

## 5. Cene i devizni kurs

U Q4 inflacija je nastavila da ubrzava, a međugodišnji rast potrošačkih cena u Srbiji u decembru 2022. iznosio je 15,1%. Prosečna inflacija u prošloj godini bila je skoro tri puta veća nego u 2021. i iznosila je 11,9%. Skoro dve trećine prošlogodišnjeg poskupljenja potrošačke korpe potiče od rasta cena hrane i energenata, po čemu Srbija ne odstupa od drugih evropskih zemalja. Međutim, postoje i suštinske razlike – doprinos cena hrane ukupnoj inflaciji bio je приметно veći nego u zemljama CIE, dok je uticaj energenata na inflaciona kretanja u velikoj meri bio umanjn zahvaljujući kontroli cena gasa i električne energije. Međutim, takvom politikom postignut je samo privremen uspeh u suzbijanju inflacije, dok je njen fiskalni trošak bio ogroman – oko 2,4 mlrd evra. Nakon jesenjeg poskupljenja električne energije i gasa usledilo je novo poskupljenje od 1. januara ove godine (a planirano je još jedno u maju), što znači da su inflatorni pritisci zbog rasta troškova energenata dobrim delom samo odloženi za 2023. Posledično, za razliku od drugih zemalja CIE u kojima inflacija mahom opada već nekoliko meseci, u Srbiji se rast potrošačkih cena nastavio na početku ove godine tako da je međugodišnja inflacija u februaru skočila na 16,1%. Od decembra 2022. bazna inflacija (merena IPC-om po isključenju hrane, energenata, alkohola i duvana) je takođe dvocifrena, a u februaru je iznosila 11,1% što je njena najveća vrednost u poslednjih desetak godina. Visok nivo i rastući trend bazne inflacije ukazuju na to da su inflatorni pritisci u srpskoj ekonomiji još uvek jaki, uprkos tome što od Q4 postoje jasne naznake njihovog popuštanja u međunarodnom okruženju. U skladu s našim očekivanjima NBS je nastavila da zaoštrava monetarnu politiku povećavajući RKS za po 25 b.p. mesečno (na trenutnih 5,75%), a aktuelni trendovi sugerišu da će se ciklus monetarnog prilagođavanja najverovatnije završiti nakon još jednog ili dva povećanja RKS. U Q2 2023. očekujemo zaokret rastućeg trenda međugodišnje inflacije usled ublažavanja globalnih troškovnih pritisaka, slabljenja domaće tražnje po više osnova (restriktivnija monetarna politika, visoka inflacija obezvređuje izvore finansiranja domaće potrošnje i dr.) i efekta visoke prošlogodišnje baze. Inflacija od decembra prošle do decembra ove godine bi mogla da iznosi oko 10%, dok će prosečna inflacija u 2023. najverovatnije biti bliska prošlogodišnjem nivou (oko 12%). Zahvaljujući obimnim intervencijama NBS nominalni kurs dinara prema evru ostao je stabilan tokom čitave 2022. (blaga aprecijacija za 0,2%) uprkos velikim turbulencijama na deviznom tržištu. Kako bi sprečila veće oscilacije deviznog kursa NBS je prošle godine na međubankarskom deviznom tržištu neto kupila 1 mlrd evra. Stabilan nominalni kurs uz visoku domaću inflaciju uslovlili su realnu aprecijaciju dinara za 8,3% u proteklih godinu dana, što nepovoljno utiče na cenovnu konkurentnost srpske privrede.

### Cene

***Snažan i široko rasprostranjen rast potrošačkih cena bio je jedan od glavnih makroekonomskih trendova koji su obeležili 2022. godinu***

Srbija je prethodnu godinu završila sa inflacijom od 15,1% što je predstavljao najveći rast potrošačkih cena na godišnjem nivou još od 2005. Međugodišnja inflacija je ubrzavala iz meseca u mesec i na kraju godine bila je skoro dvostruko veća nego u decembru 2021. (Tabela T5-1). Posledično je i prosečna inflacija snažno skočila i bila skoro tri puta veća nego u 2021. – 11,9% u 2022. naspram 4,1% u 2021. godini. Uporedo sa ubrzavanjem ukupne inflacije povećavao se broj proizvoda i usluga koji su znatno poskupeli tako da je do kraja 2022. rast potrošačkih cena u domaćoj ekonomiji postao široko rasprostranjen. Naime, prema decembarskim podacima čak 85% proizvoda i usluga koji čine prosečnu potrošačku korpu u Srbiji poskupeli su za više od 4,5%, tj. od gornje granice ciljanog intervala NBS. Najveći rast cena u 2022. zabeležen je kod hrane i bezalkoholnih pića (23,4%), slede usluge u vezi sa stanovanjem (iznajmljivanje stanova, komunalne usluge, električna energija i grejanje) koje su poskupile za 19,3% i oprema za stan i tekuće održavanje (18,2%). Kad se posmatra struktura prošlogodišnjeg rasta potrošačkih cena, skoro dve trećine (oko 65%) može se pripisati poskupljenjima hrane (doprinos 7,3 p.p.) i energije (doprinos 2,6 p.p.). Međutim, postepeno se povećavao i doprinos cena ostalih proizvoda i usluga

**Tabela T5-1. Indeks potrošačkih cena i inflacija, 2018-2023.**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji i rast	kumulativni rast (od početka godine)	mesečni rast	kvartalni rast
<b>2018</b>					
dec	195,0	2,0	2,0	0,1	-
<b>2019</b>					
dec	198,6	1,8	1,8	0,5	-
<b>2020</b>					
dec	201,1	1,3	1,3	0,0	-
<b>2021</b>					
mar	204,3	1,8	1,6	0,5	1,1
jun	208,1	3,3	3,5	0,3	2,0
sep	212,1	5,7	5,5	0,8	1,5
dec	216,9	7,9	7,9	0,4	2,5
<b>2022</b>					
jan	218,7	8,3	0,8	0,8	-
feb	221,1	8,8	1,9	1,1	-
mar	222,9	9,1	2,8	0,8	2,4
apr	226,3	9,6	4,3	1,5	-
maj	229,1	10,4	5,6	1,2	-
jun	232,8	11,9	7,3	1,6	3,8
jul	235,2	12,8	8,4	1,0	-
avg	238,1	13,2	9,8	1,2	-
sep	241,7	14,0	11,4	1,5	3,9
okt	246,2	15,0	13,5	1,9	-
nov	248,6	15,1	14,6	1,0	-
dec	249,7	15,1	15,1	0,4	4,1
<b>2023</b>					
jan	253,2	15,8	1,4	1,4	-
feb	256,7	16,1	2,8	1,4	-

Napomena: Kvartalni rast je stopa inflacije u tekućem kvartalu u odnosu na prosek prethodnog kvartala.

Izvor: RZS i obračun QM-a

zemlje su primenile fiskalne stimulanse koji su podstakli brži rast dohodaka građana i privrede od rasta proizvodnje, što je dodatno povećalo razliku između ponude i tražnje. U uslovima neravnoteže između ponude i tražnje okidač za snažan rast cena na svetskom nivou bio je niz šokova na strani ponude izazvanih najpre pandemijom COVID-19, a zatim i ratom u Ukrajini: zastoji u lancima snabdevanja, rast transportnih troškova, energetska kriza, rast međunarodnih cena hrane i drugih sirovina i dr.

Ovi globalni činioci neminovno su se odrazili na domaće troškovne pritiske i zabeleženi rast cena tokom 2022. imao je veoma izraženu uvoznju komponentu. Njihov nepovoljan uticaj na kretanje inflacije u Srbiji zapravo je donekle bio prigušen u poređenju s drugim zemljama u CIE prvenstveno zahvaljujući kontroli cena glavnih energenata – električne energije i gasa. Pošto je inflacija u zemljama CIE obuhvatala i snažno povećanje njihovih cena, doprinos energije ukupnoj inflaciji u Regionu bio je 2-3 puta veći nego u Srbiji tokom prethodne godine. To je ujedno i glavni razlog zbog kojeg je međugodišnja inflacija u decembru 2022. u Srbiji bila za preko 2 procentna poena niža od prosečne u Centralnoj Evropi (15,1% naspram 17,2%). Međutim, fiskalni trošak takve cenovne politike na domaćem tržištu električne energije i gasa bio je ogroman – do kraja prošle godine narastao je na 2,4 milijarde evra, a planirani su novi troškovi u 2023. uprkos tome što je u međuvremenu otpočelo fazno povećanje cena energenata.

Drugim rečima, da je Srbija sprovodila sličnu cenovnu politiku električne energije i gasa kao zemlje CIE domaća inflacija bila bi nešto veća od prosečne u regionu, što sugerise da postoje domaći faktori koji su doprineli snažnom rastu potrošačkih cena u 2022. Slična ocena važi i za međunarodno okruženje. Naime, sad već postoji dovoljno dokaza da rekordno visoka inflacija u mnogim zemljama nije samo posledica šokova na strani ponude već da su tome doprinele i mere ekonomske politike. To važi za monetarnu ekspanziju pre i tokom pandemije, preterano ekspanzivnu fiskalnu politiku od početka pandemije, ali i za zakasneli odgovor monetarnih

ukupnoj inflaciji – s nešto preko 20% krajem 2021. na oko 35% u decembru prošle godine. Da se inflacija širila na sve veći broj proizvoda tokom 2022. potvrđuje kretanje bazne inflacije (merene indeksom potrošačkih cena bez hrane, energenata, alkohola i duvanskih proizvoda) koja je takođe stigla u zonu dvocifrenih stopa rasta. U decembru je bazna inflacija bila 10,1% što je njena najveća vrednost u poslednjih desetak godina.

Ubrzanje inflacije u 2022. je globalni fenomen i izazov s kojim se trenutno suočavaju i ekonomski najrazvijenije zemlje. Svetska inflacija je rezultat kombinovanog uticaja faktora na strani tražnje i ponude. Snažna monetarna i fiskalne ekspanzija, je doprinela da dohoci rastu brže od proizvodnje, što je uticalo na formiranje neravnoteže između ponude i tražnje. Vodeće centralne banke su sprovodile snažnu monetarnu ekspanziju praktično od velike finansijske krize, da bi je dodatno pojačali sa početkom pandemije COVID-19. Sa početkom pandemije COVID-19 skoro sve

*Prošlogodišnja visoka inflacija je većim delom uvezena, mada se bar trećina rasta potrošačkih cena u Srbiji može pripisati domaćim faktorima*

vlasti zbog isprva pogrešnog uverenja da je ubrzanje inflacije isključivo posledica privremenih poremećaja na strani ponude na koje centralne banke ne mogu da utiču.

Srbija nije bila izuzetak po miksu ekonomskih politika koje je sprovodila iz ugla njihovog doprinosa kretanju inflacije tokom 2022. Antikrizne fiskalne mere od početka pandemije COVID-19 dostigle su 5,4 mlrd evra (10,4% BDP-a), što je u relativnom iznosu bilo za preko 50% više u odnosu na uporedive zemlje Centralne i Istočne Evrope. Druga važna razlika u odnosu na zemlje regiona bile su vrlo izdašne i često potpuno neselektivne dotacije stanovništvu koje su do kraja 2022. dostigle iznos od skoro 2 milijarde evra (oko 4% BDP-a), što se skoro u celosti prelilo u potrošnju. Sa strane monetarne politike, NBS je počela da povećava referentnu kamatnu stopu od aprila 2022. – nekoliko meseci posle ostalih centralnih banaka u regionu CIE. Uzimajući sve to u obzir, procenjujemo da je bar trećina rasta potrošačkih cena u 2022. u Srbiji (5-6 procentnih poena) posledica inflatornog dejstva domaćih ekonomskih politika<sup>1</sup>.

**U Q4 2022. godine inflacija je relativno visoka, ali se međugodišnja inflacija usporava**

U Q4 2022. cene su porasle za 4,1% u odnosu na prosek prethodnog kvartala, što je bila najveća kvartalna stopa inflacije u prošloj godini (Tabela T5-1). Na mesečnom nivou, cene su najviše skočile u oktobru (1,9%), dok su novembarska i decembarska inflacija bile primetno niže, 1% odnosno 0,4%, respektivno. Usporavanje mesečne inflacije i efekat visoke baze iz 2021. doprineli su tome da se međugodišnja inflacija privremeno stabilizuje, tako da je u poslednja dva meseca 2022. ostala nepromenjena i iznosila je 15,1%. Tokom poslednja tri meseca 2022. prosečna potrošačka korpa poskupela je za 3,3% (Tabela T5-2). Više od polovine ovog poskupljenja potiče od rasta cena hrane i bezalkoholnih pića, čije cene su u proseku povećane za 5,8% (doprinos 1,8 p.p). U okviru ove grupe najviše su porasle cene mleka, sira i jaja (16,8%), uz doprinos inflaciji od 0,8 procentnih poena. Cene energenata su u Q4 prvi put u prošloj godini imale neutralan uticaj na kretanje ukupne inflacije – doprinos poskupljenja ogrevnog drveta i uglja i usluga daljinskog grejanja od 0,3 p.p. neutralisan je padom cena goriva za putnička vozila za 5,3% (doprinos 0,3 p.p). Međutim, rast cena ostalih proizvoda i usluga blago je ubrzao u poređenju s prethodnim kvartalom dajući zbirni doprinos inflaciji od 1,5 p.p. Posmatrano po pojedinačnim grupama najviše su poskupeli oprema za stan i tekuće održavanje (rast 5,4%, doprinos 0,2 p.p), odeća i obuća (rast 4,2%, doprinos 0,2 p.p.) i neke usluge (npr. ugostiteljske usluge, iznajmljivanje stanova i dr).

**Tabela T5-2. Izabrane komponente indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije**

	učesće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2022.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena januar 2023.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena februar 2023.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	3,3	3,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Hrana i bezalkoholna pića	31,4	5,8	1,8	1,6	0,5	2,7	0,8
Hrana	27,8	6,0	1,7	1,7	0,5	2,8	0,8
Alkoholna pića i duvan	7,1	1,3	0,1	2,5	0,2	0,3	0,0
Duvan	4,4	0,0	0,0	4,1	0,2	-1,1	0,0
Odeća i obuća	4,5	4,2	0,2	0,0	0,0	-0,6	0,0
Usluge stanovanja	13,6	3,9	0,5	3,5	0,5	1,0	0,1
Električna energija	5,1	0,0	0,0	7,1	0,4	0,0	0,0
Oprema za stan i održavanje	4,3	5,4	0,2	1,2	0,1	0,9	0,0
Zdravlje	5,5	1,0	0,1	0,2	0,0	1,2	0,1
Transport	12,6	-1,7	-0,2	-0,6	-0,1	0,8	0,1
Goriva za putnička vozila	6,2	-5,3	-0,3	-2,3	-0,1	1,5	0,0
Komunikacije	5,7	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Ostalo	15,4		0,5		0,2		0,1

Izvor: RZS i proračun QM-a

<sup>1</sup> U radnom papiru MMF (Minasyan, G., E. Ozturk, M. Pinat, M. Wang, Z. Zhu, 2023. Inflation Dynamics in the Western Balkans. IMF Working Paper no. WP/23/49), je ocenjeno da su domaće politike, kojima se podstiče rast tražnje, značajno uticale na inflaciju u zemljama Zapadnog Balkana.

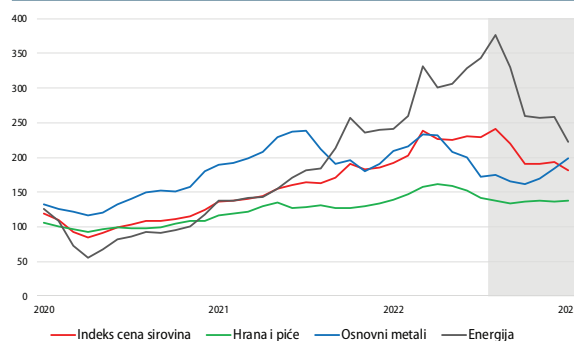
**Početak 2023. doneo je novo ubrzanje inflacije, usled dodatnog poskupljenja hrane i januarskog povećanja cena električne energije i gasa**

U januaru 2023. zabeležena je relativno visoka inflacija od 1,4%, doduše to je i bilo očekivano usled prethodno najavljenog povećanja cena električne energije i gasa za domaćinstva. Naime, od 1. januara električna energija je skuplja u proseku za 8%<sup>2</sup> a gas za 11%, što je doprinelo inflaciji u tom mesecu s preko 0,4 p.p. Porast cena hrane i bezalkoholnih pića od 1,6% doprineo je januarskoj inflaciji sa skoro 0,5 procentnih poena, dok je poskupljenje duvanskih proizvoda za 4,1% doprinelo sa 0,2 p.p. (Tabela T5-2). Jedini značajniji deflatorni činilac u januaru bio je pad cena goriva za putnička vozila za 2,3% (doprinos -0,1 p.p.) kao rezultat opadajućeg trenda svetskih cena nafte iz prethodnih nekoliko meseci. Februarska inflacija je takođe iznosila 1,4% prvenstveno usled rasta cena hrane za 2,7% (doprinos 0,8 p.p), od čega su najviše skočile cene svežeg povrća i hleba i žitarica (zbirni doprinos skoro 0,6 p.p). Posmatrano međugodišnje, rast cena u okviru ove grupe dostigao je rekordnih 24,6% uz povećanje doprinosa ukupnoj inflaciji na 7,7 p.p. Nakon privremene stabilizacije međugodišnje inflacije krajem prošle godine, u februaru je dostignut njen novi maksimum od 16,1%. To je nešto više od očekivanja NBS i centralne projekcije iznete u februarском izveštaju o inflaciji, koja je predviđala da će međugodišnji rast cena u Q1 2023. iznositi 15,6%.

**Poslednji kvartal 2022. i početak ove godine obeležilo je popuštanje globalnih inflatornih pritisaka**

Nakon više od dve godine kontinuiranog jačanja troškovnih pritisaka u međunarodnom okruženju, od jeseni 2022. beležimo zaokret ovog trenda. Cene sirovina na međunarodnom tržištu merene MMF-ovim kompozitnim indeksom pale su za oko 25% u periodu od septembra 2022. do januara ove godine (Grafikon T5-3), pri čemu je naročito bio dubok pad cena energenata (u proseku za oko 40%). Svetske cene nafte su se vratile na nivo iz perioda neposredno pre izbivanja rata u Ukrajini, što je bio šok koji ih je snažno pogurao naviše od marta 2022. Za Srbiju je posebno važan i oštar pad cena gasa na evropskim berzama za preko 60% u odnosu na avgust prošle godine. Svetske cene hrane su u januaru 2023. bile za oko 15% ispod njihovog maksimalnog

**Grafikon T5-3. Glavni indeksi cena na svetskim robnim tržištima, 2020-2023**



Izvor: IMF Primary Commodity Prices

nivoa u prošloj godini, mada su još uvek приметно iznad višegodišnjeg proseka iz pretkriznog perioda. Među najvažnijim sirovinama jedino su cene osnovnih metala zabeležile skok tokom jeseni i zime, što je uglavnom posledica otvaranja i oporavka kineske privrede. Zastoji u lancima snabdevanja takođe su otklanjani u proteklih godinu dana, a prema februarskim podacima vrednost globalnog indeksa pritisaka u lancima snabdevanja (GSCPI) spustila se na istorijski prosek. Sve su to signali koji pokazuju da je uticaj troškovnih pritisaka u međunarodnom okruženju na kretanje inflacije već počeo da slabi.

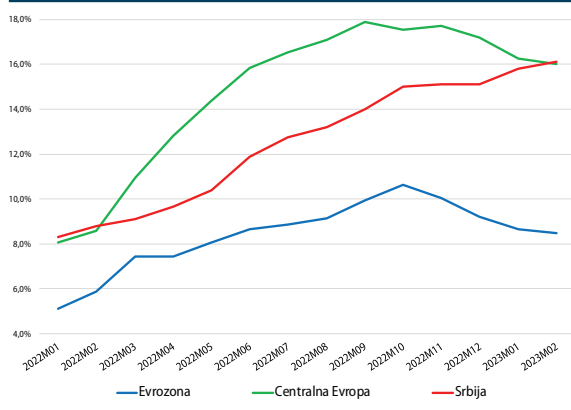
**Inflacija u međunarodnom okruženju još uvek nije stavljena pod kontrolu, ali je u mnogim zemljama počela da opada u 2022. godini**

Slabljenje troškovnih pritisaka na strani ponude, kao i efekti dosadašnjeg zaoštavanja monetarne politike na ublažavanje inflatornih pritisaka sa strane tražnje, doprineli su tome da se inflacija u mnogim zemljama nađe na silaznoj putanji u 2022. U SAD inflacija je dostigla rekordnih 9,1% u junu prošle godine (najviši nivo od početka 1980-ih), ali se od tada konstantno smanjivala do 6% koliko je iznosila u februaru 2023. U Evrozoni inflacija je dostigla svoj maksimum nešto kasnije – u oktobru 2022. iznosila je 10,6% (Grafikon T5-4) što je bio najviši nivo od osnivanja monetarne unije. U sledećih nekoliko meseci međugodišnja inflacija u EZ se smanjivala i prema poslednjim podacima iznosi 8,5%. U zemljama Centralne Evrope rast potrošačkih cena bio je izraženiji nego u ostatku EU, a postoje i poprilično velike razlike kad se posmatraju pojedinačne zemlje. Npr. u Mađarskoj je međugodišnja inflacija trenutno iznad 25%, dok je u Sloveniji ispod 10% a u Hrvatskoj iznosi oko 12%. Međutim, ako posmatramo prosek zemalja u regionu najpre se uočava jasna tendencija ubrzanja inflacije do septembra 2022. kad je dostigla maksimalnih

<sup>2</sup> Maksimalna cena električne energije za privredu je takođe povećana za 8% - sa 95 evra na nešto preko 103 evra po megavat-času. Međutim, upitno je da li će se to povećanje efektivirati u celosti zato što prosečna cena električne energije nije ni dostigla prethodno postavljenu maksimalnu granicu u 2022.

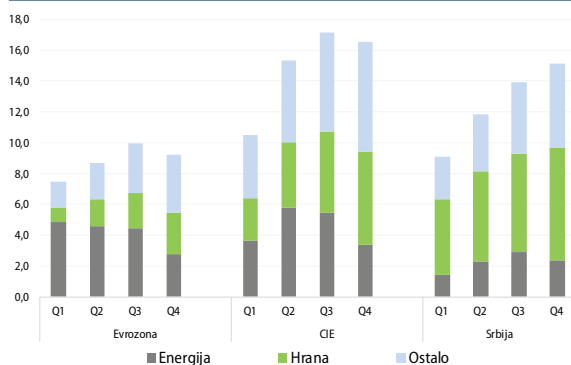


**Grafikon T5-4. Međugodišnja inflacija u Evrozoni, Centralnoj Evropi i Srbiji**



Izvor: Evrostat i obračun QM-a  
 Napomena: Centralna Evropa ne obuhvata tri baltičke zemlje (Estonija, Letonija i Litvanija) i stoga predstavlja uži skup zemalja u odnosu na CIE.

**Grafikon T5-5: Doprinosi inflaciji u Evrozoni, CIE i Srbiji, Q1 2022. - Q4 2022.**



Izvor: Evrostat, RZS i obračun QM-a

je i novo poskupljenje od maja 2023. Dakle, kontrola cena gasa i električne energije je ublažila domaće inflatorne pritiske u 2022. godine, ali samo privremeno, zato što će njihovo odloženo poskupljenje generisati troškovne pritiske bar do drugog kvartala tekuće godine (za razliku od ostalih zemalja CIE). Posledično, očekuje se da će usporavanje međugodišnje inflacije u Srbiji tokom 2023. početi kasnije i biti sporije nego u zemljama regiona. Druga specifičnost inflacije u Srbiji je znatno veći doprinos cena hrane u poređenju sa Evrozonom i CIE. To je primarno posledica mnogo većeg učešća hrane u prosečnoj potrošačkoj korpi koje u Srbiji iznosi preko 30%, dok u Evrozoni hrana učestvuje sa oko 16% a u CIE sa oko 23%.

Zajednički obrazac prošlogodišnje inflacije u svim evropskim zemljama je i konstantno povećanje doprinosa cena ostalih proizvoda ukupnoj inflaciji (Grafikon T5-5). Ni Srbija nije bila izuzetak – bazna inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, energije, alkohola i duvana) pratila je ubrzanje međugodišnje inflacije i prema podacima za februar 2023. dostigla je visokih 11,1% (Grafikon T5-6). Doprinos cena koje ulaze u obračun bazne inflacije ukupnoj povećan je s nepunih 2 p.p. u januaru 2022. na 5,2 p.p u februaru 2023. godine. Vrednost ovog pokazatelja jačine inflatornih pritisaka je u Srbiji još uvek nešto niža nego u zemljama CIE (blizu 13%), ali se ta razlika smanjivala u poslednjih nekoliko meseci. Visok nivo i rastući trend bazne inflacije ukazuju na prisustvo jakih inflatornih pritisaka u srpskoj ekonomiji, ali i na to da još nema jasnih signala njihovog popuštanja (za razliku od Češke i baltičkih zemalja u kojima se bazna inflacija već na silaznom trendu). Kašnjenje bazne inflacije u Srbiji za zemljama regiona delom se može dovesti u vezu s kontrolom cena električne energije i gasa za preduzeća. To je ublažavalo troškovne pritiske u domaćoj privredi u prošloj godini, ali kako je u međuvremenu otpočela korekcija cena ovih energenata inflatorni pritisci po osnovu rasta troškova energije osetiće se

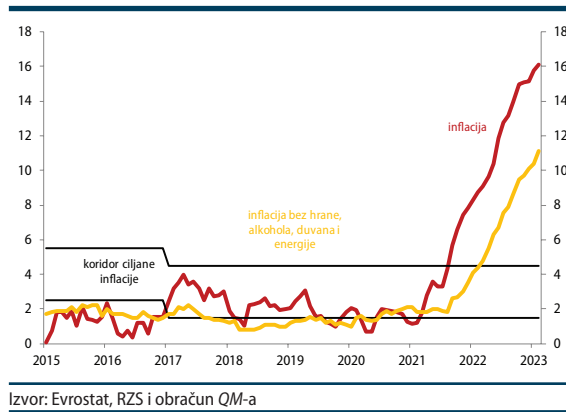
**Ubrzanje inflacije u Srbiji kasnilo je u odnosu na zemlje CIE zbog odloženog povećanja cene energenata, ali će zato i njeno usporavanje početi s nekoliko meseci zakašnjenja**

**Bazna inflacija je tokom Q4 prešla u zonu dvocifrenih stopa rasta, a u februaru 2023. je iznosila 11,1%**

18%, a zatim blagi ali postojan trend njenog usporavanja do nivoa od 16% u februaru ove godine. Kao što se može videti u Grafikonu T5-4, neposredno nakon izbijanja rata u Ukrajini inflacija u Centralnoj Evropi ubrzala je znatno više nego u Srbiji i bila veća tokom čitave prošle godine, ali je u prva dva meseca 2023. domaća inflacija pristigla prosek regiona.

Kao što se može videti u Grafikonu T5-5, doprinos cena hrane i energije ukupnoj inflaciji tokom 2022. je u čitavoj Evropi bio dosta visok i iznosio je oko 70%. Međutim, kod Srbije se uočavaju dve bitne razlike u strukturi prošlogodišnjeg rasta cena u odnosu na druge evropske zemlje. Najpre, doprinos cena energenata ukupnoj inflaciji u Evrozoni i CIE je u prvoj polovini 2022. bio 2-3 puta veći nego u Srbiji. Razlog je to što su maloprodajne cene električne energije i gasa u evropskim zemljama donekle pratile snažan rast berzanskih cena, dok su u Srbiji one ostale zamrznute na pretkriznom nivou. Stabilizacija na evropskom tržištu energenata omogućila je postepeni pad maloprodajnih cena električne energije i gasa, što se vidi kao prilično oštro smanjenje doprinosa energije ukupnoj inflaciji u Evrozoni i CIE u Q4. U Srbiji imamo suprotnu situaciju - ciklus povećanja cena ovih energenata započeo je tek u Q3, nastavio se u januaru, a najavljeno

**Grafikon T5-6. Međugodišnja stopa, noseća inflacija i ciljani koridor NBS, 2015-23**

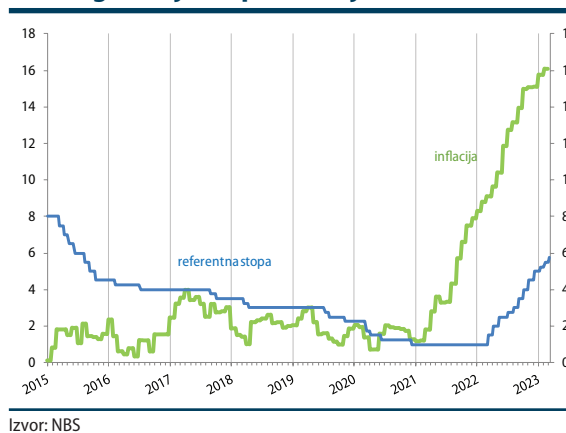


**NBS je nastavila da povećava referentnu kamatnu stopu u 2023. godini za po 25 baznih poena mesečno i ona u martu 2023. iznosi 5,75%**

U prvim mesecima 2023. NBS je nastavila da zaoštrava monetarnu politiku, a u skladu sa očekivanjima iznetim u prethodnom broju QM trend podizanja referentne kamatne stope umanjen je sa 50 na 25 baznih poena mesečno. Ciklus povećanja restriktivnosti monetarne politike sad već traje punih godinu dana tokom kojeg je RKS povećana za 4,75 procentnih poena – sa 1% u aprilu 2022. na trenutnih 5,75% (Grafikon T5-7). Krajem prošle godine postojala su očekivanja da bi NBS mogla da okonča podizanje RKS tokom Q1 2023. budući da se predviđao zaokret rastućeg trenda međugodišnje inflacije na početku Q2. Međutim, sada to više nije tako izvesno i ne isključujemo mogućnost još jednog ili dva povećanja RKS za 25 baznih poena. Tome u prilog govori činjenica da bi usporavanje međugodišnje inflacije u Srbiji moglo da ide nešto sporije nego što se pretpostavljalo, kao i to što bazna inflacija još uvek ne pokazuje znake usporavanja što bi nedvosmisleno ukazalo na slabljenje inflatornih pritisaka u domaćoj ekonomiji. Slična ocena važi i za monetarnu politiku u međunarodnom okruženju, uz izuzetak centralnih banaka u CIE koje su najverovatnije već okončale ciklus zaoštavanja monetarne politike.<sup>3</sup> Naime, uprkos rastućoj zabrinutosti zbog problema u pojedinim bankama u SAD i Evropi, ECB je u martu ponovo povećala referentnu kamatnu stopu za 50 baznih poena, a slična odluka se očekuje i od FED-a (doduše, verovatno za 25 baznih poena). Trenutno preovlađuje stav da je perzistentno visoka inflacija mnogo veći rizik za svetsku privredu od pojedinačnih problema u finansijskom sektoru, odnosno da bi vodeće centralne banke trebalo da nastave s pooštavanjem finansijskih uslova sve dok inflacija ne bude čvrsto stavljena pod kontrolu.

**Međugodišnja inflacija će početi postepeno da usporava od Q2 2023, a očekujemo da će krajem godine iznositi oko 10%**

**Grafikon T5-7. Referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2015-23**



čije je dejstvo u Srbiji odloženo iz 2022. za ovu godinu (pomenuto povećanje cene energenata, najavljena su i neka druga poskupljenja poput poštanskih usluga i dr.) koji će delovati u suprotnom

u 2023. Očuvanjem stabilnog kursa dinara prema evru NBS je takođe doprinela ublažavanju inflatornih pritisaka, jer je na taj način ograničeno prelivanje visoke uvozne inflacije na domaće tržište. Pri vođenju monetarne politike centralne banke obraćaju najviše pažnje upravo na kretanje bazne inflacije, zbog povećane volatlnosti cena hrane i energije – često zbog šokova na strani ponude na koje monetarne vlasti ne mogu mnogo da utiču. Međutim, u Srbiji visok rast cena prehrambenih proizvoda u proteklih godinu dana srazmerno više utiče na kreiranje inflacionih očekivanja zbog njihovog većeg pondera u potrošačkoj korpi u odnosu na zemlje CIE.

<sup>3</sup> Štaviše, očekuje se da bi u Češkoj i Mađarskoj moglo da dođe do smanjenja RKS u drugoj polovini 2023. godine.

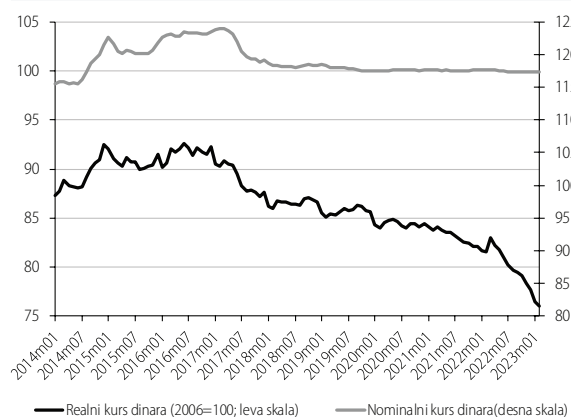
smeru i delimično neutralisati efekat visoke prošlogodišnje baze. Kretanje međugodišnje inflacije će u velikoj meri zavisiti od predstojeće poljoprivredne sezone, budući da su cene voća, povrća i drugih prehrambenih proizvoda u 2022. bile neuobičajeno visoke zbog suše. Dobra poljoprivredna sezona bi stoga mogla da bude značajan deflatorni činilac koji bi ubrzao pad međugodišnje inflacije do kraja godine. Prema centralnoj projekciji NBS iz februarskog Izveštaja o inflaciji, do kraja 2023. inflacija bi trebalo da se spusti na 7,5%. Međutim, postoje razlozi zbog kojih bi se ova prognoza mogla pokazati suviše optimističnom. Najpre, vršna tačka s koje će otpočeti usporavanje međugodišnje inflacije biće za oko 1 p.p. iznad tadašnje procene NBS. Očekujemo i da će sam trend njenog usporavanja biti blaži, jer su inflatorni pritisci u domaćem okruženju po svemu sudeći nešto jači od pretpostavki na kojima je počivala zvanična februarska projekcija inflacije. Prema našim procenama, međugodišnja inflacija bi svakako trebalo da se vrati u jednocifrenu zonu u Q4, prema našim procenama bliže 10% u decembru 2023. To će i prosečnu inflaciju u 2023. pogurati naviše u odnosu na inicijalne projekcije NBS, i procenjujemo da će ostati blizu prošlogodišnjeg nivoa (12%).

## Devizni kurs

**Uprkos velikim turbulencijama na deviznom tržištu od početka 2022. godine kurs dinara prema evru ostao je stabilan zahvaljujući obimnim intervencijama NBS**

Početak 2022. obeležili su snažni deprecijacijski pritisci na dinar usled velike tražnje za devizama kako bi se finansirao uvoz skupih energenata, a zatim i zbog povlačenja inostranih investitora

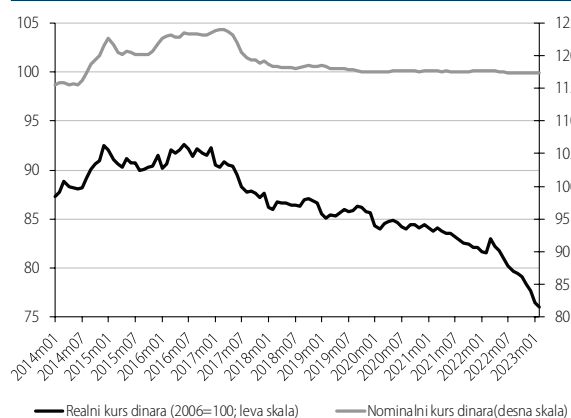
**Grafikon T5-8. Nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2014-2023.**



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

Napomena: porast predstavlja depresijaciju deviznog kursa.

**Grafikon T5-8. Nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2014-2023.**



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

Napomena: porast predstavlja depresijaciju deviznog kursa.

neposredno nakon izbijanja rata u Ukrajini. Međutim, situacija se potpuno okrenula od maja prošle godine kad su počeli da prevlađuju aprecijacijski pritisci na domaću valutu i to je trend koji još uvek traje. Kako bi sprečila veće oscilacije deviznog kursa NBS je bila vrlo aktivna na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) – najpre na strani prodaje deviza u Q1 2022. a zatim uglavnom kao kupac deviza. Kad se posmatra čitava godina, NBS je neto kupila 1 mlrd evra kako bi sprečila osetnije jačanje dinara u odnosu na evro. Tokom 2022, dinar je nominalno ojačao prema evru za 0,2%, sa 117,6 ma 117,3 dinara za evro, a istu vrednost je zadržao u prva dva meseca 2023. (Grafikon T5-8). Od važnijih izvora povećanja ponude deviza i posledično aprecijacijskih pritisaka na dinar u protekloj godini izdvojamo rekordno veliki priliv SDI (4,4 mlrd evra), a u prethodnih nekoliko meseci beležimo i znatno zaduživanje države u inostranstvu (kredit UAE od 1 mlrd dolara, odobrena sredstva u okviru kreditnog aranžmana sa MMF-om i emitovanje dve državne obveznice vrednosti 1,75 mlrd dolara). U odnosu na američki dolar dinar je oslabio za 6% tokom prošle godine, kao rezultat jačanja američke valute u odnosu na evro. To se nepovoljno odražava na nivo javnog duga denominovanog u dolarima (trenutno oko 14% ukupnog duga opšte države), a poskupljuje i uvoz nekih roba koji se tradicionalno plaća u dolarima (kao što su nafta i gas).

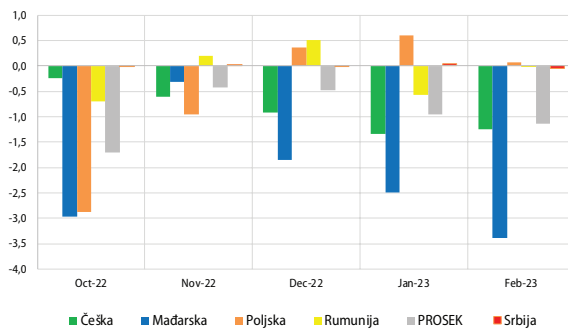
**Realni kurs dinara je nastavio da jača, kao posledica stabilnog nominalnog kursa prema evru i visoke domaće inflacije**

**U Q4 2022. i na početku ove godine preovladavali su aprecijacijski pritisci i u drugim zemljama CIE sa sličnim režimom deviznog kursa**

Održavanje nominalnog kursa dinara prema evru trenutno je višestruko dobra politika – na taj način se ograničava prelivanje visoke uvozne inflacije na domaće tržište, povoljno deluje na inflaciona očekivanja, a značajno je i za stabilnost čitavog finansijskog sistema u visoko evroizovanim zemljama poput Srbije. Međutim, takva politika ima i manje povoljnu posledicu u uslovima veoma visoke domaće inflacije, koja se ogleda u snažnom realnom jačanju dinara u odnosu na evro. Kao što se može videti u Grafikonu T5-8, taj trend je od marta 2022. postao naročito izražen (što koincidira sa ubrzanjem domaće inflacije), a zaključno s februarom ove godine dinar je već realno ojačao za 8,3%. Imajući u vidu kratkoročne projekcije inflacije u Srbiji i Evrozoni, kao i rešenost NBS da održi kurs dinara stabilnim, trend realne aprecijacije domaće valute potrajace sledećih nekoliko kvartala. U srednjem roku to će negativno uticati na cenovnu konkurentnost izvoznog dela srpske privrede.

Valute svih zemalja CIE sa sličnim režimom deviznog kursa znatno su ojačale u poslednjem kvartalu 2022. i u prva dva meseca ove godine (Grafikon T5-9). Postoji nekoliko zajedničkih faktora koji objašnjavaju ovakav trend na deviznim tržištima u regionu, od kojih su najvažniji zatezanje monetarne politike u prethodnom periodu, pad cena energenata i poboljšanje stanja u platnim bilansima. U proteklih pet meseci prema evru je nominalno najviše ojačala

**Grafikon T5-9. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama**



Izvor: Evrostat

Napomena: Porast predstavlja deprecijaciju deviznog kursa.

mađarska forinta (10,5%), zatim slede češka kruna (4,3%) i poljski zlot (2,8%). Rumunski lev je neznatno ojačao prema evru (0,5%), uglavnom zahvaljujući obimnijim intervencijama rumunske centralne banke na deviznim tržištu. Većina centralnih banaka u CIE je tokom aktuelne epizode visoke inflacije povećala obim intervencija na deviznim tržištima, doduše u manjoj meri nego što to čini NBS. Posledično, već nekoliko godina unazad (a to pokazuje i Grafikon T5-9) oscilacije kursa dinara prema evru su neuporedivo manje izražene nego kod drugih valuta u regionu.