih grupa proizvoda i usluga nisu u znatno manjoj meri uticale na aprilsku inflaciju. Do rasta cena hrane došlo je usled nastavka sezonskog rasta cena povrća (rast od 7%, doprinos od 0,3 p.p.) i voća (8,5%, doprinos od 0,2 p.p.). Međutim, kako se ponderi za proizvode čija se cena znatno menja na mesečnom nivou takođe u znatnoj meri menjaju (usled efekta supstitucije drugim, jeftinijim proizvodima – npr. drugim vrstama voća i povrća umesto onih koje u tom trenutku imaju visoku cenu), to bi konkretno značilo da bi januarska i aprilaska inflacija merena korišćenjem mesečnih pondera bila u određenoj meri niža od inflacije u čijem su izračunavanju indeksi cena ponderisani fiksiranim ponderima na godišnjem nivou. Do suprotnog efekta će doći kada cene povrća i voća budu ostvarile sezonski očekivani pad (krajem Q2 i početkom Q3 za povrće, odnosno tokom Q4 i Q1 za voće). Budući da se sezonski efekat rasta i pada cena određenih proizvoda (voća, povrća, mesa, odeće i obuće, turističkih aranžmana) obično javlja u istim mesecima u godini, kod izračunavanja međugodišnje stope oni se u znatnoj meri potiru, dok se velika odstupanja javljaju u mesečnim stopama.<sup>2</sup> U maju je došlo do pada indeksa potrošačkih cena od 0,5%, najvećim delom usled početka sezonskog pada cena povrća (14,6%, doprinos od -0,8 p.p.), daljeg pojeftinjenja čvrstih goriva i usled pada cena naftnih derivata. Inflatorno je delovao nastavak rasta cena voća (10,3%, doprinos od 0,2 p.p.) i mesa (2,0%, doprinos od 0,15 p.p.)

**Ukupna inflacija je relativno visoka u Q1 i u aprilu, dok je noseća inflacija na stabilno niskom nivou**

Ukupna inflacija (3m anualizovani prosek) na kraju Q1 iznosi 9,8% (Grafikon T5-5), dok je u aprilu pala na 4,8% (najvećim delom usled izlaska januarske inflacije iz obračuna proseka), a u maju dalje na relativno niskih 2,1% (usled majske deflacije i izlaska februarske inflacije iz obračuna). Noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkohola, duvana i energenata) je na kraju Q1 iznosila 0,7%, dok je u aprilu porasla na 1,4% a u maju na 3,3%. Visoka volatilnost anualizovanog 3m proseka ukupne inflacije posledica je, pored načina njegovog računanja i nepostojanja stabilnog trenda u kretanju mesečnih vrednosti cena koje ih određuju i mogu se objasniti promenama cena jednokratnog i sezonskog karaktera (npr. znatan rast ukupne inflacije je u velikoj meri rezultat januarskog rasta cene povrća i pomenutog korišćenja konstantnih pondera u obračunu ove grupe proizvoda tokom cele godine, bez obzira što se javlja znatna supstitucija jeftinijim proizvodima i posledična promena pondera). Kada postoje jednokratne ili sezonske promene koje u velikoj meri utiču na inflaciju, 3m prosek ne predstavlja pouzdan indikator njenog kretanja a bolji indikator bio bi anualizovani prosek u dužem periodu (npr. 6m) u kom se umanjuje uticaj jednokratne promene cena ili međugodišnja inflacija, u kojoj se u velikoj meri umanjuje sezonski efekat.

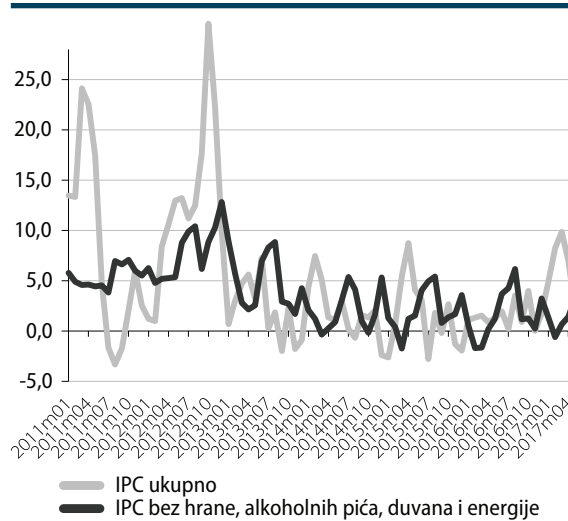
<sup>2</sup> Kvartalni monitor br. 47, Cene i devizni kurs

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

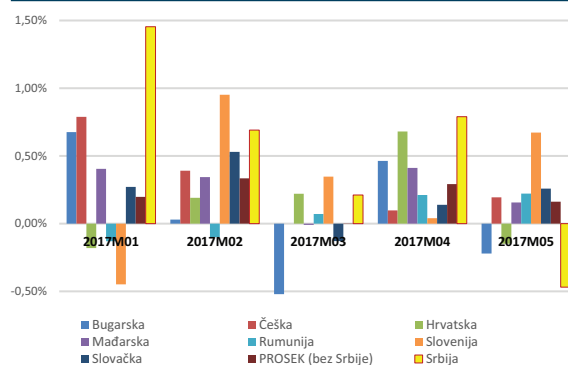
	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q1 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u aprilu 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u maju 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	2,4	2,4	0,8	0,8	-0,5	-0,5
Hrana i bezalkoholna pića	32,0	4,8	1,5	2,1	0,7	-1,4	-0,5
Hrana	28,4	4,9	1,4	2,5	0,7	-1,6	-0,5
Alkoholna pića i duvan	7,3	3,6	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Duvan	4,6	4,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,5	-3,9	-0,2	1,4	0,1	0,2	0,0
Stanovanje, voda struja	13,7	1,2	0,2	-0,7	-0,1	-0,2	0,0
Električna energija	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	0,4	0,0	0,4	0,0	-0,1	0,0
Zdravstvo	5,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0
Transport	12,8	2,9	0,4	0,5	0,1	-0,3	0,0
Goriva i maziva	5,9	5,8	0,3	1,0	0,1	-0,5	0,0
Komunikacije	5,0	4,5	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0
Ostalo	15,1		-0,1		0,1		0,0

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Ubrzanje inflacije tokom Q1 je posledica uticaja eksternih i unutrašnjih faktora**

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2011-2017**

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Grafikon T5-6. Inflacija Srbije i u izabranim zemljama Centralne i istočne Evrope**

Izvor: Eurostat, RZS i proračun QM-a

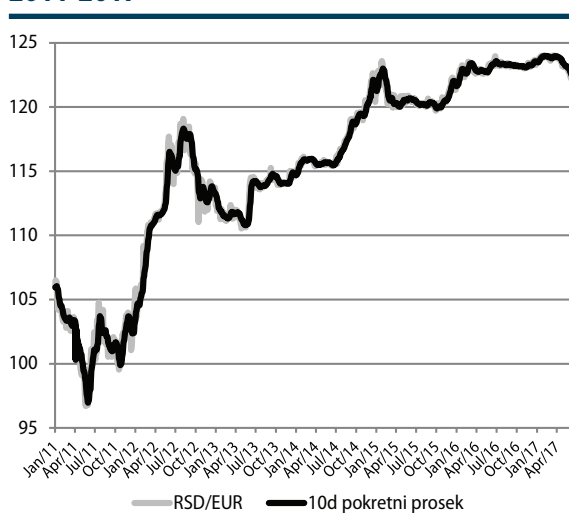
Tokom prvog kvartala došlo je do ubrzanja inflacije i u drugim zemljama regiona i u celoj EU. Rast inflacije u Evropi je posledica rasta cena energenta u tom periodu, a verovatno je određeni uticaj imala i ekspanzivna monetarna politika ECB i nekih nacionalnih banaka. Međutim, rast inflacije u Srbiji je bio veći nego u drugim zemljama regiona. Prosek inflacije u izabranim zemljama Centralne i istočne Evrope je u Q1 iznosio 0,5%, u aprilu 0,3% i u maju 0,16%, dok je u Srbiji inflacija u Q1 iznosila 2,4%, u aprilu 0,8%, dok je u maju ostvarena deflacija od 0,5%. U Q1 je rast cena naftnih derivata imao sličan uticaj na inflaciju u Srbiji i u ostalim zemljama u regionu (nešto manji doprinos inflaciji ovaj rast je imao u Bugarskoj i Češkoj a znatno veći u Mađarskoj). Veća inflacija u Srbiji ukazuje na postojanje specifičnih domaćih faktora koji su uticali na njen rast. Specifični faktori za Srbiju odnose se na tržište prehrambenih proizvoda koje tokom godine pokazuje visoku volatilitnost.

## Devizni kurs

**Dinar je krajem Q1 neznatno deprecirao, dok je od aprila do juna ojačao na oko 122 dinara za evro**

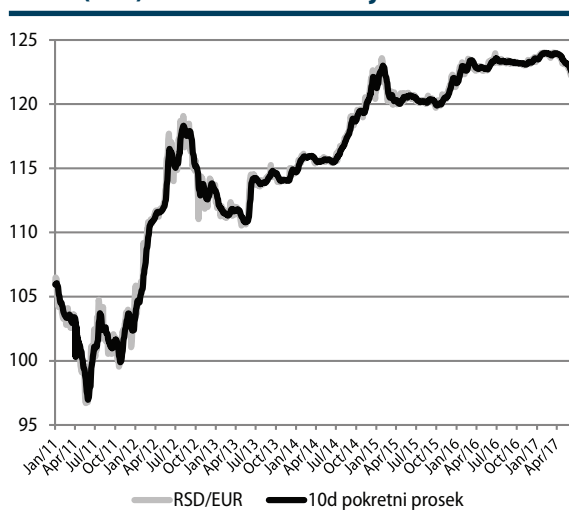
Dinar je tokom Q1 oslabio prema evru za 0,4% u odnosu na kraj 2016. godine (odnosno za 0,5%, posmatrano na nivou proseka kvartala), u aprilu je ojačao za 0,6% (0,2% na mesečnom proseku), dok je u februaru dodatno ojačao za 0,4% (0,5% na mesečnom proseku) (Grafikon T5-7), kada je kurs iznosio malo ispod 123 dinara za evro. Aprecijacija je nastavljena i u junu i trenutno kurs iznosi nešto iznad 122 dinara za evro. Od januara do kraja maja, znatno veća aprecijacija je zabeležena u odnosu na američki dolar i švajcarski franak. U odnosu na dolar, dinar je tokom Q1 ojačao za 0,9% (odnosno oslabio za 1,7% na nivou preseka kvartala), dok je u aprilu i maju ojačao za 2,4%, odnosno za 3,2%, respektivno (0,5% i 3,5% na nivou mesečnog proseka). Dinar je prema švajcarskom franku u Q1 nominalno deprecirao za 1,0% (za 1,4% na nivou proseka kvartala), u aprilu je aprecirao za 1,7%, i u februaru aprecirao za dodatnih 1,3% (0,4% i 2,1% na mesečnom proseku).

**Grafikon T5-7. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2011-2017**



Izvor: NBS

**Grafikon T5-8. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama**



Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a

Napomena: porast označava deprecijaciju.

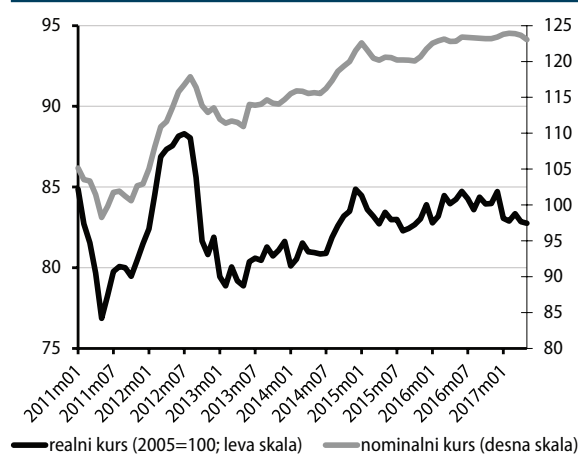
**Kretanje kursa u Srbiji u Q1 razlikuje se od kretanja kurseva valuta većine zemalja u regionu, dok je u aprilu i maju na nivou proseka**

Tokom Q1, u poređenju s valutama u zemljama u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa, dinar je imao relativno male promene vrednosti u odnosu na evro (Grafikon T5-8) i promena kursa se dešavala u suprotnom pravcu od kretanja ostalih valuta. To je u velikoj meri posledica uticaja Narodne banke Srbije na kretanje kursa – prodaje deviza na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) kako bi se sprečila značajna deprecijacija. Centralne banke u zemljama sa nižim stepenom evroizacije nego u Srbiji mogu sprovoditi mere usmerene ka postizanju cenovne i finansijske stabilnosti relativno nezavisno od promena deviznog kursa, što je u visoko evroiziranoj privredi, kao što je Srbija moguće samo u relativno uskom koridoru promena kursa.<sup>3</sup> Tokom aprila i maja, u periodu kada je zabeležena umerena aprecijacija, kretanje kursa dinara bilo je na nivou proseka svih izabраниh valuta.

**Relativno visoka realna aprecijacija u Q1 i nastavak trenda u aprilu i maju**

Dinar je tokom Q1 realno aprecirao za 1,6%, u aprilu za 0,6% i u maju za dodatnih 0,1% u odnosu na evro. U posmatranom periodu, dinar je nominalno ojačao u manjoj meri, ali je velika realna aprecijacija posledica znatno veće inflacije u Srbiji u poređenju sa zemljama evrozona. Relativno skroman rast konkurentnosti privrede Srbije ostvaren realnom deprecijacijom u Q4 2016. godine od oko 0,4% poništen je znatno većom aprecijacijom u Q1, tako da je ukupan rezultat po konkurentnost negativan (od januara do maja dinar je realno aprecirao za 2,3%). Istorijski posmatrano, realni kurs dinara u januaru nalazi se na približnoj vrednosti kao u istom periodu 2015. godine (Grafikon T5-9). Realna aprecijacija dinara u proteklom delu godine u suprotnosti je sa relativnim padom produktivnosti privrede Srbije u odnosu

**Grafikon T5-9. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2011-2017**



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

na produktivnost u zemljama EU, glavnim trgovinskim partnerima Srbije. Jačanje dinara uz realivni pad produktivnosti pogoršava konkurentnost privrede Srbije.