

5. Cene i devizni kurs

Rast cena u prva četiri meseca 2012. godine ubrzava, pre svega zbog porasta cena hrane, benzina i cigareta, dok je noseća inflacija i dalje stabilna. Međutim, međugodišnja stopa inflacije je veoma niska, pre svega zbog baznog efekta, tj. zbog poređenja sa visokim rastom cena u istom periodu prethodne godine. „Bazni efekat“ će uskoro biti potrošen, te od maja očekujemo rast međugodišnje stope inflacije. Na porast inflacije u narednim mesecima će uticati oštra depresijacija dinara, kao i značajna fiskalna ekspanzija tokom Q1 i aprila. Sa druge strane, niska agregatna tražnja i smirivanje cena energije i berzanskih roba (pre svega poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda) na svetskim tržištima će delovati dezinflatorno. Iako će u nastavku godine međugodišnja stopa inflacije rasti, ona će ukoliko ne bude većih eksternih šokova do kraja godine najverovatnije ostati jednocifrena, čak i uz eventualno podizanje stope PDV-a. Dinar snažno depresira od početka godine, a taj trend se ubrzava od sredine maja. Depresijacija je posledica visokog fiskalnog deficita, rastućeg deficita platnog bilansa i političkih nesigurnosti vezanih za formiranje nove vlade. Realni kurs takođe depresira, i sada je praktično „poništena“ cela realna apresijacija koja je trajala od sredine 2010. do sredine 2011. godine. Iako je depresijacija u principu povoljna za izvoznu konkurentnost, ona podiže troškove servisiranja duga za privredu koja je visoko evroizovana. Stoga nije očigledno da li depresijacija ima neto pozitivan efekat čak ni na poslovanje svih izvoznika.

Cene

U prva četiri meseca 2012. godine beležimo ubrzanje inflacije, iako je međugodišnja stopa rasta cena rekordno niska zbog baznog efekta. Porast cena u prva četiri meseci iznosi 2,6%, tj. 8,1% anualizovano. Ukoliko posmatramo period od februara do aprila, porast cena je još veći i iznosi 10,6% anualizovano. Radi poređenja, podsetimo da je inflacija u celoj drugoj polovini 2011. godine bila svega 0,2%, tj. oko 0,4% anualizovano. Ipak, u aprilu je međugodišnja stopa inflacije svega 2,7%. Razlog ovako niske stope međugodišnje inflacije je pre svega bazni efekat; naime, prošle godine u istom periodu zabeležena je izuzetno visoka inflacija (npr. porast cena u prva četiri meseca 2011. godine iznosio je čak 5,5%), pa je sada zbog poređenja sa ovako visokom bazom međugodišnja stopa inflacije vrlo niska.

Međugodišnja inflacija je bila u konstantnom padu od aprila prošle godine i sada se nalazi na donjoj granici ciljanog koridora NBS, ali će od maja ponovo krenuti da raste. Od maja će biti „potrošen“ bazni efekat, te će međugodišnja stopa inflacije svakako biti u porastu. Moguće je očekivati, mada ne i izvesno, da će i mesečne stope inflacije u nastavku ove godine biti više nego u drugoj polovini prethodne godine, verovatno na sličnom nivou kao u prvom kvartalu 2012. Višim stopama inflacije doprinosiće značajna depresijacija dinara koju beležimo od početka godine, kao i visok fiskalni deficit iz prva četiri meseca. Sa druge strane, cene energije i berzanskih roba (pre svega poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda) su u poslednjih nekoliko meseci uglavnom u padu na svetskim tržištima; dodatno, cene *fjučersa* ukazuju da će i do kraja godine ove cene ostati na nižem nivou nego početkom godine, a možda i padati i dalje. Ovakva dinamika kretanja cena energije i berzanskih roba je pre svega posledica povećanih rizika u globalnoj ekonomiji, moguće dalje eskalacije krize u Evrozoni i sporog oporavka ekonomije SAD. Na kraju, jednokratni skok inflacije u drugoj polovini godine može se očekivati usled eventualnog povećanja stope PDV, ali i povećanja administrativno kontrolisanih cena (struja, grejanja i dr.). Uzimajući u obzir sve navedene faktore, jasno je da ima dosta neizvesnosti oko kretanja inflacije u nastavku godine. Ipak, očekujemo da će ukoliko ne bude ekstremnih šokova (npr. kolaps evro zone usled krize suverenog duga) inflacija na kraju godine biti iznad gornje granice koridora NBS za decembar (ciljani koridor za decembar je 2,5% do 5,5%), ali i dalje jednocifrena.

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2007–2011

	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					
mar	133,4	4,7	1,9	1,2	8,0
jun	136,7	4,2	4,5	0,4	10,4
sept	140,3	7,7	7,2	1,3	10,9
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					
jan	154,4	5,6	0,1	0,1	1,2
feb	155,7	5,0	0,9	0,8	1,0
mar	157,4	3,4	2,0	1,1	8,4
apr	158,4	2,7	2,6	0,6	10,6

Izvor: RZS

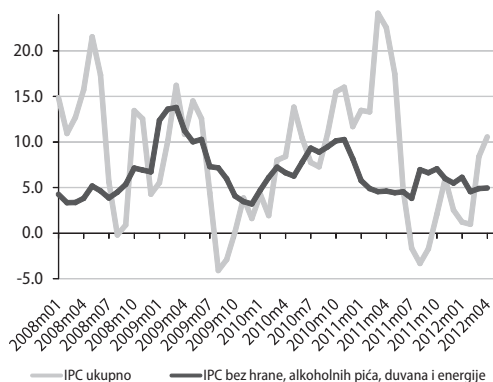
Porast cena u prva četiri meseca ove godine je pre svega rezultat poskupljenja prehrambenih proizvoda, kao i poskupljenja benzina i cigareta. Prehrambeni proizvodi su „zaslužni“ za 40% ukupne inflacije, pre svega zbog poskupljenja voća, kao i jaja i mlečnih proizvoda. Od ukupnog porasta cena u prva četiri meseca, 68% je zbog poskupljenja prehrambenih proizvoda, benzina i cigareta (Tabela T5-2).

Tabela T5-2. Srbija: izabrane komponente Indeksa potrošačkih cena i doprinos rastu inflacije

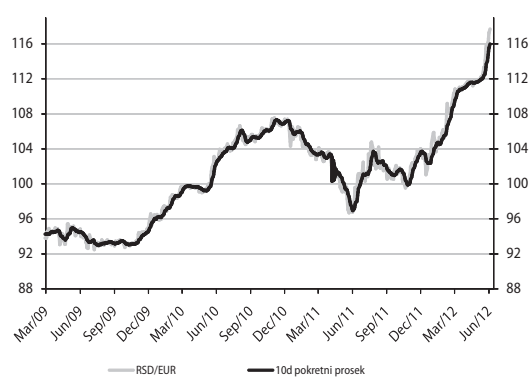
	učešće u IPC (u%)	porast cena u prva četiri meseca 2012. godine	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena od početka 2011. do maja	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena od maja do decembra 2011.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	2,6	2,6	7,1	7,1	-0,1	-0,1
Hrana i bezalkoholna pića	38,8	2,8	1,1	11,0	4,2	-4,1	-1,6
Hrana	35,0	3,0	1,1	11,4	3,9	-4,8	-1,7
Alkoholna pića i duvan	5,4	5,1	0,3	12,8	0,6	-1,4	-0,1
Duvan	4,0	5,8	0,2	16,0	0,6	-2,8	-0,1
Odeća i obuća	5,1	-0,2	0,0	-0,3	0,0	3,7	0,2
Stanovanje, voda struja	16,5	1,6	0,3	7,1	1,2	2,3	0,4
Električna energija	7,2	0,0	0,0	13,5	0,9	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,4	3,2	0,1	2,1	0,1	5,8	0,3
Zdravstvo	4,3	1,4	0,1	5,0	0,2	-0,4	0,0
Transport	10,5	6,7	0,7	6,0	0,6	3,1	0,3
Gorivo i mazivo	4,8	10,1	0,5	10,1	0,4	3,0	0,1
Komunikacije	4,1	-0,5	0,0	-1,8	-0,1	5,4	0,2
Ostalo	11,0		0,1		0,3		0,2

Izvor: RZS i proračun QM-a

Sa druge strane, noseća inflacije ostaje stabilna i relativno niska (Grafikon T5-3). U prva četiri meseca 2012 noseća inflacija iznosi 1,7%, odnosno 5,1% anualizovano. Glavni faktor niske noseće inflacije je slaba agregatna tražnja i niska privredna aktivnost. Međutim, nedavna depresijacija dinara bi mogla da dovede do određenog porasta noseće inflacije u narednih nekoliko meseci.

Grafikon T5-3. Srbija: IPC i noseća inflacija, analizovane stope, u %, 2008–2011

Izvor: RZS i proračun QM-a

Grafikon T5-5. Srbija: devizni kurs dinar/ euro, 2009 - 2012

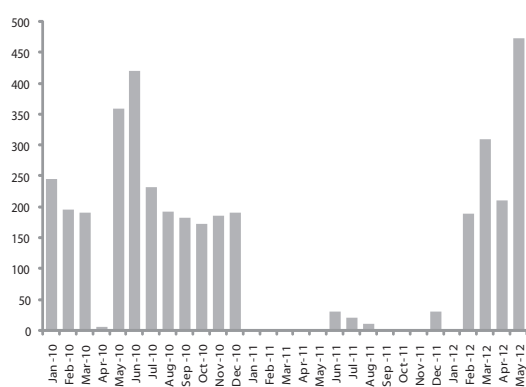
Izvor: NBS

Devizni kurs

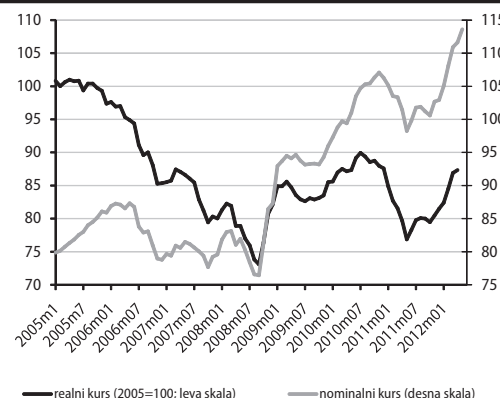
Dinar konstanto slabi prema evru od početka godine, posebno u prethodnih mesec dana, pa je tako nominalni kurs depresirao za skoro 15% od poslednje nedelje decembra do početka juna. Tokom prvog kvartala, kurs dinara prema evru je depresirao za 8%. Zatim je tokom aprila i početkom maja kurs bio uglavnom stabilan, da bi u drugoj polovini maja i početkom juna ponovo došlo do snažne depresijacije (Grafikon T5-4).

Posle pauze tokom većeg dela 2011. godine, NBS ponovo intenzivno interveniše na tržištu kako bi ublažila depresijaciju dinara. Od početka godine do početka juna NBS je iz deviznih rezervi prodala preko 1,2 milijarde evra. U maju je NBS ukupno prodala 473 miliona evra, što je najveća mesečna vrednost intervencija (Grafikon T5-6). Međutim, iako je depresijacija ublažena, ona nije zaustavljena.

Depresijacija dinara je posledica više faktora. Njoj doprinosi snažan rast fiskalnog deficita u prva četiri meseca 2012. godine, te povezano sa tim povećana potreba za finansiranjem deficita i amortizacije javnog duga. Ovo stvara nesigurnost kod nekih stranih investitora, pa neki od njih za sada odustaju od daljeg investiranja u državne hartije i kako bi zatvorili svoje pozicije u Srbiji kupuju evre, stvarajući time depresijacijski pritisak. Zatim, tekući deficit platnog bilansa je relativno visok već više meseci za redom (zbog pada izvoza, ali i nešto višeg izvoza koji je između ostalog posledica rasta uvoza energenata). Deficit tekućeg računa u Q1 iznosio je 1159 miliona evra, znatno više nego 760 miliona evra u Q1 prethodne godine. Za razliku od većeg dela prethodne godine kada je bio uglavnom u velikom plusu, u Q1 2012. godine je finansijski račun

Grafikon T5-5. Srbija: dnevni kurs dinar/ evro, 2009–2012

Izvor: NBS

Grafikon T5-6. Srbija: intervencije NBS, prodaja deviza, mesečni podaci, milioni evra, 2010–2012

Izvor: NBS

praktično uravnotežen (zbog odliva po osnovu otkupa grčkog udela u Telekomu, te mnogo nižeg priliva portfolio investicija nego u Q1 prethodne godine¹). Kao posledica višeg deficita tekućeg računa i vrlo skromnih neto priliva finansijskog računa, ukupni platni bilans je u deficitu, što takođe stvara značajne depresijacijske pritiske. Na kraju, politička nesigurnost oko formiranja nove vlade, kao i oko politike koju će ona da sprovodi², takođe povećava rizik za strane investitore u Srbiju, što takođe ima negativan uticaj na kurs. Povećanje referentne kamatne stope NBS i druge mere koje je NBS usvojila početkom jula, moglo bi da doprinesu, stabilizaciji dinara, pa čak i umerenom povećanju njegove vrednosti. Ipak, kretanje kursa dinara će suštinski zavisi od fiskalne politike u narednim godinama, ali i od faktora na koje vlada i NBS imaju relativno skromna uticaj. Jedna od najvažnijih determenanti kursa je priliv starnog kapitala u obliku stranih investicija i kredit, čija iznos zavisi kako od domaćih faktora (privredni ambijent), tako i od kretanja u EU i užem Regionu. Eventualan kriza u EU nepovoljno bi uticala na privredu Srbije kako po osnovu manjeg priliva kapitala, tako i po osnovu smanjenja tražanje za proizvodima iz Srbije.

Realni kurs dinara prema evru je od početka godine do aprila depresirao za oko 7,2%. Kada se pogleda nešto duži period, od maja 2011. do aprila 2012. godine realni kurs je depresirao za čak 13%, i time je u velikoj meri „poništena“ realna depresijacija koja je trajala od sredine 2010. do sredine 2011. godine (Grafikon T5-7). Realni kurs je sada otprilike na nivou iz prve polovine 2007. godine. Depresijacija kursa je u principu povoljna za izvoznost konkurentnost Srbije, međutim ona dovodi i do rasta troška servisiranja duga, kako za državu, tako i za privatni sektor. Većina izvoznika iz Srbije imaju dugove vezane za evro, a mnogi od njih imaju i uvoznost komponentu u svojim troškovima, tako nije sigurno da depresijacija kratkoročno ima pozitivan efekat čak ni na prihode većine izvoznika. U srednjem roku evekta deprecijacije je skoro izvesno pozitivna, jer u tom periodu preduzeća i građani mogu da promene svoje ponašanje, kako bi se prilagodili novim okolnostima.

Grafikon T5-7. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2005–2011

	Nominalni				Realni			USD/EUR ⁶⁾
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks ²⁾ (2005=100)	12-m indeks ³⁾	Kumulativ indeks ⁴⁾	Realni kurs ⁵⁾ (2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ⁴⁾	
mesečni kurs								
2006								
Decembar	78,7812	95,0	91,7	91,7	85,4	87,7	87,7	1,3210
2007								
Decembar	79,5669	96,0	101,0	101,0	80,0	93,8	93,8	1,4563
2008								
Mart	83,1319	100,3	102,8	104,5	81,9	93,7	102,4	1,5516
Jun	80,2460	96,8	98,9	100,9	77,0	89,5	96,2	1,5556
Septembar	76,4226	92,2	96,3	96,0	73,1	90,0	91,3	1,4387
Decembar	87,3002	105,3	109,7	109,7	82,1	102,6	102,6	1,3482
2009								
Mart	94,4951	114,0	113,7	108,2	85,6	104,4	104,2	1,3041
Jun	93,7408	113,1	116,8	107,4	82,9	107,7	101,0	1,4027
Septembar	93,2990	112,5	122,1	106,9	82,9	113,4	100,9	1,4554
Decembar	95,9833	115,8	109,9	109,9	85,5	104,1	104,1	1,4597
2010								
Mart	99,7048	120,2	105,5	103,9	87,5	102,3	102,4	1,3576
Jun	103,5079	124,8	110,4	107,8	89,2	107,5	104,3	1,2219
Septembar	105,4352	127,2	113,0	109,8	88,6	106,8	103,6	1,3043
Decembar	106,2771	128,2	110,7	110,7	87,6	102,4	102,4	1,3222
2011								
Mart	103,3352	124,6	103,6	97,2	81,5	93,2	93,1	1,3998
Jun	99,7960	120,4	96,4	93,9	78,3	87,8	89,4	1,4390
Septembar	101,2112	122,1	96,0	95,2	80,0	90,3	91,3	1,3767
Decembar	102,9332	124,1	96,9	96,9	81,5	93,0	93,0	1,3171
2012								
Januar	105,0385	126,7	99,9	102,0	82,4	97,1	101,1	1,2902
Februar	108,1038	130,4	104,4	105,0	84,5	102,2	103,7	1,3245
Mart	110,8994	133,7	107,3	107,7	86,9	106,5	106,6	1,3216
April	111,6258	134,6	110,0	108,4	87,3	109,6	107,2	1,3171
Maj	113,6014	137,0	115,6	110,4

Izvor: NBS, RZS i proračun QM-a

1 Za više detalja videti poglavlje 4 Platni bilans.

2 Poruke nekih političara da nam ne treba MMF, ili da nije potrebna iskalna konsolidacija doprinose rastu nepoverenja investitora u makroekonomske stabilnosti i fiskalnu održivost Srbije.