

## 5. Cene i devizni kurs

Od početka godine inflacija u Srbiji je izrazito niska, kumulativni rast cena u prvih sedam meseci iznosi 2%. Ključni doprinos naglom obaranju inflacije dolazi od stabilnosti/apresijacije dinara i smanjene domaće tražnje. Obaranju inflacije doprinelo je i odsustvo šokova na strani ponude (cene energenata, poljoprivredni proizvodi, porezi i dr.) koji su tokom prethodnih godina snažno uticali na rast inflacije u Srbiji. Povremeni skokovi inflacije u prethodnom delu godine uglavnom su rezultat povećanja administrativno kontrolisanih cena, i privremenog slabljenja dinara. Očekuje se da će inflacija u toku ove godine biti među najnižim u toku poslednjih nekoliko godina i da će se biti oko gornje granice ciljnog intervala. Nominalni kurs dinara je tokom prvih pet meseci uglavnom bio stabilan da bi u junu depresirao za 3%, nakon čega je ponovo stabilizovan. Realni kurs dinara je od početka godine do kraja jula apresirao za 4%, dok je u odnosu na isti period prethodne godine dinar realno ojačao za preko 10%. Realno jačanje dinara pogoduje smanjenju inflacije, poboljšava bilanse preduzeća i dr. ali istovremeno negativno utiče na cenovnu konkurentnost privrede Srbije, što usporava poboljšanje smanjenog, ali još uvek visokog deficita u tekućem platnom bilansu.

### Cene

*Nastavlja se trend smanjenja inflacije*

Trend usporavanja inflacije, koji je otpočeo u Q1, nastavlja se i u drugom kvartalu. Iako je porast cena u Q2 iznosio 1,7% (tj. 7,3 anualizovano), julska deflacija od -0,9% ukazuje da se radilo o jednokratnim korekcijama nivoa cena, a ne o ubrzanju inflacije. (Tabela T5-1). Ukupna inflacija od početka godine iznosi oko 2%, odnosno 3,5% na godišnjem nivou. Nakon dostizanja maksimalne vrednosti od 12,7% u januaru, nastupio je period opadanja međugodišnje stope inflacije,

i ona u julu iznosi 8,6%. Međugodišnja inflacija je i dalje iznad gornje granice ciljanog koridora NBS, koji iznosi 2,5%-5,5% (Grafikon T5-2), ali se u narednim mesecima očekuje ubrzani pad ka gornjoj granici koridora. Međugodišnja inflacija će do kraja godine nastaviti sa padom kako zbog očekivane niske inflacije u narednim mesecima, tako i zbog visoke inflacije u dugoj polovini 2012. godine, (inflacija je u periodu avgust-oktobar 2012. iznosila 6,7%). Noseća inflacija (međugodišnja) takođe opada, mada je njen pad nešto blaži od pada ukupne inflacije zato što je na pad ukupne inflacije više uticao niži rast cena hrane, alkohola, duvana i energenata nego u istom periodu prethodne godine nego cene drugih proizvoda i usluga.

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2007–2013**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2007</b>					
dec	113,0	11,0	11,0	1,2	13,1
<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>					
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
<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>					
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

Izvor: RZS

**Opravdanje za restriktivnu monetarnu politiku se ne može naći u tekućoj inflaciji**

Iako je inflacija od početka godine niska, NBS i dalje sprovodi restriktivnu monetarnu politiku. Kumulativna inflacija u prvih sedam meseci iznosi 2%, odnosno 3,5% analizovano, dok referentna kamatna stopa iznosi 11%. Očigledno je da se opravdanje za visoku referentnu kamatnu stopu ne može naći u ovogodišnjoj inflaciji. U prethodnim brojevima QM<sup>1</sup> smo pisali o tome da međugodišnja inflacija nije dobar indikator za donošenje odluka o monetarnoj politici u uslovima visoke i varijabilne inflacije koja se karakteriše naglim lomovima, što je danas slučaj u Srbiji. Visoka međugodišnja inflacija u proteklom delu 2013. je posledica visoke inflacije u prošloj godini, na koju se ne može uticati aktuelnom monetarnom politikom.

**... ali može u rizicima koji su posledica visokih neravnoteža**

Mada je inflacija u proteklom delu godine niska, u privredi Srbije postoje visoke neravnoteže koje bi mogle u kratkom periodu da destabilizuju kurs, a to bi se u visokoevroiziranoj privredi Srbije ubrzo prenelo na inflaciju. Fiskalni i spoljni deficit, kao i javni i spoljni dug su visoki, a loši krediti su dostigli zabrinjavajuće razmere (pogledati poglavlja 4, 6 i 7). U takvim okolnostima restriktivna monetarna politika privlači strani kapital u zemlju, uključujući i spekulativni, i doprinosi stabilizaciji deviznog kursa, preko koga se značajno utiče i na inflaciju. Dugoročno takva politika nije održiva, pa je neophodno da se već u narednoj godini značajno smanji fiskalni deficit i preduzmu mere za minimizaciju negativnih fiskalnih implikacija mogućih problema u bankarskom sektoru. NBS bi trebalo da donese mere kojima bi se banke podstakle da aktivno rešavaju problem loših kredita.

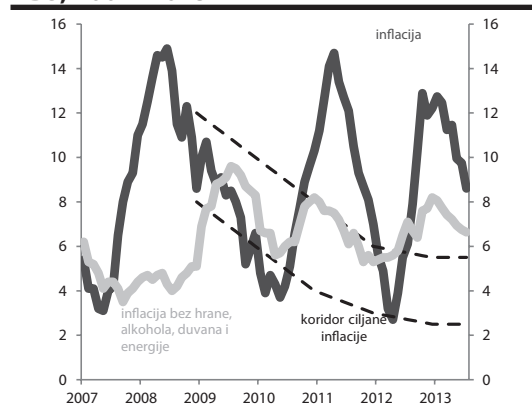
**... ukoliko se usvoji restriktivan budžet za narednu godinu, moguće je smanjenje restriktivnosti monetarne politike**

Usvajanje budžeta za narednu godinu sa deficitom koji je manji za 2,5 do 3% BDP-a omogućilo bi smanjenje restriktivnosti monetarne politike. Smanjena restriktivnost monetarne politike ne bi direktno i značajno uticala na rast kreditne aktivnost banaka, mada bi određeni, relativno skroman efekat verovatno postojao. Razlozi za mali uticaj monetarne politike na kreditnu aktivnost i privredna kretanja su brojni i uključuju faktore kao što su: visoka evoiziranost privrede, odsustvo jasnog razgraničenja između nelikvidnosti i nesolventnosti preduzeća i dr. Ipak, manje restriktivna monetarna politika bi preko uticaja na kretanje realnog kursa doprinela smanjenju spoljnog deficita i rastu privrede u dužem roku, ali bi cena toga bila nešto veća inflacija. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike bi uticalo na umerenu realnu depresijaciju dinara, koja bi doprinela rastu izvoza i smanjenju još uvek visokog deficita u tekućem platnom bilansu. Depresirani kurs bi takođe domaću proizvodnju učinio konkurentnijom, što bi osim rasta izvoza doprinelo povećanju zaposlenosti i privredne aktivnosti u Srbiji.

**... smanjenje restriktivnosti mora da bude postepeno i umereno**

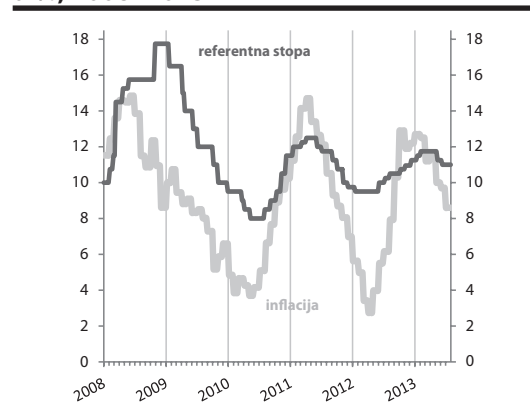
Smanjenje restriktivnosti monetarne politike, preko smanjenja referentne kamatne stope i stopa obaveznih rezervi treba da bude postepeno i umereno, kako bi se očuvala makroekonomska stabilnost. U visoko evroiziranoj privredi sa visokim unutrašnjim i spoljnim neravnotežama, naglo smanjenje restriktivnosti monetarna politike može da dovede do snažne depresijacije dinara, koja bi potom ponovo ubrzala inflaciju i generisala visoke kapitalne gubitke za privredu, državu i

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2007–2013**



Izvor: NBS

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



Izvor: NBS

<sup>1</sup> Kvartalni monitor br. 31. „Osvrt 1: Fiskalna konsolidacija, monetarna politika i reforme“, Kvartalni monitor br. 32. „5. Cene i devizni kurs“.

### Nizak rast cena u Q2 i deflacija u julu 2013.

građane po osnovu tzv. kursnih razlika. Monetarna politika treba da balansira između inflacije, kao osnovnog cilja, i drugih ciljeva (smanjenje spoljne neravnoteže, zaposlenosti i dr.), a rezultat tog "balansiranja" u svakom slučaju treba da bude jednocifrena inflacija.

Tokom Q2 i u julu 2013. godine, ukupni porast cena iznosio je nešto ispod 0,9%, odnosno 2,6% anualizovano. Najveći doprinos rastu indeksa potrošačkih cena dao je rast cena nekih prehrambenih proizvoda (cene voća i mesa su u povećanju IPC-a učestvovala sa 93%, odnosno 0,8 pp), duvana (učešće od 16%, tj. 0,14 pp, Tabela T5-4), stanovanja, vode i električne energije (17%, odnosno 0,16 pp), medicinskih proizvoda i zdravstvenih usluga (21%, ili 0,19 pp) i kulture i rekreacije (učešće od 53%, ili 0,5pp). Dezinflatorno su uticali smanjenje cena drugih prehrambenih proizvoda osim voća i mesa (-0,9 pp) i usluga vezanih za korišćenje transportnih sredstava (-0,1pp). Cene hrane su u Q1 2013. godine, kao i u 2012. godini, znatno doprinele rastu indeksa potrošačkih cena, dok je njihov ukupni efekat u Q2 i u julu mesecu bio dezinflatoran (-0,24 pp). Značajan uticaj rasta cena povrća u prvom kvartalu, kao i njihovog pada u drugom kvartalu na indeks potrošačkih cena je najverovatnije posledica korišćenja istih pondera za potrošnju tokom cele godine. To znači da rast cena voća i povrća koji se tek pojavljuju na tržištu znatno utiču na rast indeksa potrošačkih cena (kao što je bio slučaj u aprilu), iako se ti proizvodi kupuju u znatno manjoj meri nego što to prosečan godišnji ponder pokazuje. Kada cene ovih proizvoda znatno padnu (što se već dogodilo sa cenama povrća, a u narednim mesecima se može očekivati i sa cenama voća), to onda dovodi do dezinflatornih trendova, iako do stvarnih skokova i padova nije ni došlo.

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

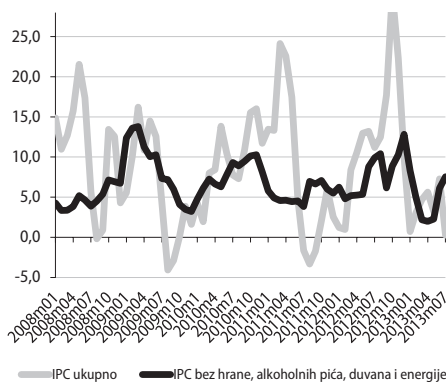
	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q2 i julu 2013.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u Q1 2013.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena od avgusta do decembra 2012.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,9	0,9	1,2	1,1	6,5	6,4
Hrana i bezalkoholna pića	34,5	-0,7	-0,2	1,5	0,5	8,3	3,2
Hrana	30,9	-0,7	-0,2	1,6	0,5	8,2	2,9
Alkoholna pića i duvan	7,8	2,2	0,2	4,1	0,3	16,9	0,9
Duvan	4,2	3,4	0,1	5,7	0,2	21,5	0,9
Odeća i obuća	4,6	0,4	0,0	-2,3	-0,1	3,7	0,2
Stanovanje, voda struja	13,0	1,2	0,2	1,2	0,2	4,5	0,7
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	0,1
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,1	1,2	0,0	1,6	0,1	5,6	0,2
Zdravstvo	6,4	3,0	0,2	3,0	0,2	3,3	0,1
Transport	12,3	-0,3	0,0	-1,0	-0,1	3,8	0,4
Gorivo i mazivo	5,1	-1,6	-0,1	-2,4	-0,1	5,0	0,2
Komunikacije	5,0	0,4	0,0	4,1	0,2	5,2	0,2
Ostalo	12,2		0,6		-0,1		0,4

Izvor: RZS i proračun QM-a

### Dok ukupna inflacija pada, noseća inflacija znatno raste

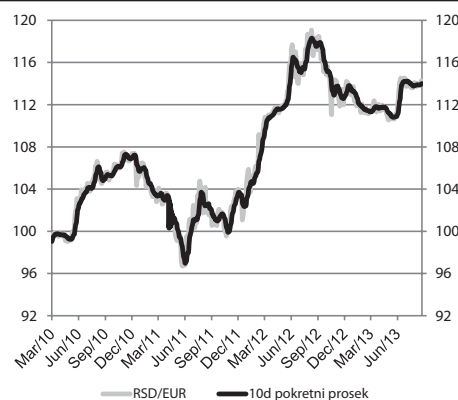
Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) je od januara 2013. godine počela da pada i u aprilu je iznosila 0,49% ili 2% anualizovano, što je predstavljalo rekordno nizak nivo stope noseće inflacije (Grafikon T5-5). Nakon toga je došlo do njenog značajnijeg rasta i u julu iznosi 1,84% odnosno 7,5% anualizovano. Kretanje noseće inflacije najvećim delom odražava uticaj sistemskih faktora na inflaciju, a u slučaju Srbije na inflaciju ključno utiče kretanje kursa i zarada. Kako je od maja do jula kurs dinara prema evru porastao sa oko 110 na oko 114 dinara za evro, može se zaključiti da je upravo promena kursa najviše uticala na kretanje noseće inflacije. Za nisku i stabilnu inflaciju, u uslovima visoko evoizirane privrede kao što je srpska, važno je da ubuduće izostanu relativno snažne promene kursa, a takve promene bile bi manje verovatne ako je stvarni kurs blizu ravnotežnog nivoa.

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane stope, u %, 2008–2012**



Izvor: RZS i proračun QM-a

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



Izvor: NBS

### Devizni kurs

**Depresijacija dinara u junu**

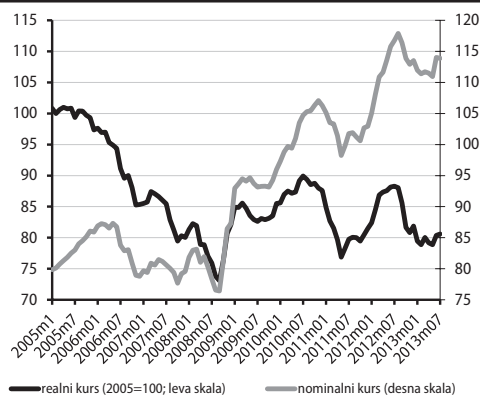
Kurs dinara je od početka godine do maja bio relativno stabilan, ali je u prvoj polovini juna naglo depresirao (u junu je dinar prema evru nominalno oslabio za skoro 3%) a tokom narednih meseci se stabilizovao na nivou od oko 114 dinara za evro (Grafikon T5-6). Narodna banka Srbije je 30. maja prvi put u 2013. godini intervenisala na deviznom tržištu i u narednih nekoliko nedelja prodala ukupno 275 mln evra kako bi ublažila prekomerne dnevne oscilacije kursa, ali i zaustavila trend depresijacije dinara.

**Zaustavljena realna apresijacija dinara**

Realni kurs dinara prema evru je tokom Q2 i jula meseca depresirao za 0,7%. Dinar je od početka godine do maja realno apresirao za skoro 4% u odnosu na decembar 2012. godine, da bi se nakon junske depresijacije stabilizovao na realnom nivou koji je za oko 1,5% snažniji od decembarskog. Pored depresijacije, stabilizaciji realnog kursa je doprinela i niska stopa inflacije tokom prethodna tri meseca. Istorijski gledano, realni kurs dinara se nalazi na približno istom nivou kao na kraju 2011. godine, pre perioda snažne depresijacije početkom 2012. godine (Grafikon T5-7).

**Jačanje dinara je bilo posledica zaduživanja države i nije bilo dugoročno održivo**

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



Izvor: NBS, RZS i proračun QM-a

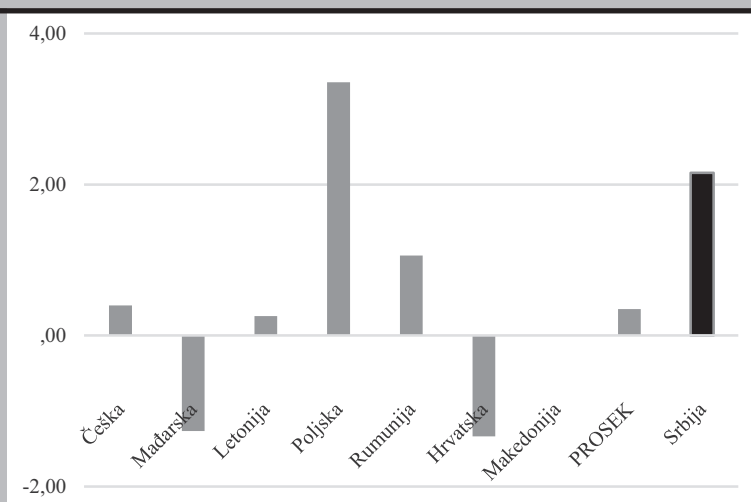
Napomena: porast predstavlja depresijaciju

Jačanje dinara tokom prvih pet meseci 2013. godine bilo je rezultat visokog zaduživanja države, a ne rezultat rasta suficita u spoljnotrgovinskom bilansu ili rasta konkurentnosti srpske privrede. Kako visoko zaduživanje nije održivo na duži rok, realni kurs bi se mogao održati samo ako se priliv deviza po osnovu zaduživanja države zameni ili prilivom stranih investicija ili suficitom u tekućem bilansu. Kako značajnijeg priliva stranih investicija nije bilo, iako se deficit tekućeg bilansa smanjuje, suficit u tekućem bilansu u srednjem roku (u narednih nekoliko godina) se ne može očekivati, pa je verovatnije da će u narednom periodu doći do realne depresijacije nego do apresijacije dinara.

### 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 (Grafikon T5-8.) ali posmatrano u pojedinačnim zemljama, kurs varira u zavisnosti od specifičnih faktora - diskretnih mera i okolnosti u privredi konkretne zemlje. Tako je u posmatranoj grupi zemalja (Češka, Mađarska, Letonija, Poljska, Rumunija, Hrvatska i Makedonija) do najveće depresijacije došlo u Poljskoj, što je bilo posledica smanjenja referentne kamatne stope na rekordno nizak nivo od 2,75% u junu mesecu. Centralna banka Poljske je smanjila referentnu kamatnu stopu kako bi podstakla privredni rast, budući da se zemlja nalazi u periodu najvećeg usporavanja privredne aktivnosti u poslednje četiri godine. Za razliku od Poljske, u Hrvatskoj je došlo do jačanja nacionalne valute, prvenstveno zbog ulaska zemlje u Evropsku uniju, dok je u Mađarskoj do depresijacije došlo zbog velikog priliva stranih investicija u drugom kvartalu ove godine.

#### Grafikon T5-8. Nominalna depresijacija kursa u julu u odnosu na april 2013. godine (u %) u zemljama centralne i istočne Evrope



Izvor: Eurostat, NBS

Kada se izuzmu ekstremni slučajevi depresijacije i apresijacije kursa u navedenim zemljama, dobija se sličan, gotovo neutralan trend kretanja kursa u zemljama centralne i istočne Evrope. Kako u ovim zemljama ne postoji globalni trend, te da se kurs kreće u zavisnosti od diskretnih mera i okolnosti u pojedinačnim zemljama, isti zaključak bi se mogao izvući i za Srbiju, odnosno da depresijacija kursa dinara u periodu april-jul 2013. godine nije posledica opštih međunarodnih kretanja, već je uzrok slabljenja dinara posledica specifičnih faktora vezanih za Srbiju. Najvažniji negativni faktori koji su uticali na kurs dinara u ovom periodu jesu loše stanje javnih finansija (rekordno visok javni dug i izuzetno visok fiskalni deficit), kao i davanje nepovoljne ocene od strane MMF i drugih relevantnih institucija.