

5. Cene i devizni kurs

Inflacija u Srbiji je izrazito niska; kumulativni rast cena do kraja oktobra iznosi 2,6%, dok je vrednost međugodišnje inflacije u oktobru 2,2% - neznatno ispod ciljnog koridora NBS. Niska domaća tražnja i relativna stabilnost/apresijacija dinara znatno su uticali na usporavanje inflacije i njeno obaranje na istorijski najniži nivo u poslednjih nekoliko godina, u oktobru 2013. godine. Sezonski pad cena poljoprivrednih proizvoda doprineo stvaranju deflatornih pritisaka u letnjim mesecima. Povremeni skokovi inflacije uglavnom su rezultat povećanja regulisanih cena (električne energije i komunalnih usluga), kao i privremenog slabljenja dinara. Očekuje se da će i do kraja godine inflacija ostati u granicama ciljnog koridora NBS. Nominalni kurs dinara je tokom prve polovine Q3 bio stabilan, dok su se krajem avgusta pojavili depresijacijski pritisci, koji su potrajali i tokom septembra. Nakon toga su, u oktobru, usledili apresijacijski pritisci, izazvani prilivom portfolio investicije u državne hartije od vrednosti. Kao rezultat nekoliko perioda depresijacijskih i apresijacijskih pritisaka tokom ove godine, dinar je na kraju oktobra realno apresirao za 1,4% u odnosu na kraj 2012., odnosno za 1,1% u odnosu na oktobar 2012. godine.

Cene

Inflacija se u septembru vratila u granice dozvoljenog koridora

Trend usporavanja inflacije je nastavljen i u Q3, tako da se međugodišnja inflacija u septembru, kada je iznosila 4,8%, vratila u granice dozvoljenog odstupanja od cilja ($4 \pm 1,5\%$). Doprinos smanjenju inflacije dali su niska domaća tražnja, pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda usled dobre poljoprivredne sezone u zemlji i svetu, relativna stabilnost kursa dinara, restriktivne mere monetarne politike, kao i izlazak iz obračuna visoke mesečne stope inflacije u avgustu i septembru prethodne godine.

...dok je u oktobru je pala ispod donje granice ciljanog koridora

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2008–2013

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2008					
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
2009					
dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
2010					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
2011					
mar	152,2	14,1	5,5	2,6	24,1
jun	154,0	12,6	6,8	-0,3	4,8
sep	153,3	9,3	6,3	0,2	-1,7
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
2012					
mar	157,4	3,4	2,0	1,1	8,4
jun	162,4	5,4	5,3	1,2	13,2
sep	169,1	10,3	9,6	2,3	17,7
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
jan	174,1	12,7	0,6	0,6	0,7
feb	175,1	12,5	1,2	0,6	3,0
mar	175,1	11,2	1,2	0,0	4,7
apr	176,5	11,5	2,0	0,8	5,6
maj	176,5	10,0	2,0	0,0	3,2
jun	178,2	9,7	2,9	1,0	7,3
lul	176,6	8,6	2,0	-0,9	0,3
avg	177,3	7,3	2,4	0,4	1,9
sep	177,3	4,8	2,4	0,0	-2,0
okt	177,6	2,2	2,6	0,2	2,3

Izvor: RZS

* 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 i dignut na godišnji nivo)

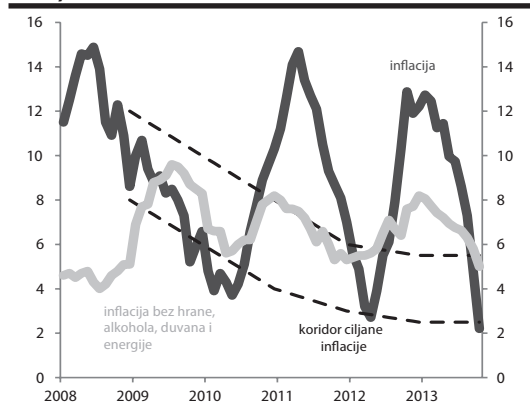
Međugodišnja inflacija je nakon dostizanja maksimuma od 12,7% u januaru otpočela da snažno opada, kako zbog niskih mesečnih stopa ove godine, tako i zbog izlaska iz obračuna visokih stopa inflacije iz prethodne godine. Nakon što je u septembru dostignut ciljani nivo inflacije, u oktobru je međugodišnja stopa pala na 2,2%, što je neznatno ispod donje granice koridora (Tabela T5-1). Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkohola, duvana i energenata) takođe opada ali je njen pad znatno blaži od pada ukupne inflacije, budući da najveći deflatorni pritisak potiče upravo od sniženja cena hrane, koje nisu uključene u njen obračun. Međutim, kako su cene proizvoda i usluga osim hrane, alkohola, duvana i energenata ove godine znatno sporije rastle nego u 2012., međugodišnja noseća inflacija je

**Dolazi do postepenog
ublažavanja
restriktivnosti
monetarne politike**

dostigla relativno umerenih 5%, što je njen najniži nivo od kraja 2008. godine (Grafikon T5-2). Do kraja godine se može očekivati umereni rast međugodišnje inflacije, budući da će iz obračuna izaći dezinflacija u periodu novembar-decembar 2012. od 0,4%, ali se očekuje njeno kretanje u granicama koridora. Noseća inflacija bi mogla da nastavi sa blagim padom, budući da efekat preliivanja usled depresijacije dinara u junu i rasta cena električne energije u avgustu zbog niske domaće tražnje izostaje i da se samo delimično ispoljio u oktobru, kao i zbog izlaska iz obračuna stope noseće inflacije od oko 0,8% u periodu novembar-decembar prethodne godine.

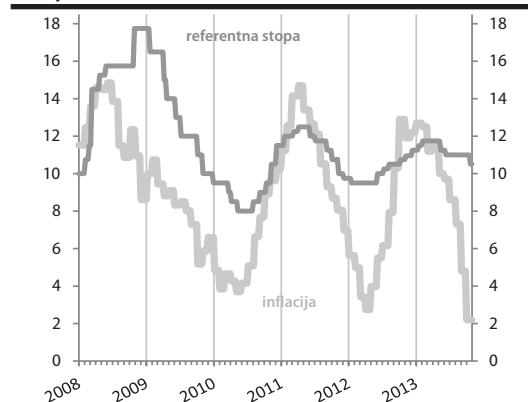
Oštro smanjenje međugodišnje stope i niska kumulativna inflacija od početka godine do oktobra od 2,6%, odnosno 3,2% na godišnjem nivou praćeni su relativno skromnim smanjenjem referentne kamatne stope, koja trenutno iznosi 10% (Grafikon T5-3). Tokom Q3 je referentna kamatna stopa smanjena u dva navrata – na sednicama Izvršnog odbora NBS 18. oktobra i 7. novembra, kada je smanjena za po 50 baznih poena. Opres koji je u prethodnom periodu NBS pokazala pri donošenju odluka o visini referentne kamatne stope ne može naći opravdanje u ovogodišnjoj inflaciji ali se može objasniti rizicima da visoke neravnoteže koje postoje u privredi Srbije destabilizuju kurs dinara, što bi se zbog visoke evroizacije ubrzo prenelo na inflaciju. Fiskalni i spoljni deficit, kao i javni i spoljni dug su visoki, dok ukupni procenat loših kredita nastavlja da raste zbog rasta učešća NPL u ukupnim kreditima u privredi. U takvim uslovima, privlačenje stranog kapitala i stabilizacija deviznog kursa, preko kog se utiče na inflaciju nije dugoročno održivo, već je prvenstveno potrebno rešiti probleme strukturnih neravnoteža.¹ Restriktivnost monetarne politike bi mogla biti smanjena što bi dovelo do pozitivnog dugoročnog efekta po privredni rast, tekući platni bilans, zaposlenost i konkurentnost srpske privrede, po cenu nešto više inflacije i depresijacije kursa dinara. Kako bi se očuvala makroekonomska stabilnost, smanjenje restriktivnosti monetarne politike putem smanjenja referentne kamatne stope i stope obaveznih rezervi bi trebalo da bude postepeno i umereno. Naglo smanjenje restriktivnosti bi moglo da dovede do snažne depresijacije dinara, koja bi potom ponovo ubrzala inflaciju, koja se onda na kratak rok ne bi mogla zaustaviti ponovnim povećanjem restriktivnosti monetarne politike (Grafikon T5-3).

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2008–2013



Izvor: NBS i proračun QM-a

Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2013



Izvor: NBS

**Deflacija u Q3 i
niska inflacija
u oktobru 2013.**

Tokom Q3 je došlo do ukupnog pada cena od oko 0,5%, dok je u oktobru došlo do blagog rasta cena od oko 0,2%, što je u celom ovom periodu rezultovalo ukupnom deflacijom od oko 0,3%, odnosno 1% anualizovano. Deflaciji u Q3 i oktobru najznačajnije je doprineo pad cena iz grupe hrane i bezalkoholnih pića (Tabela T5-4). Usled dobre poljoprivredne sezone u zemlji i svetu došlo je do osetnog pada cena primarnih poljoprivrednih proizvoda (neprerađene hrane), što je izazvalo snažan deflatorni efekat u posmatranom periodu. Pad cena hrane od 6,1% doprineo je padu ukupne inflacije od -1,9 p.p., od čega su cene voća i povrća imale najveći doprinos od -0,43 i -1,27 p.p. respektivno. Pad cena neprerađene hrane je, zbog slabljenja troškovnih pritisaka u proizvodnji hrane, praćen skromnim padom cena prerađene hrane, koji je imao samo

¹ Kvartalni monitor br. 33., poglavlja 4, 5, 6 i 7.

5. Cene i devizni kurs

neznatn efekat na inflaciju u Q3 i oktobru. Značajan inflatorni doprinos dali su rast cena duvana (doprinos od 0,5 p.p.) usled poskupljenja cigareta u julu, avgustu i oktobru od ukupno 10,7%, kao i poskupljenje električne energije u avgustu, što je rezultovalo povećanjem cena el. energije u posmatranom periodu za 10,8% (doprinos ukupnoj inflaciji od 0,6 p.p.), dok je rast cena svežeg mesa od 4,3% u ovom periodu dao doprinos inflaciji od 0,35p.p.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q2	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u Q3 i oktobru 2013.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	1,8	1,8	-0,3	-0,3
Hrana i bezalkoholna pića	34,5	3,7	1,3	-5,8	-2,0
Hrana	30,9	4,2	1,3	-6,1	-1,9
Alkoholna pića i duvan	7,8	-0,7	-0,1	6,1	0,5
Duvan	4,2	-1,3	-0,1	10,7	0,4
Odeća i obuća	4,6	0,7	0,0	0,5	0,0
Stanovanje, voda struja	13,0	0,7	0,1	5,5	0,7
Električna energija	5,1	0,0	0,0	10,8	0,6
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,1	1,0	0,0	0,4	0,0
Zdravstvo	6,4	2,9	0,2	1,5	0,1
Transport	12,3	-0,4	-0,1	0,3	0,0
Gorivo i mazivo	5,1	-2,5	-0,1	1,6	0,1
Komunikacije	5,0	0,1	0,0	0,6	0,0
Ostalo	12,2		0,2		0,3

Izvor: RZS i proračun QM-a

Trenutna ukupna, kao i noseća inflacija su na relativno niskom nivou

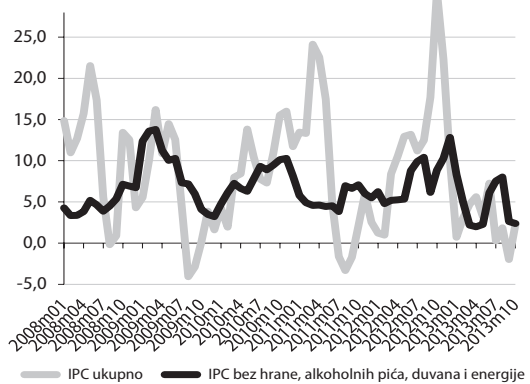
Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) je od januara počela da pada i uz manja kolebanja u septembru i oktobru (kada je iznosila 0,59%, odnosno 2,4% anua-lizovano) ponovo dostigla približno isti najniži nivo iz aprila (Grafikon T5-5). Posmatrano po kvartalima, u Q3 je noseća inflacija bila znatno niža nego u Q2 – 0,6% prema 1,5% respektivno. Ipak, mesečna stopa noseće inflacije u oktobru je neznatno porasla u odnosu na prethodna dva meseca, najviše usled rasta cena smeštaja u hotelima i cena odeće i obuće. Kako u Srbiji na inflaciju pored kretanja zarada ključno utiče kretanje kursa dinara, ovaj rast bi mogao biti posledica umerene trenutne depresijacije od septembra do početka oktobra meseca, pa se zbog stabilizacije kursa u oktobru i novembru ne bi trebao očekivati značajniji rast noseće inflacije do kraja godine. Inflatorni pritisci bi mogli da porastu usled rasta cena usluga zbog sezonskog rasta obima turističkih aranžmana i cena neprerađene hrane zbog očekivanog sezonskog rasta cena voća i povrća, dok se zbog niskih troškovnih pritisaka u proizvodnji hrane negativan doprinos inflaciji očekuje od prerađene hrane. Očekuje se da industrijski proizvodi bez hrane i energije u Q4 imaju niži rast nego u Q3, dok se zbog niske domaće tražnje značajniji efekti preliivanja depresijacije iz Q2 i rasta cena električne energije ne očekuju do kraja godine.² Inflatorna očekivanja građana, privrede i finansijskog sektora su znatno smanjena, što takođe doprinosi stabilnosti daljeg kretanja cena.

Inflacija u narednoj godini će ostati u ciljanom koridoru... pod uslovom da izostane nagla deprecijacija dinara

Ciljna inflacija NBS za 2014. godinu ostaje nepromenjena 4±1,5%. Skoro je izvesno da u narednoj godini neće postojati snažniji pritisci na inflaciju sa strane tražnje. Ukupna domaća tražnja će realno opadati, uprkos tome što država za narednu godinu planira rekordan deficit. Najveći deo rasta deficita posledica je većih izdataka za kamate, sanaciju banaka i rešavanje problema preduzeća u restrukturiranju. Skoro svi segmenti državne potrošnje koji utiču na tražnju za robom i uslugama realno će opadati (plate, kupovina robe i usluga, transferi - penzije) tako da fiskalni deficit neće direktno uticati na rast domaće tražnje. Štaviše, visok fiskalni deficit, koji ugrožava makroekonomsku stabilnost, utiče na opadanje privatne tražnje (investicija i lične potrošnje),

² Izveštaj o inflaciji NBS, novembar 2013.

Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2008-2013



Izvor: RZS i proračun QM-a

srspska, predstavlja glavnu determinantu kretanja inflacije. Grubo, moglo bi se tvrditi da će inflacija u narednoj godini ostati u planiranim okvirima ukoliko izostane značajnija deprecijacija kursa dinara. Presudan uticaj na kretanje kursa u narednoj godini imaće sposobnost države da obezbedi sredstva za finansiranje fiskalnog deficita bilo kroz zaduživanje ili kroz prihode od privatizacije.

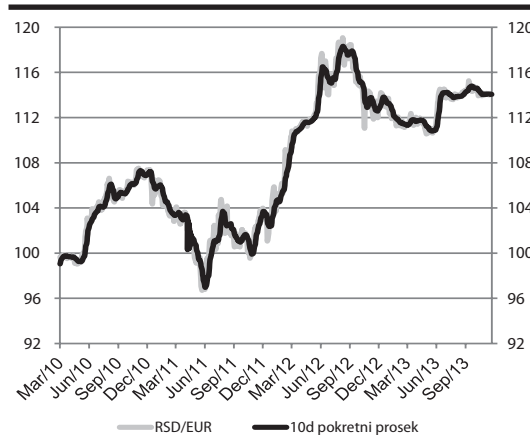
Ostali faktori na strani troškova će uticati na rast inflacije, ali je njihov uticaj ukalkulisan u ciljanoj inflaciji. Najvažniji faktori koji će sa troškovne strane uticati na inflaciju su povećanje niže stope PDV-a sa 8 na 10% na početku godine, kao i povećanje administrativno kontrolisanih cena (struje, komunalnih usluga i dr.). Međutim, zbirni uticaj ovih faktora je skroman.

Devizni kurs

Depresijacija dinara u drugoj polovini Q3 i apresijacija u oktobru

Kurs dinara je bio relativno stabilan tokom prve polovine Q3, dok su se sredinom avgusta pojavili depresijacijski pritisci koji su potrajali i tokom septembra. Na kraju trećeg kvartala kurs dinara prema evru bio je neznatno slabiji u poređenju sa krajem Q2 (depresijacija u Q3 od 0,4%), dok je prosečna vrednost dinara prema evru u Q3 bila niža za 1,8% nego u Q2. Tokom oktobra kurs dinara se stabilizovao na nivou od oko 114 dinara za evro, što je nastavljeno i u novembru (dinar je trenutno nominalno jači za 0,1% u odnosu na kraj Q2). Globalni faktori su i u Q3 imali najveći uticaj na kurs dinara. Nakon prve nestabilnosti kursa u junu, izazvane neizvesnošću u vezi sa fiskalnom pozicijom zemlje, kao i odlukama u vezi sa politikom kvantitativnih olakšica FED-a, devizno tržište se u julu stabilizovalo. Tokom ovog prvog perioda nestabilnosti, NBS je intervenisala na deviznom tržištu i do kraja Q2 prodala ukupno 275 mln evra. Narodna banka Srbije je i tokom Q3 nastavila da interveniše na deviznom tržištu ukupnom prodajom 120 mln evra početkom i krajem jula i sredinom septembra. Intervencijama na deviznom tržištu NBS je poslala poruku investitorima da je spremna i sposobna da očuva stabilnost kursa dinara, bar u kratkom roku. Ovakve poruke NBS u kombinaciji sa visokim dinarskim kamatnim stopama na trezorske hartije od vrednosti i REPO hartije podstakle su portfolio investitore da povećaju ulaganja u Srbiju, kako bi iskoristili mogućnost visoke zarade. Priliv portfolio investicija u kombinaciji sa povoljnim kretanjima u tekućem platnom bilansu doprineo je blagom jačanju dinara prema evru (Grafikon T5-6).

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010-2013



Izvor: NBS

što će uticati na obaranje inflacije, ali i na usporavanje opravka privrede. Ocenjujemo da će i ukupna lična potrošnja u narednoj godini opadati, dok će kretanje ukupnih investicija ključno zavisiti od realizacije reformi, ali i od toga da li će država pojačati fiskalnu konsolidaciju (procene kretanja tražnje date su u poglavlju 2).

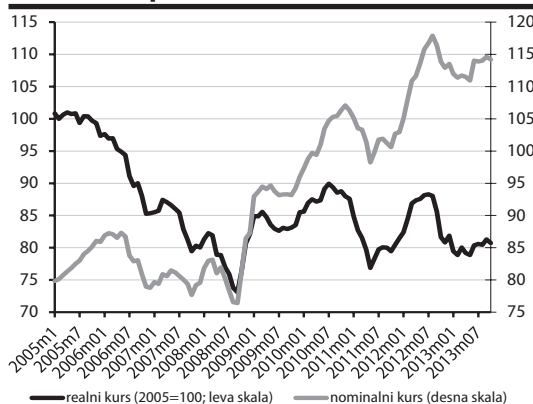
Ključni faktori na strani troškova koji utiču na inflaciju u Srbiji su kretanje zarada i kursa dinara. Sasvim je izvesno da u narednoj godini zarade neće formirati troškovne pritiske na inflaciju – zarade u javnom sektoru su skoro zamrznute, dok će zarade u privatnom sektoru stagnirati, usled visoke stope nezaposlenosti. Kretanje kursa u maloj evroiziranoj privredi, kao što je

prodalala ukupno 275 mln evra. Narodna banka Srbije je i tokom Q3 nastavila da interveniše na deviznom tržištu ukupnom prodajom 120 mln evra početkom i krajem jula i sredinom septembra. Intervencijama na deviznom tržištu NBS je poslala poruku investitorima da je spremna i sposobna da očuva stabilnost kursa dinara, bar u kratkom roku. Ovakve poruke NBS u kombinaciji sa visokim dinarskim kamatnim stopama na trezorske hartije od vrednosti i REPO hartije podstakle su portfolio investitore da povećaju ulaganja u Srbiju, kako bi iskoristili mogućnost visoke zarade. Priliv portfolio investicija u kombinaciji sa povoljnim kretanjima u tekućem platnom bilansu doprineo je blagom jačanju dinara prema evru (Grafikon T5-6).

Realna depresijacija je dostigla maksimum na kraju Q3

Dinar je tokom Q3 prema evru realno depresirao za 1,1%, što je zajedno sa depresijacijom iz

Grafikon T5-7. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2005–2012



Izvor: NBS, RZS i proračun QM-a

Napomena: porast predstavlja depresijaciju

druge polovine Q2 umanjilo realnu apresijaciju s početka godine (kumulativni efekat do kraja septembra je apresijacija od 0,7%). Međutim, usled većeg priliva deviza u oktobru, prouzrokovanom pozitivnim tendencijama u spoljnotrgovinskoj razmeni i rastom zaduženja privrede u inostranstvu, dinar je realno ojačao za dodatnih 0,7%, tako da je na kraju oktobra realni kurs za oko 1,4% snažniji od decembarskog (Grafikon T5-7). Stabilizaciji realnog kursa doprinela je i niska stopa inflacije u prethodnom periodu (da je inflacija bila veća, i realna apresijacija bi, za iste nominalne vrednosti deviznog kursa, takođe bila veća). Istorijski gledano, realni kurs dinara se danas nalazi na približno istom nivou kao na kraju 2011. godine, odnosno na kraju 2007. godine (Grafikon T5-7).

Blaga realna depresijacija bi poboljšala konkurentnost privrede, uz prihvatljive troškove na strani inflacije i troškova kredita

Povoljni trendovi u spoljnotrgovinskom i tekućem platnom bilansu ukazuju na to da realna vrednost dinara verovatno ne odstupa značajnije od ravnotežnog nivoa. Ovaj zaključak potvrđuje i kretanje realnog kursa dinara, kao i jediničnih troškova rada iskazanih u evrima (videti Poglavlje 2). Međutim, spoljni deficiti iako smanjeni i dalje su visoki, a njihovo finansiranje ključno zavisi od sposobnosti države da se zaduži u inostranstvu. Poboljšanje spoljnog bilansa velikim delom je posledica visokog pada privatne domaće tražnje, naročito pada privatnih investicija, što je dugoročno neodrživo sa stanovišta rasta proizvodnje i zaposlenosti. Stoga, blaga realna depresijacija dinara bi uticala na nastavak smanjenja spoljnih deficita, a time i na smanjenje potrebe za njihovim finansiranjem. Takođe, manja realna vrednost dinara podržala bi nizak spoljni deficit i nakon oporavka domaće tražnje. Dugoročno, manja realna vrednost dinara, koja proizvodnju Srbije čini konkurentnom u svetu, povoljno utiče na rast zaposlenosti u Srbiji. Eventualno jačanje realne vrednosti dinara bilo bi nepoželjno sa stanovišta konkurentnosti privrede Srbije, i NBS bi monetarnom politikom (smanjenjem REPO stope i direktnim intervencijama na deviznom tržištu) trebalo da destimuliše takve trendove.