

5. Cene i devizni kurs

Nakon naglog zaustavljanja inflacije krajem 2012. godine, od početka 2013. godine inflacija je bila na relativno niskom nivou. U aprilu je inflacija bila relativno visoka, ali se procenjuje da se radi o jednokratnom sezonskom skoku cena. Rastu indeksa potrošačkih cena u periodu januar–april najviše je doprineo rast cena hrane (65%) i alkoholnih pića i duvana (17%). Noseća inflacija je na istorijskom minimumu i njen pad daje dobre izgleda za dalji trend pada ukupne inflacije. Međugodišnja inflacija i dalje je znatno iznad gornje granice ciljnog koridora NBS, ali se trend njenog rasta preokrenuo i može se očekivati da će se spustiti unutar granica koridora krajem godine. Kao što smo ranije ocenili u uslovima visoke i varijabilne inflacije, monetarna politika bi trebalo da se zasniva na anualizovanim vrednostima stope inflacije u prethodnih nekoliko meseci, umesto na međugodišnjim stopama. Kurs dinara je stabilan uz blagu nominalnu apresijaciju i nastavak trenda realne apresijacije. Iako apresijacija dinara kratkoročno smanjuje troškove servisiranje kredita i pomaže naglom obaranju inflacije, jak dinar smanjuje konkurentnost privrede Srbije i na taj način dugoročno usporava rast zaposlenosti i privredne aktivnosti – u krajnjoj instanci jak dinar gasi radna mesta u Srbiji.

Cene

Nastavlja se trend smanjenja inflacije

Trend snažnog usporavanja inflacije nastavlja se u Q1 i u aprilu 2013. godine. Porast cena u Q1 iznosi 1,2% (tj. 4,7 anualizovano), što je znatno manje nego 2,4% (9,9% anualizovano) iz prethodnog kvartala (Tabela T5-1). Trebalo bi uzeti u obzir da Q4 obuhvata relativno visoku inflaciju u oktobru i deflaciju u novembru i decembru, kada je nakon perioda rekordnog rasta otpočeo period naglog snižavanja stope inflacije. U prva četiri meseca 2013. godine inflacija iznosi 2%,

odnosno oko 6% anualizovano, što je znatno ispod međugodišnje stope, koja u aprilu iznosi 11,5%. U uslovima visoke i varijabilne inflacije, koja se karakteriše naglim lomovima, što se i dešavalo u Srbiji u poslednjih godinu dana, međugodišnja inflacija nije najbolji pokazatelj na osnovu koga bi se trebale donositi odluke o monetarnoj politici. Budući da međugodišnja inflacija sadrži i inflaciju koja se dogodila pre 10 ili 11 meseci i na koju se nikakvim merama više ne može uticati, a koja takođe ne utiče na sadašnju inflaciju, bolji parametar za vođenje monetarne politike bila bi prosečna anualizovana inflacija tokom poslednjih nekoliko meseci (Kvartalni monitor br. 31. „Osvrt 1: Fiskalna konsolidacija, monetarna politika i reforme“).

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* |
| 2007 | | | | | |
| dec | 113,0 | 11,0 | 11,0 | 1,2 | 13,1 |
| 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 |
| okt | 173,8 | 12,9 | 12,7 | 2,8 | 30,5 |
| nov | 173,8 | 11,9 | 12,7 | 0,0 | 22,3 |
| 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 |

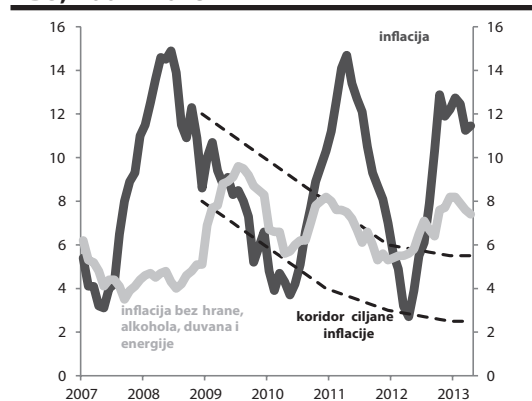
Izvor: RZS

5. Cene i devizni kurs

Međugodišnja inflacija je i dalje visoka ali je njen pad izvestan

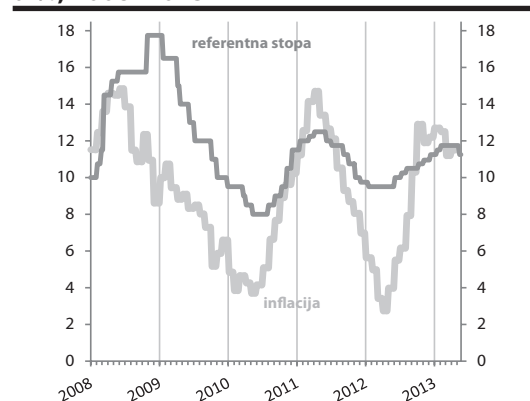
Međugodišnja stopa inflacije je dostigla maksimalnu vrednost od 12,7% u januaru, od kada je nastupio period njenog opadanja, i u aprilu iznosi 11,5%. Međugodišnja inflacija se i dalje nalazi iznad gornje granice ciljanog koridora NBS, koji iznosi 2,5%-5,5% (Grafikon T5-2). Iako je u aprilu 2013. umereni rast inflacije od 0,8% neznatno povećao međugodišnju stopu inflacije u odnosu na martovsku,¹ ne očekuje se da će to dovesti do preokreta trenda njenog opadanja. Glavni razlog zašto se očekuje dalji pad međugodišnje stope inflacije je u tome što je u aprilu 2012. godine mesečna inflacija bila relativno niska, dok je od maja do oktobra prosečna mesečna inflacija iznosila oko 1,6% - što znači da će se godišnja inflacija u svakom narednom mesecu računati na osnovu sve manje osnove. Zbog toga što u sadašnjem trenutku međugodišnja stopa inflacije u znatno većoj meri zavisi od inflacije od pre gotovo godinu dana nego od trenutne, zasnivanje monetarne politike na međugodišnjoj stopi moglo bi da dovede do preterano dugog perioda u kom se vodi restriktivna monetarna politika – NBS je u januaru i u februaru nastavila da podiže referentnu kamatnu stopu, kao i da je drži na relativno visokom nivou tokom marta i aprila, samo zato što je međugodišnja inflacija bila na visokom nivou, bez obzira što je inflacija već nekoliko meseci bila na niskom nivou. Kada bi se umesto međugodišnje za donošenje odluka koristila anualizovana stopa inflacije u periodu od proteklih nekoliko meseci, odluka monetarnih vlasti bila bi primerenija trenutnim okolnostima. Sredinom maja došlo je do smanjenja referentne kamatne stope NBS za 50 baznih poena (sa 11,75% na 11,25%, Grafikon T5-3), što je moglo da se uradi i ranije. Pod uslovom da se potvrdi da je aprilsko povećanje cena jednokratano, kao i da se usvoji odgovarajući program fiskalne konsolidacije ocenjujemo da je opravdano dalje smanjenje restriktivnosti monetarne politike (videti deo o monetarnoj politici).

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

Porast cena hrane i cigareta najviše doprinosi inflaciji

U prva četiri meseca 2013. godine, ukupni porast cena iznosio je 2%, odnosno 6% anualizovano. Najveći doprinos rastu indeksa potrošačkih cena dao je rast cena hrane (učesće od 65%, tj. 1,2pp) i alkoholnih pića i duvana (17%, tj. 0,3pp, Tabela T5-4). Značajan udeo u inflaciji imao je i rast cena farmaceutskih proizvoda (10%, ili 0,2pp) i telefonskih usluga (9% ili 0,2pp ili 9%), dok su deflatorno uticali smanjenje cena goriva za putničke automobile (-0,2pp) i cene odeće i obuće (-0,1pp). Cene hrane i alkoholnih pića i duvana su u Q1 i u aprilu 2013. godine, kao i u 2012. godini, znatno doprineli rastu indeksa potrošačkih cena. Nastavak rasta cena hrane je najverovatnije biti posledica korišćenja istih pondera za potrošnju jednog poljoprivrednog proizvoda tokom cele godine. To bi značilo 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). Kada cene ovih proizvoda znatno padnu (što se očekuje u narednim mesecima), to će onda dovesti do deflatornih trendova.

¹ Rast inflacije u aprilu je najverovatnije posledica rasta cena sezonskih prehrambenih proizvoda i načina merenja indeksa potrošačkih cena, v. sledeći pasus.

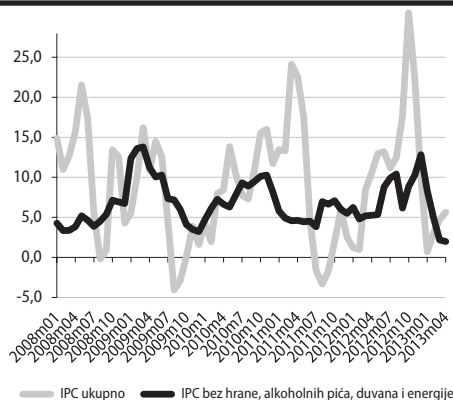
Tabela T5-4. Srbija: izabrane komponente indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije

| | učešće u IPC (u%) | porast cena u prva četiri meseca 2013. | doprinos ukupnom porastu (procentni poeni) | porast cena u prva četiri meseca 2012. | doprinos ukupnom porastu (procentni poeni) | porast cena od maja do decembra 2012. | doprinos ukupnom porastu (procentni poeni) |
|------------------------------|----------------------|--|--|--|--|--|--|
| Ukupno | 100,0 | 2,0 | 2,0 | 2,6 | 2,6 | 9,3 | 9,3 |
| Hrana i bezalkoholna pića | 34,5 | 3,5 | 1,2 | 2,8 | 1,1 | 12,2 | 4,7 |
| Hrana | 30,9 | 4,0 | 1,2 | 6,3 | 2,2 | 12,2 | 4,3 |
| Alkoholna pića i duvan | 7,8 | 4,1 | 0,3 | 5,1 | 0,3 | 25,2 | 1,4 |
| Duvan | 4,2 | 5,7 | 0,2 | 5,8 | 0,2 | 32,1 | 1,3 |
| Odeća i obuća | 4,6 | -2,2 | -0,1 | -0,2 | 0,0 | 4,2 | 0,2 |
| Stanovanje, voda struja | 13,0 | 1,2 | 0,2 | 1,6 | 0,3 | 5,2 | 0,9 |
| Električna energija | 5,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,7 | 0,1 |
| Nameštaj i opremanje domaćir | 4,1 | 1,5 | 0,1 | 3,2 | 0,1 | 9,2 | 0,4 |
| Zdravstvo | 6,4 | 3,6 | 0,2 | 1,4 | 0,1 | 4,2 | 0,2 |
| Transport | 12,3 | -1,2 | -0,2 | 6,7 | 0,7 | 4,6 | 0,5 |
| Gorivo i mazivo | 5,1 | -3,2 | -0,2 | 10,1 | 0,5 | 4,7 | 0,2 |
| Komunikacije | 5,0 | 4,0 | 0,2 | -0,5 | 0,0 | 5,0 | 0,2 |
| Ostalo | 12,2 | | 0,0 | | 0,1 | | 0,9 |

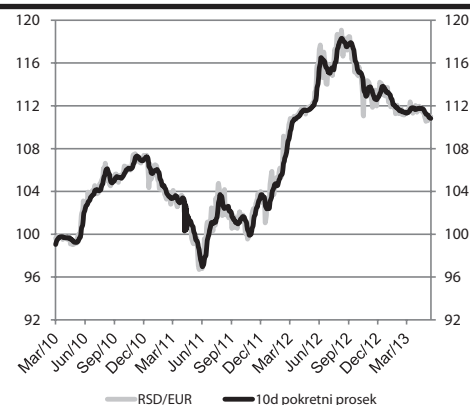
Izvor: RZS i proračun QM-a

Noseća inflacija je na rekordno niskom nivou – sistemski faktori ne pokreću inflaciju

Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) je od januara 2013. godine počela da pada i u Q1 iznosi 0,54% ili 2,2% anualizovano. Pored toga, u aprilu je nastavila sa padom i iznosi 0,49% ili 2% anualizovano, što predstavlja rekordno nizak nivo stope noseće inflacije (Grafikon T5-5). Istovremeno je opao i udeo noseće u ukupnoj inflaciji – sa više od polovine u Q4 2012. na oko četvrtinu u Q1 2013. godine. Pad noseće inflacije najvećim delom odražava uticaj sistemskih faktora na inflaciju, a u slučaju Srbije na inflaciju ključno utiče kretanje kursa i zarada. Ocenjuje se da će zarade u narednom periodu mirovati pa će kretanje inflacije biti pod presudnim uticajem kursa dinara. Stoga je za nisku i stabilnu inflaciju, u uslovima visoko evroizirane privrede kao što je srpska, važno da izostanu relativno snažne promene kursa, a takve promene su 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, 2010–2012

Izvor: NBS

Devizni kurs

Nominalni kurs dinara prema evru je stabilan

Realni kurs nastavlja sa apresijacijom

Apresijacija privremeno smanjuje troškove servisiranja deviznih dugova i poboljšava imovinsku poziciju države, preduzeća i građana

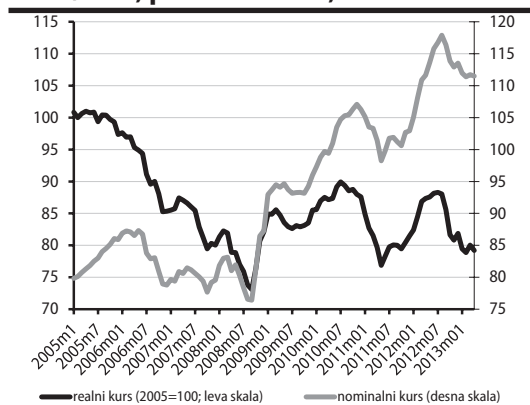
U dužem roku, negativni efekti apresijacije prevazilaze koristi od jačanja dinara

Precenjenost dinara unosi distorzije u ponašanje građana, privrede i države

Za očuvanje makroekonomske stabilnosti je važno da kurs bude u blizini ravnotežnog nivoa

Kurs dinara je tokom Q1 i tokom aprila 2013. godine bio stabilan, uz blagu nominalnu apresijaciju u odnosu na kraj 2012. godine. Do najveće apresijacije je došlo u januaru, da bi se onda kurs stabilizovao sve do kraja aprila, od kada se, kao i tokom maja uočava novi trend nominalne apresijacije (Grafikon T5-6).

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

Dinar je tokom januara realno apresirao za oko 3% u odnosu na decembar i približno na tom nivou se održava i tokom celog Q1 i tokom aprila meseca. Realnoj apresijaciji su u podjednako meri doprineli stopa inflacije i nominalna apresijacija dinara. Krajem aprila 2013. godine realni kurs se nalazi na nivou na kom je bio u Q3 2011. godine (Grafikon T5-7).

Apresijacija dinara u drugoj polovini 2012. i 2013. godine povoljno utiče na obaranje inflacije, smanjuje troškove kamata i poboljšava imovinsku poziciju države, preduzeća i građana. Jačanje vrednosti dinara bilo bi poželjno samo pod uslovom da je ono rezultat rasta visoke konkurentnosti privrede Srbije, odnosno rasta suficita u spoljnotrgovinskim odnosima zemlje. Međutim, jačanje dinara tokom poslednjih nekoliko meseci nije rezultat trgovinskog suficita, niti visokog priliva stranih direktnih investicija, nego je posledica visokog zaduživanja države. S obzirom na to da visoko zaduživanje države nije održivo u dužem periodu, može se zaključiti da je postojeći realni kurs održiv samo ako se u relativno kratkom periodu priliv deviza po osnovu zaduživanja države zameni prilivom stranih investicija ili suficitom u tekućem bilansu. Suficit u tekućem bilansu se ne može očekivati, bar u nekoliko narednih godina, dok je priliv stranih investicija malo verovatan.

Realnom apresijacijom se smanjuje konkurentnost privrede Srbije, tj. destimuliše izvoz i podstiče uvoz, što rezultira u održavanju deficita tekućeg platnog bilansa na visokom nivou. Takav deficit se finansira spoljnim zaduživanjem ili stranim investicijama, ali ni jedno ni drugo nije dugoročno održivo. Spoljni dug Srbije je već sada vrlo visok, zbog čega su troškovi njegovog servisiranja visoki. Slično, i strane direktne investicije u sadašnjosti impliciraju odliv kapitala po osnovu povlačenja dividendi ili čak i samog kapitala u budućnosti – koliko je ovo realan proces vidljivo je čak i u Srbiji u slučaju kapitala uloženog u banke.

Precenjen dinar predstavlja pogrešan signal na osnovu koga građani, preduzeća i Vlada donose pogrešne odluke o štednji, potrošnji i zaduživanju. Precenjen dinar privremeno smanjuje vrednost deviznih dugova u odnosu na vrednost imovine i dohodaka, čime se subjekti u Srbiji podstiču na zaduživanje iznad nivoa koji održava njihove mogućnosti otplate kredita.

U visoko evroiziranoj privredi kao što je srpska neophodan uslov za smanjenje varijabilnosti inflacije je smanjenje varijabilnosti kursa. Jedan od načina kako bi se varijabilnost kursa mogla smanjiti mogao bi se sastojati u tome da NBS ima određeni implicitno definisani ravnotežni kurs ili putanju kursa i da interveniše onda kada kurs počne da značajnije odstupa od ravnotežne vrednosti. Empirijski je dokazano da se varijabilnost kursa povećava sa njegovim udaljavanjem od ravnotežne vrednosti – stoga je za stabilnost cena, ali i za funkcionisanje i rast privrede najbolje da kurs bude blizu ravnotežnog nivoa.