



EKONOMSKI INSTITUT
ECONOMICS INSTITUTE

MAT broj

172

MAT
MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDOVI
i
KONJUNKTURNI BAROMETAR

GODINA V
FEBRUAR 2009

2

IZ SADRŽAJA:

- *Ponuda i tražnja*
- *Makroekonomska politika – sa recesijom, ili bez nje?*

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDVI i KONJUNKTURNI BAROMETAR



**EKONOMSKI INSTITUT
ECONOMICS INSTITUTE**

Ulica kralja Milana 16, 11000 Beograd, Srbija i Crna Gora
Tel. (+381 11) 2688 255, 3613 118 • Fax: (+381 11) 3613 467
Tel. redakcije: (+381 11) 3613-018 • Fax: (+381 11) 3613-467
E-mail: ecinst@ecinst.org.yu; inikolic@ecinst.org.yu • Internet site: www.ecinst.org.yu

Za EKONOMSKI INSTITUT
DOBROSAV MILOVANOVIĆ, direktor

Koordinator istraživačkog programa i urednik biltena
STOJAN STAMENKOVIĆ

Sekretar
IVAN NIKOLIĆ

Autori
GORDANA VUKOTIĆ-COTIĆ • VLADIMIR VUČKOVIĆ •
BOŠKO ŽIVKOVIĆ • SANJA BUNGIN • MIROSLAV ZDRAVKOVIĆ • DAVOR SAVIN •
MILAN KOVAČ • MIROSLAV MARINKOVIĆ • TIJANA MILOJEVIĆ • MILADIN KOVAČEVIĆ •
VESELIN PJEŠČIĆ • IVAN NIKOLIĆ • STEFAN DRAGUTINOVIĆ • STOJAN STAMENKOVIĆ

Kompjuterska obrada
SNEŽANA DIMITRIJEVIĆ

Pretplata na MAT
IVAN NIKOLIĆ

© 2005 EKONOMSKI INSTITUT

Sva prava su zadržana. Ni jedan deo ovog studijskog izveštaja ne može biti reprodukovan niti smešten u sistem za pretraživanje ili transmitovan u bilo kom obliku, elektronski, mehanički, fotokopiranjem, snimanjem ili na drugi način, bez prethodne pismene dozvole Ekonomskog instituta.

CIP – Katalogizacija u publikaciji
Narodna biblioteka Srbije, Beograd
338
MAT : Makroekonomske analize i
trendovi / urednik Stojan Stamenković. –
God. 1, br. 1 (februar 2004) –.–
Beograd : Ekonomski institut, 2004 –.– 30 cm

Mesečno
ISSN 1820-0540 = MAT. Makroekonomske
analize i trendovi
COBISS.SR-ID 113335820

SADRŽAJ

REZIME.....	.
MAKROEKONOMSKI PREGLED .....	.
1. Realni sektor .....	.
1.1. Industrija .....	.
1.2. Trgovina na malo .....	.
2. Finansijski i monetarni sektor .....	.
2.1. Budžet .....	.
2.2. Monetarna kretanja.....	.
2.3. Finansijski sektor: Pokazatelji tržišta hartija od vrednosti u 2008. godini.....	.
3. Izvori sredstava za potrošnju stanovništva i cene .....	.
3.1. Realizovana tražnja stanovništva .....	.
3.2. Zarade.....	.
3.3. Cene .....	.
4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom.....	.
4.1. Robna razmena Srbije .....	.
5. Međunarodno ekonomsko okruženje .....	.
5.1. Međunarodna ekonomska kretanja.....	.
5.2. Hrvatski paket antirecesionih mera .....	.
5.3. Srbija i EU: Odnosi između "stare" i "nove" Evrope na početku ekonomske krize.....	.
KONJUNKTURNI BAROMETAR.....	.
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA .....	.
1. Ponuda i tražnja .....	.
2. Makroekonomska politika - sa recesijom, ili bez nje?.....	.
STATISTIČKI PRILOG .....	.

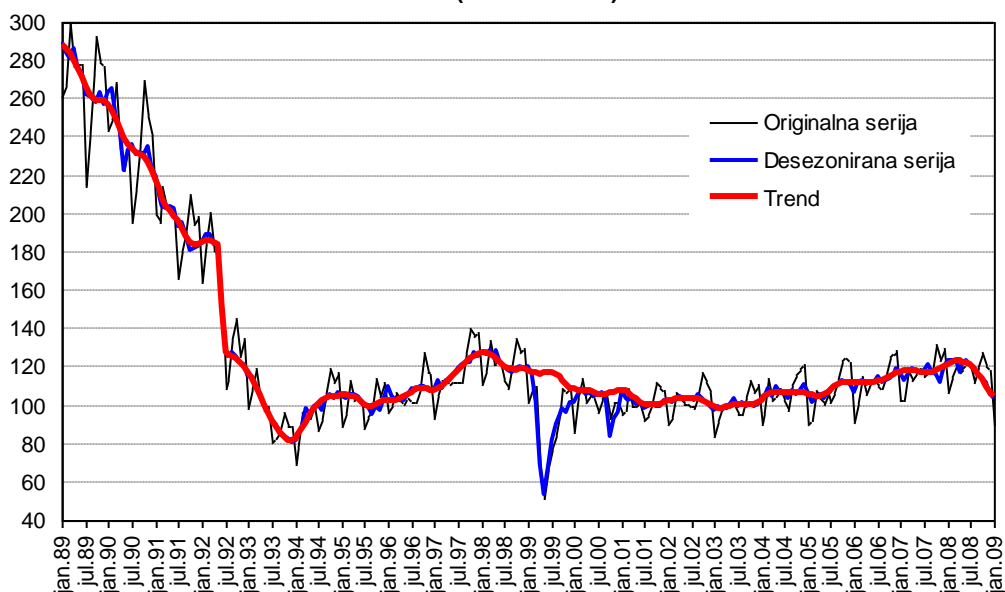
REZIME

Tendencije u privredi se, uglavnom, pogoršavaju. Produbljuje se opadanje industrijske proizvodnje, izvoza, uvoza, unutrašnje trgovine. Iako je slab rezultat proizvodnje u januaru delimično prouzrokovan i prekidom u snabdevanju gasom u delu tog meseca, te tendencije su neosporne i saglasne su sa tendencijama u svetskoj privredi. Izuzetak su cene sa visokim porastom tokom prva dva ovogodišnja meseca – nasuprot jenjavanju inflacije u većini zemalja.

Osnovni makroekonomski trendovi

1. Realni sektor. – U januaru je fizički obim *industrijske proizvodnje* bio manji za 24,6% nego u decembru, u desezoniranoj seriji zabeležen je pad od 4,4%, a međugodišnji pad izneo je čak 17,0%. Desezonirani pad proizvodnje od 4%–5% u jednom mesecu gotovo da nije bio zabeležen u prethodnih deset godina, a sada se desio u dva meseca uzastopno.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA SRBIJE 1989–2009.
INDEKSI (Ø 2003 = 100)



Od juna prošle godine do januara ove godine desezonirana proizvodnja prerađivačke industrije umanjena je za 20,7%, što svedoči o dubokoj krizi ovog sektora. Najviše je redukovana proizvodnja oblasti koje se oslonjene na izvoz, ali se primećuje i pad proizvodnje oblasti koje ne zavise neposredno ili dominantno od svetskog tržišta. *Promet robe u trgovini na malo* u Srbiji u januaru 2009. u odnosu na januar 2008. godine, izražen u tekućim cenama, stagnira (zabeležen je neznatan rast od 0,4%), dok je u stalnim cenama promet smanjen za 5,6%.

2. Finansijski i monetarni sektor. – U toku prvog meseca 2009. godine prihodi *budžeta* su značajno redukovani, kako u odnosu na decembar tako i u odnosu na januar 2008. godine. Prihodi budžeta su u januaru bili na nivou od oko 45 milijardi dinara, što je gotovo 20 milijardi dinara manje nego u decembru odnosno 7,1 milijardu dinara manje nego u januaru prethodne godine. Sve stavke prihodne strane, bez izuzetka, pokazuju realan pad. Na drugoj strani, tekući rashodi su u januaru povećani za oko 6,5 milijardi dinara u odnosu na januar prethodne godine, ili po realnoj stopi od oko 6%, i to u najvećoj meri zbog povećanja penzija od oktobra prethodne godine (transferi ostalim organizacijama socijalnog osiguranja su porasli za 6,6 milijardi dinara, a oko 75% ovih transfera je transfer Fondu PIO). Država znatno kasni u izvršavanju svojih obaveza (izgleda da se najlakše „štedi” na rashodima za robu i usluge) i time se širi nelikvidnost u privredi (malom preduzeću koje je redovno izmirivalo svoje obaveze, a ima potraživanja od velikih preduzeća koja ne plaćaju bilo zato što im duguje država bilo zato što izmiruju svoje prekogranične kredite, a ne mogu ih obnoviti, multilateralna kompenzacija koja se najavljuje neće rešiti problem i ono može biti prinuđeno da redukuje ili obustavi proizvodnju). U toku januara smanjeni su osnovni dinarski *monetarni* agregati: dinarski primarni novac smanjen je za oko 45 milijardi dinara i iznosi krajem meseca 274,7 milijardi dinara; novčana masa M1 smanjena je za nešto manje od 29 milijardi dinara i iznosi oko 212 milijardi dinara; novčana masa M2 smanjena je za više od 26 milijardi dinara i iznosi 368,7 milijardi dinara. Na drugoj strani, najvećim delom usled knjigovodstvenog evidentiranja deviznih depozita, povećano je stanje novčane mase M3 za oko 13 milijardi dinara i krajem meseca iznosi 1005,5 milijardi dinara. Takođe, povećanje su zabeležili i dinarski krediti banaka, koji su u toku januara povećani za oko 44 milijarde dinara i iznose krajem meseca 1095,8 milijardi dinara. Od navedenog povećanja dinarskih plasmana, deo se odnosi na knjigovodstveno evidentiranje evroindeksiranih dinarskih kredita, te je stoga realno povećanje znatno manje. Smanjenje primarnog novca, pored sezonski uslovljenog smanjenja, posledica je i intervencija NBS prodajom deviza na međubankarskom deviznom tržištu (prodat je 381 milion evra), povećanja stoka prodatih hartija od vrednosti, i povećanja dinarskih depozita države kod NBS. U drugoj polovini januara NBS je smanjila referentnu kamatnu stopu za 1,25 procentnih poena i ta stopa je trenutno na nivou od 16,50% godišnje. U toku januara smanjene su dostupne devizne rezerve NBS za 1173 miliona dolara i krajem meseca iznose 10321 milion dolara. Ukupne devizne rezerve smanjene su za 1684 miliona dolara i iznose 11182 miliona dolara. U toku 2008. godine na *Beogradskoj berzi* gotovo svi berzanski pokazatelji beleže negativan trend promena vrednosti. Pad tržišta jeste posledica posebnih karakteristika srpskog tržišta kapitala i globalne finansijske krize.

3. Zarade i cene. – Prilikom izračunavanja prosečnih *zarada* od januara 2009. godine RZS proširuje obuhvat jedinica posmatranja. Pored zarada isplaćenih zaposlenima kod pravnih lica, prilikom izračunavanja prosečnih zarada uzimaju se u obzir i zarade isplaćene zaposlenima kod fizičkih lica (preduzetnika). Prosečna mesečna neto zarada isplaćena u januaru 2009. godine u Srbiji iznosi 28877 dinara, i u odnosu na odgovarajući preračunati decembar prosek manja je za 15,9%

nominalno i za 17,9% realno. Ukupno isplaćena neto masa zarada takođe beleži pad: nominalni od 18,4%, i realni od 20,4%. *Cene na malo* su kumulativno porasle za samo 6,8% tokom 2008, a za čak 5,4% tokom prva dva meseca 2009. godine. Oba ova ishoda su bila posledica odlaganja kako povećanja nekih kontrolisanih cena tako i povećanja nekih akciza za početak 2009. godine. Da pomenutog odlaganja nije bilo, inflacija (merena opštim rastom cena na malo) u 2008. godini ne bi iznela 6,8% – nego bi iznela 3,2 procentna poena više: 10%.

4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom. – U oblasti *robne razmene* Srbija je u januaru ove godine izvezla robe za 360 miliona evra (23,8% manje nego u januaru i 50,5% manje nego u julu 2008. godine), uvezla robe za 637 miliona evra (37,5% manje nego u januaru i 54,1% manje nego u julu 2008. godine), te ostvarila deficit od 277 miliona evra (49,3% manje nego u januaru i 58,2% manje nego u julu 2008. godine). Pokrivenost uvoza izvozom iznela je 56,7% i bila je najveća od januara 2005. godine (jer je, zbog uvođenja PDV-a, uvoz u decembru 2004. godine izvršen za dva meseca unapred). U oblasti *platnog bilansa* deficit tekućeg računa izneo je u 2008. godini 8721 milion dolara, i bio je za 37,7% veći nego u 2007. godini. Deficit tekućeg računa finansiran je prilivom investicija i kredita od 7281 miliona dolara, suficitom kapitalnog računa od 20 miliona dolara, i smanjivanjem deviznih rezervi za 2350 miliona dolara (pad u decembru izneo je 991 milion dolara) – uz pad depozita na računima banaka od 726 miliona dolara, i uz deficit na poziciji „greške i propusti” od 158 miliona dolara. U januaru 2009. godine deficit tekućeg računa izneo je 97 miliona dolara, što predstavlja smanjenje za preko četiri petine u odnosu na januar prošle godine. U odnosu na vrednost u decembru (798 miliona dolara), vrednost u januaru je smanjena za sedam osmina. Kada iz finansijskog računa isključimo promene stanja deviznih rezervi NBS, u januaru prošle godine suficit je izneo 588 miliona dolara – a u januaru ove godine ostvaren je deficit od 403 miliona dolara. Stoga je pad deviznih rezervi od 510 miliona dolara poslužio manjim delom (97 miliona dolara) za finansiranje deficita tekućeg računa, a mnogo većim delom (403 miliona dolara) za finansiranje deficita finansijskih transakcija (deficit na poziciji „greške i propusti” smanjen je za 10 miliona dolara). Prosečno mesečno smanjenje deviznih rezervi NBS, od oktobra prošle do januara ove godine, iznelo je 703 miliona dolara.

5. Iz međunarodnog okruženja. – *Međunarodna ekonomska scena*, uprkos masivnom ulivanju likvidnih sredstava u reprodukcione tokove, i dalje ostaje zamagljena, a svi raspoloživi pokazatelji ostaju unutar zone negativnih stopa rasta ili nepovoljnih indikacija. Pristigli podaci o BDP-u u poslednjem kvartalu prošle godine prikazuju tmurnu sliku: najveće privrede beleže pad u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Posebno su neprijatni podaci o industrijskoj proizvodnji u decembru 2008. godine. Ona je u evro području u tom mesecu bila niža za 12% nego godinu dana ranije. Pri tom je Italija zabeležila smanjenje od 14,3%, Nemačka od 12%, a Francuska od 11%. Među zemljama centralne i istočne Evrope, Mađarska je imala najveći pad industrijske proizvodnje (-23,3%); potom dolaze: Rusija (-16%), Poljska (-14,9%), i Češka (-14,6%). Oporavak industrijskih grana u Evropi još je daleko. Upravo je to bilo opravdanje za novi izraženi

pesimizam Komisije EU. Naime, Komisija je 19. januara objavila da će BDP opasti za 1,8% u EU, a za 1,9% u evro području. Međutim, Komesar za ekonomska i monetarna pitanja izjavio je početkom marta da valja računati sa sniženjem tih procenata. Evropska centralna banka je 5. marta snizila svoju primarnu stopu na 1,5%, i to je najniži nivo te stope u desetogodišnjoj istoriji evra. Na dan 5. marta svoju primarnu kamatnu stopu snizila je i Bank of England, i to na 0,5%. Nikada u istoriji ove banke osnovna kamatna stopa te banke nije bila toliko niska. Sniženje primarne kamatne stope Evropske centralne banke uticaće, po svoj prilici, na dalji pad kursa evra prema dolaru. U poslednjem kvartalu prethodne godine uočena je *nervoza na deviznim tržištima zemalja istočne Evrope*. Neke valute su deprecirale za više od 20% (zlot, forinta, rublja, dinar), a negde su trpele i devizne rezerve (u Rusiji, Poljskoj i Srbiji). Pokazalo se da je finansijska stabilnost krhka, da je zasnovana na prilivu inostranog kapitala i da zastoj u tom prilivu otkriva različite privredne slabosti. Kreditima MMF-a pribegle su: Mađarska, Letonija, Ukrajina, Belorusija, Gruzija i Srbija. Krediti MMF-a za samo tri zemlje (Mađarsku, Letoniju i Ukrajinu) dostigli su vrednost od 40 milijardi dolara. Sada se nad istočnom Evropom nadvio duh finansijske krize i ova opasnost pretila da podeli EU na istočni i zapadni deo, mnogo više nego bilo koji događaj nakon rušenja Berlinskog zida. Na potencijalno štetne implikacije jake povezanosti banaka sa zapada i država sa istoka Evrope podsetili su analitičari MMF-a početkom godine. Oni su ukazali na činjenicu da su zemlje istočne Evrope visokozavisne od banaka iz zapadne Evrope, preko filijala i prekograničnim zaduživanjem.

6. Konjunktorni barometar. – U februarskoj anketi ponovo su zabeležene niske vrednosti većine indikatora o konjunkturi u domaćoj industriji. Visoka inflaciona očekivanja i visok rizik u poslovanju, kao i niska očekivana prodaja i niske očekivane investicije, glavni su nalazi februarske ankete. Pored toga, u februaru se 13,7% privatnih firmi izjasnilo da im je nivo potraživanja previsok; ovakav stav u januaru je imalo 8,3%, a u poslednjih šest meseci ne više od 10% anketiranih kompanija. U narednim anketama videće se da li je februarski nalaz izolovan slučaj ili je bauk nelikvidnosti počeo da uzima maha. U odnosu na januar, u kome je domaću industriju pogodila i gasna kriza, u februaru je povećano prosečno korišćenje proizvodnih kapaciteta na 67,4% (u januaru: 59,5%). Inflaciona očekivanja ostala su i dalje visoka – 74,8% firmi očekuje rast cena svojih inputa u naredna tri meseca (u januaru: 76,8%), a 28,6% firmi očekuje rast cena svojih gotovih proizvoda (u januaru: 30%). U odnosu na januar, kada se svaka peta privatna firma izjasnila da će u naredna tri meseca biti u lošijem položaju nega sada, u februarskoj anketi ista očekivanja imalo je 12,7% kompanija. Takođe, svaka peta privatna firma u naredna tri meseca planira da smanji broj zaposlenih. Podaci o očekivanoj prodaji i dalje su u zoni pesimizma – nižu prodaju u naredna tri meseca očekuje 23% privatnih firmi. Indikator očekivanog rizika u poslovanju ostao je izrazito visok i u februarskoj anketi – čak 52,4% firmi očekuje veći poslovni rizik u naredna tri meseca (u februaru 2008: svega 26,3%). U februarskoj anketi, 22,8% firmi istaklo je nedostatak kredita kao najveće ograničenje u poslovanju, dok je najveći broj firmi očekivano istakao slabu tražnju (38%), odnosno niske cene svojih proizvoda (22,8%).

Makroekonomska politika – sa recesijom, ili bez nje?

Vlasti su dugo podržavale utisak da život teče normalno i da se sučeljavamo samo sa parcijalnim i prolaznim teškoćama. **Na decembarskom savetovanju NDE otvorena su sva pitanja u vezi sa svetskom ekonomskom krizom** koja su se, najzad, našla u centru pažnje javnosti tek na prošlonedeljnom hepeningu na Kopaoniku.

Scenariji se neprekidno pogoršavaju. Tako je nagib trenda industrije posle jula 2008. iznosio zaključno: sa novembrom -0,5%, sa decembrom -1,0%, a sa januarom -1,7% (-19% godišnje); desezonirani pad u januaru izneo je 4,4%. Kao poseban se javio problem kratkoročnog duga. Od 2001. godine do, zaključno, jula 2008. stanje kratkoročnog duga je osciliralo između 0,9 milijardi evra i 1,3 milijarde evra. Na kraju 2005, 2006. i 2007. stanje je bivalo gotovo identično – oko 1,3 milijarde evra. Nakon toga nastaje ekspanzija – *zamena nedostajućeg dugoročnog zaduživanja kratkoročnim*: na kraju trećeg kvartala stanje kratkoročnog duga se penje na preko 1,9 milijardi evra, a na kraju 2008. godine na više od 2,4 milijarde evra (3,4 milijarde dolara). U 2009. (u okviru ukupnog dospeća za otplatu glavnice u iznosu od 7 milijardi dolara) dospeva za naplatu 2,86 milijardi dolara (2 milijarde evra) **kratkoročnog duga**, i to se skoro u celini odnosi na privatni sektor.

Ključno pitanje stanja eksterne likvidnosti u naredne tri godine ostaje pitanje priliva kapitala iz inostranstva – putem kredita i putem investicija. U aktivnom scenariju za 2009. godinu pošlo se od istih pretpostavki o tom prilivu kao u scenarijima u referatu za decembarsko savetovanje NDE:

- priliv novih kredita javnom sektoru (770 miliona evra) sadrži sredstva MMF-a po važećem sporazumu i odobrene kredite Svetske banke;
- priliv novih kredita bankama (690 miliona evra) manji je nego u 2007, ali znatno veći nego u 2008. godini – s obzirom na relaksaciju u merama NBS (ovo je malo optimistička pretpostavka?);
- priliv novih kredita preduzećima („ostali sektori”, 2225 miliona evra) dimenzioniran je na polovinu priliva iz 2008 – s obzirom na dinamiku u poslednja dva meseca te godine;
- za neto priliv stranih direktnih investicija pretpostavljen je udeo u BDP-u od 5,5% – neznatno više nego u 2008 (s tim što je ovde sadržan i eventualni priliv portfolio investicija).

Sem toga,

- uvedena je pretpostavka da će se stanje kratkoročnog duga dovesti na stabilan nivo iz prethodnih godina, što znači da bi se od dospele dve milijarde evra otplatila jedna milijarda, a da bi se ostatak, kao i obično, revolvirao; na taj način – oduzimanjem otplata od novih kredita – neto kreditni priliv u 2009. bio bi negativan (za 542 miliona evra).

U vezi sa ovim, korisno je podsećanje o izvesnoj analogiji sa 1980. godinom. Pošto je za SFRJ u 1979. bilo zatvoreno tržište kapitala, stanje kratkoročnog duga je, sa nivoa od 600–800 miliona dolara, u 1980. podignuto na 2400 miliona dolara, da bi potom bilo obustavljeno revolviranje kratkoročnih linija i bili povučeni depoziti iz naših banaka. Tokom 1981. godine potrošene su devizne rezerve i zatim je (5. marta 1982) „pukla” eksterna likvidnost – nisu mogle biti servisirane obaveze prema inostranstvu. Tek posle toga je usledio *stand-by* aranžman sa MMF-om. **Sada bi sled događaja morao biti obrnut: najavljeni aranžman o podršci u iznosu od 2 milijarde dolara trebalo bi da bude i pretpostavka nerizičnosti plasmana u Srbiju, odnosno pretpostavka revolvinga kratkoročnih kredita koji je ovde uračunat, te međunarodne finansijske podrške.** Ukoliko bi pregovori sa MMF-om bili neuspešni, to bi bio pokazatelj povećanog rizika i signal za obimnije povlačenje kratkoročnog duga.

Kretanja industrijske proizvodnje, spoljnotrgovinskog i unutrašnjeg prometa, dinamika finansijskih usluga – sugerišu da bi sada **realistična procena bila da će BDP u 2009. biti manji nego u prethodnoj godini za oko 1%**. U tom slučaju sledi:

- zbog pada BDP-a i smanjenja učešća deficita robe i usluga na 18% u 2009. realno smanjenje unutrašnje tražnje moralo bi izneti 6,3%;
- stope pada izvoza i uvoza su ocenjene na -6% za izvoz i -15% za uvoz;
- održavanje nepromenjenog realnog nivoa potrošnje domaćinstava zahtevalo bi radikalno rezanje potrošnje sektora države (između 15% i 20%), uz pad fiksnih investicija za više od 15%; **izgleda da je pad potrošnje domaćinstava (najveći izvori su zarade i penzije) neizbežan – politikom, ili inflacijom;**
- smanjenje deviznih rezervi u 2009. za oko 3,4 milijarde evra.

Budući da BDP neće dosegnuti ni blizu planiranih 3,5% u ovoj godini, dodatni deficit budžeta je neizbežan. Fiskalna politika postaje ekspanzivnija ukoliko poreska baza postaje uža (a njeno povećanje je neposredna funkcija rasta dohotka, odnosno BDP-a). A to implicira da monetarna politika mora biti restriktivnija – ako se i dalje bude istrajavalo na predviđenoj stopi inflacije.

Realističnom u pogledu inflacije čini se procena da će inflacija izneti 15%, uz realnu deprecijaciju dinara prema evru od oko 5%. Pad deficita robe i usluga (pri zadržanom učešću u BDP-u od 18%) izneo bi tada 2,3 milijarde evra (pad izvoza za 9% i uvoza za 18%). Potrošnja domaćinstava realno pada za 4%, ali se stvara prostor da pad potrošnje sektora države bude oko 6%.

Uslovi za ostvarivanje scenarija, u kojem pad BDP-a u 2009. ne prelazi 1%, jesu sledeći:

- 1) Neophodan je ozbiljan *stand-by* aranžman sa MMF-om sa maksimalno mogućom kreditnom podrškom (oko 2 milijarde dolara?).

- 2) Hitno je ratifikovanje već odobrenih kredita i zaključivanje novih kredita za infrastrukturu sa međunarodnim finansijskim organizacijama.
- 3) Nužni su rebalans i redukcija budžetske potrošnje i prilagođavanje prihodima koji su stvarno u izgledu. Može li se smanjiti poreska evazija (uključujući i neplaćanje penzijskog osiguranja)?
- 4) Dolazi u obzir povećanje deficita budžeta u odnosu na sada predviđeni, ali radi povećanja izdataka za investicije, **uz neophodno smanjenje predviđene potrošnje** (što će zahtevati i MMF), posebno dela koji se u upotrebi BDP-a razvrstava u „potrošnju države”.
- 5) Potrebna je redukcija nekih lokalnih budžeta koji otvaraju nove troškove (Beograd, na primer). Može li se deo sredstava preusmeriti na republički budžet?
- 6) Treba izučiti moguće odgovore na pitanje: ako NBS prestane sa intervencijama na deviznom tržištu – do kog nivoa i u kom vremenu će se peti kurs evra? Da li je višak dinarske likvidnosti iscrpljen?
- 7) Mora se izučiti koliko je moguće potrebno smanjenje uvoza obezbediti kursom i koja će realno biti prateća inflacija – s obzirom na kurs i na potrebu realnog snižavanja potrošnje pri zadržavanju obećanih nominalnih povećanja.

Kada je reč o deviznom kursu, **ponovićemo ovde svoje protivljenje ideji uvođenja fiksnog kursa, ili u vremenu fiksiranog nivoa kursa** kome treba da vodi monetarna politika. Sem toga, valja skrenuti pažnju na okolnost da *repo stok ponovo ima tendenciju rasta*: on je svoj minimum dostigao 20. februara (62 milijarde dinara), nakon čega je na svih osam aukcija u nove papire ulagano u proseku po 3,2 milijarde dinara više od dospelih vrednosti, tako da je repo stok 6. marta dostigao (diskontni iznos) 87,5 milijardi dinara (drugim rečima, za dve nedelje je povučeno 25,5 milijardi dinara). Odavde se može zaključiti: *prvo, da banke radije ulažu u papire NBS nego što bi odobravale rizične kredite i, drugo, da se može očekivati relativno stabilnije kretanje kursa* (na nekoliko poslednjih aukcija NBS nije intervenisala).

U celoj ovoj situaciji stand-by aranžman sa MMF-om je *conditio sine qua non!* Ne samo zbog jačanja deviznih rezervi nego i zato što to faktički jeste *uslov za priliv kapitala od kredita i pozitivan signal potencijalnim investitorima*. Posebno država ne treba ni da razmišlja o, na primer, prodaji Telekoma, već treba da nastoji da obezbedi kredite za infrastrukturu, kojoj treba pridružiti i elektroprivredne kapacitete. Naime, proizvodnja električne energije je, po svoj prilici, dostigla maksimum mogućnosti postojećih kapaciteta, o čemu svedoči i suštinska stabilizacija trenda počev od sredine 2007. na nivou prošlogodišnjeg proseka.

Suština je sledeća: **neuspešni pregovori o aranžmanu bili bi negativan signal za sve izvore kapitala**, u ovom trenutku ionako oskudne. Ako bi perspektiva u tom slučaju čak i ostala da se neće redukovati novo javno zaduživanje, može se računati s tim: da priliv bankarskih kredita ne bi bio veći nego u prošloj godini, da bi se priliv *cross border* kredita prepолоvio u odnosu na onaj sa kojim se računa u aktivnom scenariju, da bi bili povučeni dospeli kratkoročni krediti u celini i, najzad,

da bi se prepolovio i udeo stranih investicija u BDP-u. *Perspektiva bi bila pad deviznih rezervi u 2009. i 2010. za oko 8 milijardi evra, pad BDP-a u 2009. za najmanje 3%, što vuče za sobom pad ukupne unutrašnje tražnje za blizu 9%, sa odgovarajućim realnim smanjenjem svih njenih podagregata – najvećim delom putem inflacije.*

Zato je bolje rešenje smanjivanje potrošnje prinudom sporazuma sa MMF-om, nezavisno od političke volje: alternativa je pucanje eksterne likvidnosti zemlje.

Na kraju, *stand-by* aranžman sa MMF-om i mere koje se preduzimaju radi amortizovanja efekata svetske ekonomske krize predstavljaju „kupovinu vremena”, ali ne rešavaju suštinski problem: dosadašnji model ravnoteže (oslonjen na prodaju preduzeća i obilan priliv kapitala spolja te njegovo prelivanje u potrošnju) je iscrpljen i odmah se mora otpočeti sa traženjem novog modela ravnoteže.