

## 5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u Q2 i julu kretala ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banka Srbije i na kraju jula je iznosila 2%. Najznačajniji doprinos niskoj inflaciji dali su rast cena hrane koji je bio niži od očekivanog (u velikoj meri zahvaljujući padu cena neprerađene hrane koji je uticao i na cene prerađene hrane), kao i niska domaća tražnja i stabilan kurs dinara sve do kraja Q2. U julu je zabeležena slaba deflacija, na koju je u najvećoj meri takođe uticao pad cena sirovina u prehrambenoj industriji, iako je u istom mesecu došlo i do blage depresijacije kursa dinara, koja se najviše odražava na rast noseće inflacije (iz koje su isključene cene hrane, energenata, alkoholnih pića i duvana). Do kraja godine se očekuje da će se inflacija vratiti u granice koridora, u velikoj meri zbog efekta niske baze iz prethodne godine. Do značajnijih promena inflacije neće doći, budući da se očekuje da će faktori koji najviše utiču na promenu inflacije biti pod kontrolom. Devizni kurs, kao jedan od značajnih faktora, je već depresirao (u julu i avgustu) ali procenjujemo da NBS neće dozvoliti da se on u većoj meri menja, budući da je i u prethodnom periodu pokazala spremnost da u znatnoj meri vrši intervencije u cilju sprečavanja veće depresijacije kursa. Drugi značajan faktor koji će uticati na stabilnost inflacije je niska domaća tražnja, čije smanjenje se očekuje u narednom periodu kao posledica mera fiskalne konsolidacije (smanjenje penzija i plata u javnom sektoru). Ulazak u recesiju će takođe delovati deflaciono. Kretanje kursa dinara tokom Q2 i jula i avgusta meseca su u znatnoj meri pod uticajem globalnih faktora, mada je tokom celog perioda kurs dinara znatno više depresirao od valuta drugih država u regionu sa sličnim režimima deviznog kursa. Rast nepoverenja investitora u ekonomsku politiku Vlade u znatnoj meri doprinele slabljenju dinara. Realna depresijacija u julu i avgustu je poništila apresijaciju s početka godine, i ovakva umerena depresijacija dinara deluje na poboljšanje konkurentnosti privrede uz prihvatljive troškove na strani inflacije (koja je ionako niska) i troškova servisiranja kredita.

### Cene

*Inflacija izrazito niska i u Q2 i u julu kreće se ispod donje granice cilja NBS*

Od početka godine, međugodišnja inflacija je na niskom nivou, a od marta je pala ispod donje granice ciljanog koridora NBS, gde je i nastavila da se kreće u celom Q2 i tokom jula meseca (Tabela T5-1). Relativno dug period niske inflacije za prilike u Srbiji, pratila je i najniža međugodišnja inflacija (1,2%) u proteklih pet decenija,<sup>1</sup> koja je zabeležena u junu mesecu. Rast cena u Q2 niži je od očekivanog (najviše zbog niskog rasta cena neprerađene hrane), dok je jul obeležila slaba deflacija (zbog pada cena neprerađene hrane, prvenstveno povrća). Doprinos niskoj inflaciji dali su nepostojanje većih troškovnih pritisaka u proizvodnji, niska agregatna tražnja, pad inflacionih očekivanja i relativna stabilnost kursa dinara (sve do jula meseca), niska uvozna inflacija, kao i sporo ublažavanje restriktivnosti monetarne politike (referentna kamatna stopa iznosi relativno visokih 8,5%). Za isti period, od marta do jula, noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkohola, duvana i energenata) kretala se oko donje granice koridora NBS, sa povremenim izlascima ispod granične vrednosti, gde se i trenutno nalazi (podatak za jul). Noseća inflacija se takođe nalazi na najnižem nivou u dužem vremenskom periodu (Grafikon T5-2). Povratak međugodišnje inflacije u granice cilja očekuje se u Q4, kada bi trebalo doći do iščezavanja deflacionih pritisaka po osnovu cena hrane, mada će niska agregatna tražnja ostati glavni deflacioni faktor. Na rast inflacije će delovati, sa pomakom od 1-2 meseca, deprecijacija dinara kao i moguće povećanje cena energenata (gasa i električne energije). Do juna 2013. je trajao period sa relativno visokim vrednostima mesečne inflacije, dok je od jula do decembra prosečna mesečna inflacija bila negativna i iznosila -0,1%. Usporavanje ekonomske aktivnosti delovaće deflaciono, dok će mere fiskalnog prilagođavanja dodatno uticati na smanjenje agregatne tražnje, a tako i na stabilnost cena; očekuje se da će julska i avgustovska depresijacija dinara delovati inflaciono u narednom periodu. Do kraja godine ne očekuje se da će doći do značajnijih promena inflacije. Faktori koji u najvećoj meri mogu uticati na promenu stope rasta cena su: devizni kurs, do čije je depresijacije već došlo, ali je i u prethodnom periodu Narodna banka

<sup>1</sup> Izveštaj o inflaciji NBS, avgust 2014.

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2008–2014**

|             | Indeks potrošačkih cena               |                      |                                     |              |  |
|-------------|---------------------------------------|----------------------|-------------------------------------|--------------|--|
|             | Bazni indeks<br>(prosek 2006<br>=100) | međugodišnji<br>rast | kumulativ<br>(od početka<br>godine) | mesečni rast | 3m pokretne<br>sredine,<br>anualizovano* |
| <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> |                                       |                      |                                     |              |  |
| dec         | 144,2                                 | 10,2                 | 10,2                                | 0,3          | 11,7                                     |
| <b>2011</b> |                                       |                      |                                     |              |  |
| dec         | 154,3                                 | 7,0                  | 7,0                                 | -0,7         | 2,5                                      |
| <b>2012</b> |                                       |                      |                                     |              |  |
| 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                                     |
| dec         | 173,1                                 | 12,2                 | 12,2                                | -0,4         | 9,9                                      |
| <b>2013</b> |                                       |                      |                                     |              |  |
| mar         | 175,1                                 | 11,2                 | 1,2                                 | 0,0          | 4,7                                      |
| jun         | 178,2                                 | 9,7                  | 2,9                                 | 1,0          | 7,3                                      |
| sep         | 177,3                                 | 4,8                  | 2,4                                 | 0,0          | -2,0                                     |
| dec         | 176,9                                 | 2,2                  | 2,2                                 | 0,2          | -0,9                                     |
| <b>2014</b> |                                       |                      |                                     |              |  |
| jan         | 179,5                                 | 3,1                  | 1,5                                 | 1,5          | 4,4                                      |
| feb         | 179,7                                 | 2,6                  | 1,6                                 | 0,1          | 7,5                                      |
| mar         | 179,1                                 | 2,3                  | 1,2                                 | -0,3         | 5,1                                      |
| apr         | 180,1                                 | 2,0                  | 1,8                                 | 0,6          | 1,4                                      |
| maj         | 180,2                                 | 2,1                  | 1,9                                 | 0,1          | 1,1                                      |
| jun         | 180,4                                 | 1,2                  | 2,0                                 | 0,1          | 2,9                                      |
| jul         | 180,2                                 | 2,0                  | 1,9                                 | -0,1         | 0,2                                      |

\* 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 i dignut na godišnji nivo).  
Izvor: RZS.

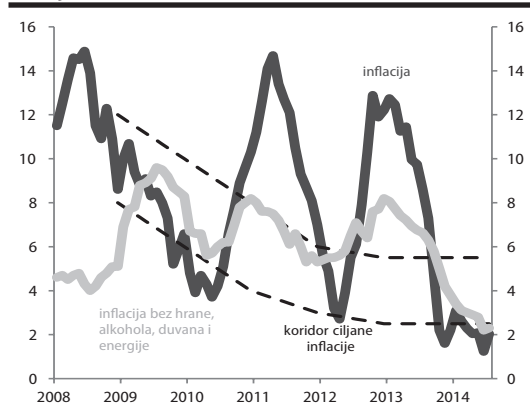
*Postepeno ublažavanje  
restriktivnosti  
monetarne politike od  
strane NBS*

Srbije pokazala spremnost da „brani“ kurs od prevelikih odstupanja, čak i po cenu znatnijeg smanjenja deviznih rezervi; drugi faktor koji u velikoj meri deluje na inflaciju je smanjenje domaće tražnje, do koje će izvesno doći usled očekivanog smanjenja plata i penzija (mere fiskalne konsolidacije).

Mere Narodne banke Srbije nisu bile u najboljoj meri sinhronizovane sa kretanjem inflacije u proteklih godinu dana. Od kada se u septembru 2013. inflacija vratila u granice ciljanog koridora, došlo je do skromnog smanjenja referentne kamatne stope, sa visokog nivoa od 11%, koji je u proteklih godinama odgovarao periodima sa inflacijom od preko 10% (Grafikon T5-3) na još uvek visokih 8,5% u junu 2014, iako je inflacija na rekordno niskom nivou, bez izgleda za

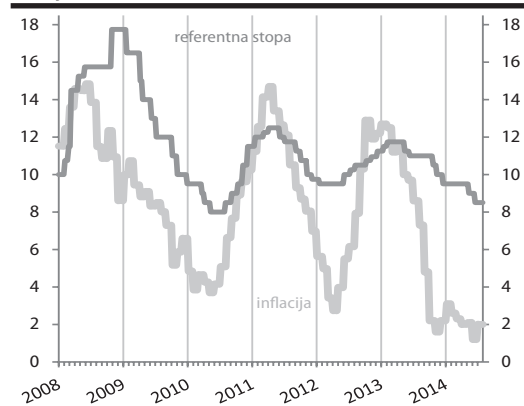
značajniji rast, a privreda se nalazi u stagnaciji ili na granici recesije. Tokom Q2 došlo je do dva smanjenja referentne kamatne stope za po 50 baznih poena, na sednicama izvršnog odbora NBS u maju i junu (na 9 i 8,5% respektivno). Deficit tekućeg računa je stabilizovan na visokom nivou od oko 5% BDP, a jačanje realan vrednosti dinara tokom prve polovine godine je sigurno doprinelo usporavanju rasta izvoza i ubrzanju rasta uvoza. Objašnjenje za sprovođenje restriktivnije monetarne politike od one koja bi bila primerena uslovima trenutne niske inflacije može se naći u strukturnim neravnotežama u privredi Srbije (visok fiskalni i spoljnotrgovinski deficit, visok nivo loših kredita u privredi)<sup>2</sup>, koje mogu da ugroze makroekonomsku stabilnost. Neodlučnost Vlade da primeni oštrije mere fiskalne konsolidacije, odlaganje najavljenih mera izaziva nepoverenje investitora, koje se najpre ispoljava na deviznom tržištu, da bi se potom prelilo i na inflaciju.

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2008–2014**



Izvor: NBS i proračun QM-a

**Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2014**



Izvor: NBS

## 5. Cene i devizni kurs

**Niska inflacija u Q2 i deflacija u julu 2014.**

Ukupna inflacija u Q2 i julu mesecu iznosila je 0,6% (pojedinačno: 0,8% u Q2 i -0,1% u julu). Posmatrano od početka godine – nakon jednokratnog rasta inflacije u januaru (uslovljenog sezonskim rastom cena hrane i povećanja posebne stope PDV-a i akciza), usledio je period niske mesečne inflacije u Q1 i Q2, kao i povremeno niske deflacije – u martu i julu mesecu (Tabela T5-1). Najveći doprinos inflaciji u Q2 dao je rast cena hrane (rast od 1,5%, odnosno doprinos od 0,5pp) i telekomunikacionih usluga (rast od 0,1%, doprinos 0,1pp) (Tabela T5-4), a u aprilu pad cena hrane (-1,8%, doprinos -0,6pp) i rast cena goriva (1,2%, doprinos 0,1pp). Cene neprerađene hrane porasle su u Q2 za 4,9%, od toga su cene voća doprinele inflaciji sa 0,4pp a cene svežeg mesa 0,3pp. Zbog dobre poljoprivredne sezone u zemlji i inostranstvu izostalo je sezonski očekivano povećanje cene povrća, čija cena je nastavila sa padom i tokom jula. Cene prerađene hrane, zahvaljujući padu cena sirovina bile su u padu u Q2 (sve kategorije proizvoda osim mleka i mlečnih proizvoda), a sličan trend se nastavio i u julu mesecu. Rast cena industrijskih proizvoda bez hrane i energije u Q2 je izostao, što je posledica niske agregatne tražnje. Nijedna kategorija cena iz ove grupe nije dala značajan doprinos (pozitivan ili negativan) ukupnoj inflaciji u Q2 i u julu mesecu. Cene usluga u Q2 povećane su za 1,6%, dok najveći doprinos ukupnoj inflaciji potiče od rasta cena turističkih aranžmana, a u manjoj meri i od promene cena komunalno-stambenih usluga i zanatskih usluga. Regulisane cene su u Q2 povećane za 0,2% (komunalno-stambene usluge i lekovi), a posmatrano međugodišnje, rast ovih cena usporava se iz meseca u mesec i trenutno iznosi oko 10%. Od početka godine ove cene su povećane za 3,2% (posledica prilagođavanja višoj stopi PDV-a i povećanja akciza) dok se u drugoj polovini godine očekuje viši rast ove grupe cena, pre svega po osnovu očekivanog poskupljenja energenata, koje je već otpočelo u julu mesecu. Takođe, u narednim mesecima očekuje se uticaj povećanja cena telekomunikacionih usluga na rast inflacije (od septembra). Poplave u maju nisu u većoj meri uticale na cene, što je rezultat niske tražnje, ali i pada cena primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu, što će usloviti i da troškovni pritisci u proizvodnji hrane ostanu niski i do kraja godine. Mogućnost bescarinskog uvoza većine poljoprivrednih proizvoda iz EU od ove godine takođe umanjuje pritiske na rast cena hrane u uslovima smanjene ponude na domaćem tržištu.

**Ukupna i noseća inflacija su na relativno niskom nivou**

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

|                                  | učešće u IPC (u%) | porast cena u Q2 2014. | doprinos ukupnom porastu (procentni poeni) | porast cena u julu 2014. | doprinos ukupnom porastu (procentni poeni) |
|----------------------------------|-------------------|------------------------|--|--------------------------|--|
| Ukupno                           | 100,0             | 0,7                    | 0,7  | -0,1                     | -0,1                                       |
| Hrana i bezalkoholna pića        | 34,5              | 1,5                    | 0,5  | -1,6                     | -0,6                                       |
| Hrana                            | 30,9              | 1,7                    | 0,5  | -1,8                     | -0,6                                       |
| Alkoholna pića i duvan           | 7,8               | -0,2                   | 0,0  | -0,2                     | 0,0  |
| Duvan                            | 4,2               | 0,0                    | 0,0  | 0,0                      | 0,0  |
| Odeća i obuća                    | 4,6               | 0,4                    | 0,0  | -0,7                     | 0,0  |
| Stanovanje, voda struja          | 13,0              | 0,2                    | 0,0  | 0,3                      | 0,0  |
| Električna energija              | 5,1               | 0,0                    | 0,0  | 0,0                      | 0,0  |
| Nameštaj i opremanje domaćinstva | 4,1               | -0,6                   | 0,0  | -0,7                     | 0,0  |
| Zdravstvo                        | 6,4               | 0,7                    | 0,0  | -0,1                     | 0,0  |
| Transport                        | 12,3              | -0,4                   | 0,0  | 0,8                      | 0,1  |
| Gorivo i mazivo                  | 5,1               | -1,0                   | 0,0  | 1,2                      | 0,1  |
| Komunikacije                     | 5,0               | 1,3                    | 0,1  | -0,1                     | 0,0  |
| Ostalo                           | 12,2              |                        | 0,1  |                          | 0,4  |

Izvor: RZS i proračun QM-a

Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) se od početka godine nalazi na stabilno niskom nivou. Njen neznatan rast zabeležen je u julu 2014. godine, kada je 3m prosek iznosio 1,2%, odnosno 4,9% anualizovano (Grafikon T5-5). Ovaj skok je izazvan jednokratnim julskim povećanjem cena osiguranja i cena usluga iz grupe rekreacija i kultura (koji ne mora biti jednokratnog karaktera). Ukupna inflacija je bila nešto niža, budući da je rast cena iz grupe proizvoda koji su uključeni u merenju noseće inflacije bio

kompenzovan padom cena hrane i ne prevelikim rastom energenata, pa je anualizovani 3m prosek ukupne inflacije iznosio samo 0,2%. Na rast noseće inflacije delovao je nestabilan kurs dinara (julska depresijacija, koja je nastavila i u avgustu i septembru), dok je dezinflatorno delovao pad premije rizika zemlje u Q2 i julu (mereno EMBI indeksom; pad premije rizika je povezan sa globalnim trendom – do pada je došlo i kod ostalih zemalja u regionu). Međutim, nesigurnost u pogledu obima i otpočinjanja fiskalnih reformi mogla bi da ugrozi stabilnost kursa i tako deluje na noseću i ukupnu inflaciju.

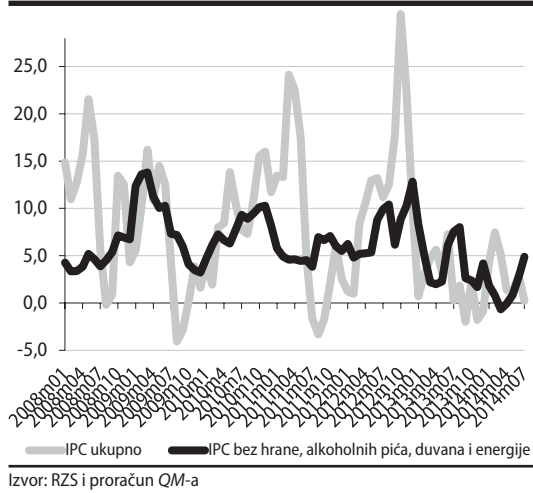
**Očekuje se umereno povećanje inflacije do kraja godine i njeno vraćanje u ciljni koridor**

**Privrednici očekuju da inflacija dostigne sredinu ciljnih koridora**

U Q3 će međugodišnja inflacija najverovatnije stagnirati i nastaviti kretanje ispod donje granice cilja NBS. Međutim u poslednjem kvartalu 2014. godine očekujemo umereno ubrzanje inflacije i njeno kretanje ka sredini ciljnih koridora. Osnovni pokretači ubrzanja inflacije će biti deprecijacija dinara tokom trećeg kvartala, a očekuje se da će cene električne energije i gasa biti povećane. Očekivano smanjenje plata u javnom sektoru i penzija uticaće ne usporavanje inflacije, pa će ukupna inflacije u četvrtom kvartalu biti relativno skromna.

Kratkoročna inflatorna očekivanja (u narednih godinu dana) privrede i finansijskog sektora su u granicama cilja Narodne banke Srbije, kako u kratkom, tako i u srednjem roku. Tako, procene inflacionih očekivanja finansijskog sektora u narednih godinu dana iznose od 3,75% do 4,5%.

**Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2008-2014**



Izvor: RZS i proračun QM-a

Inflaciona očekivanja privrede su se u julu kretala oko 5%. Očekivanja stanovništva se nalaze na visokih 10% ali su uzrokovana neinformisanosti stanovništva o makroekonomskim kretanjima, pa tako i o trenutnoj stopi inflacije, koju procenjuju na takođe visokom nivou od 10-15% (percipirana inflacija). Srednjoročna inflaciona očekivanja (za dve godine unapred) finansijskog sektora i privrede takođe se nalaze u granicama cilja NBS (4,5% i 6% respektivno), dok je kod stanovništva na nivou od 10%.<sup>3</sup> Najveća neizvesnost u procenama kretanja inflacije u narednom periodu odnosi se na to da li će i u kom iznosu biti korigovana cena električne energije i čvrstih goriva. Rizici u manjoj meri postoje i kod kretanja cena poljoprivrednih proizvoda i u vezi sa aktuelnim geopolitičkim tenzijama.

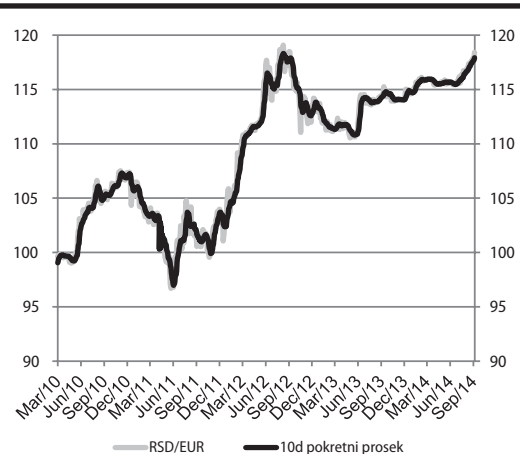
## Devizni kurs

**Relativno stabilan kurs dinara u Q2, depresijacija u julu i avgustu**

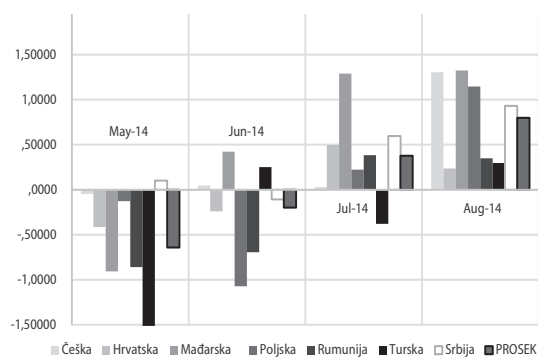
Nakon perioda depresijacije u januaru, kurs dinara prema evru je bio relativno stabilan sve do kraja Q2. Krajem perioda, dinar je u Q2 nominalno depresirao za 0,3%, dok je na nivou proseka neznatno ojačao (za 0,2%) u odnosu na Q1. U julu i avgustu je, međutim, usledio period depresijacije dinara koji traje i početkom septembra. **Sa nivoa od ispod 115 dinara za evro s početka 2014. godine, kurs se početkom septembra kretao oko 119 dinara za evro (Grafikon T5-6).** Tokom Q2 su kurs je bio uglavnom stabilan uz umerene depresijacijske pritiske, što je u skladu sa trendom u zemljama u okruženju koje primenjuju režim fleksibilnog kursa. U velikoj meri tome su doprineli pad premije rizika i povećano ulaganje stranih investitora u HoV. Za razliku od Q1, kada je NBS intervenisala prodajom deviza, tokom Q2 je intervenisala na strani kupovine deviza sa 170 mln evra (najvećim delom u prvoj polovini aprila). Početkom Q3 javili su se depresijacijski pritisci prouzrokovani zaoštavanjem geopolitičkih tenzija u vezi sa krizom u Ukrajini. Takođe, ostavka ministra finansija dovela je do pojave nepovoljnih vesti u pogledu obima i tempa fiskalne konsolidacije u narednom periodu. Rizici u pogledu sprovođenja fiskalne konsolidacije ogledaju se u nedovoljnom obimu mera koje se sprovode i u nepoverenju u njihovo sprovođenje, u uslovima neprestano rastućih makroekonomskih rizika. Od jula su se nerezidenti na deviznom tržištu ponovo javili u ulozi neto kupaca. Tako je NBS u julu i avgustu intervenisala na MDT-u uglavnom prodajom deviza (od početka godine do početka septembra NBS je kupila 200 mln evra i prodala više od 900 mln evra). Većina valuta zemalja u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa ojačala je u Q2, dok se od jula javljaju depresijacijski pritisci (Grafikon T5-7). Iako je kretanje kursa dinara uglavnom bilo u skladu sa prosečnim trendom ove grupe zemalja, do depresijacije dinara došlo je i tokom perioda kada su valute u drugim zemljama znatnije depresirale (januar i maj 2014.), dok je depresijacija dinara u periodima depresijacije regionalnih valuta bila snažnija. Može se zaključiti da je kretanje kursa dinara u jednim delom posledica globalnih

<sup>3</sup> Izveštaj o inflaciji NBS, avgust 2014.



**Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010–2014**

Izvor: NBS

**Grafikon T5-7. Nominalna depresijacija deviznog kursa (u %) u periodu maj-avgust 2014. godine, za izabrane zemlje centralne i istočne Evrope**

Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a

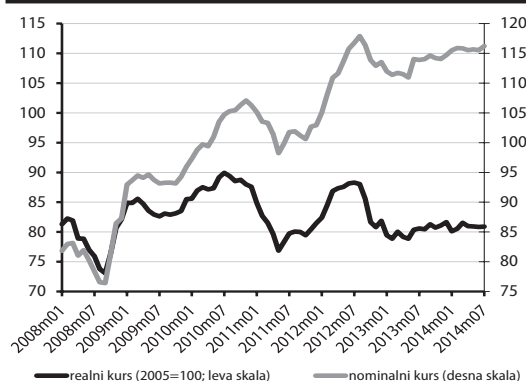
faktora, ali da je na nešto veću depresijaciju od prosečne uticala politička i neizvesnost u pogledu fiskalnih reformi u zemlji (izbor Vlade Srbije početkom godine, promena ministra finansija i rizici u pogledu sprovođenja fiskalne konsolidacije).

#### **Umerena realna apresijacija u Q2 i depresijacija u periodu jul-septembar**

Nakon realne apresijacije u Q1 od oko 0,1%, dinar je tokom Q2 realno apresirao za dodatnih 0,8% (najvećim delom u aprilu), da bi u julu realno depresirao za relativno skromnih 0,05%. Ukupna realna apresijacija od početka 2014. godine do kraja jula iznosila je 0,9%. Intervencijama NBS tokom drugog kvartala sprečena je znatnija aprecijacija dinara. Ocenjujemo da je u visok evroiziranoj privredi kao što je srpska poželjno da centralna banka sprečava velike fluktuacije kursa. U evroiziranoj privredi fluktuacije kursa se u velikom stepenu prenose na inflaciju i naizmenično kreiraju velike kapitalne dobitke i gubitke, čime se pojačava makroekonomska nestabilnost.

#### **Realni kurs je uglavnom pratio kretanje nominalnog**

Na kretanje realnog kursa dinara tokom Q2 najviše je uticao odnos domaće inflacije i inflacije u zemljama evrozona, što je u nekim mesecima dovelo do divergentnog kretanja vrednosti nominalnog i realnog kursa (Grafikon T5-8). Početkom Q3, glavni uzročnik kretanja realnog kursa je nominalna vrednost kursa, pa tek onda vrednosti inflacije u Srbiji i evrozoni. Nominalna depresijacija je u avgustu bila znatno veća od julske, pa se može očekivati i da će realna depresijacija biti veća (što će biti poznato kada budu raspoloživi podaci o inflaciji).

**Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2008-2014**

Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a

Napomena: porast predstavlja depresijaciju

Realni kurs je u prethodne dve godine bio relativno stabilan, ali se u narednom periodu, uz očekivani blagi rast inflacije u Q3 i Q4 i slično kretanje kursa kao u julu i avgustu, može očekivati promena trenda ka blagoj realnoj depresijaciji. Realna depresijacija u julu i avgustu<sup>4</sup> je praktično poništila apresijaciju s početka godine. Umerena depresijacija deluje na poboljšanje konkurentnosti privrede, a ako bi se sa depresijacijom nastavilo i u septembru (za šta ima izgleda, budući da je početkom septembra kurs dostigao vrednost od oko 119 dinara za evro), do osetnijeg poboljšanja konkurentnosti došlo bi uz prihvatljive troškove na strani inflacije (koja je izrazito niska) i troškova servisiranja kredita.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Zbog neraspodivnosti podataka o inflaciji u avgustu, vrednost realne depresijacije u ovom mesecu može se proceniti samo na osnovu vrednosti nominalne depresijacije, koja je iznosila oko 0,9%.

<sup>5</sup> Videti opštirnije u Kvartalnom monitoru br. 34., poglavlja 2 i 5.