

5. Cene i devizni kurs

Nakon veoma visokog porasta cena od avgusta do oktobra, u novembru i decembru je naglo zaustavljena inflacija. Iako je u novembru i decembru inflacija zaustavljena, a u januaru ostvaren umeren rast cena, međugodišnja inflacija je još uvek vrlo visoka. Međugodišnja inflacija je u decembru iznosila 12,2%, a u januaru 12,7%, uz očekivanje da će se rast međugodišnje inflacije nastaviti tokom prvog kvartala 2013. Značajna razlika između međugodišnje inflacije i inflacije tokom poslednja tri meseca otvara pitanje, da li je za donošenje odluka o monetarnoj politici relevantna međugodišnja inflacija ili inflacija u poslednjih nekoliko meseci? Iako je ukupna inflacija pred kraj godine usporena, noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) i dalje relativno visoka i iznosi oko 8% analizovano. Međutim, ocenjuje se da je rast noseće inflacije posledica faktora čije je dejstvo iscrpljeno (depresijacija kursa u prvoj polovini 2012. godine, povećanje poreza u oktobru 2012. godine), pa se u narednim mesecima očekuje njeno opadanje. Nakon snažne nominalne apresijacije u septembru i prvoj polovini oktobra, kurs dinara je tokom ostatka Q4, kao tokom i januara i februara 2013. godine uglavnom bio stabilan. Realni kurs dinara prema evru je na kraju 2012. godine bio približno na istom nivou kao i krajem 2011. godine, ali treba napomenuti da je u prvoj polovini godine zabeležena depresijacija realnog kursa od skoro 10%, koja je zatim „anulirana“ realnom apresijacijom u drugoj polovini godine.

Cene

Nakon rekordnog rasta od avgusta do oktobra, inflacija je naglo oborena

Nakon visoke inflacije u prvoj polovini godine, i posebno rekordnog rasta od avgusta do oktobra, u novembru i decembru dolazi do snažnog pada ukupne stope inflacije. Porast cena u Q4

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2007–2012

	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
sept	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
jul	162,6	6,2	5,4	0,1	11,2
avg	165,3	8,0	7,1	1,7	12,5
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

Izvor: RZS

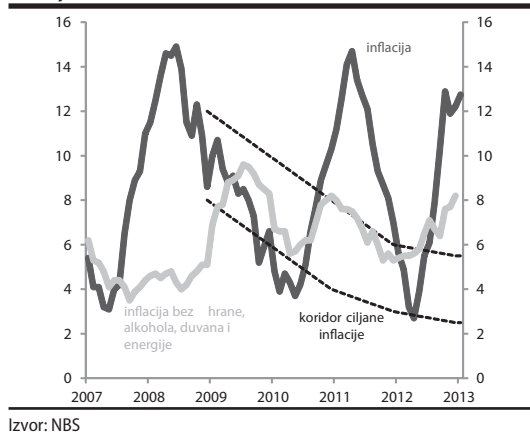
iznosi 2,4% (tj. 9,9% analizovano), znatno manje nego 4,1% (tj. čak 17,7% analizovano) u prethodnom kvartalu (Tabela T5-1). Međutim Q4 je heterogen period i on obuhvata relativno visoku inflaciju u oktobru i deflaciju u periodu novembra decembar. U januaru 2013. takođe beležimo relativno nisku stopu mesečne inflacije od 0,6%. Stoga je za ocenu novijih trendova u inflaciji relevantnija inflacija u periodu novembar-januar, koja kumulativno iznosi samo 0,2%. Iako je inflacija i u toku tri poslednja meseca značajno varirala, sasvim je izvesno da je došlo do naglog usporavanja trenda inflacije, što je uočljivo i na podacima za januar. Dok je međugodišnja inflacija u januaru iznosila 12,7%, analizovana inflacija¹ u januaru iznosi 7,4%.

¹ Anualizovana inflacija pokazuje kolika bi bila međugodišnja inflacija u januaru 2014. godine pod uslovom da u svakom od narednih 11 meseci bude na istom nivou kao i u januaru, tj. da iznosi 0,6% i ona se računa po formuli: $(1,006^{12}-1)*100=7,4\%$

Ukupna inflacija u 2012. godini bila rekordno visoka

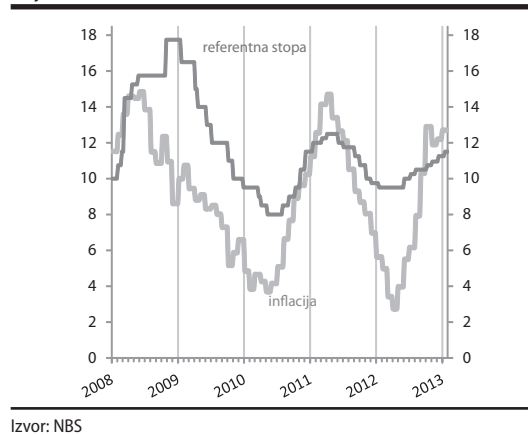
Uprkos naglom usporavanju pred kraj godine, ukupna inflacija u 2012. godini je dostigla čak 12,2%, što je rekordna godišnja stopa inflacije u poslednjih pet godina od kad se prati indeks potrošačkih cena. Inflacija se nalazi visoko iznad gornje granice ciljanog koridora NBS, koji je na kraju 2012. godine iznosio 2,5%–5,5% (Grafikon T5-2). Tokom Q1 2013. godine, međugodišnja stopa inflacije će najverovatnije nastaviti da blago raste, da bi od Q2 mogli očekivati postepeni pad međugodišnje stope inflacije. Suočena sa visokom stopom inflacije, NBS je u januaru i februaru nastavila da diže referentnu kamatnu stopu, koja sada iznosi 11,75%. Od maja 2012. do februara 2013, referentna kamatna stopa je ukupno povećana za 225 baznih poena (Grafikon T5-3). Divergentno kretanje međugodišnje inflacije i inflacije u poslednje tri meseca otvara pitanje koji pokazatelje inflacije je relevantan pri donošenju odluka o monetarnoj politici? Dileme koje se javljaju u vezi sa ovom temom detaljnije su obrađene u Osvrtu 1.

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

Inflaciji u 2012. godini najveći doprinos dala poskupljenja cena hrane

Rekordno visokoj inflaciji u 2012. godini najveći doprinos dala su poskupljenja cena hrane (Tabela T5-4). Oko polovine ukupnog porasta cena u 2012. godini posledica je poskupljenja prehrambenih proizvoda. Visok rast cena hrane tokom prethodne godine delimično se može objasniti smanjenom ponudom poljoprivrednih proizvoda zbog snažne suše. Međutim, to nije dovoljno objašnjenje jer je suša pogodila ceo region jugoistočne evrope, ali cene hrane u drugim zemljama su manje porasle nego u Srbiji. Razlog iznad prosečnog rasta cene hrane u Srbiji je verovatno niska integrisanost tržišta poljoprivrednih proizvoda u svetsko tržište, kao i slabosti u agrarnoj politici u Srbiji. Niska integrisanost tržišta poljoprivrednih proizvoda sa svetskim tržištem postoji kako na strani uvoza, tako i na strani izvoza zbog čega cene ovih proizvoda u lošim godinama snažno rastu, dok u dobrim godinama opadaju. Od ostalih proizvoda, znatan doprinos inflaciji u 2012. godini dali su i poskupljenja cigareta, kao i poskupljenja komunalnih usluga. Bitno je napomenuti i da je oko 30% inflacije u 2012. godini posledica noseće inflacije (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije).

U Q4 2012. godine, a posebno u novembru i decembru dolazi do smirivanja, a zatim pada cena hrane, što je doprinelo naglom zaustavljanju inflacije pred kraj godine. Više od polovine inflacije u Q4 posledica je porasta noseće inflacije. Noseća inflacija u Q4 iznosi čak 2,9% ili 12,1% anualizovano. Ovakvo visoka noseća inflacija je delom posledica povećanja stope PDV u oktobru (Grafikon T5-5). Međutim, čak i kad isključimo oktobar, i posmatramo tromesečni period od novembra do januara, noseća inflacija iznosi 8% anualizovano, što je primetno iznad srednjoročnog trenda od oko 5%. Relativno visoka noseća inflacija je između ostalog posledica snažne fiskalne ekspanzije iz prve polovine godine i depresijacije dinara u periodu od početka 2012. godine do avgusta. S obzirom da je kurs dinar stabilan već nekoliko meseci ocenjujemo da je efekata depresijacije kursa na inflaciju iscrpljen. Ekspanzivna fiskalna politika u poslednjem kvartalu 2012. godine verovatno je uticala na rast inflacije u januaru, a može se očekivati da će imati i određeni opadajući efekat na inflaciju i u februaru u martu. Generalno, ako Vlada bude

5. Cene i devizni kurs

dosledno sprovedila usvojeni program fiskalne konsolidacije fiskalna politika ne bi trebalo da bude generator inflacije u periodu mart-decembar 2013. godine.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u Q3	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	ukupni porast cena u 2012.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	2,4	2,4	4,1	4,1	12,2	12,2
Hrana i bezalkoholna pića	38,8	0,9	0,3	6,0	2,3	15,3	6,2
Hrana	35,0	0,2	0,1	6,3	2,2	15,5	5,7
Alkoholna pića i duvan	5,4	11,6	0,6	11,6	0,6	31,7	1,8
Duvan	4,0	14,3	0,6	15,6	0,6	39,7	1,6
Odeća i obuća	5,1	3,7	0,2	0,1	0,0	4,1	0,2
Stanovanje, voda struja	16,5	3,2	0,5	1,3	0,2	6,9	1,2
Električna energija	7,2	1,7	0,1	0,0	0,0	1,7	0,1
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,4	4,0	0,2	2,1	0,1	12,7	0,6
Zdravstvo	4,3	2,0	0,1	1,8	0,1	5,7	0,3
Transport	10,5	-1,2	-0,1	4,6	0,5	11,5	1,3
Gorivo i mazivo	4,8	-4,0	-0,2	9,1	0,4	15,3	0,8
Komunikacije	4,1	4,5	0,2	0,4	0,0	4,5	0,2
Ostalo	11,0		0,4		0,3		0,6

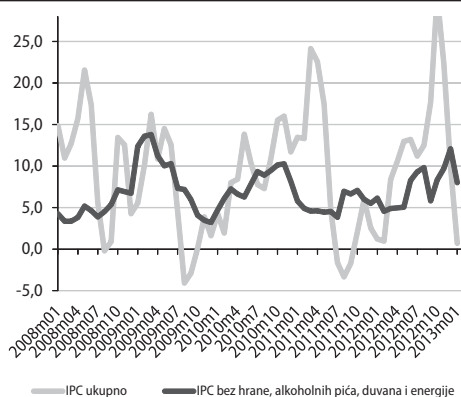
Izvor: RZS i proračun QM-a

Devizni kurs

U Q4 i početkom 2013. nominalni kurs dinara prema evru je stabilan

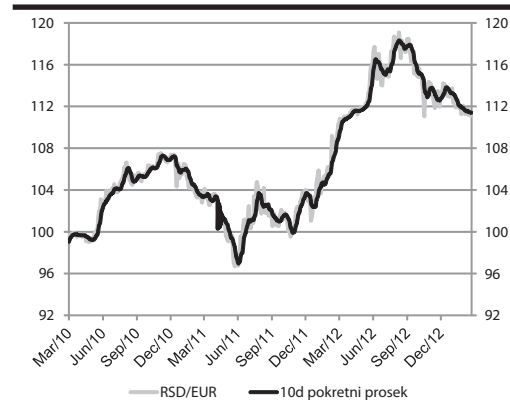
Nakon snažne apresijacije dinara prema evru u septembru i prvoj polovini oktobra, kurs dinara je tokom ostatka Q4, kao i januara i februara bio stabilan. Nakon što je od početka 2012. do kraja avgusta oslabio za 12%, nominalni kurs prema evru je u narednih mesec i po dana ojačao za oko 6%. Ovo jačanje dinara je posledica nekoliko faktora, između ostalog: odluke NBS o povećanju učešća dinarskog dela izdvajanja devizne obavezne rezerve iz avgusta; povećanja referentne kamatne stope NBS sa 9,50% u maju 2012. do 11,75% u januaru 2013; pada premije rizika za Srbiju u prethodnih nekoliko meseci (indeks EMBI Global za Srbiju je krajem avgusta iznosio oko 570, da bi do januara pao na svega oko 360, mada je nakon toga ponovo porastao na oko 420); priliva kapitala iz inostranstva kroz *carry trade*. Od sredine oktobra do kraja februara, nominalni kurs dinara prema evru je uglavnom bio stabilan, uz blagu apresijaciju (Grafikon T5-6).

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



Izvor: RZS i proračun QM-a

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010–2012



Izvor: NBS

Realni kurs prema evru oštro apresirao u Q4 i anulirao realnu depresijaciju iz prva tri kvartala

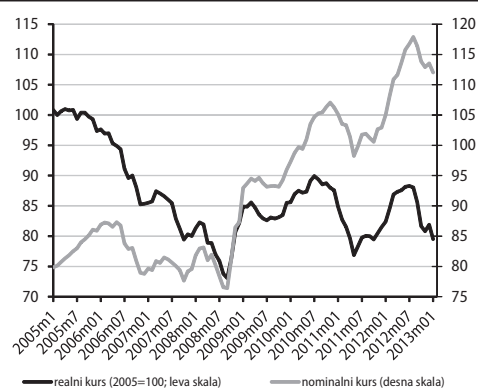
Realni kurs dinara prema evru oštro je apresirao u oktobru i novembru. Realna apresijacija posledica je nominalne apresijacije i stope inflacije u Srbiji koja je znatno veća nego u evro zoni. Tokom ova dva meseca je potpuno „anulirana“ realna depresijacija iz prva tri kvartala, pa je krajem 2012. i početkom 2013. godine realni kurs ponovo na nivou na kom je bio krajem 2011. godine. Ukoliko razmatramo duži horizont, realni kurs je sada približno na istom nivou na kom

je bio krajem 2007. i početkom 2008, odnosno pre početka prvog talasa globalne ekonomske krize (Grafikon T5-7).

Mada je snažna apresijacija dinara tokom poslednjih nekoliko meseci doprinela naglom obaranju inflacije, ocenjuje se da bi eventualni nastavak nominalne apresijacije u narednim mesecima, posmatran u širem ekonomskom kontekstu bio krajnje nepovoljan. Dalja apresijacija dinara pogoršala bi inače nisku cenovnu konkurentnost proizvoda iz Srbije, što bi bilo krajnje nepovoljno u situaciji kada je deficit tekućeg platnog bilansa još uvek vrlo visok, dok je spoljni dug znatno prešao kritičnu granicu od 80%. Stoga bi u narednim mesecima NBS trebalo da vodi takvu politiku, koja bi sprečila jačanje realne vrednosti dinara, a i blaga realna depresijacije bi sa stanovišta konkurentnosti dobrodošla, a ne bi imala preterano jak uticaj na inflaciju i kapitalne gubitke i dobitke. O rizicima precenjenog dinara u uslovima mogućeg smanjivanja priliva stranog kapitala detaljnije se piše u Osvrtu 1.

Generalno, nominalni i realni kurs dinara prema evru su tokom 2012. slično kao i tokom prethodnih godina značajno varirali. Mada veći broj zemalja u Centralnoj i Istočnoj Evropi sprovodi politiku fleksibilnog kursa, dinar je tokom prethodnih godina imao najveću varijabilnost. Takvo kretanje kursa odražava nedoslednosti u vođenju makroekonomske politike, veliku osetljivost privrede na spoljne šokove, ali i generiše dodatnu nestabilnost za privredu i građane. U visoko evroiziranoj privredi kao što je srpska varijacije kursa imaju znatno veći uticaj na privredu i građane, nego što je to uobičajeno u svetu. Varijacije kursa dinara snažno utiču na: inflaciju, troškove vraćanja kredita, konkurentnost privrede, ali i na imovinsku poziciju građana, preduzeća i države. Uticaj kursa na imovinsku poziciju subjekata u Srbiji posledica je činjenice da se krediti i deo imovine vrednuju u evrima, zbog čega varijacije kursa kreiraju visoke gubitke/dobitke.

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

sa (Austrija, Bugarska, baltička zemlje). Postoje i brojni primeri zemlja koje su ostvarivale loše rezultate (stagnaciju, visoka nezaposlenost, visok inflacija) primenom politike fleksibilnog (Rusija i Bugarska tokom 90-tih) ili fiksnog kursa (Argentina, afričke zemlje, južnoevropske članice evrozona²). Rasprava o optimalnom režimu kursa bi trebalo da bude naročito argumentovana u slučaju Srbije, gde su troškovi fleksibilnog kursa visoki (visoke kamatne stope, visoka i varijabilna inflacija, visoki kapitalni gubici/dobici zbog promena kursa), ali su i rizici postizanja suboptimalnih rezultata visoki (stabilnost cena, uz visoku nezaposlenost i spor rast). Štaviše u slučaju da uvođenje fiksnog kursa nije dovoljno dobro pripremljeno ili da se nakon toga vode politike koje ne podržavaju fiksni kurs moguće je krah takve politike (Markovićev i Avramovićev program, Argentina i dr.)

² U suštini uvođenje evra predstavlja specifičan oblik politike fiksnog kursa u okviru evrozona, gde su sve nacionalne valute fiksirane međusobno u odnosu 1:1.

Predlog predsednika Demokratske stranke za uvođenje fiksnog kursa dinara zaslužuje pažljivo razmatranje, umesto olakog odbacivanja ili bezuslovnog prihvatanja. U maloj, otvorenoj visoko evroiziranoj privredi, kao što je srpska, postoje snažni argumenti kako u prilog politike fleksibilnog kursa tako i u prilog fiksnog kursa. Generalno, i jedna i druga politika kursa može da generiše dobre rezultate, ako je dobro pripremljena i ako je usklađena sa drugim makroekonomskim politikama, a pre svega monetarnom, fiskalnom i politikom plata. Postoji veći broj zemalja koje su u prošlosti ili sada ostvarivale dobre ekonomske rezultate (brz rast, nisku nezaposlenost, nisku inflaciju) primenom politike fleksibilnog (Poljska, Slovačka), ili fiksnog kursa