

## 5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u Q4, kao i tokom cele 2016. godine kretala ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju godine iznosila je 1,5%, dok je prosečna inflacija u toku 2016. godine iznosila 1,2%. Kao rezultat kombinacije promene srednjoročnog inflacionog cilja i povećanja cena u januaru, inflacija je početkom godine, nakon dužeg perioda, ušla u novi inflacioni koridor od  $3 \pm 1,5\%$ . Relativno niska cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu i niska inflacija u međunarodnom okruženju predstavljali su glavne eksterne faktore koji su delovali na domaće cene tokom prethodne godine. Umereni rast agregatne tražnje, povećanje nekih regulisanih cena i blaga deprecijacija dinara od novembra 2016. do februara 2017. godine predstavljaju najznačajnije domaće faktore koji utiču na inflaciju. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe se tokom cele 2016. godine kretala ispod donje granice koridora NBS i na kraju godine je iznosila 1,6%, dok je u januaru porasla na 1,8%. Narodna banka Srbije je tokom 2016. godine dva puta smanjila referentnu kamatnu stopu za ukupno 50 baznih poena, tako da je u julu dostigla 4,0%, koliko i sada iznosi. Tokom prethodne godine i na početku ova smenjivali su se aprecijacijski i deprecijacijski pritisci, a NBS je snažno intervenisala na deviznom tržištu tako da je dinar bio jedna od najstabilnijih valuta u Evropi, od svih koje zvanično funkcionišu u režimu fleksibilnog kursa. Niska i stabilna inflacija predstavlja dobar rezultat, a novi ciljni koridor je u skladu sa očekivanom dinamikom cena u narednim godinama. Od početka Q4 pa do kraja februara, dinar je u odnosi na evro nominalno deprecirao za 0,6%, odnosno realno aprecirao za oko 1,6% (usled znatne razlike u inflaciji u Srbiji i u zemljama evrozone). Intervenisanje NBS na međubankarskom tržištu i ublažavanje znatnije deprecijacije u kratkom roku jeste važno sa stanovišta makroekonomske stabilnosti, ali bi trend umerene deprecijacije bio poželjan sve dok Srbija ne počne da raste brže od zemalja Evropske unije.

### Cene

*Inflacija se u Q4 kretala ispod donje granice cilja NBS, dok je u januaru ušla unutar granica novog ciljnog koridora*

Na kraju 2016. godine međugodišnja inflacija je iznosila 1,5%, što je iznad vrednosti na kraju Q3 (Tabela T5-1) ali je i dalje bila ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS) od  $4 \pm 1,5\%$  koji je važio do kraja 2016. godine, odnosno na donjoj granici novog cilja.<sup>1</sup> Na mesečnom nivou je u oktobru ostvarena inflacija od 0,7%, dok je u novembru i decembru zabeležena deflacija od 0,1% i 0,2% respektivno. Međugodišnja inflacija je u januaru porasla na 2,4% i ušla unutar granica novog cilja NBS. 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). Relativno niska svetska cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda tokom 2016. godine, kao i generalno niska inflacija u međunarodnom okruženju su predstavljali glavne dezinflatorne faktore. Međutim, mogući rast ovih cena, kao i izgledi za umereni rast inflacije u zemljama evrozone mogli bi da u 2017. godini predstavljaju glavne inflatorne faktore u Srbiji. Nakon novembarskog rasta cene nafte i njene stabilizacije u periodu decembar-februar usledio je njen znatni pad početkom marta 2017. godine. Očekuje se da će se rast svetske cene nafte preliti na ostale cene, mada će efekat biti skroman (efekat preliivanja je u velikoj meri uslovljen nastavkom oporavka cene nafte). Cene osnovnih metala su takođe zabeležile rast, a na inflaciju u Srbiji će delovati i rast cena žitarica. Od poslednje promene referentne kamatne stope (RKS) u julu 2016. godine (Grafikon T5-3), ona je do početak 2017. ostala na tada određenom nivou od 4%.

<sup>1</sup> Narodna banka Srbije je u saradnji sa Vladom Republike Srbije donela odluku o smanjenju koridora ciljne inflacije na  $3 \pm 1,5\%$  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*
<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>					
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
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
<b>2016</b>					
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
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

\* 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).

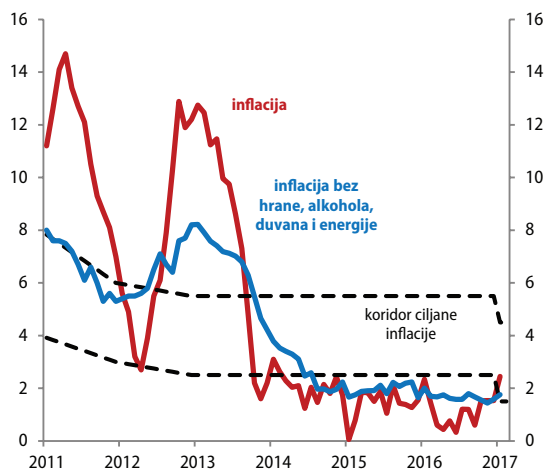
Izvor: RZS.

**Noseća inflacija je u Q4 ispod ciljnog koridora NBS ali je u januaru unutar granica cilja i iznosi 1,8%**

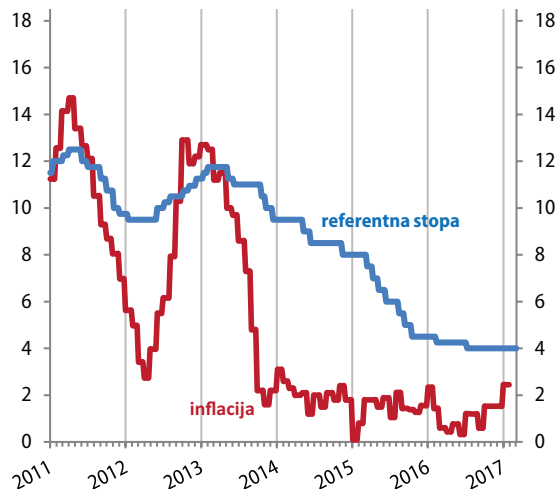
Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) takođe se u Q4 nalazila ispod donje granice cilja NBS i na kraju 2016. godine iznosila je 1,6% (Grafikon T5-2). U januaru je noseća inflacija porasla na 1,8% i zajedno sa ukupnom inflacijom ušla unutar granica ciljnog koridora. Glavni faktor koji utiče na to da noseća inflacija bude stabilna u dugom vremenskom periodu (kreće se od 1,4% do 2,2% u toku poslednje dve godine) je stabilan i praktično fiksiran kurs dinara (NBS dozvoljava samo kretanje u uskom opsegu kursa). Na blagi rast noseće inflacije uticaće očekivani rast domaće tražnje, kao i očekivani umeren rast inflacije u zemljama evrozona (preko rasta uvoznih cena).

**Relativno niska inflacija u Q4**

U četvrtom kvartalu 2016. godine došlo je do skromnog rasta cena od 0,4% (Tabela T5-4). U oktobru je ostvaren rast cena od 0,70%, dok je u novembru i decembru zabeležena deflacija od 0,11% i 0,16% respektivno. Inflaciji u Q4 najviše su doprineli rast cena električne energije (3,7%, doprinos od 0,19 p.p.), naftnih derivata (2,7%, doprinos od 0,16 p.p.), grupe rekreacija i kultura (2,5%, doprinos od 0,14 p.p.), sezonski rast cena odeće i obuće (rast od 2,3%, doprinos inflaciji od 0,11 p.p.) i čvrstih goriva (2,7%, doprinos od 0,07 p.p.). Najznačajniji dezinflatorni efekat poticao je od pada cena hrane. Nakon skromnog rasta u oktobru, cene hrane su u većoj meri smanjene u novembru i decembru, tako da je ukupan efekat bio dezinflatoran (pad od 1,1%, doprinos od -0,32 p.p.). Najveći efekat unutar grupe hrana poticao je od pada cena voća (pad od 21,3%, doprinos od -0,45 p.p.), pada cena svežeg mesa (pad od 3,0%, doprinos od -0,21 p.p.) i od rasta cena povrća (rast od 6,5%, doprinos od 0,32 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

**Visoka mesečna inflacija u januaru**

U januaru 2017. rast cena je iznosio 1,5%, čemu je najviše doprineo rast cena hrane (rast od 3,5%, doprinos inflaciji od 1,0 p.p.), proizvoda od duvana (rast od 4,5%, doprinos od 0,2 p.p.) i naftnih derivata (rast od 3,2%, doprinos od 0,2 p.p.) dok je dezinfatorno delovao pad cena odeće i obuće (pad od 1,1%, doprinos od 0,05 p.p.). Cene ostalih grupa proizvoda i usluga su u znatno manjoj meri uticale na inflaciju. Do rasta cena hrane došlo je usled sezonskog rasta cena povrća (rast od 20%, doprinos od 1,0 p.p.). Međutim, kako se stvarni ponder za proizvode čija se cena znatno menja na mesečnom nivou takođe se u znatnoj meri menja (usled efekta supstitucije drugim, jeftinijim proizvodima), to konkretno znači da bi januarska inflacija merena korišćenjem mesečnih pondera bila u određenoj meri niža od inflacije u čijem su izračunavanju indeksi cena ponderisani ponderima fiksiranim na godišnjem nivou. Do suprotnog efekta će doći kada cene povrća budu ostvarile sezonski očekivani pad (krajem Q2 i početkom Q3). 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.

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

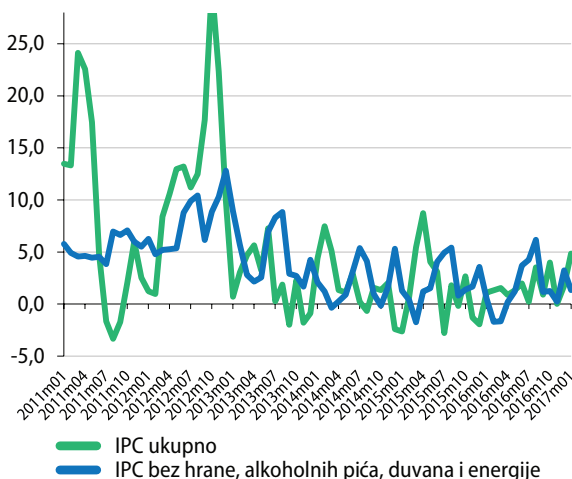
	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u januaru 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,4	0,4	1,5	1,5
Hrana i bezalkoholna pića	32,1	-1,1	-0,3	3,1	1,0
Hrana	28,6	-1,1	-0,3	3,5	1,0
Alkoholna pića i duvan	7,3	-0,1	0,0	2,9	0,2
Duvan	4,7	0,0	0,0	4,5	0,2
Odeća i obuća	4,6	2,3	0,1	-1,1	-0,1
Stanovanje, voda struja	13,7	2,0	0,3	0,1	0,0
Električna energija	4,9	3,8	0,2	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,8	0,7	0,0	0,1	0,0
Zdravstvo	5,0	-0,1	0,0	0,3	0,0
Transport	12,7	1,6	0,2	1,6	0,2
Goriva i maziva	5,8	2,7	0,2	3,2	0,2
Komunikacije	5,1	0,4	0,0	0,4	0,0
Ostalo	14,7		0,1		0,1

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Ukupna i noseća inflacija su na stabilno niskom nivou**

Ukupna inflacija (3m anualizovani prosek) na kraju 2016. godine iznosi 1,8% (Grafikon T5-5), dok je u januaru porasla na 4,8% (najvećim delom usled januarskog rasta cena povrća). Noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkohola, duvana i energenata) je na kraju Q4 iznosila 3,2%, dok je u januaru pala na 1,3%. Visoka volatilnost anualizovanog 3m proseka ukupne i noseće inflacije posledica je načina njihovog 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

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



Izvor: RZS i proračun QM-a

*Očekuje se nastavak kretanja inflacije unutar granica cilja NBS*

januarskog rasta cene povrća). Kada postoje jednokratne ili sezonske promene koje u velikoj meri utiču na inflaciju, bolji indikator kretanja cena od tromesečnog anualizovanog proseka bio bi anualizovani prosek u dužem periodu (npr. 6m) ili međugodišnja inflacija.

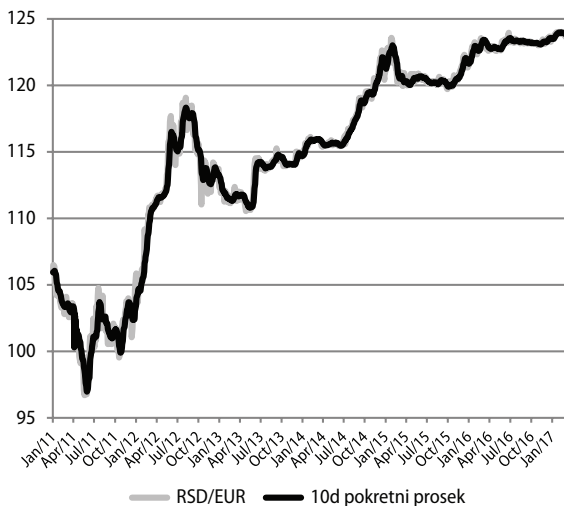
Tokom 2017. godine očekuje se stabilno kretanje inflacije unutar granica dozvoljenog odstupanja od cilja. Rizici za brži rast inflacije postoje ukoliko cene voća i povrća vrata na normalan nivo, budući da je baza na relativno niskom nivou i ukoliko rast agregatne tražnje i inflacije u međunarodnom okruženju (pre svega u zoni evra) prozrokuju slabljenje dezinfatornih pritisaka. Niski troškovi sirovina u proizvodnji hrane će još neko vreme usporavati inflaciju, kao i visoka baza kod cena naftnih derivata (od marta).

## Devizni kurs

**Dinar je krajem Q4 neznatno deprecirao, deprecijacija je nastavljena i u januaru, dok se u februaru stabilizovao na oko 124 dinara za evro**

Dinar je tokom Q4 oslabio prema evru za 0,15% u odnosu na kraj Q3 (odnosno ostao nepromenjen, posmatrano na nivou proseka kvartala), u januaru je oslabio za dodatnih 0,39%, dok je u februaru neznatno ojačao – za 0,04% (Grafikon T5-6), kada je kurs iznosio oko 124 dinara za evro. Znatno veća deprecijacija je zabeležena u odnosu na američki dolar i švajcarski franak. U odnosu na dolar, dinar je u Q4 oslabio za 6,6% (odnosno oslabio za 3,4% na nivou preseka kvartala), dok je u januaru i februaru ojačao za 1,2%, odnosno oslabio za 1%, respektivno. Dinar je

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



Izvor: NBS

**Volatilnost kursa u Srbiji znatno je niža nego u većini zemalja u regionu zbog većeg uticaja centralne banke na kretanje kursa**

prema švajcarskom franku u Q4 nominalno deprecirao za 1% (za 0,8% na nivou proseka kvartala), u januaru za dodatnih 1,4%, dok je u februaru aprecirao za 0,3%.

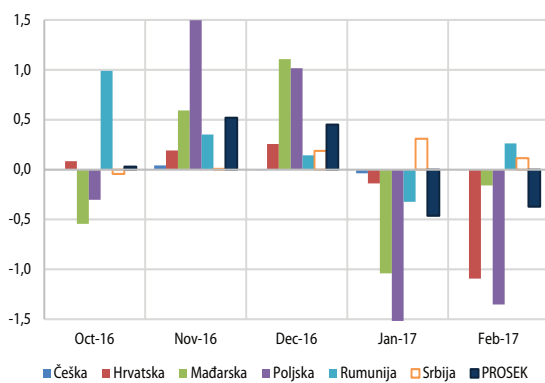
Tokom Q4 i u prva dva meseca 2017. godine, u poređenju s valutama u zemljama u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa, dinar je imao relativno male promene vrednosti u odnosu na evro (Grafikon T5-7). To je u velikoj meri posledica uticaja Narodne banke Srbije na kretanje kursa – kupovine deviza na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) kako bi se sprečila značajna aprecijacija dinara u oktobru i novembru i prodaje deviza u decembru, januaru i februaru, kako bi se ublažili deprecijacijski pritisci. Centralne banke u zemljama sa nižim stepenom evroizacije nego u Srbiji mogu

sprovoditi mere usmerene ka podsticanju 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.

**Skromna realna deprecijacija u Q4 i relativno visoka aprecijacija u januaru (usled visoke inflacije u Srbiji i deflacije u evrozoni)**

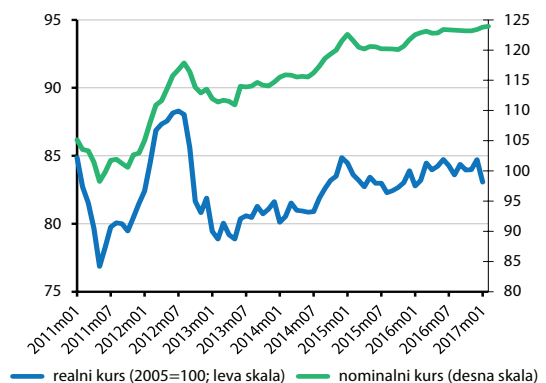
Dinar je tokom Q4 realno deprecirao za 0,4%, dok je u januaru aprecirao za oko 2% u odnosu na evro. Iako je u januaru dinar nominalno oslabio, realna aprecijacija je posledica znatno veće inflacije u Srbiji u poređenju sa deflacijom u zemljama evrozone. Relativno skroman rast konkurentnosti privrede Srbije ostvaren realnom deprecijacijom u Q4 poništen je znatno većom januarskom aprecijacijom, tako da je ukupan rezultat po konkurentnost negativan. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara u januaru nalazi se na približnoj vrednosti kao u novembru 2014. godine ili u oktobru 2012. godine (Grafikon T5-8).

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



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

**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