

5. Cene i devizni kurs

U prvom kvartalu 2018. cene su kumulativno porasle za 0,8% najvećim delom zbog sezonskog poskupljenja svežeg voća i povrća, ali je međugodišnja inflacija vidno usporila i u martu se spustila na 1,4% - što je ispod donje granice odstupanja od cilja NBS ($3 \pm 1,5\%$). Naglo usporavanje međugodišnje inflacije na početku 2018. bilo je i očekivano, budući da su iz njenog obračuna postepeno izlazila vanredno velika povećanja cena hrane i naftnih derivata u istom periodu prošle godine. Efekat visoke baze uticao je i na kretanje inflacije u aprilu – uprkos porastu cena u proseku za 0,4%, međugodišnja inflacija je u ovom mesecu dodatno smanjena i iznosila je 1%. Usporavanju ukupne inflacije u 2018. doprineli su slabi inflatorni pritisci što potvrđuje rekordno niska noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata), koja se od marta prvi put spustila ispod 1%. Niska i opadajuća inflacija i izraženi aprecijacijski pritisci na dinar ohrabрили su NBS da u martu i aprilu umanju referentnu kamatnu stopu sa 3,5% na 3%, što je u skladu s našim prethodnim preporukama i smatramo da je to bio adekvatan odgovor monetarne politike. U narednim mesecima očekujemo ubrzanje međugodišnje inflacije i njeno vraćanje u granice ciljanog intervala jer se iscrpljuje efekat visoke baze koji je od početka godine umanjivao ukupnu inflaciju (majski podaci to i potvrđuju), a određeni doprinos povećanju nivoa cena trebalo bi da daju i rast cena energenata praćen jačanjem američkog dolara, dalji rast domaće tražnje i nedavna relaksacija monetarne politike. U prvih pet meseci 2018. nastavljani su aprecijacijski pritisci na dinar, tako da je domaća valuta ojačala u prema evru za 0,3%. Dinar je u posmatranom periodu bio jedna od stabilnijih valuta u CIE, čemu je znatno doprinela i NBS čestim intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu – u januaru su ublažavani deprecijacijski pritisci prodajom 180 mln evra, a nakon toga i aprecijacijski pritisci kupovinom 785 mln evra. I realni kurs dinara ojačao je prema evru do aprila za 1,4%, prvenstveno zbog povećanog ulaganja stranih investitora u državne dužničke hartije od vrednosti i priliva stranih direktnih investicija. Međutim, izražena realna aprecijacija dinara u prošloj i ovoj godini nije bila u skladu s kretanjem produktivnosti domaće ekonomije i ozbiljno narušava cenovnu konkurentnost Srbije, što se odražava na rast spoljnotrgovinskog deficita u prethodnih nekoliko kvartala. Smatramo da bi NBS pri donošenju odluka o monetarnoj politici i intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu ubuduće morala više pažnje da obrati na ekonomski nepovoljan trend realnog kursa dinara.

Cene

Inflacija je od početka 2018. očekivano usporila, usled poređenja sa relativno visokom inflacijom u istom periodu prošle godine

Na kraju prvog kvartala 2018. godine međugodišnja inflacija spustila se ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije ($3 \pm 1,5\%$) i iznosila je 1,4% (Tabela T5-1). Naglo usporavanje inflacije na početku 2018. smo i očekivali, kao rezultat veoma niskog trenda rasta cena s kojim se ušlo u ovu godinu i činjenice da je bilo malo verovatno da će se ponoviti neka neuobičajeno velika poskupljenja iz prvog kvartala 2017. (pre svega cene hrane i naftnih derivata). Na kvartalnom nivou, cene su u Q1 kumulativno porasle za 0,8% (mesečno po 0,2-0,3%), ali je zbog efekta baze međugodišnja inflacija više nego prepolovljena u odnosu na nivo s kraja 2017. Posmatrano po grupama proizvoda, ključan doprinos inflaciji u Q1 dalo je sezonski uobičajeno poskupljenje svežeg voća i povrća, a u manjoj meri i porast cena duvanskih proizvoda (usled januarskog redovnog povećanja akciza) i naftnih derivata. Slični trendovi zabeleženi su i u aprilu – cene su u proseku porasle za 0,4%, ali je međugodišnja inflacija zapravo je smanjena na svega 1%, zbog poređenja sa prošlogodišnjim visokim rastom cene u istom periodu. Efekat visoke baze koji je od početka godine uslovljavao pad međugodišnje inflacije iscrpljen je u maju, tako da je u ovom mesecu došlo do očekivanog skoka nivoa cena i povratka ukupne inflacije u granice dozvoljenog odstupanja od cilja NBS (2,2%). Postoji nekoliko razloga zbog kojih se u nastavku 2018. može očekivati dodatno ubrzanje inflacije. Najpre, od juna do decembra 2017. zabeležena je prilično niska inflacija od 0,4% tako da bi efekat niske baze mogao donekle da pogura inflaciju naviše. In-

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2011-2018

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2011					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
2012					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
2015					
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
2016					
mar	183,5	0,6	0,4	-0,1	1,5
jun	184,4	0,3	0,9	0,1	2,0
sep	184,8	0,6	1,1	-0,6	0,9
dec	185,6	1,5	1,5	-0,2	1,8
2017					
jan	188,3	2,4	1,5	1,5	4,8
feb	189,6	3,2	2,2	0,7	8,2
mar	190,0	3,5	2,4	0,2	9,8
apr	191,5	4,0	3,2	0,8	7,0
maj	190,6	3,4	2,7	-0,5	2,1
jun	191,0	3,6	2,9	0,2	2,1
jul	190,2	3,2	2,5	-0,4	-2,7
avg	190,6	2,5	2,7	0,2	-0,2
sep	190,7	3,2	2,7	0,1	-0,6
okt	191,2	2,7	3,0	0,3	2,1
nov	191,1	2,8	3,0	-0,1	1,1
dec	191,2	3,0	3,0	0,1	1,1
2018					
jan	191,8	1,9	0,3	0,3	1,3
feb	192,4	1,5	0,6	0,3	2,7
mar	192,7	1,4	0,8	0,2	3,2
apr	193,5	1,0	1,2	0,4	3,6
maj	194,7	2,2	1,8	0,6	4,9

* Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je prosek mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu podignut na godišnji nivo).
Izvor: RZS.

Noseća inflacija je od početka 2018. takođe usporavala usled još uvek slabih inflatornih pritisaka, ali je u nastavku godine moguće očekivati njeno blago ubrzanje

Niska noseća inflacija i aprecijacijski pritisci na dinar u prethodnom periodu ohrabрили su Narodnu banku Srbije da u 2018. umanjí referentnu kamatnu stopu sa 3,5% na 3%

kraja 2016. godine) nominalno ojačala u odnosu na evro za 4,3%, što je više nego neutralisalo ionako nisku uvoznú inflaciju. Na sličan način je i nominalno jačanje dinara u odnosu na američki dolar u posmatranom periodu za 13,5% u najvećoj meri predupredilo preliivanje porasta svetskih cena energenata na domaće cene. Međutim, najnoviji podaci ukazuju na to da je u narednim mesecima moguće očekivati zaokret postojećih trendova, kako na strani tražnje tako i na strani ponude, i postepeni rast inflatornih pritisaka i noseće inflacije u Srbiji. U Q1 je zabeležen solidan realni rast privatne potrošnje od 3%, što predstavlja osetno povećanje u poređenju sa 2017. godinom (na godišnjem nivou 1,8%). Takođe, čini se da je i izraženi trend ekonomski štetne nominalne aprecijacije dinara u odnosu na evro trenutno zaustavljen, što uz primetno ubrzanje inflacije u Evrozoni može uticati na blago povećanje uvoznih cena. Istovremeno, od maja meseca beležimo oporavak vrednosti američkog dolara, zbog čega je realno očekivati da će se i porast svetskih cena nafte u prethodnom periodu sa određenim vremenskim pomakom ipak preliiti na troškove proizvodnje i samim tim na nivo domaćih cena. Na kraju, jačanju inflatornih pritisaka bi trebalo donekle da doprinese i dodatna relaksacija monetarne politike, budući da je NBS od početka godine u dva navrata umanjivala referentnu kamatnu stopu – ukupno za 0,5 p.p.

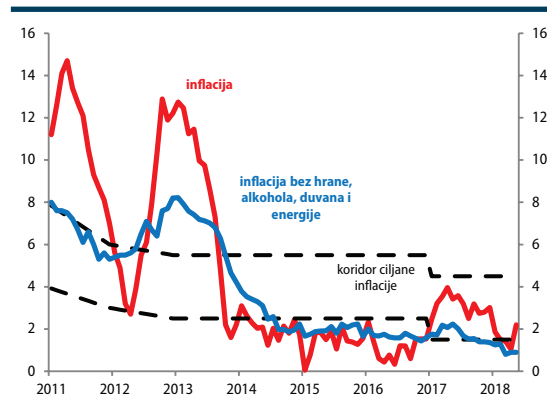
NBS je od početka 2018. godine smanjivala referentnu kamatnu stopu u dva navrata – u martu i aprilu – za po 25 baznih poena, sa 3,5% na 3% (Grafikon T5-3). Naime, noseća inflacija je od početka godine bila na rekordno niskom nivou od oko 1%, uz preovlađujuće aprecijacijske pritiske na dinar (deprecijacijski pritisci zabeleženi su samo u januaru). Kako bi sprečila preko-

flatornim pritiscima trebalo bi da doprinese i rast cena energenata u prethodnom periodu koji je sad pojačan jačanjem dolara, dalji rast domaće tražnje usled povoljnih kretanja na tržištu rada (delom i zbog povećanja zarada u državnom sektoru) i nešto ekspanzivnija monetarna politike NBS.

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) postepeno se smanjivala od početka 2018. (Grafikon T5-2), što je nastavak trenda iz druge polovine prošle godine. Naime, već u oktobru 2017. noseća inflacija se spustila ispod donje granice ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$), dok je od marta na rekordno niskom nivou – 0,8%, odnosno 0,9% u aprilu i maju. Procenjujemo da su osnovni faktori koji su uticali na usporavanje noseće inflacije u prethodnom periodu bili još uvek nedovoljno snažan oporavak domaće tražnje koji bi pojačao inflatorne pritiske, a tome je naročito doprinela izražena aprecijacija dinara u odnosu na evro i dolar. Domaća valuta je u poslednjih petnaest meseci (od

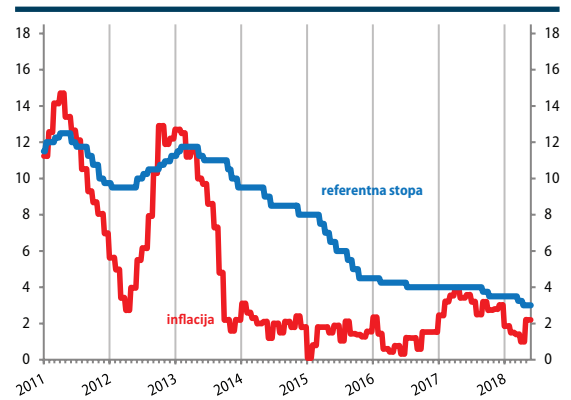
merno jačanje domaće valute u odnosu na evro, NBS je od februara do aprila intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu kupovinom 785 mln evra. To su i osnovni razlozi zbog kojih smo u prethodnom broju Kvartalnog monitora sugerisali da postoji prostor za dodatnu relaksaciju monetarne politike i stoga povoljno ocenjujemo odluku NBS da umanjí referentnu kamatnu stopu. Uzimajući u obzir najnoviju srednjoročnu projekciju inflacije Narodne banke Srbije, inflacija bi do kraja 2019. godine trebala da ostane relativno niska – ispod sredine ciljanog intervala (3%). Uprkos tome, ne sugerišemo dalju relaksaciju monetarne politike u narednih nekoliko meseci. Identifikovali smo nekoliko potencijalnih izvora ubrzanja inflacije do kraja godine, a sledeći koraci biće snažno opredeljeni uslovima u međunarodnom okruženju – pre svega kretanja svetskih cena nafte i hrane i normalizacije monetarnih politika američkog FED-a i Evropske centralne banke.

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2011-2018



Izvor: NBS i proračun QM-a

Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2011-2018

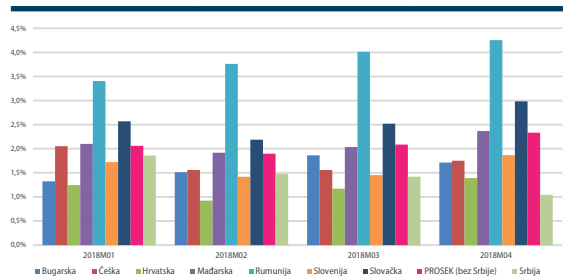


Izvor: NBS

Inflacija u Srbiji je od početka 2018. niža u odnosu na uporedive zemlje CIE

Od početka godine u većini zemalja CIE zabeleženo je postepeno ubrzanje međugodišnje inflacije, u proseku sa 2% na 2,3% (Grafikon T5-4). Posmatrano po pojedinačnim zemljama, međugodišnja inflacija u aprilu bila je iznad nivoa u Srbiji (1%) u čitavom regionu i kretala se između 1,4% u Hrvatskoj do čak 4,3% u Rumuniji. Sezonsko povećanje cena hrane i poskupljenje energenata uzrokovano kretanjem svetskih cena nafte su i u CIE bili među ključnim pokretačima inflacije od početka godine, ali je u mnogim zemljama takođe primetno postepeno jačanje inflatornih pritisaka usled snažnog rasta domaće tražnje. Tome doprinose veoma povoljna kretanja na tržištu rada i solidan rast domaće tražnje, a centralne banke Češke i Rumunije su već reagovala na ovakve trendove povećanjem referentnih kamatnih stopa. Imajući u vidu da je nastavljen dinamičan rast zarada u ovim zemljama, vrlo je moguće da će do kraja 2018. doći do dodatnog monetarnog zatezanja. S druge strane, Srbija tek polako hvata priključak s regionom kad je reč o osnovnim makroekonomskim pokazateljima – po realnom rastu BDP-a i privatne potrošnje, kao i rastu zaposlenosti i zarada još uvek zaostajemo. Posledično, ukupna i bazna inflacija su ispod nivoa u CIE i ne isključujemo mogućnost dodatne relaksacije monetarne politike u narednom periodu, suprotno tendencijama u regionu.

Grafikon T5-4. Međugodišnja Inflacija u Srbiji i izabranim zemljama CIE u 2018. godini



Izvor: Eurostat, RZS i proračun QM-a

U prvom kvartalu 2018. zabeležena je umerena inflacija od 0,8% uglavnom zbog povećanja cena hrane i duvanskih proizvoda

U Q1 2018. godine zabeležena je umerena inflacija od 0,8% (Tabela T5-4), zahvaljujući porastu nivoa cena u januaru i februaru za po 0,3% i martovskoj inflaciji od 0,2%. Posmatrano po grupama proizvoda, najveći doprinos inflaciji u Q1 dalo je povećanje cena hrane za 2,3% (doprinos 0,7 p.p.), prvenstveno zahvaljujući sezonskom poskupljenju svežeg povrća za 9% (doprinos 0,4 p.p.) i svežeg voća za 9,5% (doprinos 0,2 p.p.). Pored toga, porasle su i cene duvanskih proizvoda za

4,1% (doprinos 0,2 p.p.) usled redovnog povećanja akciza u januaru i naftnih derivata za 1,4% (doprinos 0,1 p.p.). U suprotnom smeru delovalo je sezonsko sniženje odeće i obuće za 3,7% (doprinos -0,2 p.p.), dok se cene ostalih proizvoda nisu bitnije menjale – što je potvrda preovlađujuće slabih inflatornih pritisaka od početka godine. O tome svedoči i pad noseće inflacije (merene indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) u Q1 za 0,4%. Ukoliko posmatramo tromesečni anualizovani prosek, koji je u Q1 iznosio 3,2% (Tabela T5-1), ne može se reći da je inflacija u posmatranom periodu bila izrazito niska. Međutim, zbog već objašnjene efekta baze, u Q1 je registrovano prilično oštro smanjenje međugodišnje inflacije – sa 3% u decembru 2017. godine na 1,4% u martu.

U aprilu i maju došlo je do blagog ubrzanja inflacije (0,4% i 0,6%, respektivno), usled porasta cena ograničenog broja proizvoda

U aprilu je zabeležena umerena inflacija od 0,4% (Tabela T5-4), zahvaljujući porastu cena istih grupa proizvoda koje su i tokom Q1 presudno uticale na kretanje inflacije. Cene hrane porasle u proseku za 0,7% (doprinos nešto preko 0,2 p.p.), što se praktično u celosti može pripisati poskupljenju svežeg povrća za 4,2% (doprinos gotovo 0,2 p.p.). Nastavilo se i postepeno povećanje cena naftnih derivata, koje je u aprilu iznosilo 1,1% (doprinos gotovo 0,1 p.p.), a došlo je i do sezonski uobičajenog poskupljenja odeće i obuće za 2,1% (doprinos 0,1 p.p.). Promene cena ostalih grupa proizvoda bile su zanemarljivo male i međusobno se potiru. Inflacija merena tromesečnim anualizovanim prosecima je u aprilu ubrzala na 3,6%, ali je zbog efekta visoke baze nastavljeno smanjenje međugodišnje inflacije na nivo od 1%. Međutim, u maju je efekat baze koji je u prethodnom delu 2018. doprinosio padu međugodišnje inflacije promenio smer delovanja. U ovom mesecu je zabeležena inflacija od 0,6%, uglavnom zbog porasta cena svežeg povrća za 6,6% (doprinos 0,4 p.p.) i naftnih derivata za 2,8% (doprinos 0,2 p.p.). S obzirom na to da je u maju prošle godine zabeležen pad nivoa cena za 0,5%, međugodišnja inflacija je više nego udvostručena u odnosu na aprilski nivo i iznosila je 2,2%.

Tabela T5-5. Srbija: izabrane komponente IPC i doprinos rastu inflacije

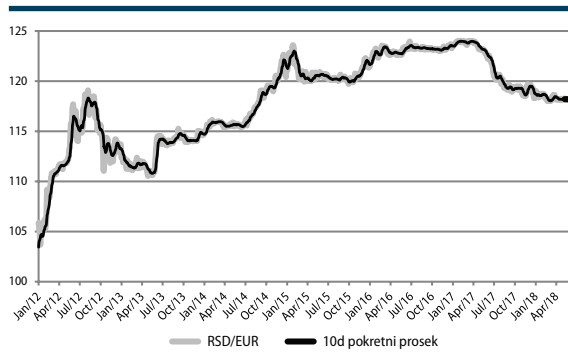
	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q1 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u aprilu 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u maju 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,6
Hrana i bezalkoholna pića	32,8	2,3	0,7	0,7	0,2	1,2	0,4
Hrana	29,2	2,3	0,7	0,7	0,2	1,3	0,4
Alkoholna pića i duvan	7,4	2,9	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0
Duvan	4,7	4,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,5	-3,7	-0,2	2,1	0,1	0,4	0,0
Stanovanje, voda struja	13,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Električna energija	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Zdravstvo	5,0	0,5	0,0	0,1	0,0	0,4	0,0
Transport	12,9	0,5	0,1	0,6	0,1	1,4	0,2
Goriva i maziva	5,8	1,4	0,1	1,1	0,1	2,8	0,2
Komunikacije	5,0	-0,7	0,0	0,4	0,0	-0,5	0,0
Ostalo	14,3		0,0		0,1		0,0

Izvor: RZS i proračun QM-a

Devizni kurs

Dinar je u Q1 zadržao gotovo istu vrednost u odnosu na evro, dok je u odnosu na američki dolar nominalno ojačao za oko 3%

Nakon sezonski uobičajenih deprecijacijskih pritisaka u januaru 2018. godine, koje je NBS ublažila prodajom evra na međubankarskom deviznom tržištu u ukupnom iznosu od 180 mln evra, nastavljen je trend blagog jačanja domaće valute u odnosu na evro (Grafikon T5-6). Na kraju marta, dinar je nominalno ojačao prema evru za 0,1% u odnosu na kraj 2017. godine, dok je aprecijacija na nivou proseka kvartala bila nešto veća i iznosila je 0,6%. Jačanje dinara je u februaru i martu moglo da bude još izraženije, ali su aprecijacijski pritisci prilično ublaženi intervencijama NBS na međubankarskom deviznom tržištu (kupljeno ukupno 580 mln evra). Ključni faktori koji su u Q1 potpomogli jačanje domaće valute jesu blago međugodišnje povećanje priliva stranih direktnih investicija, ali i snažan neto priliv portfolio investicija od oko 330 mln evra – prvenstveno

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2012-2018

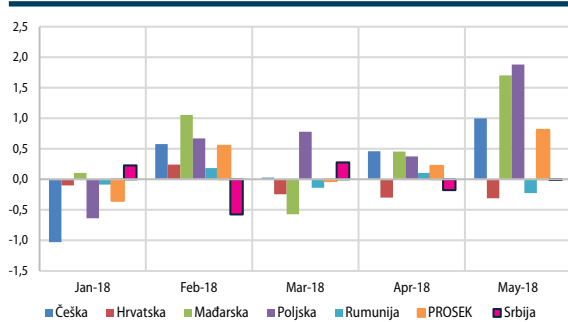
Izvor: NBS

Nastavak trenda blage aprecijacije dinara u odnosu na evro tokom aprila i maja, ali i oštar zaokret u kretanju kursa dinara prema američkom dolaru

Osnovni činioci koji su tokom Q1 uslovljavali aprecijacijske pritiske na dinar bili su prisutni i tokom aprila i maja, tako da je dinar nominalno ojačao u odnosu na evro za dodatnih 0,2% - uprkos tome što je NBS u posmatranom periodu kupila još 205 mln evra na međubankarskom deviznom tržištu. Od početka godine vrednost dinara u odnosu na evropsku valutu osciluje u relativno uskom koridoru između 118 i 118,5 dinara za evro, a NBS je sprečavala veće dnevne oscilacije kursa u prvih pet meseci 2018. godine kupovinom 785 mln evra i prodajom 180 mln evra. Međutim, finansijska tržišta su snažno reagovala na političku krizu u Italiji zbog čega je tokom maja meseca evro zabeležio osetan pad u odnosu na američki dolar, a to se automatski odrazilo i na slabljenje dinara u odnosu na američku valutu – ukupno za 5,4% u odnosu na kraj Q1. Nastavak trenda jačanja američkog dolara mogao bi imati nekoliko važnih posledica za Srbiju. Najpre, prošlogodišnje slabljenje dolara je u dobroj meri amortizovalo porast svetskih cena nafte, koji se do sada nije potpuno preneo na kretanje domaćih cena. U slučaju da se majsko jačanje dolara nastavi u narednim mesecima to bi svakako doprinelo jačanju inflatornih pritisaka u Srbiji, a to već potvrđuju nedavno najavljena poskupljenja naftnih derivata. Izraženo jačanje dolara bilo bi i fiskalni rizik, jer bi uticalo na povećanje budžetskih troškova za kamate i porast javnog duga izraženog u procentima BDP-a, uprkos prilično povoljnim fiskalnim kretanjima u dosadašnjem delu 2018. godine.

Dinar je od početka 2018. godine bio jedna od najstabilnijih valuta (uz rumunski lev) u poređenju sa zemljama CIE sa fleksibilnim režimom deviznog kursa

U prvih pet meseci 2018. godine dinar je nominalno ojačao prema evru za svega 0,3%, dok je volatilnosti valuta drugih zemalja CIE sa istim režimom deviznog kursa uglavnom bila izraženija (Grafikon T5-7). Tako je hrvatska kuna do kraja maja ojačala u odnosu na evro za 0,7%, dok su deprecirale češka kruna za 1%, mađarska forinta za 2,8% i poljski zlot za 3,1%. Uprkos tome što su valute nekih zemalja nominalno oslabile prema evru od početka godine, zbog veće inflacije nego u Evrozoni ceo region CIE uglavnom i dalje karakteriše trend realne aprecijacije nacionalnih valuta – uključujući i Srbiju. Zaključno sa aprilom, u realnom iznosu najviše je ojačala hrvatska kuna (za 2%), a zatim dinar (1,4%), češka kruna (1,3%), mađarska forinta (1,2%) i rumunski lev (0,65), pri čemu je jedino poljski zlot realno blago deprecirao (0,1%).

Grafikon T5-7. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama

Izvor: Eurostat, NBS, proračun QM-a

Napomena: prirast označava deprecijaciju.

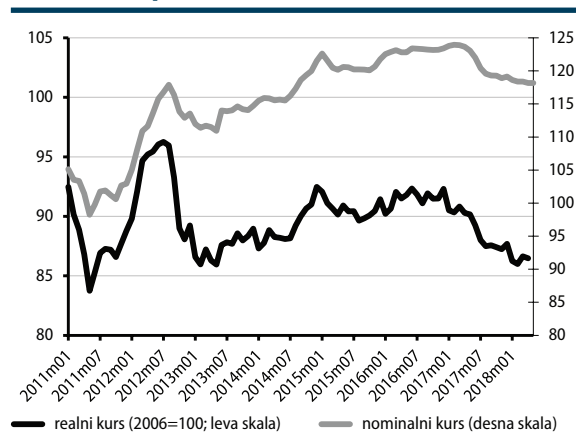
Za razliku od nekih zemalja CIE u kojima je realna aprecijacija nacionalnih valuta čvrsto potkovan makroekonomskim fundamentima u Srbiji to nije slučaj

zbog ulaganja stranih investitora u državne dužničke hartije od vrednosti. S obzirom na to da je istovremeno evro ojačao u odnosu na američki dolar i švajcarski franak, jačanje dinara u odnosu na ove valute bilo je još izraženije – što se dešavalo i tokom većeg dela 2017. godine. U odnosu na američki dolar, dinar je tokom Q1 ojačao za dodatnih 3,1% (na nivou proseka kvartala za 4,7%), nakon jačanja tokom 2017. godine za čak 15,4%. Slično, u odnosu na švajcarski franak, domaća valuta je ojačala za dodatnih 0,6% (na nivou proseka kvartala za 0,2%), nakon prošlogodišnje aprecijacije od gotovo 12%.

Realna aprecijacija dinara u prvih pet meseci 2018. za 1,3% samo je nastavak trenda koji je bio prisutan praktično u čitavoj 2017. godini, kad je dinar realno ojačao prema evru za oko 5%. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara nije bio na ovom nivou još od početka 2013. godine (Grafikon T5-8). Izražena realna aprecijacija domaće valute nije nužno loša ukoliko ima podršku u drugim makroekonomskim trendovima, a kao dobra ilustracija takve situacije može da posluži pri-

mer Češke. Naime, realno jačanje češke krune u odnosu na evro u prethodnom periodu (5,9% u 2017. godini i dodatnih 1,3% u dosadašnjem delu 2018.) sasvim je uporedivo s kretanjem realnog kursa dinara. S obzirom na to da je češka privreda istovremeno ostvarila snažan rast produktivnosti rada zahvaljujući rastu investicija u modernizaciju proizvodnih kapaciteta, automatizaciju i robotizaciju proizvodnih procesa, realno jačanje krune nije se negativno odrazilo na konkurentnost češke ekonomije i otvaranje spoljnih neravnoteža. Međutim, realna aprecijacija dinara je po svemu sudeći dominantno posledica kretanja na finansijskim tržištima i priliva kapitala koji za sada ne dovodi do značajnijeg povećanja produktivnosti rada u Srbiji. Najnoviji

Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2011-2018



Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a
Napomena: porast predstavlja deprecijaciju

podaci ukazuju na skroman rast produktivnosti rada u Q1 od 1,6%, kao i da je ukupna produktivnost rada ispod nivoa u 2014. godini – a u međuvremenu je dinar realno ojačao gotovo za 3%. To ima za posledicu pogoršanje cenovne konkurentnosti srpske privrede u odnosu na zemlje Evropske unije, koje su naši najvažniji trgovinski partneri, što potvrđuju i trendovi u spoljnoj trgovini u poslednjih nekoliko kvartala. Na primer, u Q1 spoljnotrgovinski deficit iznosio je preko 900 mln evra, što je za više od 200 mln evra iznad nivoa zabeleženog u istom periodu 2017. Zbog toga smatramo da bi NBS pri donošenju odluka o monetarnoj politici u narednom periodu morala više pažnje da obrati na kretanje realnog deviznog kursa, što do sada nije bio slučaj.