

## 5. Cene i devizni kurs

Inflacija je i u četvrtom kvartalu (Q4) 2011. godine bila veoma niska, te je tako na kraju godine međugodišnja stopa inflacije iznosila 7%. Dalje smanjivanje međugodišnje stope inflacije nastaviće se i u idućem periodu, pa bi na kraju prvog kvartala 2012. međugodišnja stopa mogla da padne na ispod 3,5%. Snažno usporavanje inflacije u drugoj polovini godine je u najvećoj meri posledica kretanja cena hrane, prvenstveno pada cena svežeg voća i povrća. S druge strane, noseća inflacija<sup>1</sup> je tokom većeg dela 2011. niska, dok u poslednjem kvartalu postoje indikacije da dolazi do njenog određenog ubrzanja. Nominalni kurs dinara je depresirao tokom većeg dela Q4, a depresijacija se nastavila i u januaru i februaru, pa je sredinom februara nominalni kurs dinara prema evru dostigao istorijski maksimum. Iako je ovo kretanje dovelo i do slabljenja realnog kursa, on se tek vratio na nivo iz druge polovine 2009. godine. Tako je uprkos ovom slabljenju, realni kurs još uvek jači od rekordno niskog nivoa koji je zabeležen polovinom 2010. godine. Slabljenje realnog kursa popravljja međunarodnu konkurentnost srpske privrede, ali ima i bitne negativne efekte, pre svega usled porasta troškova servisiranja javnog i privatnog duga, kao i mogućeg porasta inflacije.

### Cene

**U Q4 2011 i na početku 2012. inflacije je niska**

U Q4 2011. godine nastavljene su tendencije iz prethodna dva kvartala, pa je tako inflacija bila veoma niska. Porast cena tokom Q4 iznosio je svega 0,6%, odnosno 2,5% anualizovano. Podsetimo, u Q3 je zabeležena deflacija, tj. pad cena od -0,4%, a u Q2 inflacija od 1,2% (Tabela T5-1). Ipak zbog veoma visoke inflacije u prvom kvartalu godine (od čak 5,5%), inflacija za celu godinu iznosi 7,0%. Ovo je nešto iznad gornje granice ciljanog koridora NBS (koji za decembar 2011. godine iznosi 3% do 6%), ali ipak znatno ispod visokih 14,7% koliko je iznosila međugodišnja stopa inflacije u aprilu iste godine (QM je još tada, u broju 24, ukazivao da bi inflacija na kraju godine mogla biti ispod 8%).

**Očekuje se da će inflacija ostati na niskom nivou tokom prve polovine 2012. godine**

Međugodišnja stopa inflacije će nastaviti da pada i u narednih nekoliko meseci i svoj minimum će dostići najverovatnije u aprilu. Početkom 2012. godine možemo očekivati nešto veće mesečne stope inflacije od onih koje su zabeležene u drugoj polovini 2011. godine. S druge strane, porast cena u prvom kvartalu 2012. biće umanjen merama direktne kontrole cena (*Uredba o posebnim uslovima prometa određene robe* Vlade Republike Srbije, kojom se ograničavaju trgovačke marže na neke osnovne namirnice, važiće do polovine 2012. godine). Procenjujemo da ne bi bio dobar presedan da se produži važenje ove Uredbe – umesto mera direktne kontrole cena, poželjnije su mere koje bi dovele do povećanja konkurencije u distribuciji i maloprodaji robe. U svakom slučaju, početkom 2012. će, zbog baznog efekta, doći do daljeg smanjivanja međugodišnje stope inflacije. Procenjujemo da će međugodišnja stopa inflacije svoj minimum najverovatnije ostvariti u aprilu, kada će biti između 3% i 3,5%, tj. vrlo blizu donje granice ciljanog koridora NBS. Nakon toga će međugodišnja stopa inflacije ponovo blago rasti. S jedne strane, u drugoj polovini godine možemo očekivati povećanje stope inflacije kao posledicu depresijacije kursa dinara, mogućeg poskupljenja komunalnih usluga i drugih regulisanih cena, kao i eventualnog povećanja nekih poreskih stopa. S druge strane, eventualni porast inflacije će biti ublažen niskom domaćom tražnjom i generalno niskim nivoom aktivnosti privrede. Takođe, treba posmatrati kretanje cena poljoprivrednih proizvoda i energenata u nastavku godine: tokom februara 2012. godine dolazi do određenog porasta cena *fjučersa* za naftu (posledica povećanja napetosti oko Irana), dok *fjučersi* poljoprivrednih proizvoda generalno ukazuju da će cene tih proizvoda mirovati (ili čak padati) u nastavku godine. Uzimajući sve navedeno u obzir, možemo očekivati da će se u drugoj polovini 2012. godine međugodišnja stopa inflacije verovatno nalaziti u gornjoj polovini ciljanog koridora NBS, eventualno i nešto iznad gornje granice.

**U drugoj polovini godine očekuje se umereno povećanje inflacije**

<sup>1</sup> Po definiciji QM-a „noseću“ inflaciju čini indeks potrošačkih cena bez cena hrane, energije, alkoholnih pića i duvana. Učešće noseće inflacije u ukupnoj inflaciji je 41%. Noseća inflacija je po konceptu slična baznoj inflaciji koju prati NBS. Glavna razlika između noseće i bazne inflacije je ta što su iz noseće inflacije isključeni svi prehrambeni proizvodi, dok su iz bazne inflacije isključeni samo sveže voće i povrće.

**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*
<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>					
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
<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
sept	153,3	9,3	6,3	0,2	-1,7
okt	154,0	8,7	6,8	0,4	2,1
nov	155,3	8,0	7,7	0,9	6,0
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5

Izvor: RZS

Porastu cena u četvrtom kvartalu najviše je doprinelo poskupljenje usluga stanovanja (pre svega porast cena gasa i cena centralnog grejanja), koje su zaslužne za oko 38% ukupnog porasta cena. Osim toga, beležimo i poskupljenje odeće i obuće, koje je zaslužno za oko 28% ukupnog porasta cena. S druge strane, tokom Q4 mirovale su cene hrane, što je značajno doprinelo niskoj ukupnoj stopi inflacije (Tabela T5-2). Zanimljivo je podeliti 2011. godinu na dva perioda: od početka godine do maja i – od maja do kraja godine. U periodu od početka godine do maja, kumulativna inflacija je iznosila 7,1% (tj. čak 17,9% anualizovano). U tom periodu prehrambeni proizvodi su poskupeli za 11% i zaslužni su za skoro 60% ukupnog porasta cena (Tabela T5-2). Međutim, od maja pa do kraja godine beležimo praktično stagnaciju cena (preciznije, beležimo blagi pad, od -0,1%). Ovo je pre svega rezultat preokreta u kretanju cena hrane, koje su od maja do decembra pale za 1,6%, i time imale deflacioni doprinos. Ovakvo kretanje cena hrane u Srbiji je u skladu sa globalnim trendom koji beležimo tokom istog perioda (Grafikon T5-3).

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2011. 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	0,6	0,6	7,1	7,1	-0,1	-0,1
Hrana i bezalkoholna pića	37,8	-0,1	0,0	11,0	4,2	-4,1	-1,6
Hrana	34,1	-0,2	-0,1	11,4	3,9	-4,8	-1,7
Alkoholna pića i duvan	5,1	-0,9	0,0	12,8	0,6	-1,4	-0,1
Duvan	3,8	-1,6	-0,1	16,0	0,6	-2,8	-0,1
Odeća i obuća	6,0	3,2	0,2	-0,3	0,0	3,7	0,2
Stanovanje, voda struja	15,1	1,5	0,2	7,1	1,2	2,3	0,4
Električna energija	6,6	0,0	0,0	13,5	0,9	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,9	1,9	0,1	2,1	0,1	5,8	0,3
Zdravstvo	4,3	0,1	0,0	5,0	0,2	-0,4	0,0
Transport	11,0	1,0	0,1	6,0	0,6	3,1	0,3
Gorivo i mazivo	4,7	0,2	0,0	10,1	0,4	3,0	0,1
Komunikacije	3,5	0,2	0,0	-1,8	-0,1	5,4	0,2
Ostalo	12,3		0,1		0,3		0,2

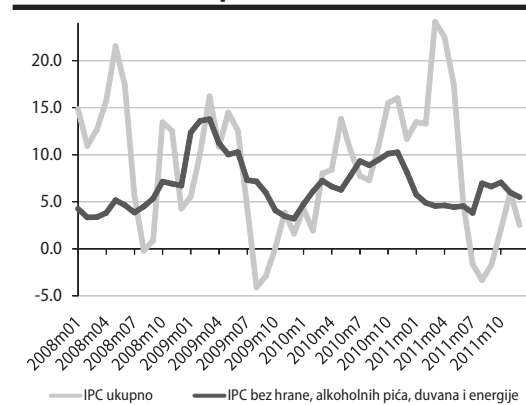
Izvor: RZS i proračun QM-a

**Grafikon T5-3. Svet: kretanje indeksa, Thomson Reuters/Jefferies CRB Foodstuffs, 2007–2011**



Izvor: RZS i proračun QM-a

**Grafikon T5-4. Srbija: IPC i noseća inflacija, analizovane stope, u %, 2008–2011**



Izvor: RZS i proračun QM-a

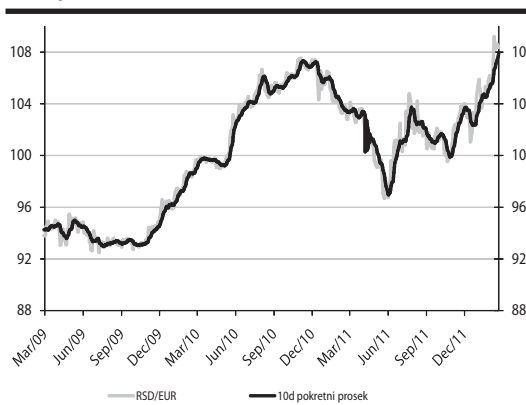
Noseća inflacija je tokom Q4 bila 1,3%, odnosno 5,5% anualizovano (Grafikon T5-4). Najveći doprinos nosećoj inflaciji dolazi od poskupljenja odeće i obuće. Iako je noseća inflacija i dalje relativno niska, u poslednjih nekoliko meseci beležimo određene indikacije da dolazi do njenog ubrzavanja. Naime, noseća inflacija je i u Q1 i u Q2 iznosila 1,1%, dok je u Q3 iznosila 1,6%, a u Q4 1,3%. Dodatno, desezonirane mesečne stope noseće inflacije takođe ukazuju na njeno blago ubrzavanje. Ovo ubrzavanje je bar delimično povezano sa depresijacijom kursa dinara. S druge strane, veoma niska domaća tražnja deluje dezinflatorno, što može ograničiti dalji rast noseće inflacije.

## Devizni kurs

**U poslednjem kvartalu 2011. i na početku 2012. dinar je značajno depresirao**

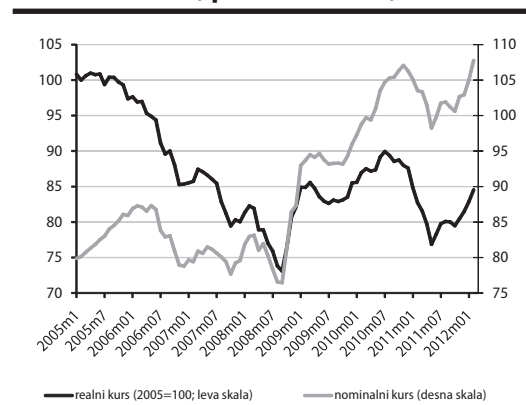
Dinar je u Q4 2011. godine nominalno depresirao prema evru, a taj trend se nastavio i pojačao i u prva dva meseca 2012. godine (Grafikon T5-5). Dinar je tokom Q4 nominalno depresirao prema evru za 3,4%, pa je tako pred kraj godine kurs iznosio 104,64 dinara za evro. Tokom prve polovine januara, kurs je bio uglavnom stabilan. Međutim, u drugoj polovini januara i prvoj polovini februara dolazi do nove epizode depresijacije dinara, pa za svega mesec dana – od 11. januara do 10. februara – dinar depresira za čak 5,3% prema evru. Tako je 10. februara nominalni kurs zabeležio rekordnu vrednost od 109,18 dinara za evro. Nakon toga dolazi do stabilizacije i vrlo blagog oporavka kursa dinara, delimično i zato što je NBS nekoliko puta intervenisala na međubankarskom tržištu. Naglo slabljenje dinara posledica je više činilaca, između ostalog: povećane potražnje za devizama zbog neuobičajeno visokog uvoza energije, aktiviranja „stop loss“ opcija, dinamike izdavanja državnih obveznica, i rasta makroekonomskih rizika.

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



Izvor: NBS

**Grafikon T5-6. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2005–2011**



Izvor: NBS, RZS i proračun QM-a

Potencijalni rizik za dodatno slabljenje kursa je uglavnom vezan sa eventualnim daljim povlačenjem kapitala iz Srbije bilo zbog moguće makroekonomske nestabilnosti u Srbiji, bilo zbog negativnih promena u spoljnom okruženju (npr. dalja eskalacija evropske krize duga, pooštavanje prudencijalnih normi evropskih banaka i zahteva za povećanu kapitalizaciju).

*... realna vrednost dinara i dalje je veća nego sredinom 2010. godine*  
*... ocenjujemo da su u aktuelenim okolnostima pozitivni efekti smanjenja realne vrednosti dinara, veći od negativnih*

Realni kurs dinara takođe depresira, ali je i dalje iznad rekordno niskog nivoa iz jula 2010. godine. Realni kurs dinara prema evru je tokom Q4 depresirao za 1,8% (Tabela T5-7). Procenjujemo da je nakon depresijacije nominalnog kursa u januaru i februaru realni kurs depresirao za još oko 3%. No, uprkos ovome, procenjujemo da je realni kurs dinara u februaru 2012. godine i dalje iznad nivoa na kom je bio krajem 2010. godine, a svakako iznad rekordno niskog nivoa iz jula 2010. godine. Realni kurs se sada vratio otprilike na nivo na kom je bio krajem 2009. godine (Grafikon T5-6). Slabljenje realnog kursa je povoljno sa stanovišta popravljavanja međunarodne konkurentnosti srpske privrede, posebno u uslovima pada tražnje na glavnim izvoznim tržištima. Međutim, slabljenje kursa ima i bitne negativne efekte koji se odražavaju, pre svega na porast troškova servisiranja javnog i privatnog duga, kao i na moguć porast inflacije.

**Tabela T5-8. Srbija: kretanje kursa evra, 2006–2011**

	Nominalni				Realni			USD/EUR <sup>6)</sup>
	Kurs <sup>1)</sup>	Bazni indeks <sup>2)</sup> (2005=100)	12-m indeks <sup>3)</sup>	Kumulativ indeks <sup>4)</sup>	Realni kurs <sup>5)</sup> (2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks <sup>4)</sup>	
<b>mesečni kurs</b>								
<b>2006</b>								
Decembar	78,7812	95,0	91,7	91,7	85,4	87,7	87,7	1,3210
<b>2007</b>								
Decembar	79,5669	96,0	101,0	101,0	80,0	93,8	93,8	1,4563
<b>2008</b>								
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
<b>2009</b>								
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
<b>2010</b>								
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
<b>2011</b>								
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
Oktobar	100,5981	121,3	94,6	94,7	79,5	89,5	90,7	1,3697
Novembar	102,6760	123,8	95,9	96,6	80,5	91,5	91,9	1,3562
Decembar	102,9332	124,1	96,9	96,9	81,5	93,0	93,0	1,3171
<b>2012</b>								
Januar	105,0385	126,7	99,9	102,0	..	..	..	

Izvor: NBS, Eurostat

1) Prosek meseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS.

2) Odnos kursa u prvoj koloni i proseka 2005. godine.

3) Odnos kursa u prvoj koloni prema istom periodu godinu dana ranije.

4) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prošle godine.

5) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evrozoni. Indeks je izračunat po formuli:  $RE = (NE/p) \times p^*$ , gde je: RE – indeks realnog kursa;

NE – indeks nominalnog kursa; p – indeks cena na malo u Srbiji;  $p^*$  – indeks rasta troškova života u evrozoni.

6) Prosek perioda.

Napomena: Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.