

5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u Q3 i u oktobru kretala ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju oktobra iznosi 1,5%. Niski troškovni pritisci u proizvodnji hrane prouzrokovani niskom cenom primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom i domaćem tržištu, niska cena nafte i spor rast regulisanih cena najznačajniji su deflacioni faktori koji su uticali na kretanje inflacije ispod granica cilja. Noseća inflacija (merena IPC-om bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) se tokom Q3 i u oktobru takođe kretala ispod donje granice ciljanog koridora NBS a glavni faktori koji su uticali na to su stabilan i praktično nepromenjen kurs dinara, kao i niska uvozna inflacija. Narodna banka Srbije je u julu nastavila ublažavanje monetarne politike – referentna kamatna stopa je smanjena na 4,0% i u narednim mesecima više nije menjana. Budući da je inflacija u dužem periodu stabilizovana ispod donje granice ciljnog koridora, kao i da se u narednim godinama ne očekuje njeno znatnije ubrzanje, NBS je smanjila ciljanu inflaciju za 1 p.p. na $3 \pm 1,5\%$, što ocenjujemo kao adekvatnu politiku. Do kraja 2016. godine inflacija će se kretati ispod donje granice cilja, ali očekujemo da će početkom 2017. ući unutar granica novog koridora, gde bi trebalo da se zadrži. Prosečna inflacija u 2016. godini iznosiće oko 1,2%, dok će na kraju godine iznositi oko 2,2%. Na kraju Q3 kurs dinara je bio na nominalno nepromenjenom nivou u odnosu na Q2 (aprecijacija od 0,02%), u oktobru je neznatno aprecirao (za 0,1%) a u novembru ostao praktično nepromenjen (deprecijacija od 0,03%). Narodna banka je u julu intervenisala kupovinom deviza na međubankarskom tržištu kako bi sprečila aprecijaciju dinara usled povećane tražnje za domaćom valutom, što je učinila i u oktobru. Tokom Q3 i u oktobru dinar je realno aprecirao za 0,9% što je u velikoj meri posledica razlike u inflaciji u Srbiji i u zemljama evrozone, budući da je nominalni kurs ostao praktično nepromenjen.

Cene

Inflacija se u Q3 i u oktobru kreće ispod donje granice cilja NBS

Međugodišnja inflacija je na kraju trećeg kvartala 2016. godine iznosila 0,6%, što je iznad vrednosti na kraju Q2 (Tabela T5-1). U oktobru je inflacija porasla na 1,5% ali je to još uvek znatno ispod donje granice još uvek važećeg ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS) od $4 \pm 1,5\%$. Na mesečnom nivou i dalje se često javlja deflacija – u julu 0,1% i u septembru 0,6%, dok je inflacija u avgustu iznosila 0,9% a u oktobru 0,7%. Niska cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda kao i niska inflacija u međunarodnom okruženju tokom Q3 su bili glavni deflacioni faktori. Pad troškova u proizvodnji hrane, prouzrokovan padom cena primarnih poljoprivrednih proizvoda u drugoj polovini godine deluje deflaciono, kao i dobra domaća poljoprivredna sezona. Od druge polovine novembra, kada je iznosila oko relativno niskih 43 dolara za barel, cena sirove nafte bila je u rastu, sve do početka decembra, kada se stabilizovala na oko 51 dolar za barel. Očekuje se da će se rast svetske cene nafte preliti na ostale cene, mada će efekat biti skroman. Kretanje cena nafte u narednom periodu još uvek je neizvesno jer nije sigurno da li je dogovoreno smanjenje proizvodnje dovoljno, kao ni to da li će se zemlje najveći izvoznici nafte pridržavati dogovora.

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2010-2016

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
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					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
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
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	-0,2
okt	183,3	1,4	1,8	-0,2	2,7
nov	183,1	1,3	1,7	-0,1	-1,3
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
2016					
jan	183,8	2,3	0,5	0,5	1,1
feb	183,7	1,4	0,5	-0,1	1,3
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

* 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.

**Noseća inflacija je ispod
ciljnog koridora NBS i u
oktobru iznosi 1,6%**

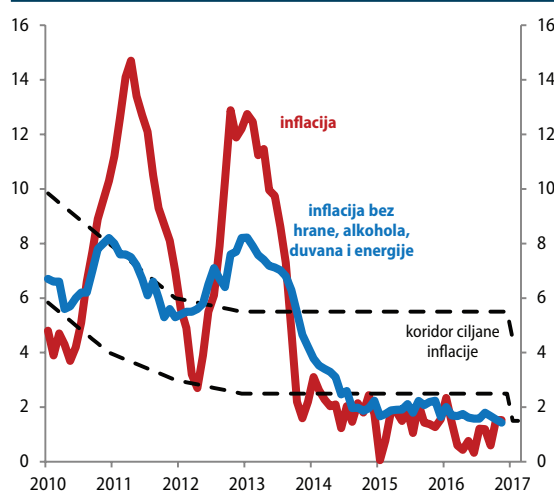
Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) takođe je ispod donje granice ciljnog koridora NBS i na kraju Q3 iznosi 1,7% (Grafikon T5-2), dok je u oktobru neznatno smanjena i iznosi 1,6%. Stabilno niskoj nosećoj inflaciji (koja je iznosila od 1,6% do 2,2% u dužem periodu) u velikoj meri doprinosi stabilan, praktično fiksiran kurs dinara, kao i pad kamatnih stopa. Na rast noseće inflacije trebalo bi da utiče nastavak oporavka domaće tražnje kao i rast inflacije u zemljama evrozone (čija je niska inflacija do sada vršila dezinflatorni pritisak na uvozne cene u Srbiji, budući da se u 2017. godini očekuje njen rast). Cene većine osnovnih metala (aluminijum, olovo, cink, kalaj, nikl, kobalt i dr.) imaju rast tokom nekoliko poslednjih meseci, dok je bakar zabeležio znatan skok cene u novembru, koji je nastavljen i u decembru, pa se može očekivati da će ove cene delovati inflatorno i u narednim mesecima.

**Od početka 2017.
godine ciljana inflacija
NBS iznosi 3±1,5%**

Niska i stabilna inflacija u dužem proteklom periodu, usporavanje konvergencije regulisanih cena ka nivou u Evropskoj uniji i odsustvo drugih značajnih inflatornih faktora, kao i smanjenje unutrašnje i spoljne neravnoteže doveli su do usidranja očekivanja rasta cena ispod zvanično

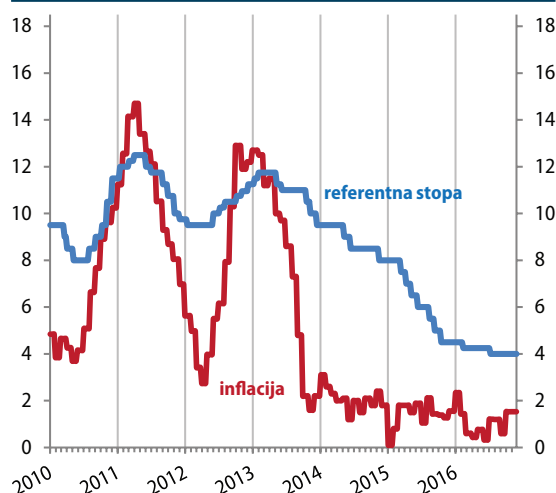
targetiranog koridora. Zbog toga su Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije donele odluku da se ciljane stopa inflacije za 2017. i 2018. godinu smanji za 1 procentni poen (p.p.) – od januara 2017. ciljani koridor iznosi $3 \pm 1,5\%$, što je više u skladu sa očekivanim kretanjem inflacije u budućnosti. U prethodnim brojevima Kvartalnog monitora smo predlagali da bi za kredibilitet NBS bilo dobro ili da se inflacija dovede unutar granica koridora ili da se koridor prilagodi očekivanom kretanju inflacije. Generalno, ocenjujemo da je novi inflacioni cilj adekvatniji za naredne godine, mada smatramo da je ciljni koridor relativno širok. Referentna kamatna stopa (RKS) smanjena je u julu na 4,0% (Grafikon T5-3) i na tom nivou je zadržana do danas.

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2010-2016



Izvor: NBS i proračun QM-a

Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2010-2016



Izvor: NBS

**Relativno niska
inflacija u Q3**

U trećem kvartalu 2016. godine došlo je do relativno skromnog rasta cena, tako da je ostvarena inflacija od 0,2% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: -0,05% u julu, 0,87% u avgustu i -0,59% u septembru. Inflaciji u Q3 najviše je doprineo rast cena nekih prehrambenih proizvoda (cena svežeg mesa je porasla za 8,9%, dok su cene mleka i mlečnih proizvoda porasle za 1,7% što je dalo ukupni doprinos inflaciji od 0,71 p.p.), duvana (rast od 4,7%, doprinos od 0,22 p.p.), knjiga (rast od 13%, doprinos od 0,07 p.p.), proizvoda i usluga iz grupe transporta (rast od 0,3%, doprinos od 0,04 p.p.) i lekova (rast od 1%, doprinos od 0,03 p.p.). Dezinflatorno je delovao pad cena povrća (pad od 16,8%, doprinos od -0,82 p.p.), zatim odeće i obuće (-1,2%, doprinos od -0,06 p.p.) i pad cena hleba (-0,5%, doprinos od -0,03 p.p.) i voća (-1,3%, doprinos od -0,03 p.p.)

**Relativno visoka
mesečna inflacija u
oktobru**

U oktobru je rast cena iznosio 0,7%, najvećim delom usled rasta cena hrane (rast od 0,7%, doprinos inflaciji od 0,2 p.p.), od čega je cena povrća najviše porasla (rast od 6,7%, doprinos od 0,33 p.p.), zatim električne energije (rast od 3,8%, doprinos od 0,2 p.p.) i cena iz grupe rekreacija i kultura (rast od 2,5%, doprinos od 0,14 p.p.) Dezinflatorno je delovao pad cena voća od 4,3% (doprinos od -0,09 p.p.) dok su ostale grupe proizvoda i usluga znatno manje uticale na indeks potrošačkih cena.

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

	učesće u IPC (u%)	porast cena u Q3 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u oktobru 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u novembru 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,2	0,2	0,7	0,7	-0,11	-0,11
Hrana i bezalkoholna pića	32,1	-0,5	-0,2	0,6	0,19	-0,68	-0,22
Hrana	28,6	-0,6	-0,2	0,7	0,20	-0,73	-0,21
Alkoholna pića i duvan	7,3	2,9	0,2	0,0	0,00	-0,11	-0,01
Duvan	4,7	4,7	0,2	0,0	0,00	0,00	0,00
Odeća i obuća	4,6	-1,2	-0,1	1,1	0,05	0,92	0,04
Stanovanje, voda struja	13,7	-0,1	0,0	1,4	0,20	0,34	0,05
Električna energija	4,9	0,0	0,0	3,8	0,19	0,00	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,8	0,4	0,0	0,4	0,02	0,25	0,01
Zdravstvo	5,0	0,8	0,0	0,0	0,00	0,06	0,00
Transport	12,7	0,3	0,0	0,4	0,05	0,24	0,03
Goriva i maziva	5,8	0,4	0,0	0,8	0,05	0,36	0,02
Komunikacije	5,1	-0,3	0,0	0,1	0,00	-0,07	0,00
Ostalo	14,7		0,1		0,19		-0,01

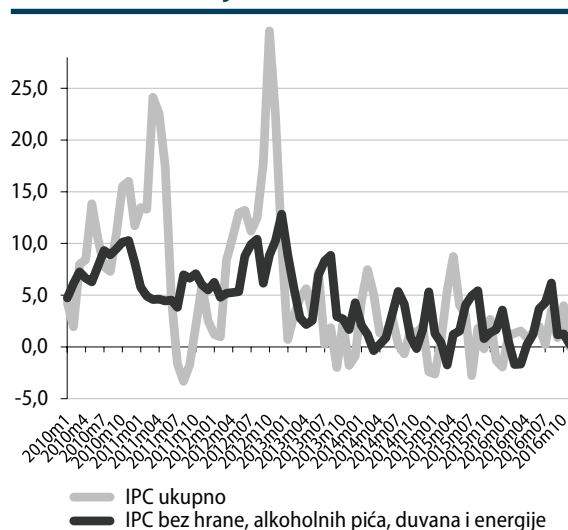
Izvor: RZS i proračun QM-a

Ukupna i noseća inflacija su na stabilno niskom nivou

Ukupna inflacija na kraju Q3 iznosi 0,9% (3m analizovani prosek), dok je u oktobru porasla na 4,0% (Grafikon T5-5). Rastu ukupne inflacije u najvećoj meri je doprineo oktobarski rast cena hrane i električne energije. Noseća inflacija (3m analizovani prosek inflacije bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) je na kraju Q3 iznosila 1,2%, dok je u oktobru neznatno porasla na 1,3%. Septembarski pad noseće inflacije (sa 6,2% na 1,2%) posledica je izlaska iz obračuna 3m proseka relativno visoke noseće inflacije od 0,6% u junu i ulaska u obračun septembarske deflacije od 0,6%.

Do kraja 2016. godine inflacija će se kretati ispod donje granice cilja dok se u 2017. godini očekuje ulazak unutar granica novog cilja NBS

Rast međugodišnje inflacije se može očekivati u novembru i decembru, budući da iz njenog obračuna izlazi mesečna deflacija iz novembra i decembra 2015. godine ali će se ona ipak do kraja godine kretati ispod donje granice još uvek ciljanog koridora NBS. Unutar granica novog koridora inflacija će ući početkom 2017. godine. U narednim mesecima će na rast cena neznatan uticaj imati prelihanje oktobarskog rasta cene električne energije, rast svetske cene sirove nafte i osnovnih metala (čiji se rast može očekivati i u narednoj godini), kao i oporavak domaće tražnje, dok će dezinfatorno delovati stabilan kurs dinara, niske cene primarnih poljoprivrednih proizvoda i dobra domaća poljoprivredna sezona. Rast inflacije u međunarodnom okruženju takođe bi trebalo utiče na cene u Srbiji, preko rasta cena uvoznih proizvoda i domaćih suplemenata. Kako je NBS pokazala spremnost da „brani“ kurs dinara u prethodnom periodu (kako u slučaju deprecijacijskih tako i u slučaju aprecijacijskih pritisaka) i kako se očekuje da će to nastaviti da čini i u periodu do predsedničkih izbora u 2017. godini, kurs dinara će najverovatnije i dalje biti malo promenljiv pa će i efekat prelihanja kursa na cene biće minimalan. Očekujemo da će na kraju tekuće godine inflacija iznositi oko 2,2%, dok će prosečna inflacija u 2016. godini iznositi oko 1,2% (pretpostavljene su mesečne inflacije za novembar i decembar na nivou proseka tekuće godine).

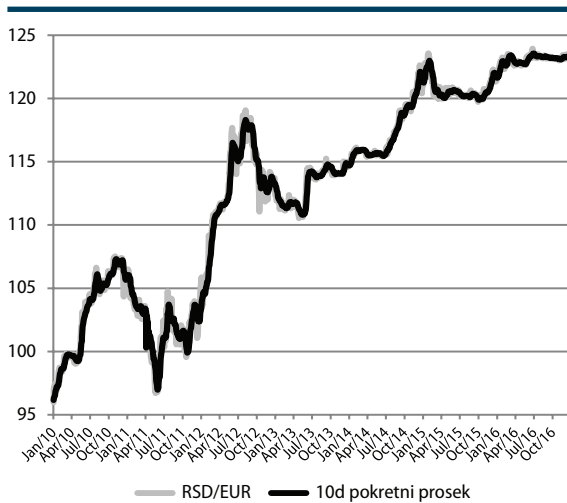
Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2010-2016

Izvor: RZS i proračun QM-a

Devizni kurs

Kurs dinara je u Q3 i u oktobru i novembru ostao gotovo nepromenjen

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010-2016



Izvor: NBS

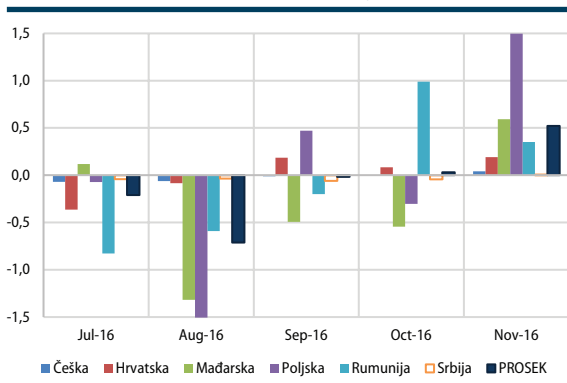
Dinar je tokom Q3 ojačao prema evru za 0,02% u odnosu na kraj Q2 (odnosno za 0,14% posmatrano na nivou preseka kvartala), u oktobru je ojačao za dodatnih 0,1%, dok je u novembru oslabio za 0,03% (Grafikon T5-6). Znatno veće promene kursa su se javile u odnosu na američki dolar i švajcarski franak. U odnosu na dolar, dinar je u Q3 ojačao za 1,1%, dok je u oktobru i novembru oslabio za 2,2% i 3,2% respektivno, dok je prema švajcarskom franku u Q3 deprecirao za 0,02%, u oktobru za 1,6% i u novembru za dodatnih 2,1%. Kako bi sprečila aprecijaciju dinara usled povećane tražnje za domaćom valutom, NBS je intervenisala kupovinom deviza (najvećim delom u julu i oktobru) na međubankarskom deviznom tržištu (MDT).

Volatilnost kursa u Srbiji znatno je niža nego u većini zemalja u regionu

Posmatrajući promene kursa dinara u prethodna četiri meseca (Grafikon T5-7) u poređenju s promenama u zemljama u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa, može se zaključiti da u Srbiji postoji znatno veći uticaj centralne banke na kretanje kursa i da je cilj bio sprečavanje značajnih varijacija kursa dinara. Kupovina deviza na MDT doprinela je smanjenju aprecijacijskih pritiska, čime je sprečeno pogoršanje konkurentnosti privrede Srbije, što, svakako, ocenjujemo kao pozitivno. Znatno veće oscilacije kurseva većine ostalih izabраниh valuta u poređenju s dinarom u prethodnim mesecima mogu se objasniti spremnošću centralnih banaka ovih zemalja da dozvole veće promene kursa u privredama sa nižim stepenom evroizacije nego što je to slučaj u Srbiji. Zbog velike izloženosti prema evru, u Srbiji bi prevelika deprecijacija dinara povećala troškove servisiranja kredita i ugrozila makroekonomsku stabilnost, dok bi prevelika aprecijacija ugrozila konkurentnost privrede. Zbog toga centralne banke u drugim zemljama mogu sprovođiti mere usmerene ka postizanju cenovne i finansijske stabilnosti relativno nezavisno od promena kursa, dok je to u visoko evroiziranim privredama moguće samo u relativno uskom koridoru.

Realna aprecijacija u Q3 i u oktobru

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

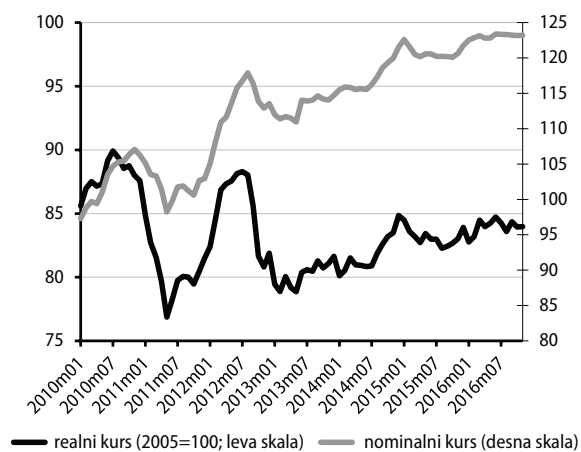


Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a

Napomena: porast označava deprecijaciju.

Dinar je tokom Q3 realno aprecirao za oko 0,4%, dok je u oktobru realno ojačao za dodatnih 0,5 p.p (Grafikon T5-8). Budući da se nominalni kurs dinara znatno manje menjao, glavni faktor koji je doveo do umerene aprecijacije od 0,9% tokom ova četiri meseca bila je znatno veća inflacija u Srbiji u poređenju sa zemljama evrozona. Intervencijama NBS na međubankarskom tržištu sprečena je veća realna aprecijacija i posledično veći gubitak konkurentnosti privrede Srbije. Realni kurs trenutno ima sličnu vrednost kao na kraju 2014. godine.

**Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs
dinar/evro, prosek meseca, 2010-2016**



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

Napomena: porast predstavlja deprecijaciju