

## 5. Cene i devizni kurs

U trećem kvartalu 2018. inflacija je usporila i cene su u proseku pale za 0,3% - uglavnom zbog sezonskog pojeftinjenja neprerađene hrane (svežeg voća i povrća). Međugodišnja inflacija je zbog efekta niske baze ubrzala na 2,6% u avgustu, ali se već u septembru i oktobru spustila na nivo od oko 2% - koliko bi približno trebalo da iznosi i na kraju godine. Ukupna inflacija je u 2018. dominantno bila određena kretanjem cena relativno malog broja proizvoda (naftni derivati, sveže voće i povrće i duvanski proizvodi), dok su inflatorni pritisci u ekonomiji još uvek slabi. To potvrđuje izuzetno niska međugodišnja noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata), koja je u Q3 ostala na nivou od oko 1%. U 2019. očekujemo postepeno ubrzanje inflacije usled daljeg rasta domaće tražnje (delimično i zbog snažnog rasta zarada u javnom sektoru i penzija) i iscrpljivanja dezinfatornog uticaja aprecijacije dinara u prethodnom periodu. Međutim, procenjujemo da će se u većem delu sledeće godine ukupna inflacija ipak kretati u donjoj polovini ciljanog intervala NBS ( $3 \pm 1,5\%$ ). Aprecijacijski pritisci na dinar od početka godine počeli su da jenjavaju od septembra, tako da je domaća valuta u Q3 nominalno oslabila u odnosu na evro za 0,3%. NBS je u ovoj godini opravdano sprečavala prekomerno jačanje dinara kupovinom evra na međubankarskom deviznom tržištu (ukupno 1.790 mln evra u prvih deset meseci), ali smatramo da nije dobro to što se opredelila da interveniše i na pojavu prvih naznaka deprecijacijskih pritisaka tokom septembra i oktobra (prodato 45 mln evra). Dinar je od kraja 2016. realno ojačao u odnosu na evro za oko 6% (uz istovremeni pad produktivnosti rada), što se negativno odražava na cenovnu konkurentnost domaće privrede i jedan je od uzroka kontinuiranog pogoršanja spoljnotrgovinskih tokova. Stoga smatramo da je blaga realna deprecijacija u Q3 (za 0,7%) povoljan trend koji je u skladu s ključnim ekonomskim ciljem Srbije – ubrzanjem privrednog rasta koji bi bio zasnovan na povećanju investicija i izvoza.

### Cene

***Inflacija je u Q3 naglo usporila usled izraženijeg pada cena hrane od sezonski uobičajenog i još uvek niskih inflatornih pritisaka***

Treći kvartal 2018. godine obeležilo je usporavanje inflacije, tako da su tokom letnjih meseci cene u proseku smanjene za 0,3%. Na mesečnom nivou zabeležena je deflacija od -0,3% u julu i septembru, dok su u avgustu cene porasle za 0,3%. Međugodišnja inflacija je zbog efekta baze nastavila da se ubrzava i dostigla je maksimalnu ovogodišnju vrednost u avgustu (2,6%), nakon čega je u septembru usledio njen pad do nivoa od 2,1% (Tabela T5-1). Posmatrano po grupama proizvoda, usporavanje inflacije u Q3 može se gotovo u celosti objasniti nešto većim smanjenjem cena hrane od sezonski uobičajenog – prvenstveno svežeg voća i povrća – usled relativno dobre poljoprivredne sezone. U posmatranom periodu inflatorno su delovala poskupljenja tek nekoliko proizvoda, poput porasta cena naftnih derivata (usled rasta svetske cene nafte i jačanja dolara) i duvanskih proizvoda (usled redovnog julskog usklađivanja akciza). Do kraja 2018. ne očekujemo izraženiju promenu trendova iz prethodnih nekoliko meseci jer su inflatorni pritisci još uvek relativno niski, tako da će decembarska inflacija verovatno biti veoma blizu 2% - koliko bi trebalo da iznosi i prosečna inflacija u ovoj godini. Međutim, iako se u 2019. ulazi s niskom mesečnom inflacijom, u sledećoj godini je moguće očekivati nešto izraženiji rast nivoa cena. Tome bi prvenstveno trebalo da doprinesu nastavak rasta domaće tražnje (delimično i zbog značajnog povećanja plata u javnom sektoru), iscrpljivanje dezinfatornog uticaja aprecijacije dinara iz prethodnog perioda i najavljeno povećanje cene struje za privredu (što bi povećalo troškove proizvodnje). U suprotnom smeru mogli bi da deluju nedavni oštar pad svetske cene nafte i ovogodišnja dobra poljoprivredna sezona. Uzimajući sve ove činioce u obzir, procenjujemo da će se i uz očekivano ubrzanje inflacije u 2019. ona u većem delu godine ipak kretati u donjoj polovini ciljanog intervala NBS ( $3 \pm 1,5\%$ ).

***Noseća inflacija je i u Q3 ostala na rekordno niskom nivou od oko 1%, što je potvrda preovlađujuće slabih inflatornih pritisaka***

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) je tokom Q3 2018. neznatno ubrzala, ali se i dalje kretala oko rekordno niskih 1% (Grafikon T5-2). Sličan trend nastavljen je i u oktobru i novembru, budući da se međugodišnja

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2012-2018**

	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2012</b>					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
<b>2013</b>					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
<b>2014</b>					
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
<b>2015</b>					
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
<b>2016</b>					
dec	185,6	1,5	1,5	-0,2	1,8
<b>2017</b>					
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
<b>2018</b>					
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
jun	195,4	2,3	2,2	0,4	5,7
jul	194,8	2,4	1,9	-0,3	2,7
avg	195,4	2,6	2,2	0,3	1,5
sep	194,8	2,1	1,9	-0,3	-1,2
okt	195,4	2,2	2,2	0,3	1,2
nov	194,8	1,9	1,9	-0,3	-1,2

\* 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 podignuto na godišnji nivo).  
Izvor: RZS.

početkom 2019. Na strani tražnje očekuje se dalji rast privatne potrošnje, čemu bi trebalo da doprinesu predviđene mere fiskalne politike (izraženo povećanje plata u budžetskom sektoru u proseku za 9% i penzija), kao i puno efektuiranje relaksacije monetarne politike ranije ove godine. U 2019. očekujemo i iscrpljivanje dezinflatornog uticaja snažne aprecijacije dinara u prethodnom periodu, što bi kao rezultat imalo veći uticaj uvoznih cena na kretanje noseće inflacije. Kretanje svetskih cena nafte i najavljeno poskupljenje cene električne energije za privredu su osnovni činioci na strani ponude koji bi u određenoj meri mogli da povećaju troškove proizvodnje i donekle poguraju noseću inflaciju naviše u prvoj polovini 2019.

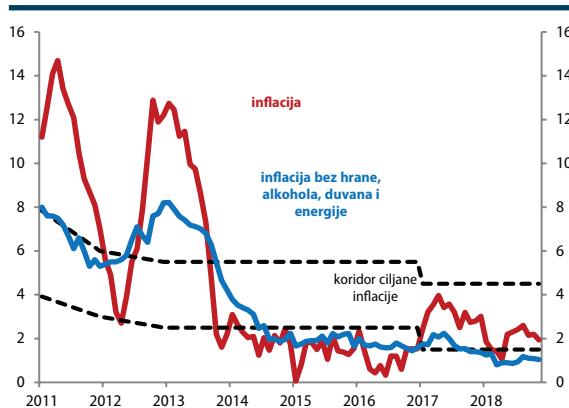
Usporavanje noseće inflacije i aprecijacijski pritisci na dinar na početku 2018. ohrabрили su Narodnu banku Srbije na smanjenje referentne kamatne stope u dva navrata (u martu i aprilu za po 0,25 baznih poena) – sa 3,5% na 3% (Grafikon T5-3). Međutim, ovo ublažavanje restriktivnosti monetarne politike nije se bitnije odrazilo na jačanje inflatornih pritisaka i kretanje kursa dinara u nastavku godine. Noseća inflacija je nastavila da se kreće oko niskih 1%, pri čemu su u posmatranom periodu i dalje preovladavali aprecijacijski pritisci na dinar. Kako bi sprečila znatnije jačanje dinara, NBS je na međubankarskom deviznom tržištu u Q3 ponovo bila neto kupac deviza (ukupno 405 mln evra). Imajući u vidu opreznost NBS u pogledu dodatne relaksacije monetarne politike, u ovoj godini ne očekujemo dalje smanjivanje referentne kamatne stope. Na

1 Rast privatne potrošnje na nivou cele godine je za 1 procentni poen manji od rasta ukupnog BDP, a približno je jednak rastu nepoljoprivrednog BDP.

**Uprkos niskoj nosećoj inflaciji i pretežno aprecijacijskim pritiscima na dinar, NBS je tokom Q3 i u oktobru zadržala nepromenjenu referentnu kamatnu stopu**

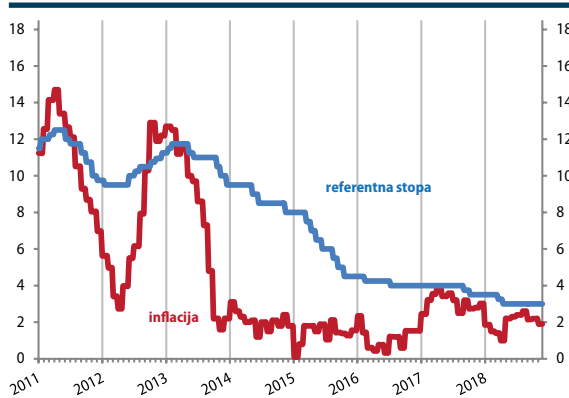
noseća inflacija spustila na 1%. Imajući u vidu da se noseća inflacija od početka 2018. kretala ispod donje granice ciljanog intervala NBS ( $3 \pm 1,5\%$ ), zaključujemo da je ovogodišnji porast nivoa cena dobrim delom bio vođen poskupljenjem ograničenog broja proizvoda – voća i povrća, naftnih derivata i regulisanih cena (duvanski proizvodi) – koji se svakako isključuju iz obračuna noseće inflacije. Premda je privatna potrošnja u prva tri kvartala ove godine realno porasla za 3,2% međugodišnje, taj rast nije generisao inflatorne pritiske<sup>1</sup>. Takođe, devizni kurs je u ovoj godini bio izrazito stabilan (dinar je nominalno ojačao u odnosu na evro za 0,1%), nakon perioda snažne aprecijacije u 2017. godini, što je takođe doprinelo tome da noseća inflacija od početka godine bude na rekordno niskom nivou. Do kraja godine ne očekujemo značajnije ubrzanje noseće inflacije, međutim, postoji nekoliko činilaca koji bi mogli doprineti njenom postepenom približavanju donjoj granici ciljanog intervala NBS (1,5%)

**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**

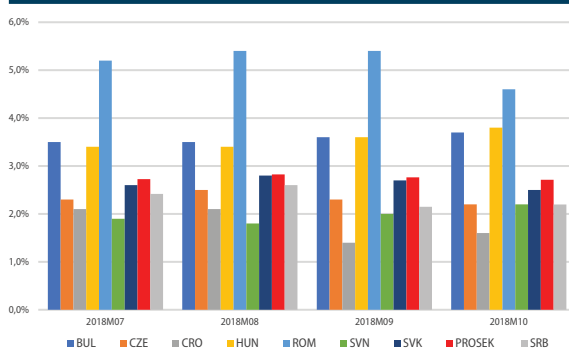


Izvor: NBS.

*Inflacija u Srbiji je i dalje nešto ispod proseka uporedivih zemalja Centralne i Istočne Evrope*

proseka CIE. Za čitav region karakteristično je to da su značajan doprinos ukupnoj inflaciji u 2018. dali poskupljenje naftnih derivata (usled rasta svetskih cena nafte) i donekle porast cena hrane (u Srbiji nešto više zbog većeg udela prehrambenih proizvoda u prosečnoj potrošačkoj korpi). Osnovni razlog zašto je inflacija u Srbiji još uvek nešto niža u odnosu na prosek CIE jeste to što u mnogim zemljama domaći činioци generišu mnogo veće inflatorne pritiske – snažniji rast domaće tražnje, veoma povoljna kretanja na tržištu rada (stopa nezaposlenosti je u mnogim

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



Izvor: Nacionalni statistički zavodi i proračun QM-a

takav pristup centralne banke u dobroj meri utiču i rizici iz međunarodnog okruženja, poput neizvesnosti oko budućeg kretanja svetskih cena nafte i dalje normalizacije monetarnih politika najvažnijih centralnih banka – američkog FED-a i Evropske centralne banke. Polazeći od najnovije srednjoročne projekcije inflacije Narodne banke Srbije (prema kojoj bi inflacija trebalo da se kreće u donjoj polovini ciljnog intervala sve do kraja 2020.) i dosadašnje opreznosti u vođenju monetarne politike, procenjujemo da je malo verovatno da će doći do korekcije referentne kamatne stope i na početku 2019. S obzirom na to da je Srbija postigla makroekonomsku stabilnost, bilo bi poželjno da se pri donošenju ove odluke, uz uvažavanje eksternih rizika, obrati više pažnje i na domaća makroekonomska kretanja i ciljeve.

Od početka 2018. godine u većini zemalja CIE došlo je do postepenog ubrzavanja međugodišnje inflacije, u proseku sa 2,0% u januaru na 2,7%, koliko je iznosila u oktobru (Grafikon T5-4). Posmatrano po pojedinačnim zemljama, inflacija je u Q3 bila najniža u Hrvatskoj i Sloveniji (1,9%), a najviša u Rumuniji (4,9%) – dok je na nivou čitave CIE prosečna inflacija u Q3 iznosila 2,8%. Premda je rast cena u Srbiji još uvek nešto sporiji nego u uporedivim zemljama, sa inflacijom od 2,4% u trećem kvartalu možemo reći da je to sad već prilično blizu

zemljama na istorijski najnižem nivou), ali i deprecijacija nacionalnih valuta. Posledično, nekoliko centralnih banaka bilo je prinuđeno da povećava restriktivnost monetarne politike u ovoj godini. Na primer, u Češkoj je referentna kamatna stopa povećavana već pet puta za po 0,25 b.p. (sa 0,5% na 1,75%), dok je u Rumuniji referentna kamatna stopa u 2018. povećana sa 2% na 2,5%. S druge strane, privredni ciklus u Srbiji vidno kasni u odnosu na region, tako da je malo verovatno da će se u doglednoj budućnosti javiti potreba za zaoštavanjem domaće monetarne politike.

**U Q3 2018. zabeležena je blaga deflacija od -0,3%, uglavnom usled sezonskog pojeftinjenja neprerađene hrane tokom letnjih meseci**

Nakon postepenog ubrzanja inflacije u prvoj polovini 2018. godine, koje je bilo vođeno poskupljenjima hrane i naftnih derivata, u Q3 beležimo zaokret u kretanju prosečnih cena i blagu deflaciju od 0,3% (Tabela T5-5). Posmatrano na mesečnom nivou, u julu i septembru je došlo do pada nivoa cena za po 0,3%, dok je u avgustu zabeležena inflacija od 0,3%. Najveći doprinos pojeftinjenju prosečne potrošačke korpe u Q3 2018. potiče od smanjenja cena hrane za oko 2% (doprinos -0,6 p.p) – uglavnom usled sezonskog pada cena svežeg povrća od gotovo 10% (doprinos -0,4 p.p). Sezonski činiooci uticali su i na pad cena odeće i obuće u posmatranom periodu za 2,9% (doprinos -0,1 p.p). U suprotnom smeru delovalo je julsko povećanje cena duvanskih proizvoda za 3,9% (doprinos 0,2 p.p), usled redovnog zakonskog usklađivanja akciza. Na kraju, porast svetskih cena nafte od početka 2018. i jačanje dolara su se i u Q3 odrazili na poskupljenje naftnih derivata na domaćem tržištu, tako da su cene proizvoda i usluga u oblasti transporta porasle u proseku za 1,3% (doprinos 0,2 p.p). Promene cena ostalih proizvoda i usluga su tokom Q3 bile zanemarljivo male, a njihovi doprinosi ukupnoj inflaciji međusobno se uglavnom potiru.

**Posle oktobarske inflacije od 0,3% usledila je deflacija u novembru, tako da su cene u proseku ostale nepromenjene**

U oktobru je nastavljen trend niske inflacije i zabeležen je porast nivoa cena od 0,3% (Tabela T5-4), i to onih proizvoda koji su i u dosadašnjem delu 2018. dominantno uticali na kretanje inflacije. Prehrambeni proizvodi su u proseku poskupeli za 0,3% (doprinos 0,1 p.p.) kao rezultat dva suprotstavljena trenda – sveže povrće je poskupelo za 6,7% (doprinos 0,3 p.p.) dok je sveže voće pojeftinilo za 10,9% (doprinos -0,2 p.p.) – u oba slučaja pod uticajem sezonskih činilaca. U oktobru po pravilu dolazi i do porasta cena odeće i obuće, koji je u ovom mesecu 2018. iznosio u proseku 2% (doprinos 0,1 p.p). Na kraju, došlo je do još jednog poskupljenja naftnih derivata za 1,6% što je doprinelo ubrzanju mesečne inflacije za 0,1 p.p. Sasvim suprotno, u novembru je došlo do deflacije od 0,3% tako da su

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

	učesće u IPC (u%)	porast cena u Q3 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u oktobru 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u novembru 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	-0,3	-0,3	0,3	0,3	-0,3	-0,3
Hrana i bezalkoholna pića	31,7	-2,0	-0,6	0,3	0,1	-1,0	-0,3
Hrana	28,1	-2,2	-0,6	0,3	0,1	-1,1	-0,3
Alkoholna pića i duvan	6,9	2,5	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Duvan	4,4	3,9	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,7	-2,9	-0,1	2,0	0,1	0,5	0,0
Stanovanje, voda struja	13,8	0,8	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,9	-0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Zdravstvo	4,9	0,6	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0
Transport	12,4	1,2	0,2	1,0	0,1	-0,2	0,0
Goriva i maziva	5,9	1,2	0,1	1,6	0,1	-1,2	-0,1
Komunikacije	5,0	-0,7	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0
Ostalo	15,9		0,0		0,0		0,0

Izvor: RZS i proračun QM-a

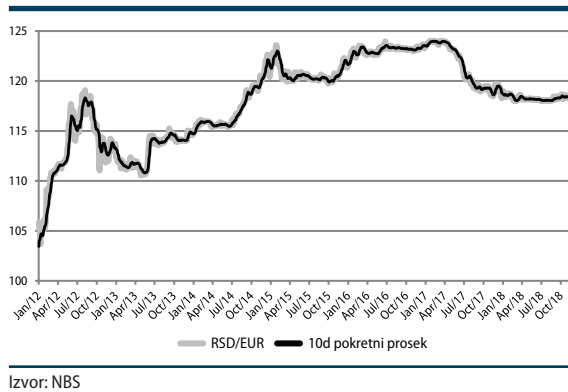
prosečne cene u ova dva meseca ostale praktično nepromenjene. Za pad nivoa cena u novembru najodgovornije je pojeftinjenje prehrambenih proizvoda za 1% (doprinos -0,3 p.p), koje potiče od smanjenja cena voća za 10,5% (doprinos -0,2 p.p.) i svežeg mesa za 2% (doprinos 0,1 p.p). Zahvaljujući nedavnom padu svetskih cena nafte, u novembru beležimo i skromno pojeftinjenje naftnih derivata za 1,2% (doprinos nepunih -0,1 p.p), dok su cene ostalih proizvoda i usluga u zbiru neznatno porasle. Posledično, ukupna inflacija je u ovom mesecu u skladu s našim očekivanjima usporila na 1,9%.

## Devizni kurs

**Dinar je tokom Q3 uprkos pretežno aprecijacijskim pritiscima nominalno oslabio u odnosu na evro i dolar za 0,3%**

Aprecijacijski pritisci na dinar prisutni još od februara 2018. nastavili su se i tokom Q3, zbog čega je NBS intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu kupovinom 420 mln evra. Na taj način sprečeno je osetnije jačanje dinara u odnosu na evro i domaća valuta zapravo je oslabila za 0,3% u odnosu na kraj Q2, odnosno za 0,1% kad se posmatraju proseci kvartala (Grafikon T5-6). Pored činilaca koji su i u prvoj polovini godine doprinili aprecijacijskim pritiscima na dinar (povećan priliv SDI, pojačano zaduživanje države na domaćem finansijskom tržištu i suficit u budžetu zbog kojeg je de facto u prvih devet meseci povučeno s novčanog tržišta preko 50 mlrd dinara), za letnje mesece je sezonski uobičajen i povećan priliv deviznih doznaka i prihoda od turizma. Međutim, od septembra primetno je slabljenje aprecijacijskih pritisaka na dinar tako da se NBS u nekoliko navrata prvi put posle januara pojavljivala na MDT kao kupac deviza kako bi ublažila dnevno slabljenje dinara (ukupno 45 mln evra u septembru i oktobru). Imajući u vidu da je dinar u dužem periodu uglavnom jačao (realno i nominalno), smatramo da intervencije na prve naznake deprecijacijskih pritisaka ekonomski nisu opravdane niti su u skladu s politikom usmeravanja kursa ka konkurentskom nivou koji uravnotežava spoljne bilanse. U odnosu na

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



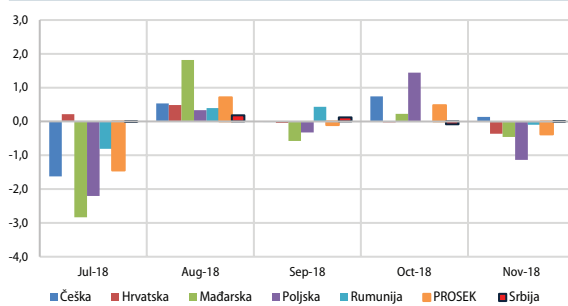
Izvor: NBS

**Dinar je od početka 2018. jedna od najstabilnijih valuta regionu CIE, dobrim delom zbog obimnih intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu**

bila manje izražena u poređenju s valutama drugih zemalja CIE sa istim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7). Ilustracije radi, korpa valuta zemalja CIE je u dosadašnjem delu 2018. nominalno oslabila u odnosu na evro za 1,6%, pri čemu je pored dinara jedino još hrvatska kuna ojačala u odnosu na evropsku valutu (0,5%). Mesečne oscilacije kursa dinara prema evru najčešće su bile u granicama uskog intervala  $\pm 0,2\%$  (izuzev u februaru), što je dobrim delom rezultat prilično obimnih intervencija Narodne banke Srbije na međubankarskom deviznom tržištu. U prvih deset meseci NBS je kupila ukupno 1.790 mln evra kako bi ublažila aprecijacijske pritiske na dinar, odnosno prodala 225 mln evra kako bi sprečila slabljenje domaće valute. S jedne strane, intervencije u smeru sprečavanja prekomernog jačanja dinara ekonomski su potpuno opravdane, budući da se produženi period ekonomski neutemeljeno jakog dinara već negativno odražava na cenovnu konkurentnost privrede i trgovinski deficit Srbije. Nepovoljnom trendu jačanja domaće valute koji je prisutan još od druge polovine 2016. godine bitno doprinosi i sama NBS reagovanjem na prve naznake deprecijacijskih pritisaka – što je bio slučaj u septembru i oktobru. Još jedan od razloga za česte i relativno velike intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu jeste i nedovoljna koordinacija fiskalne i monetarne politike. Naime, relativno veliki suficit u budžetu smanjuje ponudu dinara na domaćem novčanom tržištu, dok dominantno oslanjanje države na domaće devizne izvore finansiranja za otplatuospelih spoljnih dugova povećava priliv deviza – što sve stvara aprecijacijske pritiske na dinar koje NBS onda mora da neutrališe kupovinom evra na MDT.

Dinar je u trećem kvartalu 2018. realno deprecirao u odnosu na evro za 0,7% čime je napokon zaustavljen trend izraženog realnog jačanja domaće valute koji je trajao još od Q4 2016. godine (Grafikon T5-8). Ako posmatramo prvih deset meseci ove godine, dinar je ipak realno aprecirao za 1% - najviše u poređenju s valutama zemalja CIE posle hrvatske kune (1,9%). Valute preostalih zemalja CIE sa sličnim režimom deviznog kursa uglavnom su realno oslabile

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



Izvor: Eurostat, NBS, proračun QM-a

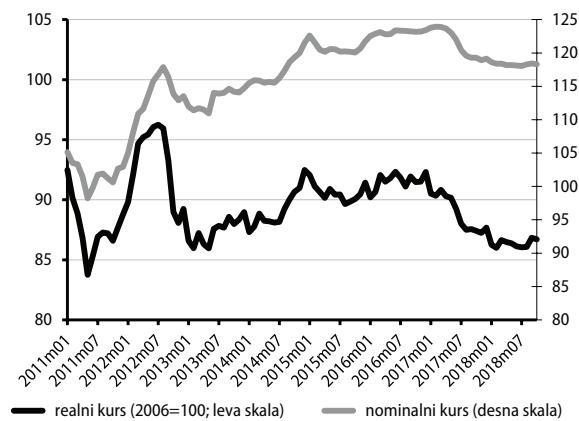
Napomena: prirast označava deprecijaciju.

američki dolar, dinar je u Q3 takođe oslabio za 0,3%, budući da je kurs dolara prema evru u posmatranom periodu bio prilično stabilan. Kad se posmatraju proseci kvartala slabljenje je bilo nešto izraženije (2,5%) usled efekta baze i činjenice da je dolar naglo ojačao tek polovinom Q2. Dinar je u Q3 oslabio i u odnosu na švajcarski franak za 2,1%, odnosno za 2,6% na nivou kvartalnih proseka.

Zaključno s novembrom mesecom, dinar je u 2018. samo neznatno ojačao u odnosu na evro (0,1%), pri čemu je i volatilitnost kursa dinara na mesečnom nivou uglavnom

**U Q3 je zaustavljen trend realne aprecijacije dinara, tako da je posle duže vremena domaća valuta realno blago oslabila u odnosu na evro**

u odnosu na evro – poljski zlot za 3,3%, mađarska forinta za 1,6% i češka kruna za 0,5%. Imajući u vidu da su ove ekonomije u prethodnom periodu ostvarivale značajan rast produktivnosti rada, realno slabljenje nacionalnih valuta dodatno je poboljšalo konkurentnost njihovih privreda. U Srbiji je, međutim, situacija obrnuta. Dinar je od kraja 2016. realno ojačao u odnosu na evro za oko 6%, dok je istovremeno produktivnost rada smanjena za nekoliko procenata (u zavisnosti od izvora podataka o broju zaposlenih lica). S obzirom na to da ovaj produženi period realne aprecijacije domaće

**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

valute nije imao čvrsto uporište u kretanju makroekonomskih fundamenata, to već ima negativne posledice na konkurentnost domaće privrede u odnosu na zemlje EU i druge važne trgovinske partnere. Tako je i u Q3 2018. nastavljeno pogoršavanje deficita tekućeg računa u odnosu na prošlu godinu i prethodne kvartale ove godine (naročito deficita u robnoj razmeni), a smanjuje se i pokrivenost uvoza izvozom. Stoga pozitivno ocenjujemo trend blage realne deprecijacije dinara u poslednjih nekoliko meseci i to je dobar ekonomski cilj koji bi NBS trebalo da ima u vidu pri donošenju budućih odluka o intervencijama na deviznom tržištu.