

5. Cene i devizni kurs

Na kraju 2017. inflacija (i prosečna i međugodišnja) iznosila je 3% i bila tačno na sredini ciljanog intervala NBS ($3 \pm 1,5\%$) – prvenstveno zahvaljujući porastu cena hrane i nekih regulisanih cena (poput električne energije i duvanskih proizvoda). Kad isključimo jednokratna povećanja cena ograničenog broja proizvoda u prvih nekoliko meseci prošle godine, zaključujemo da su inflatorni pritisci još uvek niski, kao i da u 2018. Srbija ulazi s trendom veoma niske inflacije. Ovaj zaključak potvrđuju i podaci za januar i februar u kojima je zabeležena mesečna inflacija od po 0,3%, ali je međugodišnja inflacija za samo dva meseca usled efekta baze praktično prepolovljena, i sada je na nivou od 1,5%. Da su inflatorni pritisci niski potvrđuje i noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata), koja je još od oktobra ispod ciljanog koridora NBS, a u februaru se zadržala na 1,3%. Kao odgovor na nisku i stabilnu inflaciju u većem delu 2017. godine i snažne aprecijacijske pritiske na dinar, NBS je tokom jeseni u dva navrata smanjivala referentnu kamatnu stopu za po 25 baznih poena (sa 4% na 3,5%). Gledajući unapred, procenjujemo da postoji nekoliko domaćih i eksternih činilaca koji bi mogli donekle da poguraju inflaciju naviše u drugoj polovini 2018. To su pre svega dalji rast domaće tražnje (čemu će nesporn doprinos dati i fiskalna politika kroz povećanje plata u javnom sektoru i penzija), dok su ključni rizici iz spoljnog okruženja najavljena mogućnost bržeg povećanja kamatnih stopa u SAD, cene energenata i kretanje deviznih kurseva – koje je u 2017. imalo snažan deflatoran uticaj. U Q4 su nastavljeni aprecijacijski pritisci na dinar, tako da je dinar nominalno ojačao za dodatnih 0,7%, što na godišnjem nivou predstavlja aprecijaciju od 4% (u odnosu na američki dolar čak 15,4%). Budući da je tokom 2017. inflacija u Srbiji bila viša nego u zemljama Evrozone, realna aprecijacija dinara u prošloj godini bila je još izraženija i iznosila je 5%. Ovako snažno realno jačanje dinara, koje značajno odstupa od kretanja makroekonomskih fundamenata, ozbiljno narušava cenovnu konkurentnost privrede Srbije. S obzirom na to da i na početku 2018. prevladavaju niski inflatorni pritisci i snažni aprecijacijski pritisci na dinar (NBS je do polovine marta kupila 510 mln evra kako bi ublažila prekomerno dnevno jačanje domaće valute), ocenjujemo da martovsko smanjenje referentne kamatne stope za 25 b.p. predstavlja adekvatan odgovor monetarne politike.

Cene

Inflacija u 2017. na ciljanom nivou od 3% prvenstveno zahvaljujući rastu cena hrane i regulisanih cena, ali je vidno usporavala u drugoj polovini godine

Na kraju 2017. godine i međugodišnja (decembarska) i prosečna inflacija iznosile su 3%, što je tačno na sredini ciljanog koridora Narodne banke Srbije ($3 \pm 1,5\%$) (videti Tabelu T5-1). Imajući u vidu da je u prethodnih nekoliko godina ukupna inflacija najčešće završavala izvan granica ciljanog intervala, ovakav rezultat u 2017. načelno bi se mogao oceniti kao uspeh monetarne politike. Međutim, važno je primetiti da je to ipak bio rezultat (jednokratnog) porasta cena malog broja proizvoda i regulisanih cena, dok osnovni trendovi ukazuju na to da su inflatorni pritisci u Srbiji još uvek niski. Posmatrano po grupama proizvoda, najveći doprinos inflaciji u 2017. dalo je povećanje cena hrane za 4,1% (doprinos 1,2 p.p.), od čega najveći deo potiče od porasta cena svežeg povrća (doprinos 0,5 p.p.) i svežeg voća (doprinos 0,4 p.p.). Od regulisanih cena, poskupeli su duvanski proizvodi za 8,9% (doprinos 0,4 p.p.) usled usklađivanja iznosa akciza u januaru i julu, a porasla je i cena električne energije za domaćinstva za 3,5% (doprinos 0,3 p.p.). Izdvajamo još i blago poskupljenje goriva i maziva za putnička vozila od 4,5% (doprinos 0,3 p.p.), kao posledica rasta svetskih cena nafte. Rast ovih cena mogao je biti još izraženiji jer je cena nafte na svetskom tržištu (u dolarima) u 2017. skočila za gotovo 18%, ali je efekat ovog eksternog šoka na domaće cene znatno umanjeno zahvaljujući snažnoj nominalnoj aprecijaciji dinara u odnosu na dolar od oko 15%. Pritom, najveći deo pobrojanih činilaca uticao je na ubrzanje inflacije samo u prva četiri meseca 2017, dok je u ostatku godine opšti nivo cena uglavnom stagnirao ili bio u blagom padu. To znači da se u 2018. ulazi s trendom veoma niske inflacije i kako godina bude odmicala (i iz obračuna međugodišnje inflacije izađe nekoliko meseci u kojima je zabeležen rela-

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

* 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.

što nije bilo dovoljno za šire rasprostranjeno ubrzanje inflacije. Na kretanje nivoa cena u Srbiji uticala je i niska inflacija u EU i drugim važnim trgovinskim partnerima, a taj efekat bio je dodatno pojačan usled snažne nominalne aprecijacije dinara u odnosu na evro (za 4,5%) i američki dolar (za 15,4%). Procenjujemo da postoji nekoliko činilaca koji će u 2018. uticati na postepeno ubrzanje noseće inflacije i njeno vraćanje u ciljani koridor NBS. Očekujemo dalji rast domaće tražnje, čemu će značajan doprinos dati i fiskalna politika kroz povećanja plata u javnom sektoru (za 5-10%) i penzija (za 5%). Takođe, postoje indicije da u eksternom okruženju počinju da rastu inflatorni pritisci (pre svega u CIE) što bi se moglo odraziti na umereni porast uvoznih cena. Jačanju inflatornih pritisaka mogao bi da doprinese i zaokret u ekonomski nepovoljnom trendu snažne realne aprecijacije dinara iz prethodne godine, čemu će doprineti smanjenje referentne kamatne stope.

tivno visok porast cena u 2017.) procenjujemo da će ukupna inflacija u većem delu ove godine ostati relativno niska i kretati se bliže donjoj granici dozvoljenog odstupanja od cilja (1,5%).

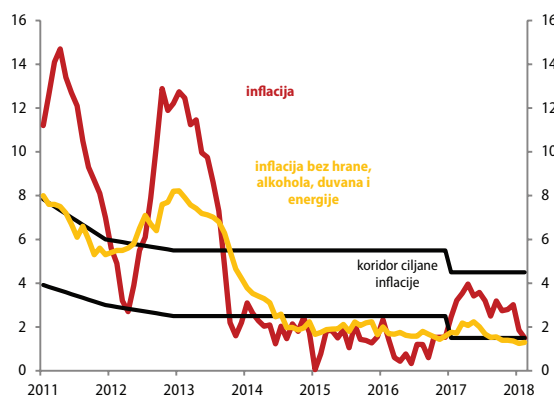
Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) postepeno se smanjivala u drugoj polovini 2017. godine (Grafikon T5-2), a od oktobra je ponovo ispod ciljanog koridora NBS (u januaru 2018. iznosila je rekordno niskih 1,2%). Ključni faktori koji su uticali na usporavanje noseće inflacije u prethodnih nekoliko meseci jesu još uvek nedovoljno snažan oporavak domaće tražnje koji bi generisao jače inflatorne pritiske, niska uvozna inflacija i naročito snažno jačanje dinara u odnosu na evro i američki dolar. Naime, lična potrošnja je u 2017. realno porasla u približno istom iznosu kao i BDP (za 1,8%), dok je domaća agregatna tražnja (uključujući potrošnju države i investicije) porasla nešto više (za 2,5%) –

U 2017. referentna kamatna stopa smanjena sa 4% na 3,5%, a niska noseća inflacija, novi aprecijacijski pritisci i poslednja srednjoročna projekcija inflacije ukazuju na to da verovatno postoji prostor za dodatnu relaksaciju monetarne politike

Narodna banka Srbije je u 2017. smanjivala referentnu kamatnu stopu u dva navrata – u septembru i oktobru – za po 25 baznih poena, sa 4% na 3,5% (Grafikon T5-3). Na odluku o blagov relaksaciji monetarne politike u drugoj polovini prošle godine uticali su niski inflatorni pritisci (o čemu svedoči opadajuća noseća inflacija tokom H2), i verovatno još važnije, snažni aprecijacijski pritisci na dinar. Uprkos ovom smanjivanju referentne kamatne stope, slični trendovi zabeleženi su i početkom 2018. Noseća inflacija u januaru i februaru spustila se ispod ciljanog koridora NBS, a nakon privremenih deprecijacijskih pritisaka na dinar početkom godine (što je NBS ublažila prodajom 180 mln evra), usledio je novi talas jačanja domaće valute. Posledično, NBS je bila primorana da interveniše na međubankarskom deviznom tržištu kupovinom 510 mln evra (zaključno s 12. martom) i tako spreči prekomerno dnevno jačanje dinara. Premda postoji nekoliko faktora iz eksternog okruženja koji bi u sledećoj godini mogli donekle da poguraju inflaciju

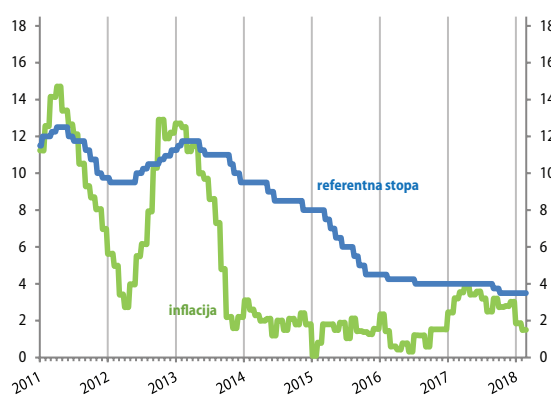
naviše (na primer, najavljena mogućnost bržeg povećanja kamatnih stopa od strane američkog FED-a), procenjujemo da u Srbiji još uvek postoji prostor za dodatnu relaksaciju monetarne politike, koji bi trebalo iskoristiti. Tome u prilog govori i februarska srednjoročna projekcija inflacije NBS, po kojoj će inflacija barem u naredne dve godine ostati u donjoj polovini ciljanog koridora ($3 \pm 1,5$). Ocenjujemo da smanjenje referentne kamatne stope na 3,25% sredinom marta predstavlja adekvatnu reakciju monetarne politike na makroekonomske trendove u Srbiji. Niža referentna kamatna stopa će smanjiti pritiske ka jačanju dinara, a moguće je da će podstaći i njegovo blago slabljenje, što će doprineti vraćanju inflacije ka sredini ciljnog koridora.

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



Izvor: RZS i proračun QM-a

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

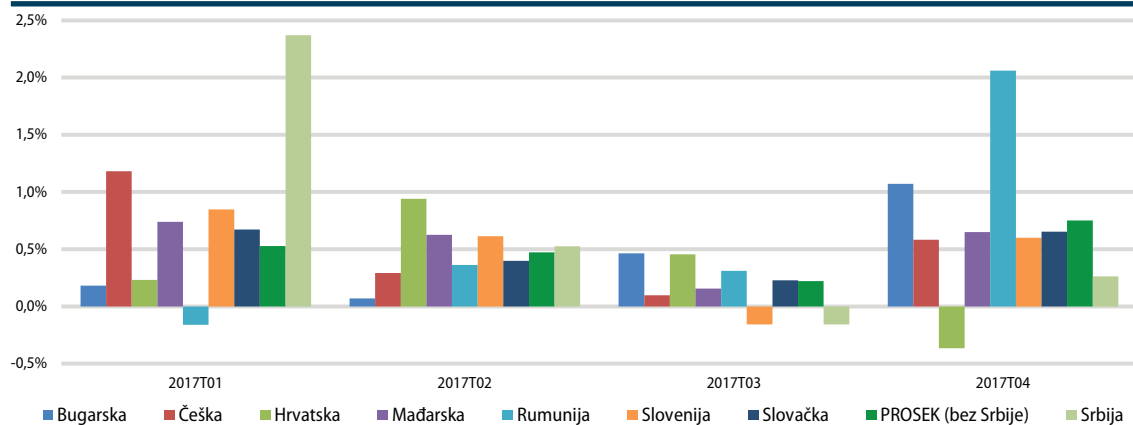


Izvor: NBS

Premda su cene hrane i energenata dobrim delom zaslužne za ubrzanje inflacije u 2017. i u CIE, u pojedinim zemljama došlo je do rasta inflatornih pritisaka i noseće inflacije

U 2017. došlo je do primetnog ubrzanja inflacije u regionu Centralne i Istočne Evrope – s prosečnih 0,7% u 2016. na oko 2% u prošloj godini. Slično kao u Srbiji, iza ovog porasta inflacije dobrim delom stoji povećanje cena hrane i energenata, a ne ubrzanje noseće inflacije. Budući da su cene hrane u većini zemalja porasle u 2017. za 4-6% i da je učešće hrane u prosečnoj potrošačkoj korpi u ovim zemljama nešto preko 20%, možemo zaključiti da je doprinos rasta cena hrane ukupnoj inflaciji u CIE iznosio 0,8-1,2 p.p. To znači da se relativno snažan rast agregatne tražnje i široko rasprostranjena poboljšanja na tržištima rada u 2017. još uvek nisu odrazili na značajniji rast inflatornih pritisaka u regionu, ali postoji nekoliko izuzetaka koji nagoveštavaju promenu postojećih trendova. Primera radi, usled pojave prvih znakova pregrevanja ekonomije i rasta inflatornih pritisaka, centralne banke Rumunije i Češke već su krenule da povećavaju referentnu kamatnu stopu, i to je trend koji se može očekivati i u nastavku 2018. Međutim, makroekonomski podaci za Srbiju ukazuju na to da domaća ekonomija kasni sa oporavkom u odnosu na ove zemlje CIE i da je daleko od pregrevanja, zbog čega verujemo da u Srbiji još uvek postoji prostor za akomodativnu ulogu monetarne politike.

Grafikon T5-4. Inflacija u Srbiji i izabranim zemljama CIE u 2017. godini



Izvor: Eurostat, RZS i proračun QM-a

U četvrtom kvartalu 2017. zabeležena je niska inflacija od 0,3%, prvenstveno zahvaljujući poskupljenju ograničenog broja proizvoda u oktobru

U Q4 2017. zabeležen je blagi porast nivoa cena od 0,3% (Tabela T5-4), zahvaljujući inflaciji u oktobru (0,3%), dok su cene u novembru i decembru stagnirale (najpre deflacija u novembru od 0,1%, a zatim inflacija u decembru od 0,1%). Posmatrano po grupama proizvoda, najveći doprinos inflaciji u Q4 dalo je oktobarsko povećanje cene električne energije za domaćinstva za 2% (doprinos 0,1 p.p.) i drugih energenata – cene goriva i maziva za putničke automobile porasle su za 1,7% (doprinos 0,1 p.p.), dok su cene čvrstih goriva zbog sezonskog porasta tražnje skočile za 2,6% (doprinos 0,1 p.p.). Sezonski činioци uslovlili su i porast cena odeće i obuće za 3,3% (doprinos 0,1 p.p.), dok su u suprotnom smeru (dezinfatorno) delovale cene hrane (pad od 1,1%, doprinos -0,3 p.p.). Pritom, promene cena svežeg voća (pad od 12,6%, doprinos -0,3 p.p.) i svežeg povrća (porast za 5,9%, doprinos 0,3 p.p.) su se međusobno neutralisale, tako da se zabeleženi pad cena hrane u celosti duguje pojeftinjenju svežeg mesa za 4,7% (doprinos -0,3 p.p.). Cene ostalih grupa proizvoda nisu se bitnije menjale u Q4, uz ukupan doprinos inflaciji od 0,1 p.p. Krajnji rezultat ovakvog kretanja cena u Q4 bila je međugodišnja inflacija od 3% na kraju 2017. godine, što je potpuno u skladu s našim prethodnim očekivanjima.

U januaru i februaru 2018. zabeležena je inflacija od po 0,3%, ali je zbog efekta baze međugodišnja inflacija prepolovljena

U prva dva meseca 2018. zabeležena je umerena inflacija od 0,6% (Tabela T5-4), u najvećoj meri usled sezonskog rasta cena hrane od 1,7% (doprinos 0,5 p.p.). Kao što je to uobičajeno za početak godine, cene svežeg povrća porasle su za 9,1% (doprinos 0,4 p.p.) i svežeg voća za 7,2% (doprinos 0,2 p.p.), dok je s druge strane sveže meso u proseku pojeftinilo za 1,3% (doprinos -0,1 p.p.). Cene duvanskih proizvoda povećane su za 4,1% (doprinos 0,2 p.p.) usled januarskog usklađivanja akcija, ali je efekat ovog poskupljenja na ukupnu inflaciju potpuno neutralisan sezonski uobičajenim smanjenjem cena odeće i obuće za 3,7% (doprinos -0,2 p.p.). Od ostalih proizvoda izdvajamo nastavak trenda blagog povećanja cena goriva i maziva za putničke automobile, koje su od početka 2018. povećane za 1,8% (doprinos 0,1 p.p.). Uprkos tome što je i u januaru i u februaru zabeležena umerena inflacija na mesečnom nivou, istovremeno je došlo do oštrog smanjenja međugodišnje inflacije – sa 3% u decembru 2017. na 1,9% u januaru, a zatim na 1,5% u februaru. To je rezultat izlaska iz obračuna međugodišnje inflacije prošlogodišnjeg porasta cena energenata, kao i činjenice da je usled oštrog zime porast cena hrane u januaru i februaru 2017. bio znatno izraženiji nego ove godine. S obzirom na to da je u prva dva meseca 2017. porast nivoa cena iznosio 2,2% a u istom periodu ove godine svega 0,6%, usled efekta baze međugodišnja inflacija je prepolovljena i spuštana na donju granicu dozvoljenog odstupanja od cilja. Slično dejstvo efekta baze očekuje nas sve do aprila, zbog čega procenjujemo da će se u prvoj polovini 2018. međugodišnja inflacija kretati oko donje granice ciljanog intervala (1,5%). Tek u drugoj polovini godine moguće je očekivati postepeno ubrzanje inflacije i njeno približavanje ciljnom nivou, pod uticajem rasta domaće tražnje, pomenutih eksternih činilaca i dodatne relaksacije monetarne politike.

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u januaru i februaru 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,3	0,3	3,0	3,0	0,6	0,6
Hrana i bezalkoholna pića	31,7	-1,0	-0,3	4,1	1,3	1,7	0,5
Hrana	28,1	-1,1	-0,3	4,1	1,2	1,8	0,5
Alkoholna pića i duvan	6,9	0,2	0,0	6,7	0,5	2,6	0,2
Duvan	4,4	0,0	0,0	8,9	0,4	4,1	0,2
Odeća i obuća	4,7	3,3	0,1	-1,4	-0,1	-3,7	-0,2
Stanovanje, voda struja	13,8	1,3	0,2	2,2	0,3	0,0	0,0
Električna energija	5,1	2,0	0,1	2,0	0,1	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,9	1,0	0,0	1,5	0,1	-0,1	0,0
Zdravstvo	4,9	0,6	0,0	1,6	0,1	0,1	0,0
Transport	12,4	0,9	0,1	1,7	0,2	0,8	0,1
Goriva i maziva	5,9	1,7	0,1	4,5	0,3	1,8	0,1
Komunikacije	5,0	-0,5	0,0	5,3	0,3	-0,6	0,0
Ostalo	15,7		0,1		0,3		0,1

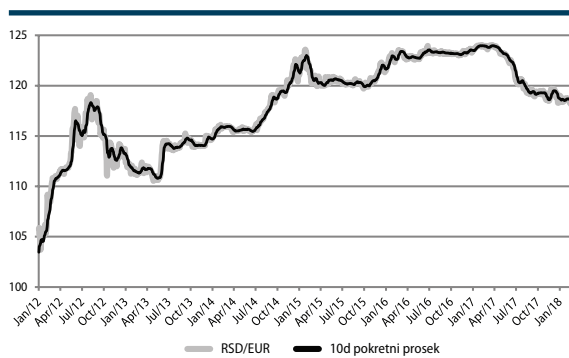
Izvor: RZS i proračun QM-a

Devizni kurs

Dinar je i u Q4 nastavio nominalno da jača u odnosu na evro (za 0,7%), tako da je na godišnjem nivou nominalno aprecirao ukupno za oko 4%

Uprkos uobičajenim sezonskim deprecijacijskim pritiscima na dinar krajem godine, domaća valuta je tokom Q4 nominalno ojačala prema evru za 0,7% u odnosu na kraj septembra, odnosno za 0,5% posmatrano na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). Jedan od razloga zašto je izostalo osetnije i očekivano slabljenje dinara u ovom delu godine jesu i intervencije NBS krajem novembra i početkom decembra, kad je na međubankarskom deviznom tržištu prodala ukupno 240 mln evra. Na godišnjem nivou, dinar je nominalno aprecirao prema evru za 4%, tako da je na kraju godine devizni kurs iznosio 118,5 dinara za evro – što je najveća vrednost domaće valute od septembra 2014. Ovakvom kretanju deviznog kursa u 2017. donekle je doprinelo postepeno poboljšanje makroekonomskih fundamenata i povećan prilivi SDI, ali isto tako i ekspanzivna monetarna politika ECB čiji se efekti prelivaju i na Srbiju (rast ponude evra) i restriktivna domaća fiskalna politika (povlačenje dinara s novčanog tržišta usled ostvarenog suficita od preko 50 mlrd dinara). Drugim rečima, aprecijacijski pritisci na dinar u proteklih godinu dana dobrim

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



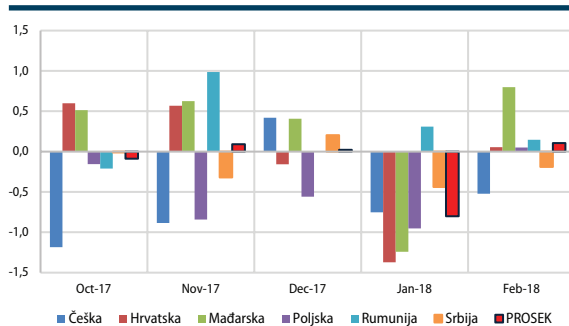
Izvor: NBS

delom proističu iz promena u tražnji i ponudi dinara i evra koje nisu nužno povezane s realnim poboljšanjima u domaćoj ekonomiji. S obzirom na to da je u Q4 istovremeno zabeleženo i jačanje evra u odnosu na američki dolar i švajcarski franak, aprecijacija dinara u odnosu na ove valute bila je još izraženija. U odnosu na dolar, dinar je u Q4 ojačao za 2,2% (za 0,8% na nivou proseka kvartala), odnosno za 2,9% prema švajcarskom franku (za 3,3% na nivou proseka kvartala). Na godišnjem nivou, nominalno jačanje dinara u odnosu na američku valutu dostiglo je čak 15,4%, a u odnosu na švajcarski franak iznosilo je 11,8%.

Slični trendovi nastavljani su i na početku 2018. godine, budući da je u prva dva meseca dinar ojačao prema evru za dodatnih 0,4%

U januaru 2018. dinar je nominalno oslabio prema evru za 0,2%, a uobičajene deprecijacijske trendove na početku godine delimično je ublažila NBS prodajom 180 mln evra na međubankarskom deviznom tržištu. Međutim, već od februara beležimo ponovno jačanje aprecijacijskih pritisaka na dinar, tako da je domaća valuta ojačala u odnosu na evro za 0,6% uprkos tome što je Narodna banka Srbije na MDT kupila ukupno 510 mln evra (do polovine marta) kako bi sprečila prekomerno dnevno jačanje kursa dinara. Procenjujemo da je aktivno učešće NBS na međubankarskom deviznom tržištu značajno doprinelo da dinar u prethodnih pet meseci bude jedna od stabilnijih valuta u regionu CIE (Grafikon T5-7). S druge strane, kod ostalih valuta beležimo jasno izražene trendove nominalnog jačanja (na primer, češka kruna i poljski zlot) ili suprotne tendencije nominalnog slabljenja prema evru (mađarska forinta i rumunski lej). Budući da je istovremeno evro ojačao u odnosu na američki dolar, dinar je aprecirao u odnosu na američku valutu od početka godine za dodatnih 2,6%, dok je u odnosu na švajcarski franak oslabio za 1,4%.

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



Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a

Napomena: porast označava deprecijaciju.

Pošto je u Srbiji u 2017. zabeležena veća stopa inflacije nego u EU ili SAD, realna aprecijacija dinara bila je još snažnija – što nije u skladu s kretanjima makroekonomskih fundamenata

Dinar je u Q4 neznatno realno deprecirao u odnosu na evro (za 0,1%) uprkos tome što je u istom periodu zabeležena nominalna aprecijacija od 0,7% – zbog toga što je istovremeno inflacija u Srbiji bila osetno manja nego u zemljama Evrozona. Trend realne aprecijacije dinara u odnosu na evro bio je prisutan praktično u čitavoj 2017. godini, tako da je na kraju u prošloj godini dinar ukupno realno ojačao u odnosu na evropsku valutu za

5%. Zahvaljujući istovremenom jačanju evra u odnosu na dolar, realna aprecijacija u odnosu na američku valutu iznosila je čak 19,2%. Slični trendovi prisutni su i na početku 2018. godine, tako da je u januaru dinar realno ojačao u odnosu na evro za dodatnih 1,6%. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara nije bio na januarskom nivou još od početka 2013. godine (Grafikon T5-7). Ovakvo kretanje kursa dinara u 2017. imalo je neke povoljne efekte u domenu fiskalne politike (najveći deo oštrog smanjenja javnog duga u 2017. potiče od jačanja dinara, manji su i budžetski rashodi za kamate) i monetarne politike (snažno jačanje dinara umanjilo je inflatorne pritiske preko uticaja na uvozne cene). Međutim, već na prvi pogled jasno je da ovako snažna realna aprecijacija dinara prema evru u 2017. nije bila u skladu s kretanjem makroekonomskih fundamenata, imajući u vidu pogoršanje deficita tekućeg računa i relativni pad produktivnosti domaće privrede u odnosu na produktivnost u zemljama EU – najvažnijim trgovinskim partnerima Srbije. Smatramo da je snažno jačanje dinara u 2017. ozbiljno narušilo cenovnu konkurentnost domaće privrede, što može imati negativne efekte na performanse realnog (prvenstveno izvoznog) sektora ekonomije. To se najbolje može videti ukoliko posmatramo kretanje realnog efektivnog deviznog kursa dinara, koji je tokom 2017. aprecirao za gotovo 8% - neuporedivo više u odnosu na valute zemalja u neposrednom okruženju (mađarska forinta 2,1%, hrvatska kuna 2% ili rumunski lev 0,7%).

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

