

5. Cene i devizni kurs

Inflacija je u Q3 oscilovala u uskom intervalu oko sredine ciljnog koridora Narodne banke Srbije i na kraju kvartala iznosila je 3,2%. Premda je u oktobru zabeležen blagi rast nivoa cena (od 0,3%), međugodišnja inflacija zapravo je smanjena usled efekta baze na 2,7%. Na kvartalnom nivou, u Q3 je zabeležena blaga deflacija od 0,2% prvenstveno zahvaljujući sezonskom padu cena voća i povrća, dok je preovlađujuće niskim inflatornim pritiscima presudno doprinela izražena aprecijacija dinara. Da su inflatorni pritisci još uvek slabi svedoči postepeno smanjenje noseće inflacije (merene indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana), koja se u oktobru spustila ispod ciljnog koridora NBS i iznosila je 1,4%. Kao odgovor na nisku i stabilnu inflaciju u poslednjih šest meseci, a posebno na snažne aprecijacijske pritiske na dinar, NBS je u dva navrata smanjivala referentnu kamatnu stopu za po 25 baznih poena – sa 4% na 3,5%, što ocenjujemo kao adekvatan odgovor monetarne politike. Očekujemo da će u narednoj godini važan doprinos porastu domaće tražnje i posledično inflatornih pritisaka dati fiskalna politika, budući da je planiran relativno snažan porast plata u javnom sektoru i penzija. U Q3 je nastavljen trend nominalnog jačanja dinara u odnosu na evro, tako da je domaća valuta aprecirala za dodatnih 1,2% - uprkos tome što je NBS u posmatranom periodu na kupila 605 mln evra međubankarskom deviznom tržištu. U prvih deset meseci 2017. dinar je ukupno nominalno ojačao u odnosu na evro za 3,4%, pri čemu je nominalna aprecijacija u odnosu na dolar bila još izraženija (12,5%). U drugoj polovini novembra beležimo sezonski rast deprecijacijskih pritisaka na dinar, što je primoralo NBS da prodaje evre na MBT kako bi sprečila prekomerno dnevno slabljenje domaće valute. Budući da je tokom 2017. inflacija u Srbiji bila viša nego u zemljama evrozone, dinar je u Q3 realno ojačao u odnosu na evro za 1,9%, a od početka godine za čak 5,3%. Ovako snažna realna aprecijacija dinara, koja nije u skladu s kretanjem makroekonomskih fundamenata, ozbiljno narušava međunarodnu konkurentnost privrede Srbije.

Cene

Blaga deflacija u Q3 pod uticajem sezonskih faktora, niski inflatorni pritisci u oktobru i do kraja godine

Na kraju trećeg kvartala 2017. međugodišnja inflacija iznosila je 3,2% i blago je umanjena u odnosu na Q2 (Tabela T5-1). Prosečna inflacija u prvih devet meseci 2017. takođe iznosila je 3,2% i postepeno se smanjuje i približava sredini ciljnog koridora NBS ($3 \pm 1,5\%$). Na kvartalnom nivou, u Q3 je zabeležena blaga deflacija od 0,2% prevashodno zahvaljujući sezonskom padu cena voća i povrća i preovlađujuće slabim inflatornim pritiscima. Tome je naročito doprinela relativno snažna aprecijacija dinara u odnosu na evro i američki dolar, što je uslovalo pad cena uvoznih proizvoda i praktično kompenzovalo efekat rasta svetskih cena nafte (koji je evidentan u poslednjih nekoliko meseci) na domaće cene naftnih derivata u dinarima. Na mesečnom nivou, nakon deflacije u julu od -0,4%, u avgustu i septembru zabeležen je neznatni rast nivoa cena (od 0,2% i 0,1%, respektivno). Relativno niske mesečne stope inflacije tokom Q3 omogućile su da međugodišnja inflacija osciluje u uskom intervalu oko sredine ciljnog koridora NBS. Izlaskom prošlogodišnjeg avgustovskog skoka cena mesa iz obračuna međugodišnja inflacija najpre je smanjena na 2,5%, ali je u septembru efekat baze doprineo njenom povećanju na 3,2%. Slična kretanja zabeležena su i u oktobru – uprkos skromnom povećanju nivoa cena od 0,3%, međugodišnja inflacija je zbog efekta baze zapravo smanjena na 2,7%. Do kraja godine ne očekujemo značajno povećanje inflatornih pritisaka, ali bi zbog deflacije u poslednja dva meseca 2016. godine međugodišnja inflacija ipak mogla donekle da se ubrza. Uzimajući u obzir postojeće trendove i efekat baze, procenjujemo da će i decembarska i prosečna godišnja inflacija u 2017. iznositi približno 3%.

Noseća inflacija je usporavala tokom Q3 do nivoa od 1,5%, a u oktobru se spustila ispod ciljnog koridora NBS

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) postepeno se smanjivala u Q3 i u septembru je iznosila 1,5%, što predstavlja donju granicu ciljnog koridora NBS (Grafikon T5-2). Nastavak relativno niskih inflatornih pritisaka uzrokovao je dalje smanjenje noseće inflacije, koja je u oktobru ponovo dospela ispod ciljnog koridora NBS i iznosila je 1,4%. Glavni faktori koji su uticali na to da noseća inflacija bude veo-

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

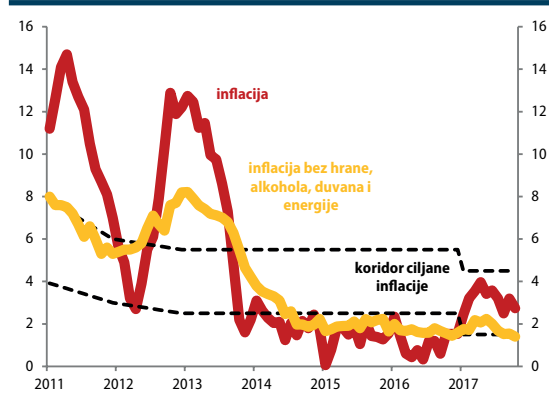
	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano
2011					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
2012					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
2015					
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	-0,2
sep	190,7	3,2	2,7	0,1	-0,6
okt	191,2	2,7	3,0	0,3	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.

ma stabilna u prethodnih nekoliko godina (kreće se u uskom intervalu od 1,4% do 2,2% još od avgusta 2014. godine) jesu stabilan i gotovo fiksiran kurs dinara i relativno slaba domaća tražnja. Dinar je tokom Q3 zapravo snažno aprecirao što je doprinelo padu uvoznih cena i tako dodatno umanjilo inflatorne pritiske. Premda do kraja godine očekujemo umerenu deprecijaciju dinara pod uticajem sezonskih faktora, to se neće odraziti na kretanje noseće inflacije u 2017. Međutim, domaća tražnja postepeno jača već u 2017. godini, a planirano povećanje plata u javnom sektoru (za 5-10%) i penzija (za 5%) ukazuje na to da će fiskalna politika dati snažan stimulans domaćoj tražnji u sledećoj godini. To bi mogao da bude i osnovni razlog postepenog ubrzanja noseće inflacije u 2018. Naime, pređašnja iskustva sa snažnim povećanjem tekucih rashoda države u Srbiji (pre svega plata u javnom sektoru i penzija) upućuju na zaključak da je fiskalni multiplikator veoma nizak, zbog čega je verovatnije da će se ovakav rast državne potrošnje pre odraziti na povećanje uvoza i inflacije nego što će doprineti ubrzanju privrednog rasta.

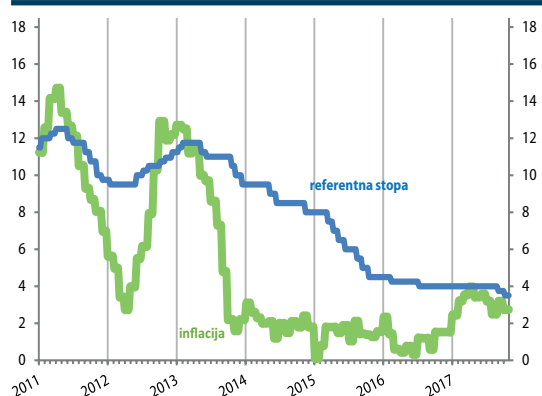
Narodna banka Srbije je u dva navrata – u septembru i oktobru – smanjivala referentnu kamatnu stopu za po 25 baznih poena, sa 4% na 3,5% (Grafikon T5-3). Na odluku o dodatnoj relaksaciji monetarne politike uticali su još uvek niski inflatorni pritisci (o čemu svedoči niska i opadajuća noseća inflacija u poslednjih nekoliko meseci), solidne makroekonomske perspektive, ali i snažni aprecijacijski pritisci na dinar tokom Q3. Uprkos tome što je NBS u posmatranom periodu kupila na međubankarskom deviznom tržištu 620 mln evra, dinar je od juna do kraja oktobra nominalno ojačao u odnosu na evro za dodatnih 1,3%. Tako i posle septembarskog smanjenja referentne kamatne stope na 3,75% nije smanjeno interesovanje poslovnih banaka za plasman viška likvidnosti u REPO zapise. Takođe, iako je postepena relaksacija monetarne politike doprinela smanjivanju kamatnih stopa na dinarske hartije od vrednosti države, stopa prinosa koju investitori ostvaruju na domaćem finansijskom tržištu i dalje je osetno iznad nivoa o u uporedivim zemljama u regionu (posmatrajući obveznice iste ročnosti u lokalnim valutama). Uz postignutu makroekonomsku stabilnost i smanjen rizik zemlje, to je važan razlog povećane tražnje stranih investitora za državnim obveznicama i, posledično, izraženih aprecijacijskih pritisaka na dinar.

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

Blaga deflacija u Q3 usled snažnog uticaja sezonskih faktora

U trećem kvartalu 2017. godine zabeležen je blagi pad nivoa cena od 0,2% (Tabela T5-4), prvenstveno zahvaljujući deflaciji u julu (-0,4%), dok je u avgustu i septembru ostvarena niska inflacija (0,2% i 0,1%, respektivno). Osnovni razlog za deflaciju u Q3 bio je pad cena hrane (od 0,9%, doprinos -0,3 p.p.) usled sezonskog smanjenja cena svežeg voća (od 5,7%, doprinos -0,1 p.p.) i povrća (od 5,6%, doprinos -0,3 p.p.). Pored toga, došlo je i do sezonski uobičajenog pada cena odeće i obuće (u proseku za 1,9%, doprinos -0,1 p.p.) i naftnih derivata (za 1,8%, doprinos -0,1 p.p.) – uprkos postepenom povećanju cena nafte u poslednjih nekoliko meseci. Naime, izraženo jačanje evra i dinara u odnosu na američki dolar omogućilo je da se rast svetskih cena nafte ne prelije na domaće cene naftnih derivata (u dinarima) tokom trećeg kvartala. Najveći inflatorni efekat u Q3 imalo je povećanje cena duvanskih proizvoda (za 4,3%, doprinos 0,2 p.p.) usled zakonskog usklađivanja akciza u julu (fiksni deo akcize povećan je sa 64 na 65,5 dinara), što je deo proizvođača iskoristio za povećanje maloprodajnih cena. Takođe, priprema za predstojeću grejnu sezonu dovela je do porasta tražnje za čvrstim gorivima (pre svega za drvima za ogrev), što je uslovalo povećanje cena ove grupe proizvoda za 4,8% (doprinos 0,1 p.p.), a povećane su i cene svežeg mesa (za 2%, doprinos 0,1 p.p.). Cene ostalih grupa proizvoda tokom trećeg kvartala 2017. nisu se bitnije menjale, a uticaji tih malih promena na ukupnu inflaciju uglavnom se međusobno potiru.

U oktobru nastavak niskih inflatornih pritisaka i umereno povećanje nivoa cena od 0,3%

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

učesće u IPC (u%)	porast cena u Q3 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni i poeni)	porast cena u oktobru 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni i poeni)	porast cena u 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni i poeni)
100,0	-0,2	-0,2	0,3	0,3	3,0	3,0
32,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,0	5,1	1,6
28,4	-0,9	-0,3	-0,1	0,0	5,2	1,5
7,3	2,7	0,2	0,0	0,0	6,5	0,5
4,6	4,3	0,2	0,0	0,0	8,9	0,4
4,5	-1,9	-0,1	2,5	0,1	-2,2	-0,1
13,7	0,8	0,1	0,8	0,1	1,8	0,2
5,0	0,0	0,0	2,0	0,1	2,8	0,3
4,6	0,0	0,0	0,4	0,0	0,9	0,0
5,0	-0,1	0,0	0,6	0,0	1,5	0,1
12,8	-1,3	-0,2	0,2	0,0	1,1	0,1
5,9	-1,8	-0,1	0,2	0,0	3,0	0,2
5,0	0,6	0,0	-0,9	0,0	4,9	0,2
15,1		0,0		0,0		0,3

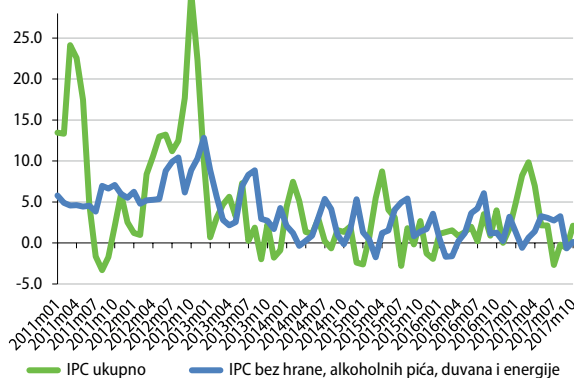
Izvor: RZS i proračun QM-a

Za umereni oktobarski rast cena najzaslužnije je povećanje cene struje od 2% (doprinos 0,1 p.p.) i sezonsko povećanje cena odeće i obuće od 2,5% (doprinos 0,1 p.p.) (Tabela T5-4). S obzirom na to da je iscrpljen sezonski efekat smanjenja cena povrća tokom letnjih meseci, u oktobru je registrovano poskupljenje ove grupe proizvoda za 4,4% (doprinos 0,2 p.p.). Međutim, istovremeno je došlo do pada cena voća (od 5,2%, doprinos -0,1 p.p.) i mesa (od 1,6%, doprinos -0,1 p.p.), tako da se cene hrane u masi nisu bitno promenile. Budući da je ovogodišnji rast cena u oktobru bio osetno manji nego u istom mesecu 2016. godine (0,7%), došlo je do umerenog smanjenja međugodišnje inflacije – sa 3,2% u septembru na 2,7%. Međugodišnja inflacija već nekoliko meseci osciluje oko sredine ciljnog koridora NBS (3%), a slične trendove očekujemo i do

kraja godine. Polazeći od činjenice da je u novembru i decembru 2016. zabeležena blaga deflacija, procenjujemo da će i prosečna i decembarska (međugodišnja) inflacija u 2017. iznositi približno 3%.

**I ukupna i noseća
inflacija su
negativne tokom Q3**

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



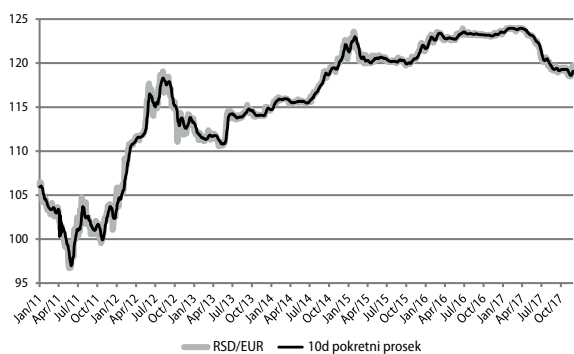
Izvor: RZS i proračun QM-a

da je inflacija u Srbiji pod snažnim uticajem jednokratnih i sezonskih činilaca), kretanje ovih pokazatelja u Q3 takođe nedvosmisleno potvrđuje prisustvo niskih inflatornih pritisaka u posmatranom periodu.

Devizni kurs

**Aprecijacija dinara
nastavila se i tokom Q3,
dok se u oktobru devizni
kurs stabilizovao na
nivou od nešto preko 119
dinara za evro**

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



Izvor: NBS

za 4,1% (na nivou proseka kvartala za 8,8%), pri čemu je ukupna aprecijacija dinara prema američkoj valuti u dosadašnjem delu 2017. iznosila 12,5%. Slično, dinar je u Q3 ojačao u odnosu na švajcarski franak za 5,5% (na nivou proseka kvartala za 6,6%), a od početka godine čak za 10,4%.

**Međutim, od druge
polovine novembra
jačaju deprecijacijski
pritisci na dinar,
što je uobičajeno
pred kraj godine**

U prvoj polovini novembra nastavljeno je blago jačanje dinara u odnosu na evro i kurs je dostigao vrednost od 118,5 dinara za evro – što predstavlja najjaču vrednost dinara još od septembra 2014. Međutim, kraj godine uglavnom karakteriše sezonski rast tražnje za devizama bankarskog sektora i privrede, što stvara deprecijacijske pritiske na dinar. U 2017. karakteristično je i to što je u prethodnom delu godine država akumulirala veliki suficit i tako povlačila dinare s tržišta, ali se taj trend polako preokreće od sredine novembra. U decembru po pravilu dolazi do osetnog rasta javne potrošnje i trošenja ranije tezurisanih dinara, što će dodatno pojačati deprecijacijske pritiske na dinar. Uzimajući sve faktore u obzir, ne iznenađuje to što u drugoj polovini novembra beležimo postepeno slabljenje dinara u odnosu na evro i približavanje kursa granici od 120 dinara za evro. Pritom, NBS je bila primorana da interveniše na međubankarskom deviznom tržištu prodajom 105 mln evra (prvi put posle Q1) kako bi ublažila prekomerno dnevno slabljenje kursa. Do kraja godine ne očekujemo veće poremećaje na deviznom tržištu (izuzev opisanih sezonskih efekata), tako da procenjujemo da će se devizni kurs kretati oko 120 dinara za evro.

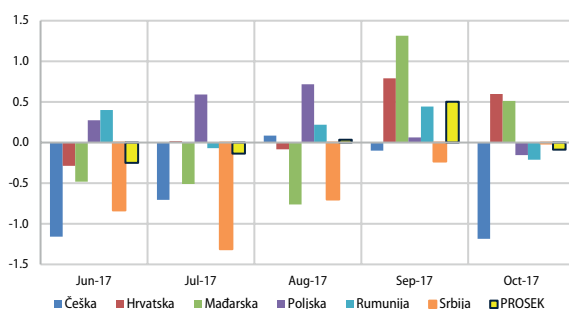
Ukupna inflacija (3m anualizovani prosek) je tokom čitavog Q3 bila u negativnoj zoni – od -2,7% u julu do -0,6% u septembru (Grafikon T5-5). Na ovakvo kretanje ukupne inflacije presudno su uticale majska deflacija (-0,5%) i pad cena u julu od 0,4%. Izlaskom ovih mesečnih stopa iz obračuna tromesečnog anualizovanog proseka, ukupna inflacija je u oktobru porasla na 2,1%. Slične trendove beležimo i kod 3m anualizovanog proseka inflacije bez hrane, alkohola duvana i energenata. Noseća inflacija smanjena je sa 2,7% u julu na -0,7% u septembru, da bi u oktobru neznatno porasla do 0,1%. Premda 3m anualizovani prosek ukupne inflacije ispoljava veliku volatilnost (što ukazuje na to

Dinar je tokom Q3 nominalno ojačao prema evru za 1,2% u odnosu na kraj juna, odnosno za 2,6% posmatrano na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). U oktobru su zabeležene minimalne oscilacije deviznog kursa, tako da je dinar praktično zadržao vrednost prema evru koju je dostigao krajem septembra (119,3 dinara za evro). U prvih deset meseci 2017. godine domaća valuta ukupno je nominalno ojačala u odnosu na evro za 3,4%. Budući da je istovremeno zabeleženo i jačanje evra u odnosu na američki dolar i švajcarski franak, aprecijacija dinara u odnosu na ove valute u Q3 i tokom čitave 2017. bila je još izraženija. U odnosu na dolar, dinar je tokom Q3 ojačao

Aprecijacija dinara u periodu od juna do septembra do septembra znatno je izraženija u poređenju s kretanjem deviznih kurseva zemalja u regionu

Trend jačanja dinara prema evru u periodu od juna do septembra bio je znatno izraženiji u odnosu na prosek valuta zemalja u regionu, uprkos velikim intervencijama Narodne banke Srbije na međubankarskom deviznom tržištu (Grafikon T5-7). Naime, kako bi sprečila prekomernu kratkoročnu aprecijaciju dinara, Narodna banka Srbije je na MDT od juna do septembra kupila ukupno 950 mln evra (605 mln evra u Q3 i 345 mln evra u junu). Ovako snažni aprecijacijski pritisci na dinar potiču od spoljnih, ali i domaćih činilaca. Najpre, rastu ponude evra i jačanju dinara doprineli su ekspanzivna monetarna politika ECB čiji se efekti prelivaju i na Srbiju, a zabeležen je i povećan priliv deviza po osnovu stranih direktnih investicija (SDI). Za ovaj period godine karakterističan je i sezonski veliki priliv doznaka i posledično posledično povećan otkup stranih valuta od fizičkih lica. Pored toga, jačanju dinara u prva tri kvartala doprinela je i fiskalna politika, i to na dva načina. Akumuliranjem velikog suficita od preko 80 mlrd dinara država je doprinela povlačenju dinara s novčanog tržišta, dok je pojačanim zaduživanjem na domaćem tržištu doprinela povećanju priliva deviza iz inostranstva. Procenjujemo da je jedan od razloga za veliku potražnju stranih investitora za dinarskim državnim obveznicama Srbije (pored smanjenja premije za rizik zemlje) to što one i dalje donose relativno visok prinos u poređenju s posmatranim zemljama regiona (u lokalnim valutama).

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

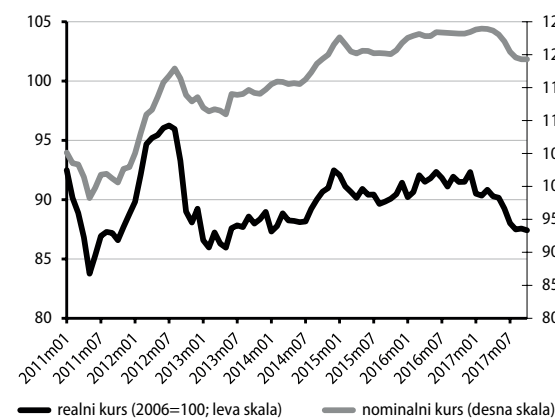


Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a
Napomena: porast označava deprecijaciju.

Snažna realna aprecijacija u Q3 i dosadašnjem delu 2017. godine nije u skladu s kretanjem makroekonomskih fundamenata

Dinar je tokom Q3 realno aprecirao prema evru za 1,9%, dok je u oktobru realan kurs dinara praktično stagnirao (aprecijacija od svega 0,2%). S obzirom da je trend realne aprecijacije dinara u odnosu na evro bio prisutan i u prvoj polovini godine, dinar je u prvih deset meseci 2017. realno ojačao prema zajedničkoj evropskoj valuti za 5,3%. Premda je u posmatranom periodu dinar nominalno ojačao u manjoj meri (3,4%), snažnija realna aprecijacija posledica je osetno veće inflacije u Srbiji u odnosu na zemlje evrozona. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara nije bio na oktobarskom nivou još od januara 2014 (Grafikon T5-8). Ovakvo kretanje kursa dinara u 2017. imalo je neke pozitivne fiskalne efekte (najveći deo ostvarenog smanjenja javnog duga potiče upravo od povoljnog uticaja deviznog kursa) i dodatno je umanjilo inflatorne pritiske preko uticaja na uvozne cene. Međutim, trend realne aprecijacije dinara prema evru u ovoj godini nije u skladu s kretanjem makroekonomskih fundamenata, imajući u vidu pogoršanje deficita tekućeg računa i relativni pad produktivnosti domaće privrede u odnosu na produktivnost u zemljama EU – najvažnijim trgovinskim partnerima Srbije. Snažno jačanje dinara u 2017. ozbiljno je narušilo cenovnu konkurentnost domaće privrede, što se može negativno odraziti na performanse realnog (prvenstveno izvoznog) sektora ekonomije.

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