

## 5. Cene i devizni kurs

Od početka 2013. godine inflacija u Srbiji je bila izrazito niska; ovaj trend je nastavljen sve do kraja godine, kada je inflacija iznosila rekordno niskih 2,2%, što je neznatno ispod ciljnog koridora NBS. Na usporavanje inflacije i na njeno obaranje na istorijski najniži nivo najviše su uticali niska domaća tražnja kao i relativna stabilnost dinara. Iako je u januaru 2014. godine inflacija iznosila relativno visokih 1,5%, ocenjuje se da je ovaj skok privremenog karaktera, budući da je izazvan sezonskim rastom cena hrane, kao i jednokratnim rastom cena energenata i komunalnih usluga i samo manjim delom povećanjem posebne stope PDV-a i akciza. Prvenstveno zbog niske domaće tražnje, prouzrokovane realno nižom planiranom javnom potrošnjom za zarade, penzije i robu i usluge, kao i zbog stagnacije zarada prouzrokovanih visokom nezaposlenošću, može se očekivati da u narednom periodu neće doći do izlaska inflacije van dozvoljenog koridora NBS. Nominalni kurs je sve do decembra bio relativno stabilan, dok se od tada uočava trend depresijacije koji traje poslednja tri meseca. Snažni depresijacijski pritisci su u najvećoj meri izazvani globalnim faktorima, ali su na njih u određenoj meri uticali i nepovoljna kretanja u platnom bilansu Srbije. Stoga nije očigledno da li je slabljenje dinara samo privremeno ili će se taj trend nastaviti i u narednim mesecima, što bi onda moglo na duži rok da deluje i na inflaciju. Iako je u januaru privremeno realno apresirao u odnosu na decembar, dinar je u odnosu na njegovu vrednost u januaru 2013. godine realno slabiji za oko 0,8%, dok se i u februaru očekuje njegova dalja blaga depresijacija.

### Cene

**Inflacija je u Q4 pala ispod donje granice ciljanog koridora NBS**

Usporavanje inflacije je nastavljeno i u Q4 i na kraju godine je iznosila 2,2%. Nakon što je u septembru dostignut ciljni nivo inflacije, u oktobru je ona pala ispod granice dozvoljenog odstupanja od cilja ( $4 \pm 1,5\%$ ) i tu je i ostala sve do kraja 2013. godine (Tabela T5-1). Ovako niskoj

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2008–2014**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2008</b>					
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
<b>2009</b>					
dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
<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>					
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
<b>2013</b>					
mar	175,1	11,2	1,2	0,0	4,7
jun	178,2	9,7	2,9	1,0	7,3
sep	177,3	4,8	2,4	0,0	-2,0
okt	177,6	2,2	2,6	0,2	2,3
nov	176,5	1,6	2,0	-0,6	-1,8
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
<b>2014</b>					
jan	179,5	3,1	1,5	1,5	4,4

\* 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).

Izvor: RZS.

**...dok se u januaru vratila u okvir dozvoljenog koridora**

inflaciji doprinos su dali niska domaća tražnja, relativna stabilnost kursa dinara, negativna uvozna inflacija u Q3 i Q4, pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda usled dobre poljoprivredne sezone u zemlji i svetu, kao i oprezno i relativno sporo ublažavanje restriktivnosti monetarne politike tokom 2013. godine.

Nakon dostizanja rekordno niske vrednosti međugodišnje inflacije od 1,6% u novembru 2013. godine, došlo je do njene stabilizacije oko donje granice ciljanog koridora, pa je u januaru iznosila 3,1%. Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkohola, duvana i energenata) se takođe nalazi u okviru dozvoljenih vrednosti i u januaru iznosi 3,4%, što je njen najniži nivo u poslednjih nekoliko godina (Grafikon T5-2). U narednim mesecima se može

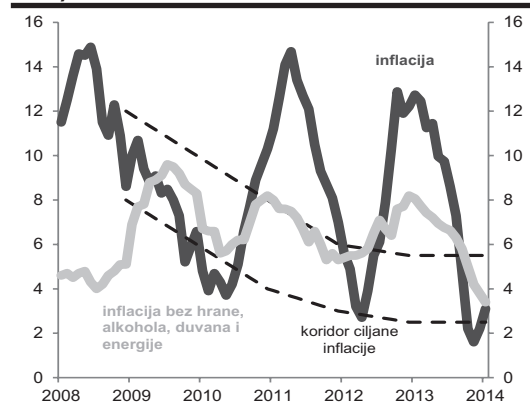
**NBS nastavlja s postepenim ublažavanjem restriktivnosti monetarne politike**

očekivati dalji umereni rast ukupne i stabilizacija noseće inflacije i njihovo kretanje u granicama koridora. Na rast inflacije bi mogli uticati dalji (sezonski očekivani) rast cena hrane, efekat preliivanja usled depresijacije dinara u periodu decembar-februar i usled povećanja posebne stope PDV-a i akciza, koji su se većim delom ispoljili u januaru. S druge strane, niska domaća tražnja može uticati da se ovaj efekat, kao što se desilo i tokom prethodne godine, i u narednom periodu ne ispolji u potpunosti.

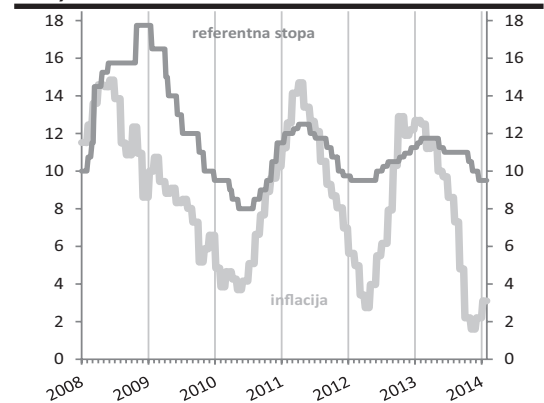
Relativno skromno smanjenje referentne kamatne stope u poslednjih nekoliko meseci i njeno zadržavanje na nivou od 9,5% (Grafikon T5-3) ukazuje na opreznost NBS u održavanju inflacije u granicama ciljanog koridora, budući da i dalje postoje značajni rizici vezani za kredibilitno sprovođenje mera fiskalnog prilagođavanja, pad likvidnosti na međunarodnim finansijskim tržištima, kao i za dalje postojanje spoljne neravnoteže i potrebe za eksternim finansiranjem. Takođe, postoji rizik da visoke neravnoteže koje postoje u privredi Srbije destabilizuju kurs dinara, što bi se dalje, zbog visoke evroizacije ubrzo prenelo na inflaciju. Tokom Q4 je referentna kamatna stopa smanjena u tri navrata za po 50 baznih poena u oktobru, novembru i decembru, dok je od početka 2014. sve do kraja februara zadržana na decembarskom nivou od 9,5%. Spoljni deficit je značajno smanjen, prvenstveno zahvaljujući rastu izvoza (ali je mogućnost rasta izvoza po osnovu postojećih kapaciteta uglavnom iscrpljena), dok postojanje višegodišnjeg visokog fiskalnog deficita i ubrzani rast javnog duga Srbije, kao i rast udela loših kredita u ukupnim kreditima u privredi stvaraju nepovoljne uslove za održavanja niske inflacije. U navedenim uslovima se mora sprovođiti restriktivna monetarna politika čak i kada je inflacija na rekordno niskom nivou, što ima negativne posledica po dugoročni privredni rast. Kako bi se očuvala makroekonomska stabilnost, dalje smanjenje restriktivnosti monetarne politike putem smanjenja referentne kamatne stope i stope obaveznih rezervi moralo bi da bude praćeno rešavanjem problema strukturnih neravnoteža – prvenstveno smanjenjem previsokog fiskalnog deficita i ublažavanjem spoljne neravnoteže.

Tokom perioda u kom se primenjuje režim ciljane inflacije od strane NBS, može se uočiti visoka varijabilnost inflacije. U većem delu ovog perioda inflacija se kretala van ciljanog koridora (videti Grafikon T5-2), dok se i noseća inflacija u značajnom vremenskom intervalu takođe kretala van ovog koridora (veći deo 2012. i 2013. godine). Glavni izvor varijabilnosti inflacije bile su varijacije kursa, a povremeno i varijacije cena hrane i energenata, čiji se rast preliivao i na cene znatnog dela ostalih proizvoda, pa je tako rasla i noseća inflacija.

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2008–2014**



**Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2014**



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

Ukupni pad cena od oko 0,2% u Q4 praćen je relativno visokom inflacijom u januaru od oko 1,5%, tako da anualizovana 3m inflacija iznosi oko 4,4%. Tokom Q4 najveći deflatorni doprinos dao je pad cena iz grupe hrane i bezalkoholnih pića (Tabela T5-4) i to najvećim delom u novembru mesecu. Tokom decembra su cene hrane počele da rastu, što je nastavljeno i tokom

januara, tako da je ukupno smanjenje ovih cena tokom Q4 poništeno januarskim povećanjem (doprinos inflaciji od -0,7 pp u Q4 i +0,8 pp u januaru). Sličan efekat su dale i promene cena naftnih derivata, čiji je pad od oko 1,5% u Q4 delovao deflaciono sa oko 0,1 pp, dok je januarski rast od 1,4% povećao inflaciju za istovetan iznos od 0,1pp. Značajniji efekat u Q4 na inflaciju imao je i sezonski rast cena odeće i obuće od oko 2,8% (0,1 pp). Pored rasta cena hrane (naročito je izražen inflatorni efekat rasta cena povrća od oko 12%, odnosno 0,6 pp) i naftnih derivata, u januaru je značajniji inflatorni doprinos dao i rast cena duvana (9,6%, odnosno 0,4 pp) i drugih proizvoda na koje su uticali povećanje posebne stope PDV-a i akciza. U januaru su cene računara, računarske opreme, audiovizuelnih i fotografskih uređaja porasle za 4,1%, a sličan rast su ostvarile i cene knjiga (4,7%), dok su cene komunalnih usluga takođe povećane, što je dalo ukupan doprinos inflaciji od oko 0,1 pp.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2013.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u januaru 2014.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	-0,2	-0,2	1,5	1,5
Hrana i bezalkoholna pića	34,5	-2,0	-0,7	2,3	0,8
Hrana	30,9	-2,0	-0,6	2,5	0,8
Alkoholna pića i duvan	7,8	1,2	0,1	5,9	0,5
Duvan	4,2	1,1	0,0	9,6	0,4
Odeća i obuća	4,6	2,8	0,1	-1,1	0,0
Stanovanje, voda struja	13,0	0,3	0,0	0,8	0,1
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćir	4,1	0,8	0,0	-0,4	0,0
Zdravstvo	6,4	0,1	0,0	1,2	0,1
Transport	12,3	-0,8	-0,1	1,0	0,1
Gorivo i mazivo	5,1	-1,5	-0,1	1,4	0,1
Komunikacije	5,0	0,7	0,0	-0,5	0,0
Ostalo	12,2		0,2		0,0

Izvor: RZS i proračun QM-a

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

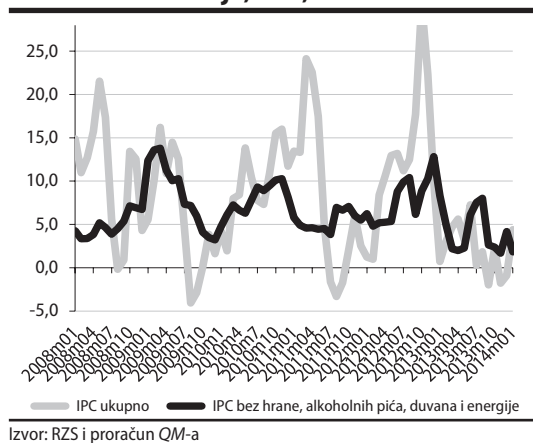
Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) se od novembra stabilizovala na relativno niskom nivou, tako da u januaru 3m proseki iznosi 0,46%, odnosno 1,8% analizovano (Grafikon T5-5), dok je ukupna inflacija iznosila 1,08%, odnosno oko 4,4% analizovano. Na ovako nisku noseću inflaciju je uticao relativno stabilan kurs dinara, kao i pad inflatornih očekivanja građana, privrede i finansijskog sektora u poslednjim mesecima 2013. godine. Međutim, kurs dinara je od početka 2014. godine umereno depresirao, a takođe su porasla inflatorna očekivanja sva tri sektora<sup>1</sup>, kako zbog smanjenja kreditnog rejtinga Srbije od strane *Fitch* agencije, tako i zbog rasta premije rizika za Srbiju (mereno EMBI indeksom), pa bi se u narednim mesecima mogao očekivati umereni rast noseće inflacije, koja bi ipak ostala u granicama koridora. Inflatorni pritisci bi mogli da neznatno porastu i zbog očekivanog sezonskog rasta cena neprerađene hrane (povrća) i tokom februara meseca, ali bi ovo bilo praćeno sličnim deflacionim pritiscima u narednim mesecima, kada bi se cene istih proizvoda smanjile. S druge strane, gotovo je izvesno da neće postojati snažniji inflatorni pritisci sa strane tražnje, budući da će ukupna domaća tražnja realno opadati usled planiranog realnog pada državne potrošnje koja utiče na tražnju za robom i uslugama (plate, penzije, rashodi za robu i usluge).<sup>2</sup> Takođe, kretanje zarada u privatnom sektoru neće imati inflatorni uticaj, budući da se očekuje njihova stagnacija usled visoke stope nezaposlenosti. Povećanje posebne stope PDV-a sa 8% na 10%, kao i povećanje administrativno kontrolisanih cena (komunalnih usluga i prirodnog gasa) uticali su na rast inflacije u januaru, ali je njihov ukupni efekat bio skroman.

<sup>1</sup> Izveštaj o inflaciji NBS, februar 2014.

<sup>2</sup> Kvartalni monitor br. 34., poglavlja 2 i 5.

**Kontrola inflacije u Srbiji se većim delom sprovodi preko kursa**

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2008-2014**



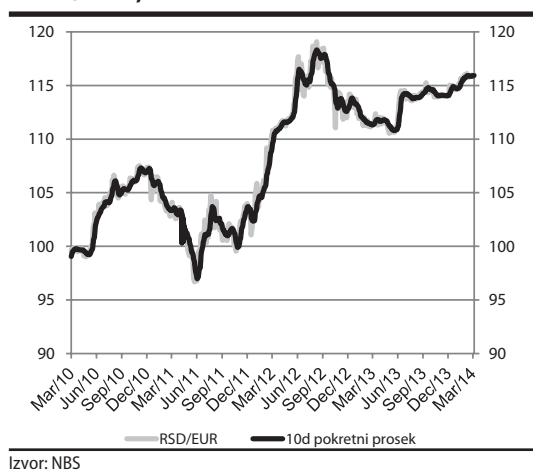
– slabljenje dinara (deprecijacija) se u znatno većem stepenu prenosi na inflaciju nego njegovo jačanje (aprecijacija). Sa obzirom na uticaj kursa na inflaciju NBS interveniše na deviznom tržištu češće i intenzivnije nego što to rade druge centralne banke, uključujući, naročito češće od onih koje sprovode model ciljane inflacije. Intenzitet intervencija NBS na deviznom tržištu znatno prevazilazi obim koji bi se mogao objasniti namerom da se spreče prekomerne dnevne oscilacije kursa. Očigledno je da je NBS snažnim intervencijama u više navrata videti deo monetarnoj politici) pokušavala, i više ili manje uspevala, da utiče na dugoročnije kretanje kursa, a ne samo da oblaži dnevne oscilacije.

## Devizni kurs

**Umerena depresijacija dinara od decembra**

Kurs dinara je od jula do kraja novembra bio relativno stabilan, ali su se početkom decembra pojavili depresijacijski pritisci koji i dalje traju. Od kada je kurs dinara naglo oboren u septembru i oktobru 2012. godine, sa umerenom apresijacijom se nastavilo sve do prvog značajnijeg šoka u junu 2013. godine, kada je došlo do depresijacije od oko 3%. Od tada, pa sve do decembra je kurs dinara bio relativno stabilan, na nivou od oko 114 dinara za evro. Međutim, početkom decembra može se uočiti blagi trend depresijacije, u januaru je pređen nivo od 115 dinara za evro, a do kraja februara u odnosu na početak decembra, dinar je depresirao za oko 1,6% (Grafikon T5-6). Na apresijacijske pritiske koji su delovali sve do decembra, NBS je odgovorila kupovinom ukupno 525 mln evra. Na ovaj način NBS je sprečila slabljenje konkurentnosti privrede Srbije, ublažila buduće depresijacijske pritiske, ali i formirala devizne rezerve za sprečavanje nagle depresijacije u budućnosti. Od decembra su usledili depresijacijski pritisci, „odbrana“ kursa dinara

**Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010–2014**



Snažna korelacija između kretanja kursa i inflacije, ukazuje na to da u uslovima visoke evroiziranosti, u Srbiji nije moguće sprovoditi čist model ciljane inflacije. Model ciljane inflacije podrazumeva da centralna banka, pre svega, preko referentne kamatne stope utiče na kamatne stope poslovnih banaka, a kamatne stope poslovnih banaka utiču na kretanje domaće tražnje (investicija, lične potrošnje) i inflacije. U uslovima visoke evroiziranosti, uticaj NBS na inflaciju ostvaruje se indirektno - kamatnim stopama i intervencijama na deviznom tržištu se utiče na kretanje kursa, a kretanje kursa ključno utiče na inflaciju. U takvim okolnostima varijacije kursa prenose se u velikom stepenu na varijacije inflacije, pri čemu je taj uticaj asimetričan

i prodaja deviznih rezervi. Intervencije NBS na međubankarskom tržištu su se intenzivirale u februaru, pa je tako od decembra 2014 do kraja februara, NBS prodala preko 600 mln evra, dok je kurs dostigao nivo od oko 116 dinara za evro.

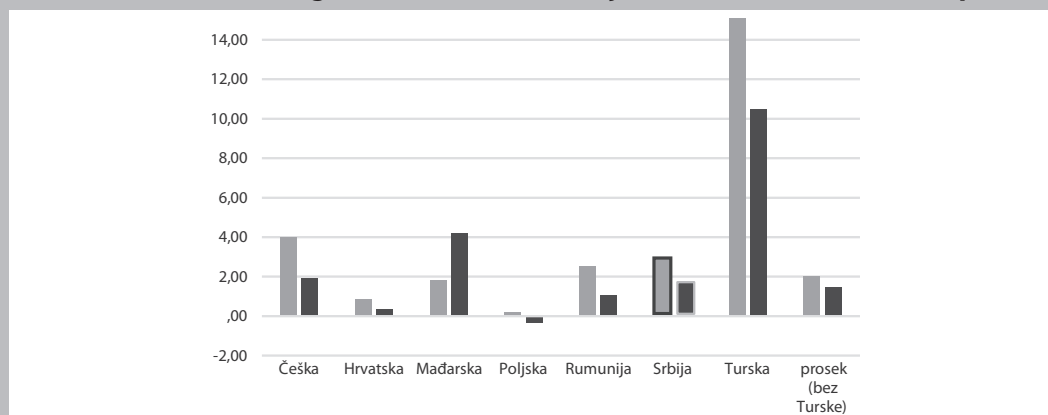
Globalni faktori su imali najveći uticaj na kretanje kursa dinara i tokom perioda apresijacije i tokom perioda depresijacije kursa. Nakon odluke FED-a o odlaganju smanjenja obima kvantitativnih olakšica, javili su se apresijacijski pritisci kao rezultat smirivanja reakcije međunarodnog finansijskog tržišta. Od januara, FED je otpočeo s postepenim smanjenjem obima kvantitativnih olakšica, što je dovelo do depresijacijskih pritisaka ne samo u Srbiji već i

u većini zemalja sa tržištima u usponu (eng. *emerging markets*). Srbija je naročito izložena uticaju monetarne politike FED-a zbog visoke fiskalne neravnoteže i činjenice da se veliki deo državnih hartija od vrednosti nalazi u posedu nerezidenata.

### Okvir 1. Devizni kurs u zemljama centralne i istočne Evrope

Posmatrajući devizni kurs u zemljama centralne i istočne Evrope u kojima se sprovodi politika fleksibilnog kursa, u proseku se uočava trend blage depresijacije (izuzetak je Turska, gde snažna depresijacija lire traje od juna 2013. godine), a posmatrano u pojedinačnim zemljama, kurs varira u zavisnosti od specifičnih faktora - diskretnih mera i okolnosti u privredi konkretne zemlje. U posmatranoj grupi zemalja (Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska, Rumunija, Turska, videti Grafikon T5-7.) do najveće depresijacije došlo je u Turskoj - nakon izbijanja socijalnih nemira u Istanbulu proteklog leta, političke nestabilnosti i korupcionih afera članova turske vlade, kao i zbog neadekvatnih i nekredibilnih mera centralne banke (odluka prvo da se ne poveća referentna kamatna stopa, već da se poveća samo deo obavezne rezerve banaka u stranim valutama, a zatim donošenje nužne odluke da se referentna stopa ipak poveća za znatan iznos) došlo je do toga da lira nastavi da ubrzano slabi sve do danas. U ostalim, politički stabilnijim izabranim zemljama, do značajnije depresijacije došlo je u Češkoj krajem 2013. godine i u Mađarskoj u februaru 2014. Pored kretanja na globalnom finansijskom tržištu (smanjena obima kvantitativnih olakšica od strane FED-a), u obe zemlje je na depresijaciju valuta znatno uticalo i sprovođenja mera centralnih banaka: u Češkoj veće ponude domaće valute, kako bi se podstakao privredni rast i izbegla očekivana deflacija; a u Mađarskoj smanjenja referentne kamatne stope na rekordno nisku vrednost, mada je na slabljenje Forinte uticala i kriza u susjednoj Ukrajini. S druge strane, u Poljskoj je devizni kurs bio relativno stabilan i ostvarena je neznatna depresijacija u periodu decembar 2013. – februar 2014. godine. Stabilnost kursa u Poljskoj je rezultat visokog privrednog rasta, niske inflacije i poboljšanja spoljno-trgovinskog bilansa u odnosu na prethodne godine, a verovatno je delom i rezultat prebacivanja interesovanja stranih investitora na tržišta stabilnijih istočnoevropskih zemalja sa sve nestabilnijeg ruskog tržišta (zbog krize političkih odnosa između Rusije i Amerike i EU, što je već dovelo do povlačenja kapitala iz Rusije i pada Rublje).

#### Grafikon T5-7. Nominalna depresijacija kursa (u %) u periodu jun-novembar 2013. i decembar-februar 2014. godine u izabranim zemljama centralne i istočne Evrope



Napomena: plavom bojom je označena nominalna depresijaciju u periodu jun – novembar 2013. godine; crvenom bojom je označena nominalna depresijacija u periodu decembar 2013. – februar 2014. godine.  
Izvor: Eurostat, NBS

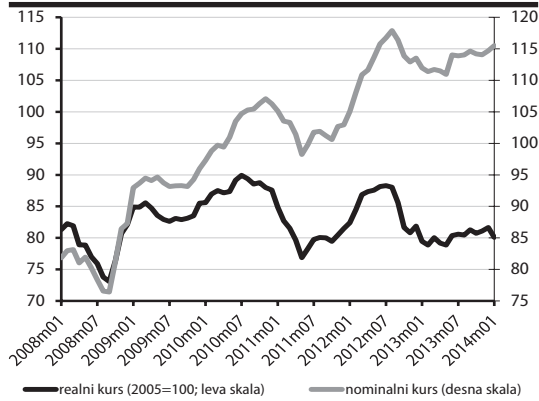
Kada se izuzme ekstremni slučaj depresijacije u Turskoj (zbog specifičnih faktora koji su uticali na nestabilnost u toj zemlji) dobija se prosečan umeren trend depresijacije u oba posmatrana perioda u zemljama centralne i istočne Evrope. Srbija se nalazi neznatno iznad ovog proseka, pa bi se moglo zaključiti da je depresijacija dinara u najvećoj meri posledica opštih međunarodnih kretanja a samo manjim delom posledica specifičnih faktora vezanih za Srbiju. Poboljšanje činilaca koji negativno utiču na stabilnost finansijskog tržišta u Srbiji, kao što su loše stanje javnih finansija, (ubrzano rastući javni dug i visok fiskalni deficit), nizak kreditni rejting zemlje, nizak privredni rast i dr. moglo bi, kao u slučaju Poljske, kompenzovati uticaj globalnih trendova i rezultovati stabilnim kursom domaće valute.



Preterano davanje značaja svakodnevnom praćenju kursa dinara prema evru od strane svih vrsta medija i dramtizirano izveštavanje u kome se insistira na promenama kursa od svega nekoliko desetih delova promila, za svrhu može imati samo popunjavanje slobodnog medijskog prostora, i najčešće ne sadrži nikakvu relevantnu informaciju koja bi bila od koristi domaćim privrednicima, stranim investitorima ili građanima uopšte. Ono što bi, za razliku od paušalnih procena kretanja kursa dinara, zasnovanih samo na dnevnim promenama njegove vrednosti, imalo određenu težinu jesu dugoročnije analize kretanja kursa od strane ekonomskih stručnjaka, koje se svakako ne mogu menjati i saopštavati na dnevnom nivou, i na takvim analizama bi trebalo da se zasniva i ozbiljno ekonomsko novinarstvo.

**Realna depresijacija je dostigla maksimum na kraju Q4**

**Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2008-2013**



Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a  
Napomena: porast predstavlja depresijaciju

realne depresijacije dinara bi poboljšao konkurentnost privrede uz prihvatljive troškove na strani inflacije i troškova kredita.<sup>3</sup>

Dinar je prema evru tokom Q4 realno depresirao za 0,3% i na kraju decembra se nalazio približno na istom nivou kao na kraju 2012. godine (Grafikon T5-8). Međutim, od početka 2014. godine je, kako zbog nešto više inflacije u Srbiji, tako i zbog visoke deflacije u evrozoni, u januaru dinar realno apresirao za oko 2%. Očekuje se da će ovo jačanje dinara biti samo privremeno, budući da se u Srbiji očekuje smanjenje mesečne stope inflacije, dok bi u evrozoni bilo neodrživo dalje deflatorno kretanje (u januaru je mesečna deflacija iznosila 1,15%). Takođe, dinar je i tokom februara nastavio sa nominalnom depresijacijom, a značajniji „pad“ kursa je sprečen znatnim intervencijama NBS na međubankarskom tržištu. Nastavak ovog trenda umerene

<sup>3</sup> v. Kvartalni monitor br. 34, poglavlja 2 i 5.