

5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u Q2 stabilizovala na nivou nešto iznad ciljne vrednosti Narodne banke Srbije i na kraju kvartala iznosi 3,6%. Nakon deflacije u julu (-0,4%) i neznatne inflacije u avgustu (0,2%), međugodišnja inflacija pala je na 2,5%. Usporavanju inflacije tokom Q2 doprineo je novi pad svetskih cena energenata, dok su najznačajniji dezinflatorni činioci u julu i avgustu bili sezonski pad cena hrane i izražena aprecijacija dinara. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe je bila niska i stabilna na nivou od oko 2%, dok se u avgustu spustila na donju granicu ciljnog koridora NBS i iznosi 1,5%. Niska inflacija u poslednjih nekoliko meseci, a posebno snažni aprecijacijski pritisci na dinar, omogućili su početkom septembra prvo smanjenje referentne kamatne stope u 2017. godini – sa 4% na 3,75% – što ocenjujemo kao adekvatan odgovor monetarne politike. U narednim mesecima očekujemo jačanje trenutno relativno niskih inflatornih pritisaka usled umerene relaksacije monetarne politike, daljeg rasta domaće tražnje i očekivane sezonske deprecijacije dinara – ali će inflacija svakako nastaviti da se kreće u granicama ciljnog koridora NBS do kraja godine. Dinar je u Q2 nominalno aprecirao u odnosu na evro za 2,5%, što je trend koji se nastavio i tokom letnjih meseci – uprkos tome što je NBS u posmatranom periodu kupila 960 mln evra na međubankraskom deviznom tržištu. Od početka godine, dinar je nominalno ojačao u odnosu na evro za 3,5%, pri čemu je nominalna aprecijacija u odnosu na dolar bila još izraženija (14,3% u prvih osam meseci 2017. godine). Budući da je tokom 2017. godine inflacija u Srbiji bila viša nego u zemljama evrozone, dinar je u Q2 realno ojačao u odnosu na evro za 1,7%, a u prvih osam meseci za čak 5,3%. Ovako snažna realna aprecijacija dinara praćena sporijim rastom produktivnosti u poređenju sa zemljama EU, najvažnijim trgovinskim partnerima Srbije, ozbiljno pogoršava međunarodnu konkurentnost domaće privrede.

Cene

Inflacija u Q2 relativno niska, a sličan trend nastavljen je i u julu i avgustu

Na kraju drugog kvartala 2017. godine međugodišnja inflacija iznosila je 3,6% i ostala je na gotovo nepromenjenom nivou u odnosu na kraj prvog kvartala ove godine (Tabela T5-1). Prosečna inflacija u prvoj polovini ove godine iznosi 3,4% i neznatno je iznad ciljne vrednosti Narodne banke Srbije. Na kvartalnom nivou, u Q2 zabeležena je relativno niska inflacija od 0,5% usled preovlađujuće dezinflatornih pritisaka. Nakon rasta cene nafte krajem 2016. i potom stabilizacije u prvim mesecima ove godine, u Q2 zabeležen je njen novi pad (slično se dogodilo i na tržištima osnovnih metala). Cene naftnih fjučersa ukazuju na to da do kraja 2017. neće biti velikih oscilacija u kretanju cene nafte, zbog čega je uticaj njihovog poslednjeg pada na domaću inflaciju privremen i dobrim delom već iscrpljen. Od domaćih činilaca stabilizaciji inflacije u Q2 najviše su doprineli aprecijacija dinara i sezonski pad cena hrane. Na mesečnom nivou, nakon relativno visoke inflacije u aprilu od 0,8%, u maju je zabeležena deflacija od -0,5% i neznatna inflacija u junu od 0,2%. Mesečni rast cena u aprilu (najvećim delom usled porasta cena voća, povrća i mesa) doprineo je povećanju međugodišnje inflacije na 4% (što je najviši nivo od oktobra 2013. godine). Deflacija u maju i blaga inflacija u junu omogućili su stabilizaciju međugodišnje inflacije blizu proseka u dosadašnjem delu godine od oko 3,5%, pa je inflacija tokom Q2 ostala unutar granica novog ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS)¹. Slični trendovi nastavljeni su i tokom letnjih meseci, pa je tako u julu zabeležena deflacija od -0,4%, a u avgustu neznatno povećanje cena od 0,2%.

Noseća inflacija takođe je bila stabilna u Q2 na nivou od oko 2%, što je i dalje bliže donjoj granici ciljnog intervala NBS

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) u Q2 bila je stabilna i u junu je iznosila 2%, tako da se od početka 2017. nalazi ispod sredine ciljnog intervala NBS (Grafikon T5-2). U julu i avgustu došlo je do blagog smanjenja noseće inflacije na 1,5%, što predstavlja donju granicu ciljnog intervala NBS. Glavni faktori koji su

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

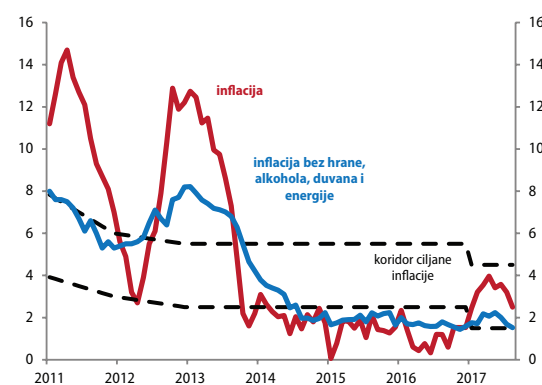
Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2011-2017

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
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					
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
sep	183,7	1,4	2,1	0,0	-0,3
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
2016					
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
2017					
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
jun	191,0	3,6	2,9	0,2	2,1
jul	190,2	3,2	2,5	-0,4	-2,7
avg	190,6	2,5	2,7	0,2	0,0

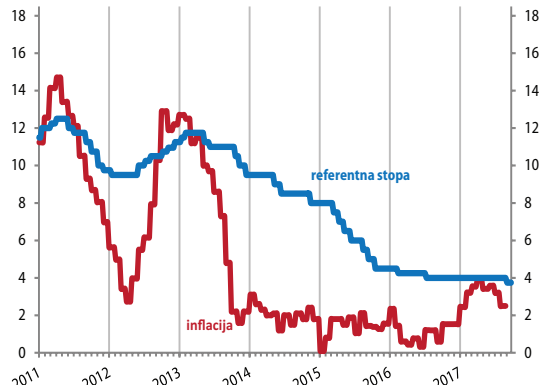
* Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je prosek mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu podignut na godišnji nivo).

Izvor: RZS.

uticali na to da noseća inflacija bude veoma stabilna u prethodnom periodu (kreće se u uskom intervalu od 1,4% do 2,3% još od avgusta 2014. godine) jesu stabilan i gotovo fiksiran kurs dinara i umeren rast domaće tražnje. Takva kretanja zabeležena su i u Q2 2017. godine: dinar je zapravo ojačao prema evru, dok je realni međugodišnji rast domaće tražnje još uvek relativno umeren i iznosio je oko 1,9%. U narednom periodu očekujemo da će domaća tražnja i njen uticaj na kretanje inflacije presudno zavistiti od fiskalne politike, koja bi u trebalo da u 2017. bude blago restriktivna. Međutim, imajući u vidu aktuelne najave o velikom povećanju penzija i plata u javnom sektoru, još uvek nije moguće precizno proceniti karakter fiskalne politike u sledećoj godini, nakon isteka aranžmana sa MMF-om. Pređašnja iskustva s fiskalnom ekspanzijom u Srbiji upućuju na zaključak da je fiskalni multiplikator veoma nizak, pa bi se eventualni snažan rast državne potrošnje pre odrazio na povećanje uvoza i inflacije nego što bi doprineo ubrzanju privrednog rasta.

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

Niska inflacija i snažni aprecijacijski pritisci na dinar u prethodnim mesecima otvorili su prostor za smanjenje referentne kamatne stope na 3,75%

Inflacija u Q2 stabilizovana, što potvrđuje prethodnu procenu da je izraženo ubrzanje inflacije u Q1 bilo privremeno

Narodna banka Srbije tokom Q2 nije menjala restriktivnost monetarne politike i referentna kamatna stopa je ostala na nivou od 4% do kraja avgusta (Grafikon T5-3). Međutim, niska inflacija i naročito snažni aprecijacijski pritisci na dinar u poslednjih pet meseci (NBS je na međubankarskom deviznom tržištu u posmatranom periodu kupila 960 mln evra) uticali su na odluku o smanjenju referentne kamatne stope početkom septembra na 3,75%. Povećanje ekspanzivnosti monetarne politike u ovom trenutku donekle je iznenađujuće imajući u vidu pokazatelje koji ukazuju na postepeno povećanje domaćih inflatornih pritisaka, pre svega poboljšanja na tržištu rada (porast zaposlenosti i stabilan međugodišnji rast realnih zarada od oko 3%), solidan rast kreditne aktivnosti banaka i očekivane sezonske deprecijacijske pritiske na dinar do kraja godine. Pored toga, premda je u prvoj polovini 2017. godine ostvaren razočaravajući privredni rast, to je najvećim delom posledica jednokratnih činilaca (pad poljoprivredne proizvodnje usled suše i problemi u energetsom sektoru na početku godine) a ne suštinskih pogoršanja trendova u realnom sektoru ekonomije.

U drugom kvartalu 2017. godine došlo je do skromnog rasta nivoa cena od 0,5% (Tabela T5-4) i to uglavnom zahvaljujući relativno visokoj inflaciji u aprilu (0,8%), dok je u maju zabeležena deflacija (-0,5%) a u junu niska inflacija (0,2%). Glavni pokretač inflacije u Q2 bio je porast cena hrane za 1,4% (doprinos od 0,4 p.p.), vođen sezonskim povećanjem cena voća (28,3%, doprinos od 0,6 p.p.) i mesa (4,5%, doprinos 0,3 p.p.). Najveći deflacioni uticaj poticao je od sezonskog pada cena povrća (pad za 8,4%, doprinos -0,4 p.p.) i smanjenja cena čvrstih goriva nakon njihovog porasta u zimskim mesecima (pad od 5%, doprinos -0,1 p.p.). Cene preostalih grupa proizvoda i usluga u Q2 nisu se bitnije menjale, a uticaj tih promena na inflaciju se uglavnom međusobno potire.

Tabela T5-4. Srbija: izabrane komponente IPC i doprinos rastu inflacije

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q2 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u julu 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u avgustu 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,5	0,5	-0,4	-0,4	0,2	0,2
Hrana i bezalkoholna pića	32,0	1,2	0,4	-2,0	-0,6	0,2	0,05
Hrana	28,4	1,4	0,4	-2,2	-0,6	0,2	0,1
Alkoholna pića i duvan	7,3	0,0	0,0	2,7	0,2	0,0	0,0
Duvan	4,6	0,0	0,0	4,3	0,2	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,5	1,3	0,1	-1,2	-0,1	-1,3	-0,1
Stanovanje, voda struja	13,7	-1,1	-0,2	-0,1	0,0	0,5	0,1
Električna energija	5,0	-1,4	-0,1	0,1	0,0	0,5	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0
Zdravstvo	5,0	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Transport	12,8	-0,7	-0,1	-0,9	-0,1	-0,2	0,0
Goriva i maziva	5,9	-1,1	-0,1	-1,3	-0,1	-0,5	0,0
Komunikacije	5,0	0,7	0,0	-0,1	0,0	0,6	0,0
Ostalo	15,1		0,3		0,2		0,1

Izvor: RZS i proračun QM-a

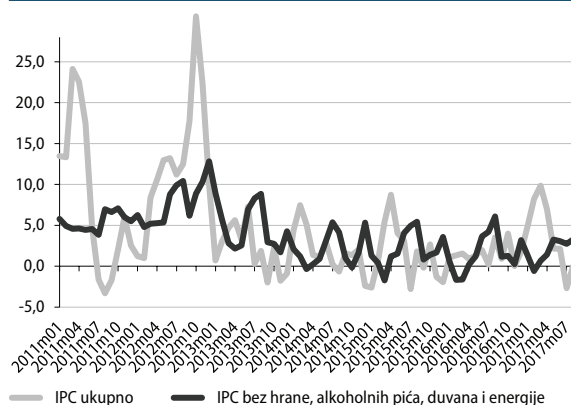
U julu je zabeležena deflacija od -0,4%, a u avgustu blagi porast cena za 0,2%

U julu 2017. godine došlo je do pada nivoa cena od 0,4%, najviše zahvaljujući padu cena hrane (pad od 2,2%, doprinos -0,6 p.p.), odeće i obuće (pad od 1,2%, doprinos -0,1 p.p.) i naftnih derivata (pad od 1,3%, doprinos -0,1 p.p.). U smeru povećanja nivoa cena u julu delovao je porast cena duvanskih proizvoda usled usklađivanja iznosa akcize (rast od 4,3%, doprinos 0,2 p.p.) i porast cena iz grupe rekreacija i kultura (za 3,5%, doprinos 0,2 p.p.). Pad cena hrane je sezonskog karaktera i potiče od smanjenja cena povrća (za 12,1%, doprinos -0,6 p.p.) i voća (za 3,3%, doprinos nešto manje od 0,1 p.p.). S obzirom na to da se sezonski efekat promena cena određenih

proizvoda (voća, povrća, mesa, odeće i obuće, turističkih aranžmana) obično javlja u istim mesecima u godini, to uglavnom nema značajan uticaj na izračunavanje međugodišnje stope inflacije, ali je dobrim delom odgovoran za oscilacije u kretanju mesečnih stopa inflacije. Deflacija u julu doprinela je smanjenju međugodišnje inflacije na 3,2%. Tokom avgusta došlo je do neznatnog povećanja nivoa cena od 0,2% usled poskupljenja proizvoda i usluga u grupama Rekreacija i kultura (2,7%), Komunikacije (0,6%), Stan, voda, električna energija, gas i druga goriva (0,5%) i Hrana i bezalkoholna pića i Restorani i hoteli za po 0,2%. Dezinflatorno je delovao pad cena u grupama Odeća i obuća (-1,3%), Nameštaj, pokućstvo i tekuće održavanje stana (-0,4%), Transport (-0,3%) i Obrazovanje (-0,2%). Budući da je u avgustu 2016. godine bila ostvarena znatno viša stopa inflacije od 0,9% usled jednokratnog porasta cene mesa (što se ove godine nije dogodilo), međugodišnja inflacija smanjena je na 2,5%.

Ukupna inflacija beleži pad u Q2, dok je noseća inflacija osetno porasla u odnosu na Q1

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



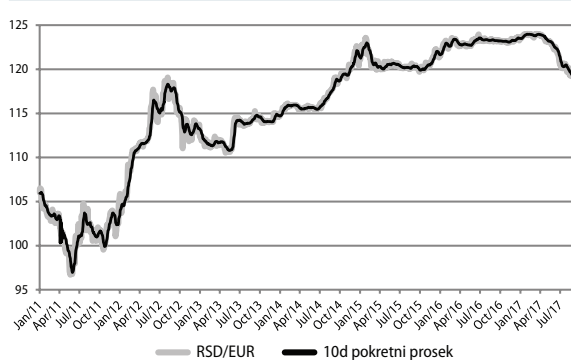
Izvor: RZS i proračun QM-a

beleži izražen rast u Q2, sa 0,7% u martu na 3,1% u junu. Visoka volatilnost anualizovanog 3m proseka ukupne inflacije ukazuje na to da je kretanje cena u Srbiji pod snažnim uticajem jednokratnih i sezonskih činilaca (na primer, veliki pad ukupne inflacije u Q2 i u julu bio je vođen padom cena voća i povrća). U takvim okolnostima bolji pokazatelj kretanja nivoa cena bio bi anualizovani prosek u dužem periodu (poput šestomesečnog) ili međugodišnja inflacija iz koje se gotovo potpuno isključuju pomenuti sezonski efekti.

Devizni kurs

Dinar je u Q2 i tokom letnjih meseci snažno ojačao, pa je na kraju avgusta kurs gotovo dostigao vrednost od 119 dinara za evro

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2011-2017



Izvor: NBS

aprecijacija dinara u odnosu na ove valute u Q2 još je izraženija. U odnosu na dolar, dinar je tokom Q2 ojačao za 9% (za 3,8% na nivou proseka kvartala) i za dodatnih 5% u julu i avgustu

Ukupna inflacija (3m anualizovani prosek) na kraju Q2 iznosila je 2,1%, što predstavlja osetno smanjenje u odnosu na kraj Q1 (Grafikon T5-5). U julu je nastavljen pad ukupne inflacije tako da je tromesečni anualizovani prosek završio u negativnoj zoni (-2,7%), dok avgustovski 3m anualizovani prosek ukazuje na stagnaciju nivoa cena (inflacija 0%). Oštar pad ukupne inflacije u poslednjih nekoliko meseci (od aprila do jula za oko 10 p.p.) posledica je postepenog izlaska relativno visoke mesečne inflacije do aprila iz obračuna proseka i uključivanja niskih i negativnih stopa inflacije od maja. Sasvim suprotno, noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkohola, duvana i energenata)

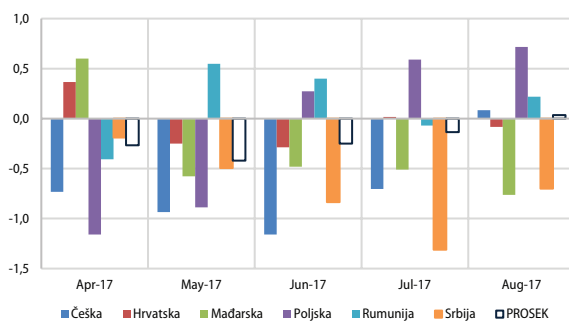
Dinar je tokom Q2 primetno ojačao prema evru – za 2,5% u odnosu na kraj marta, odnosno za 0,8% posmatrano na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). Trend aprecijacije dinara nastavio se i tokom letnjih meseci pa je dinar u julu ojačao za 0,4% (1,3% ukoliko se posmatra mesečni prosek) i u avgustu za dodatnih 1% (0,7% na nivou mesečnog proseka). Od početka 2017. godine dinar je ukupno ojačao prema evru za 3,5% tako da je kurs na kraju avgusta iznosio nešto preko 119 dinara za evro, što je najveća vrednost dinara još od oktobra 2014. Budući da je istovremeno zabeleženo i jačanje evra u odnosu na američki dolar i švajcarski franak,

Aprecijacija dinara u Q2, a naročito u periodu od juna do avgusta, znatno je izraženija u poređenju s kretanjem deviznih kurseva zemalja u regionu

(6,9% na nivou mesečnog proseka). Slično, dinar je tokom Q2 ojačao u odnosu na franak za 4,8% (2% na nivou mesečnog proseka) i za dodatnih 5,6% u julu i avgustu (6,6% na nivou mesečnog proseka).

Umerena aprecijacija dinara u odnosu na evro tokom aprila i maja bila je u skladu s kretanjem valuta u zemljama regiona sa sličnim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7). Međutim, trend jačanja dinara od juna meseca bio je znatno izraženiji u odnosu na prosek izabranih valuta, uprkos značajno velikim intervencijama Narodne banke Srbije na međubankarskom deviznom tržištu (MDT). Kako bi sprečila prekomernu kratkoročnu aprecijaciju dinara, Narodna banka Srbije je na MDT u Q2 kupila ukupno 505 mln evra (od čega samo u junu 345 mln evra), a u julu i avgustu dodatnih 455 mln evra. Ovakvo snažni aprecijacijski pritisci jednim delom su uobičajeni

Grafikon T5-7. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama

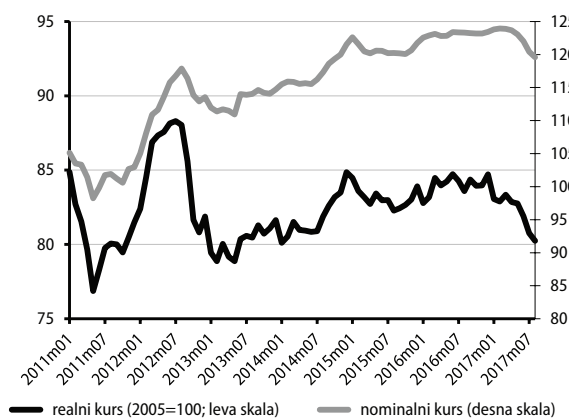


Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a
Napomena: porast označava deprecijaciju.

Relativno snažna realna aprecijacija u Q2 i julu i avgustu u suprotnosti s kretanjem makroekonomskih fundamenata

Dinar je tokom Q2 realno aprecirao prema evru za 1,7%, u julu za 1,4% i u avgustu za dodatnih 0,6%. S obzirom na to da je dinar i u Q1 realno apresirao prema evru za 1,6%, ukupna realna aprecijacija u prvih osam meseci 2017. godine iznosila je 5,3%. Premda je u posmatranom periodu dinar nominalno ojačao u manjoj meri, snažnija realna aprecijacija posledica je znatno veće inflacije u Srbiji u odnosu na zemlje evrozona. Ovakvo kretanje kursa dinara u dosadašnjem delu godine imalo je i neke pozitivne efekte (primeru radi, jačanje dinara u odnosu na evro i dolar znatno je doprinelo smanjenju javnog duga Srbije), ali je negativno to što je tako

Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2011-2017



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

za ovaj period godine usled sezonski velikog priliva doznaka i posledično povećanog otkupa stranih valuta od fizičkih lica. Pored toga, rastu ponude evra i jačanju dinara doprinele se ekspanzivna monetarna politika ECB (i rast izvozne tražnje), restriktivna domaća fiskalna politika (suficit od preko 70 mlrd dinara u prvih sedam meseci), a povećano je i ulaganje stranih investitora u državne hartije od vrednosti, koje uprkos padu premije na rizik za Srbiju i dalje donose relativno visok prinos u odnosu na posmatrane zemlje regiona (4% godišnje na julsjoj emisiji desetogodišnjih državnih obveznica denominovanih u evrima).

više nego poništen skroman rast cenovne konkurentnosti privrede Srbije u 2016. koji je ostvaren zahvaljujući realnoj deprecijaciji dinara od oko 1%. Trend realne aprecijacije dinara prema evru u 2017. u suprotnosti je s kretanjem makroekonomskih fundamenata, imajući u vidu pogoršanje deficita tekućeg računa u ovoj godini i relativni pad produktivnosti domaće privrede u odnosu na produktivnost u zemljama EU – najvažnijim trgovinskim partnerima Srbije. Snažno jačanje dinara praćeno padom produktivnosti ozbiljno pogoršava konkurentnost privrede Srbije. Istorijски posmatrano, realni kurs dinara u avgustu bio je na približno istom nivou kao u januaru 2014. godine (Grafikon T5-8).