

## 5. Cene i devizni kurs

Inflacija je u Q4 i u toku prva dva meseca ove godine nastavila sa kretanjem ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije. U januaru inflacija se privremeno približila donjoj granici koridora, da bi se nakon deflacije u februaru ponovo udaljila od cilja. Pad cena energenata, primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu i niska inflacija u međunarodnom okruženju predstavljaju glavne eksterne faktore koji deluju na domaće cene, dok su niska agregatna tražnja, spor rast regulisanih cena i deprecijacija dinara najznačajniji domaći faktori. Noseća inflacija (merena IPC-om bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe se kreće ispod donje granice koridora NBS, i na kraju januara iznosi 2,0%. Narodna banka Srbije je nastavila sa ublažavanjem monetarne politike i u 2016. godini ali intervencije na međubankarskom deviznom tržištu – prodaja deviza u cilju usporavanja deprecijacije dinara nije usaglašena s tim (smanjenje RKS i trošenje deviznih rezervi predstavljaju divergentne mere). Niska i stabilna inflacija jeste dobar rezultat ali njeno kretanje ispod ciljnog koridora nije – inflacija bi trebalo da bude i stabilna i što bliža ciljnoj vrednosti. U narednim mesecima se očekuje da će se inflacija kretati ispod donje granice cilja sve do kraja 2016. ili početka 2017. godine. Od početka Q4 prethodne godine pa do kraja februara dinar je nominalno deprecirao za 3,1%, dok je do kraja januara realno deprecirao za oko 0,4%. Narodna banka Srbije je od decembra započela sa znatnim intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu, tako da je do kraja februara prodala 660 mln evra u neto iznosu (prodaja 700 i kupovina 40 mln evra). 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. Ocenjujemo da je sa makroekonomskog stanovišta deprecijacija dinara krajem prošle i na početku ove godine imala više pozitivnih nego negativnih posledica.

### Cene

**Inflacija je u Q4 i u na početku 2016. godine ispod donje granice cilja NBS**

Međugodišnja inflacija je na kraju četvrtog kvartala 2015. godine iznosila 1,6%, što je neznatno iznad vrednosti na kraju Q3 (Tabela T5-1) ali je i dalje ispod donje granice ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS) i znatno ispod ciljane vrednosti od 4%. Posmatrano po mesecima, međugodišnja inflacija je tokom oktobra i novembra bila niska i iznosila 1,4%, odnosno 1,3% respektivno, dok je decembarSKI rast na 1,6% u potpunosti rezultat niske baze (decembar 2014. godine), budući da je tokom sva tri meseca Q4 indeks potrošačkih cena (IPC) opadao (za po 0,2%, 0,1% i 0,2%). Slične promene IPC u Q4 2015. kao u istom periodu 2014. godine rezultirale su relativno malim promenama međugodišnje inflacije. U januaru je međugodišnja inflacija porasla na 2,3%, većim delom usled januarskog rasta cena od 0,5% i manjim delom usled efekta baze (pad cena u januaru 2015. godine). Iako se privremeno približila cilju, i januarska vrednost inflacije je ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja NBS. Nakon deflacije u februaru, međugodišnja inflacija iznosi 1,5%, što znači da se ponovo udaljila ispod ciljnog koridora, gde se neprekidno kreće tokom cele dve godine (od marta 2014. godine). Niska i stabilna inflacija u dužem proteklom periodu jeste dobar rezultat ali njene vrednosti ispod ciljnog koridora to nisu i mogu narušiti kredibilitet NBS u pogledu vođenja politike cenovne stabilnosti i pored relativno dobrih rezultata u pogledu usidravanja očekivanja – ali na nivo ispod ciljanog. Niska inflacija je u izvesnoj meri posledica sporog tempa i nedovoljnog obima povećanja regulisanih cena od strane Vlade Republike Srbije, budući da bi ove cene trebalo da konvergiraju ka nivou u Evropskoj uniji i da je takva projekcija uključena u srednjoročni plan kretanja cena od strane NBS. Najznačajniji globalni faktori koji su delovali na inflaciju u Srbiji su izrazito niska cena nafte (u februaru 2016. je dostigla najniži nivo u prethodnih 12 godina), koja doprinosi daljem smanjenju troškovnih pritisaka u proizvodnji, pad svetskih cena primarnih poljoprivrednih proizvoda (mereno *Commodity Agricultural Raw Material Index*-om, koji se trenutno nalazi na šestogodišnjem minimumu), koji za posledicu ima niske troškovne pritiske u proizvodnji hrane na svetskom i domaćem tržištu, kao i niska inflacija u međunarodnom okruženju i niska cena velikog dela primarnih proizvoda na svetskom tržištu.

**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*
<b>2010</b>					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
<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
okt	180,8	1,8	2,2	-0,2	1,3
nov	180,8	2,4	2,2	0,0	2,0
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
<b>2015</b>					
jan	179,6	0,1	-0,2	-0,2	-2,6
feb	181,1	0,8	0,6	0,8	0,7
mar	182,4	1,8	1,3	0,7	5,5
apr	183,4	1,8	1,9	0,5	8,7
maj	182,9	1,5	1,6	-0,3	4,0
jun	183,8	1,9	2,1	0,5	3,1
jul	182,1	1,1	1,2	-0,9	-2,8
avg	183,7	2,1	2,1	0,9	1,8
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
<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

\* 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  
takođe ispod ciljnog  
koridora NBS**

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) takođe se nalazi ispod donje granice ciljanog koridora NBS – tokom Q4 se kretala od 2,2% u oktobru do 1,6% u decembru, dok u januaru 2016. godine iznosi 2,0% (Grafikon T5-2), kada se, kao i ukupna inflacija privremeno približila donjoj granici cilja, da bi zatim u februaru pala na 1,7%. Kretanje međugodišnje noseće inflacije je, od kada je u avgustu 2014. godine pala ispod donje granice cilja NBS, relativno stabilno – kreće se u opsegu od 1,6% do 2,2%. Niska agregatna tražnja, relativno nepromenjen kurs dinara koji je do novembra 2015. godine dodatno uticao na stabilizaciju cena i pad kamatnih stopa predstavljaju faktore koji su u prethodnom periodu delovali deflaciono. Očekuje se da će tekuća deprecijacija dinara i oporavak domaće tražnje u narednom periodu imati suprotan – inflatorni efekat koji verovatno neće biti dovoljno snažan da tokom 2016. godine inflaciju vrati unutar ciljnog koridora. Dodatan inflatorni efekat mogao bi da ima rast cena energenata, koji indirektno utiču i na noseću inflaciju (iako su eksplicitno isključeni uz nje) preko povećanja troškova u proizvodnji.

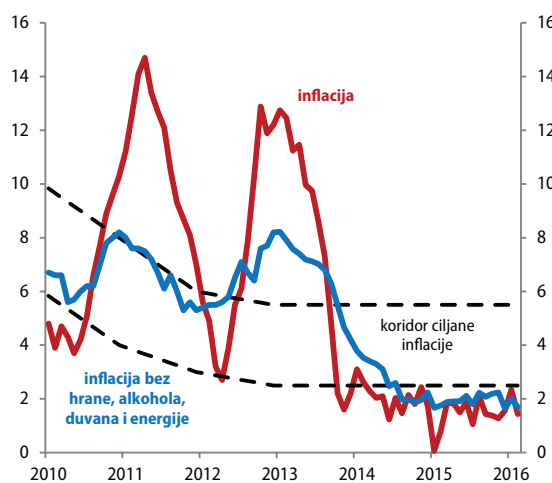
Uzimajući u obzir navedene faktore i njihov uticaj na dalje kretanje inflacije, NBS je u Q4 i u februaru nastavila da smanjuje referentnu kamatnu stopu (RKS) – u oktobru je smanjena za 50 baznih poena (b.p.), sa 5,0% na 4,5% a zatim u februaru za 25 b.p., sa 4,5% na 4,25% (Grafikon

T5-3). Ocenjujemo da je referentnu kamatnu stopu trebalo brže smanjivati tokom 2014 i 2015. godine, kada su postojali aprecijacijski pritisci, a inflacija bila ispod ciljnog nivoa. Međutim, sada kada je referentna stopa znatno smanjena, a deprecijacijski pritisci već nekoliko meseci snažni, neophodna je opreznost u njenom smanjivanju. Ocenjujemo da bi NBS trebalo da zadrži postojeću referentnu stopu sve dok se stanje na deviznom tržištu na stabilizuje. U suprotnom, javio bi se problem konzistentnosti monetarne politike, koja na jednoj strani smanjenjem referentne kamatne stope utiče na deprecijaciju dinara, dok na drugoj strani prodajom deviza na MDT sprečava njegovu deprecijaciju. Intervencije na MDT mogu biti opravdane u cilju sprečavanja veće deprecijacije dinara, budući da bi ona mogla da ugrozi makroekonomsku stabilnost u visokoeviroiziranoj privredi Srbije (dvovalutni sistem). Intervencije na deviznom tržištu od strane NBS su opravdane u slučaju jačanja dinara, jer se intervencijama sprečava pogoršanje ionako niske konkurentnosti privrede Srbije.

**Korekcija cene električne energije bi pogurala inflaciju ka ciljnom koridoru**

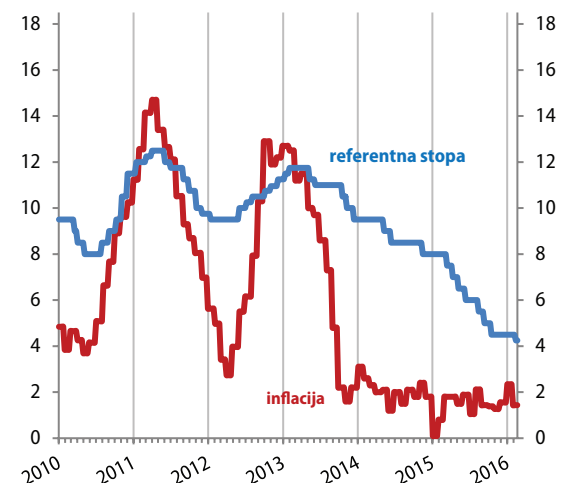
Cena električne energije za potrošnju u domaćinstvima i u velikom delu uslužnih delatnosti i finansijskom sektoru i dalje je ispod tržišne (potrošači na niskom naponu imaju povlašćene cene), pa tu postoji prostor za korekciju koja bi doprinela povratku inflacije ka cilju i smanjenju distorzija na tržištu energenata, dok to ne važi za cenu struje za industrijske potrošače (potrošači na srednjem i visokom naponu plaćaju tržišnu cenu električne energije).

**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

**Deflacija u Q4...**

U četvrtom kvartalu 2015. godine ostvarena je deflacija od -0,5% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: u oktobru -0,22%, novembru -0,11% i u decembru -0,16%. Najveći pozitivan doprinos inflaciji u Q4 dao je rast cena povrća<sup>1</sup> (rast od 8,8%, doprinos inflaciji od 0,46 procentnih poena (p.p.)), duvanskih proizvoda<sup>2</sup> (rast od 4,9%, doprinos od 0,23 p.p.), farmaceutskih proizvoda (rast od 3,1%, doprinos 0,09 p.p.), odeće i obuće (rast od 1,5%, doprinos od 0,07 p.p.) i rast cena telefonske opreme (rast od 10,8%, doprinos od 0,06 p.p.). Cene turističkih aranžmana pratile su trend sezonskog rasta u oktobru, da bi u novembru i decembru usledio njihov blagi pad (ukupan rast u Q4 od 2,2%, doprinos inflaciji od 0,12 p.p.). Dezinflatorno je delovao pad cena voća (pad od 29,5%, doprinos od -0,6 p.p.), svežeg mesa (pad od 4,5%, doprinos od -0,34 p.p.), prirodnog gasa (pad od 8,0%, doprinos od -0,05 p.p.) i naftnih derivata (pad od 5,2%, doprinos od -0,3 p.p.).

<sup>1</sup> Promene cena voća i povrća su u skladu sa očekivanjima iz prethodnog broja Kvartalnog monitora: „Očekivan je sezonski pad cena povrća tokom Q3 i rast tokom Q4, dok cene voća sezonski rastu najvećim delom tokom Q2 i Q3, da bi zatim usledio njihov pad u Q4.“

<sup>2</sup> Prethodna odluka o povećanju akciza na duvanske proizvode doneta je u junu 2015. godine. Nakon decembarske odluke o povećanju akciza u januaru 2016. godine, maloprodajne cene su porasle u mesecu pre nego što je odluka stupila na snagu.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	učešće u IPC (u%)	porast cena u januaru i februaru 2016.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100	-0,5	-0,5	100	0,5	0,5
Hrana i bezalkoholna pića	32,8	-2,4	-0,8	32,1	3,0	0,99
Hrana	29,2	-2,6	-0,8	28,6	3,4	0,98
Alkoholna pića i duvan	7,4	3,3	0,2	7,3	0,2	0,02
Duvan	4,7	4,9	0,2	4,7	0,0	0,00
Odeća i obuća	4,5	1,5	0,1	4,6	-3,2	-0,15
Stanovanje, voda struja	13,6	-0,2	0,0	13,7	0,1	0,01
Električna energija	4,8	0,0	0,0	4,9	0,0	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	-0,1	0,0	4,8	-0,4	-0,02
Zdravstvo	5,0	1,9	0,1	5,0	0,2	0,01
Transport	12,9	-2,1	-0,3	12,7	-2,2	-0,28
Goriva i maziva	5,8	-5,2	-0,3	5,8	-4,9	-0,28
Komunikacije	5,0	1,4	0,1	5,1	0,4	0,02
Ostalo	14,3		0,1	14,7		-0,11

Izvor: RZS i proračun QM-a

**Rast inflacije u januaru, a potom deflacija u februaru**

U januaru je ostvarena mesečna inflacija od 0,55%, dok je u februaru usledila deflacija od 0,05%. Najveći doprinos januarskoj inflaciji dao je sezonski rast cena povrća<sup>3</sup> od 13,9% (doprinos od 0,7 p.p.), rast cena telefonskih usluga od 9,1% (doprinos od 0,4 p.p.), mleka i mlečnih proizvoda (rast od 1,6%, doprinos od 0,08 p.p.), voća (rast od 0,95%, doprinos od 0,02 p.p.), telefonske opreme (rast od 2,4%, doprinos od 0,01 p.p.), kao i alkoholnih pića (rast od 0,5%, doprinos od 0,01 p.p.). Nakon povećanja akciza na duvanske proizvode i naftne derivate, u januaru nije došlo do daljeg povećanja cena cigareta, budući da je do rasta došlo već tokom decembra. Cene naftnih derivata su uprkos povećanju akciza nastavile da padaju (pad od 2,2%, doprinos od -0,13 p.p.), usled nastavka snažnog pada cena sirove nafte na svetskom tržištu, i od promene ovih cena potiče najznačajniji deflacioni efekat u januaru 2016. godine. U februaru je najveći pozitivan doprinos inflaciji dao rast cena povrća (rast od 3,2%, doprinos od 0,17 p.p.) i voća (rast od 4,7%, doprinos od 0,1 p.p.), dok je deflacioni efekat najvećim delom poticao od pada cena naftnih derivata (pad od 2,8%, doprinos od -0,16 p.p.) i odeće i obuće (pad od 2,4%, doprinos od -0,11 p.p.)

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

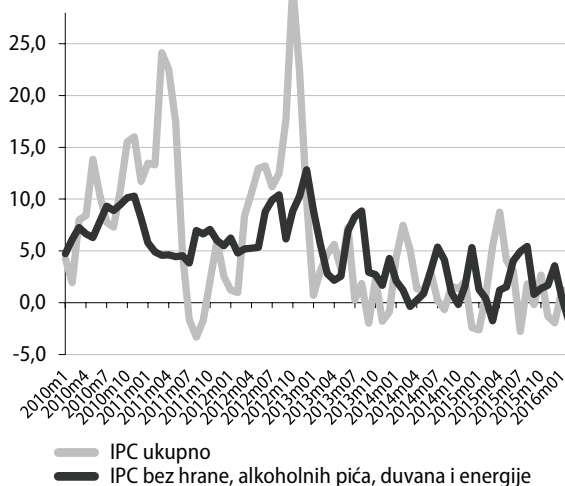
Ukupna inflacija (odnosno njen 3m anualizovani prosek) na kraju Q4 je iznosila -1,9%, dok je u januaru porasla na 1,1%, a zatim u februaru na 1,3%. Noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) je na kraju Q4 iznosila 3,6%, u januaru 0,5% dok je u februaru pala na -1,7%. Oscilacije ukupne i noseće inflacije (Grafikon T5-5) posledica su nepostojanja stabilnog trenda u kretanju mesečnih vrednosti cena koje ih određuju i mogu se objasniti promenama cena jednokratnog karaktera. U slučaju ukupne inflacije, oktobarski rast je posledica izlaska iz obračuna sezonskog pada cena hrane u julu, ublaženog sezonskim padom cena voća u oktobru, novembarski pad je prouzrokovan izlaskom iz obračuna visoke mesečne inflacije iz avgusta meseca koja je posledica povećanja cena električne energije, dok je januarski rast posledica visoke januarske inflacije prouzrokovane najvećim delom sezonskim rastom cena povrća. Kada postoje jednokratne 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.

**Ne očekuje se povratak inflacije unutar granica cilja do kraja 2016. ili početka 2017. godine**

Tokom većeg dela 2016. godine očekuje se stabilno kretanje inflacije ali i dalje ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja, dok se njen povratak unutar granica koridora NBS može očekivati tek krajem 2016. ili početkom 2017. godine. Rizici za brži rast inflacije postoje ukoliko

<sup>3</sup> Nakon sezonski očekivanog rasta cena povrća u Q4 i Q1, dalje kretanje ovih cena u velikoj meri zavisi od vremenskih uslova u toku Q2, dok je tokom Q3 pad cena povrća gotovo izvestan.

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



Izvor: RZS i proračun QM-a

se svetske cene nafte i primarnih proizvoda vrata na normalan nivo (sa sadašnjeg dugogodišnjeg minimuma) i ukoliko rast agregatne tražnje i inflacije u međunarodnom okruženju prouzrokuju slabljenje dezinfatornih pritisaka, ali su izgledi da se to u kratkom roku dogodi malo verovatni. Procenjujemo da će deprecijacija dinara krajem 2015. i na početku 2016. godine imati relativno skroman uticaj na inflaciju i da će se on kretati u intervalu od 0,5 do 1 p.p, pri čemu će verovatno taj uticaj biti bliži donjoj granici ovog intervala. Trenutni period u kom se inflacija neprekidno nalazi van granica cilja najduži je od kada NBS primenjuje režim ciljanja inflacije, a njegovo dalje produžavanje može umanjiti kredibilitet Narodne banke Srbije i smanjiti rezultate mera fiskalne konsolidacije ispod procenjenih.

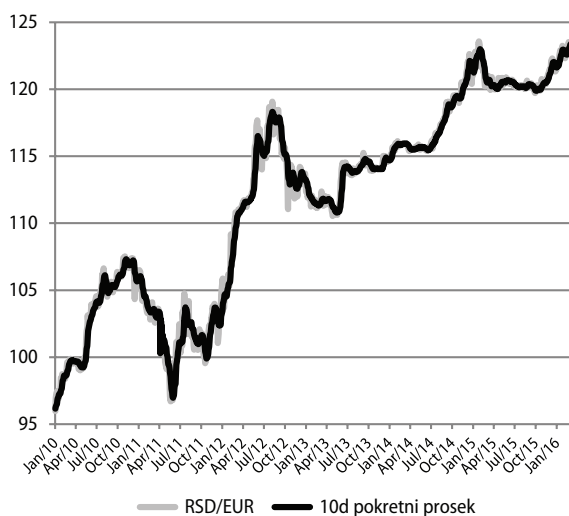
## Devizni kurs

### *Umerena deprecijacija tokom Q4 i nastavak deprecijacije u januaru i februaru 2016.*

Deprecijacija dinara koja je započela u oktobru rezultirala je na kraju Q4 slabljenjem dinara prema evru za 1,6% u odnosu na kraj Q3, odnosno za 0,6% posmatrano na nivou preseka kvartala. U odnosu na američki dolar, dinar je na kraju Q4 oslabio za 4,5%, odnosno za 2,1% na nivou proseka. Trend deprecijacije je nastavljen i u prvim mesecima 2016. godine (Grafikon T5-6), pa je dinar na kraju januara oslabio za 1,3% a na kraju februara za dodatnih 0,2%, odnosno za 0,7% i 0,3% na nivou proseka u ovim mesecima, respektivno. Krajem februara i početkom marta kurs dinara se stabilizovao na oko 123,5 dinara za evro (Grafikon T5-6), najvećim delom kao rezultat intervencija NBS na strani prodaje deviza na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) – NBS je intervenisala neto prodajom 210 mln evra u Q4, 290 mln u januaru i 100 mln u februaru, dok je neto prodaja deviza nastavljena i u toku prve dve nedelje marta. Ukupna nominalna deprecijacija dinara tokom Q4 2015. i prva dva meseca 2016. iznosi 3,1% u odnosu na evro, odnosno 5,9% u odnosu na dolar.

### *Deprecijacija dinara u Q4 2015. i u januaru i februaru 2016. veća je od proseka zemalja u regionu*

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



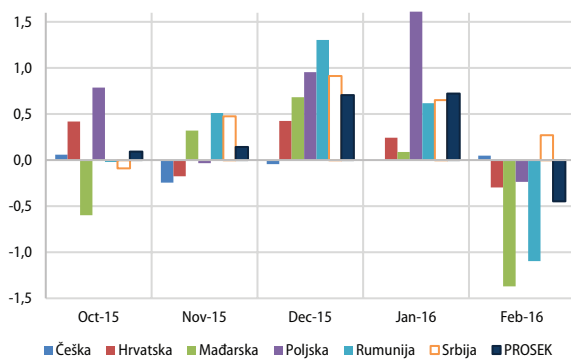
Izvor: NBS

Tokom četvrtog kvartala 2015. i prva dva meseca 2016. godine, dinar se u grupi valuta država sa sličnim režimom deviznog kursa nalazio među onima koje su najviše oslabile (Grafikon T5-7). Deprecijacijski pritisci krajem 2015. i početkom 2016. godine posledica su smanjenja izloženosti stranih investitora u tržištima u usponu pred početak pooštavanja monetarne politike sistema federalnih rezervi SAD-a. U Srbiji je povećana tražnja za devizama krajem prošle godine uzrokovana isplatom dobiti inostranim vlasnicima, dok se nastavak deprecijacijskih pritisaka tokom prvog kvartala ove godine može objasniti neizvesnostima na političkoj sceni prouzrokovanim raspisivanjem prevremenih izbora.



**Realna deprecijacija u Q4 i aprecijacija u januaru**

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



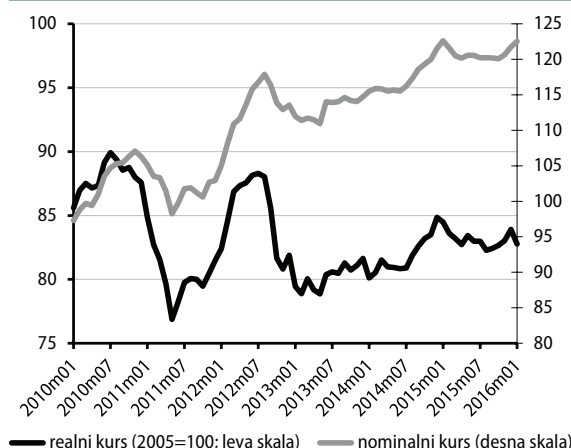
Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a

Napomena: porast označava deprecijaciju.

godine ili u oktobru 2012. godine (Grafikon T5-8).

Ocenjujemo da će sa makroekonomskog stanovišta preovlađivati pozitivni efekti deprecijacije dinara s kraja prethodne i početka ove godine, u odnosu na njene negativne efekte. Blaga deprecijacija će pozitivno uticati na konkurentnost privrede i usmeravanje inflacije ka ciljnom koridoru, a da pri tome neće značajnije pogoršati imovinsku poziciju deviznih dužnika. Blaga deprecijacija u toku narednih nekoliko godina bila bi dobra, sve dok Srbija ne ostvari brži privredni rast od zemalja Evropske unije, a kada se to bude desilo, onda bi čak i nepromenjen realni kurs dinara značio poboljšanje konkurentnosti privrede (Balaša-Semjuelsonov efekat). Generalno, pri oceni efekata promena realnog kursa dinara nije dovoljno obuhvatiti samo njegove bilansne implikacije, nego je neophodno ukalkulisati i uticaj promena kursa dinara na ponašanje učesnika na tržištu. Tako npr. deprecijacija dinara pogoršava bilanse deviznih dužnika, ali istovremeno podstiče preduzeća na izvoz, a odvraća ih od uvoza. Takvo ponašanje učesnika na tržištu ima za rezultat povećanje privredne aktivnosti i zaposlenosti u Srbiji.

**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

**U srednjem roku bi umerena deprecijacija dinara povoljno uticala na rast i konkurentnost privrede Srbije**