



174

**EKONOMSKI INSTITUT
ECONOMICS INSTITUTE**

MIET

**MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDVI
i
KONJUNKTURNI BAROMETAR**

GODINA VI
APRIL 2009

4

IZ SADRŽAJA:

- Ponuda i tražnja
- Napomene o pojedinim segmentima makroekonomske politike

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDVI i KONJUNKTURNI BAROMETAR



**EKONOMSKI INSTITUT
ECONOMICS INSTITUTE**

Ulica kralja Milana 16, 11000 Beograd, Srbija
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 •
NATALIJA BOGDANOV • STEFAN DRAGUTINOVIĆ • VESELIN PJEŠČIĆ • IVAN NIKOLIĆ •
STOJAN STAMENKOVIĆ

Pretplata na MAT
IVAN NIKOLIĆ

Kompjuterska obrada
SNEŽANA DIMITRIJEVIĆ

© 2009 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. Poljoprivreda	
1.3. Promet u trgovini na malo	
2. Finansijski i monetarni sektor	
2.1. Budžet	
2.2. Monetarna kretanja	
2.3. Finansijski sektor: Profitabilnost bankarskog sektora 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	
4.2. Platni bilans Srbije	
5. Međunarodna ekonomska kretanja	
5.1. Međunarodna ekonomska kretanja	
5.2. MMF revidirao naniže procenu rasta BDP-a zemalja JIE u 2009. godini	
5.3. Srbija i EU: Neke dobre vesti iz Kancelarije za evropske integracije	
KONJUNKTURNI PREGLED	
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA	
1. Ponuda i tražnja	
2. Napomene o pojedinim segmentima makroekonomske politike	
2.1. Napomene u vezi sa monetarnom politikom	
2.2. Rebalans i nejasnoće u vezi s njim	
2.3. Opaska o „svetoj kravi“	
TEMA MESECA	
MONETARNA POLITIKA I EKONOMSKI OPORAVAK	
STATISTIČKI PRILOG	

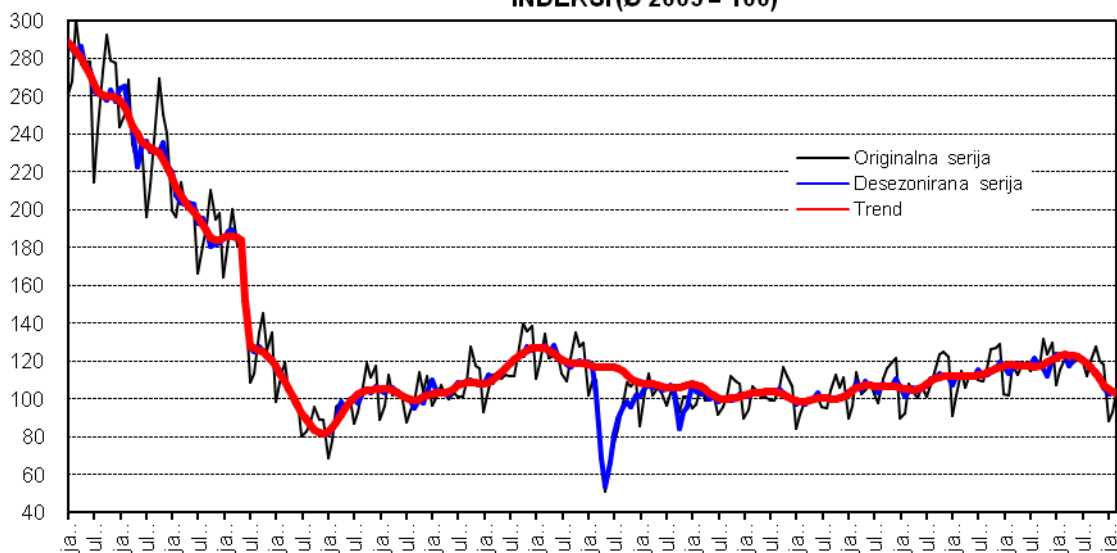
REZIME

Svi glavni agregati ponude i tražnje koji se statistički prate u mesečnoj dinamici u martu 2009. godine našli su se na nivou koji je duboko ispod proseka prethodne godine i nivoa u prošlogodišnjem martu, ali u samom martu nije nastavljena tendencija neprekidnog tekućeg produbljivanja tog pada. Perspektiva je, za sada, osciliranje oko dostignutog vrlo niskog nivoa, pri čemu se ne može predvideti koliko će taj proces trajati. Kada je reč o cenama, u aprilu je – porastom određenih administrativno uređenih cena – prekinut proces opšteg smirivanja inflacije.

Osnovni makroekonomski trendovi

1. Realni sektor. – I dalje nema nagoveštaja o okretanju trenda *industrijske proizvodnje* ka uzlaznom smeru. Proizvodnja se nije znatnije promenila u odnosu na februar i januar, i u osnovi stagnira na niskom nivou. Međugodišnji rezultati (mesečni i kumulativni) nešto su poboljšani, usled stabilizacije tekućih rezultata (najveći je doprinos energetike) i slabijih prošlogodišnjih martovskih rezultata.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA SRBIJE 1989–2008.
INDEKSI (Ø 2003 = 100)



izički obim industrijske proizvodnje bio je u martu za 12,0% veći nego u februaru, dok je u desezoniranoj seriji zabeležen porast od 1,5%. Međugodišnja mesečna redukcija iznela je 14,2% (u januaru 17,6%, a u februaru 19,4%); nakon prvog kvartala kumulativni pad iznosi 16,9%. Čak i da ukupna industrija od maja započne blagi uspon do kraja godine (po pola procenta u desezoniranoj seriji), industrijska proizvodnja bi za oko 10% bila manja nego u 2008. godini. Prema sadašnjim tendencijama i očekivanjima, ovo bi bila i optimistička ocena rezultata industrijske proizvodnje za kriznu 2009. godinu.

F

Kada je reč o *poljoprivredi*, pod pretpostavkom da ne dođe do dramatično nepovoljnih vremenskih uslova ovog leta, realno je očekivati da Srbija dočeka kraj godine sa tržišnim viškovima hrane. Očekuje se znatno povećan rod u ratarstvu, ali i znatni problemi oko transporta i lagerovanja ovogodišnjeg roda, pre svega, pšenice. Velika ponuda na domaćem tržištu uz nisku likvidnost domaće tražnje (pre svega one iz prerađivačkog sektora), zajedno sa niskim cenama na svetskom tržištu, neće delovati stimulatивно na aktiviranje domaćeg tržišta. *Promet robe u trgovini na malo* u martu 2009. godine u odnosu na mart 2008. godine manji je u tekućim cenama za 6,4%, a u stalnim cenama za 12,5%.

2. Finansijski i monetarni sektor. – Primanja *budžeta* su u martu 2009. iznosila 55,7 milijardi dinara – i u odnosu na februar tekuće godine, sve stavke prihodne strane budžeta pokazuju realni rast. Međutim, u poređenju sa podacima o izvršenju budžeta iz marta 2008, u martu 2009. prihodi su pali za oko 7,5%. U poređenju sa martom prethodne godine, u najmanju ruku čudno deluje podatak da – pri velikom padu uvoza i unutrašnjeg prometa – najveće apsolutno povećanje pokazuju prihodi od PDV-a koji su, sa 22,6 milijardi dinara, povećani na 25,1 milijardu dinara (1,1% realno). Verovatno je ovde reč o tome da su u podacima za mart 2008. obračunati povraćaji, a da to još uvek nije učinjeno sa podacima iz marta ove godine; drugim rečima, podaci su po svoj prilici neuporedivi. U toku marta svi *monetarni agregati* su zabeležili smanjenje. Primarni novac je smanjen za 23,7 milijardi dinara i krajem meseca iznosi 275,4 milijarde dinara. Novčana masa M1 smanjena je za 17,1 milijardu dinara i krajem marta iznosi 210,1 milijardu dinara. Novčana masa M2 smanjena je za 9,8 milijardi dinara i iznosi 378,1 milijardu dinara. Novčana masa M3 smanjena je za 11 milijardi dinara i krajem meseca iznosi 1015,6 milijardi dinara. Dok su svi monetarni agregati smanjeni, dinarski plasmani banaka su u toku marta povećani za 26,1 milijardu dinara. U strukturi priraštaja plasmana dominiraju plasmani privredi, koji su povećani za 25,2 milijarde dinara, dok su plasmani stanovništvu u istom mesecu smanjeni za 0,4 milijarde dinara. U toku marta, povećane su dostupne devizne rezerve NBS za 261 milion dolara i krajem meseca iznose 10743 miliona dolara. Ukupne devizne rezerve povećane su za 155 miliona dolara i iznose 11598 miliona dolara. Dok je tokom marta referentna kamatna stopa ostala nepromenjena, NBS je u aprilu u dva navrata smanjila referentnu kamatnu stopu: prvo za 1,5 procentnih poena, a zatim za dodatni 1 procentni poen; trenutno je ta stopa na nivou od 14% godišnje. U toku aprila smanjena je razlika između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka. Prosečno ponderisana aktivna kamatna stopa banaka smanjena je za 0,09 procentnih poena i u aprilu je iznosila 1,37% na mesečnom nivou. Prosečno ponderisana pasivna kamatna stopa banaka povećana je za 0,04 procentna poena i u aprilu iznosi 0,66% na mesečnom nivou. Agregatno, *bankarski sektor* je poslovao sa dobitkom pre oporezivanja od 34957,1 miliona dinara. Povećanje je od gotovo 48,9% u odnosu na 2007. godinu. Iako je ostvaren u godini kada je započela kriza, ovaj rezultat nije iznenađujući. U osnovi je nastavljen trend rasta rentabilnosti bankarske delatnosti koji je započet 2005. godine. Rezultat je, po strukturi, sličan prethodnim godinama. Vodeća je i dalje grupa od pet banaka sa učešćem od 39,8% u bilansnoj sumi sektora, koja je ostvarila 59,7% ukupno iskazanog dobitka. S druge strane, gubitak je koncentrasan u mnogo većoj meri nego gubitak: tri banke čije učešće u bilansnoj aktivni je tek 4,0% – ostvarile su 79,9% iskazanog gubitka.

3. Zarade i cene. – Prosečna mesečna neto zarada isplaćena u prvom kvartalu 2009. godine u Srbiji iznosi 30117 dinara, što je za 12,3 % nominalno i za 2,4% realno više nego u istom periodu prošle godine. Ukupno isplaćena neto masa zarada nominalno je veća za 6,4%, a realno je manja za 3%; zaposlenost (u uzorku) se u tom periodu smanjila za 5,3%. U javnom sektoru u prvom kvartalu 2009. godine isplaćena prosečna neto zarada je u odnosu na isti period prethodne godine nominalno veća za 8,6%, a realno je manja za 1% – uz slično kretanje isplaćene neto mase zarada, i smanjenje zaposlenosti od 0,1%. Prosečna mesečna neto zarada isplaćena u martu 2009. godine iznosi 30362 dinara i u odnosu na prosečnu mesečnu zaradu isplaćenu u februaru manja je za 2,4% nominalno i za 2,8% realno. U javnom sektoru je u martu 2009. u odnosu na februar prosečna zarada nominalno manja za 0,5%, a realno za 0,1%. U aprilu je ubrzan opšti rast i *cena* na malo i troškova života u odnosu na mart, i to za 0,6 procentnih poena: cene na malo su u proseku povećane za 0,5% u martu a za 1,1% u aprilu, dok su troškovi života u proseku povećani za 0,4% u martu a za 1,0% u aprilu. Ovo, pak, znači da je u aprilu zasigurno ubrzan i opšti rast potrošačkih cena, na osnovu kojeg se od januara ove godine prati inflacija u nas. Na opšti rast cena na malo u aprilu presudno su uticala poskupljenja: tečnih goriva i maziva, komunalno-stambenih usluga, lekova i stalnog svežeg povrća. Povrh toga, značajno je povećana i pretplata za državnu televiziju!

4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom. – U oblasti *robne razmene*, Srbija je u martu 2009. izvezla robe u vrednosti od 506 miliona evra (18,5% manje nego u martu 2008), uvezla robe u vrednosti od 1059 miliona evra (21,9% manje nego u martu 2008), i ostvarila deficit od 552 miliona evra (24,7% manje nego u martu 2008). Pokrivenost uvoza izvozom iznela je 47,9% u martu ove godine, dok je u martu prošle godine bila 45,8%. Pozitivan signal u robnoj razmeni predstavlja nova rekordna mesečna vrednost izvoza odeće (51,8 miliona evra), ali je još 19 grupa proizvoda imalo međugodišnji rast vrednosti izvoza, što nije bio slučaj u januaru i februaru. U oblasti *platnog bilansa*, na poziciji tekućeg računa u februaru ove godine deficit je izneo 371 milion dolara, što predstavlja smanjenje za 45% u odnosu na februar prošle godine. Kada se iz finansijskog računa isključe promene stanja deviznih rezervi NBS, suficit u februaru prošle godine iznosi 499 miliona dolara – a u februaru ove godine 562 miliona dolara. Razlog za aktuelni rast suficita finansijskog računa predstavlja uplata Gasproma za udeo u NIS-u. Suficit na poziciji direktnih investicija povećan je sa 280 miliona dolara, ostvarenih u februaru prošle godine, na 576 miliona dolara ostvarenih u februaru ove godine. Kao posledica kretanja na pozicijama tekućeg, kapitalnog i finansijskog računa, korigovanih za greške i propuste, u februaru prošle godine devizne rezerve su smanjene za 172 miliona dolara, a u februaru ove godine su povećane za 230 miliona dolara. Prosečno mesečno smanjenje deviznih rezervi NBS, u periodu od oktobra prošle godine do januara ove godine, iznelo je 703 miliona dolara. Stoga je ovaj rast deviznih rezervi dobrodošao.

5. Iz međunarodnog okruženja. – MMF je potkraj aprila ponovno izmenio svoje prognoze o kretanju BDP-a u svetu. Sada su te procene, pod uticajem širenja globalne krize, manje optimističke nego pre mesec dana, kada se za sledeću godinu za zemlje evro-zone nagoveštavalo uvećanje proizvodnje. Slične prognoze je aprila objavio i OECD koji za razvijene zemlje, članice ove organizacije, ocenjuje da će ostvariti pad BDP-a za 4,3% u ovoj i za 0,1% u sledećoj godini.

Evropska centralna banka je početkom aprila snizila svoje ključne kamatne stope za 0,25%, što je za finansijsku javnost bilo iznenađenje jer se očekivalo da će zbog recesijskih pritisaka ECB biti spremna na veće pojeftinjenje primarnog novca. Očekuje se da će u maju ECB morati još jednom da snizi svoju cenu novca, jer su ekonomske tendencije u svim zemljama evro-zone nepromenjene; naime, proizvodnja i dalje beleži izrazito negativne stope rasta, a nezaposlenost je u porastu. Pogled na dinamiku uticaja monetarne politike u evro-zoni pokazuje da je finansiranje banaka na tržištu kapitala bitno promenilo prirodu bankarskog kanala novčane transmisije. Veza između kreditne aktivnosti banaka i mera monetarne politike je razlabavljena, a motiv i sposobnost banaka da kreditiraju privredu postaju neposredno zavisni od razmera krize na finansijskom tržištu.

6. Konjunktorni barometar. – U aprilskoj anketi nastavljen je negativni sentiment po pitanju trenutnog stanja, kao i tromesečnih očekivanja među kompanijama u srpskoj industriji. Na osnovu svih rezultata može se reći da nema jasnih signala smirivanja krize. U skladu sa tim, svaka peta privatna firma u Srbiji ocenjuje svoj trenutni položaj kao loš, a isti procenat veruje da će im se položaj u naredna tri meseca dodatno pogoršati. Pored toga, rekordnih 36% privatnih firmi se izjasnilo da će u naredna tri meseca smanjivati broj zaposlenih. U aprilu se čak 47,8% privatnih firmi izjasnilo da im je najveće ograničenje u poslovanju slaba tražnja (u poslednjih šest meseci ovaj pokazatelj ima tendenciju rasta, a pre izbivanja krize prosečno je 35% firmi isticalo slabu tražnju kao najveći limit). Slično kretanje beleži i indikator očekivane prodaje – uprkos malom poboljšanju ovog pokazatelja, svaka peta kompanija očekuje pad prodaje u naredna tri meseca. U aprilu je došlo do umerenog pada inflacionih očekivanja – 66,9% firmi očekuje rast cena svojih inputa u naredna tri meseca (u martu: 75,2%), a 30,1% očekuje rast cena svojih gotovih proizvoda (u martu: 32,4%). Ovakvo kretanje može se, pre svega, pripisati stabilnosti deviznog kursa. Problem nelikvidnosti u srpskoj privredi vidljiv je i u rezultatima ankete – 16,9% firmi očekuje da će im se u naredna tri meseca povećati nivo potraživanja, dok 14,9% firmi očekuje da će u naredna tri meseca više dugovati. Poređenja radi, u aprilu prošle godine svega 4,3% firmi je očekivalo rast svojih potraživanja, a svega 3,6% firmi je očekivalo da će imati veći nivo dugova. U aprilu je takođe zabeležen i visok nivo očekivanog rizika u poslovanju, kao i nizak nivo očekivanih domaćih i stranih investicija.

Rebalans budžeta i neke nejasnoće u vezi s njim

Rebalans budžeta za 2009. godinu blagovremeno je usvojen u Skupštini. Sa gledišta veličine deficita u odnosu na projektovani BDP, on zadovoljava uslove iz aranžmana sa MMF-om i sada treba usvojiti neke prateće zakone da bi Bord direktora u Vašingtonu blagovremeno odobrio taj sporazum i time ga aktivirao. Balans između dodatnih prihoda i smanjenih izdataka u budžetu radi svodenja deficita u konsolidovanom bilansu u Republici Srbiji na 3% BDP-a (u čemu je deficit republičkog budžeta 2,4% BDP-a) dobro je uspostavljen time što je težište stavljeno na rashodnu stranu.

U opravdanost većeg ili manjeg usmeravanja restriktivnih mera u pojedinačne stavke u budžetu ovoga puta nećemo ulaziti.

Međutim, mora se skrenuti pažnja na nedovoljnu transparentnost čitave operacije i neka pitanja koja se javljaju u vezi sa novim sistemom finansiranja deficita (trezorski zapisi), kao i sa mogućnošću da predviđeni prihodi ne budu ostvarivi, pre svega zbog mogućeg većeg pada BDP-a od onoga sa kojim se računalo kada je kalkulisan rebalans.

Sa MMF-om je usaglašen deficit od 90 milijardi dinara u konsolidovanom budžetu što je rebalansom i postignuto, u čemu je rebalansom budžeta Republike planiran deficit (koji ne uključuje sopstvene prihode) od oko 70 milijardi dinara. U *obrazloženju* se navodi da će razlika biti pokrivena sniženjima troškova na nivou same lokalne vlasti. Kako se konsolidovani deficit finansira i iz sopstvenih prihoda, pretpostavka je da će deo od 90 milijardi dinara biti finansiran i iz međunarodnih kredita koje će uzimati lokalna samouprava ili JP Putevi. Bez obzira na to što se krediti koje uzimaju niži nivoi vlasti vode kao sopstveni, oni su u stvari javni dug. Problem konsolidovanog bilansa javnih prihoda i rashoda ostaje nesaglediv. Jedina informacija koja se u vezi sa konsolidovanim sektorom države navodi jeste ukupan deficit u konsolidovanim rashodima od 90 milijardi dinara što se podudara sa pomenutom procenom Misije MMF-a.

Ukupno finansiranje deficita i javnog duga je 218,4 milijarde dinara. Od toga je ukupna otplata glavnice duga 147,9 milijardi dinara i ona se deli na otplatu duga domaćim kreditorima od 130,5 milijardi dinara, otplatu duga stranim kreditorima od 13,5 milijardi dinara i otplatu duga po osnovu aktiviranih garancija međunarodnim kreditorima od 3,95 milijardi dinara. U prvobitnom zakonu o budžetu za 2009. godinu, za finansiranje deficita i javnog duga planiran je iznos od 92,7 milijardi dinara (ukupna glavnica duga iznosila je 42,8 milijardi dinara – 27,8 milijardi domaćim kreditorima, 11,4 milijarde stranim kreditorima i 3,5 milijardi na osnovu aktivnih garancija). Iz ovoga se vidi da je otplata glavnice duga domaćim kreditorima povećana za 102,6 milijardi dinara, dok je ukupno povećanje finansiranja u odnosu na prvobitni plan budžeta za 2009. godinu 125,8 milijardi dinara, što je malo manje od ukupne oplate duga domaćim kreditorima. Sa te tačke gledišta, akumulirani stok ovih hartija od oko 30 milijardi dinara bio bi dovoljan. U obrazloženju Predloga Zakona se navodi iznos od 120 milijardi dinara oplate glavnice za domaće hartije od vrednosti. Jedan deo ovog iznosa, svakako ne veći od 30 milijardi dinara, otpada na već emitovane hartije od vrednosti (trezorske zapise). Ostalo je najmanje 90 milijardi dinara koje znače otplatu duga po novoemitovanim hartijama od vrednosti i može se pretpostaviti da je veći deo ovog iznosa rezultat revolviranja u procesu prodaje tih hartija. Planirani raspored aukcija državnih zapisa Republike Srbije (sa ročnošću na tri meseca) predviđa 35 aukcija do kraja godine. Rebalansom je u tekućim rashodima planirana otplata kamata u iznosu od 6,73 milijarde dinara u 2009. godini (poslednja aukcija u aprilu imala je kamatu od 15,8%). Opterećenje kamatama trenutno nije dramatično, ali na duži rok ovaj proces kratkoročnog zaduživanja na domaćem finansijskom tržištu mogao bi postati neodrživ. Sem toga, potencijal banaka na koji se izvesno računa u ovom procesu zaduživanja je ograničen.

Narodna banka je počela da obara repo kamatnu stopu (22. aprila na 14%) i verovatno će doći do selidbe dela repo stoka u državne hartije radi finansiranja javnog deficita.

Narodna banka će – imajući prostora u održanju inflacionog cilja – nastaviti da obara repo kamatnu stopu kako bi podstakla bankarski sektor da usmeri likvidnost u drugom pravcu (u pravcu budžeta ili privrede i stanovništva).

Problem finansiranja deficita u takvoj meri na bazi domaćeg kratkoročnog zaduženja ima više reperkusija:

- ▶ *Prvo*, preko državnih HOV preusmerava se kreditni potencijal banaka iz potencijalnih plasmana privredi i stanovništvu ka državi; u recesiji taj efekat može biti poželjan – ukoliko se tim putem javni dug usmerava na infrastrukturne investicije.
- ▶ *Drugo*, podstiče se rast kamata na preostali kreditni potencijal za eventualno kreditiranje privatnog sektora – ukoliko postoji taj potencijal i procena banaka da je rizik kreditiranja sa nižim kamatnim stopama podnošljiv.
- ▶ *Treće*, transponuje se deficit u dug u bliskoj budućnosti, akumulirajući otplatu glavnice duga u toj budućnosti sa pridodatim kamatama. To zahteva pouzdanu procenu moguće visine ovog javnog duga koja ne bi izazvala potrebu daljeg kresanja budžetskih izdataka u narednom koraku.

Kada je reč o ovoj (i, delimično, narednoj) godini, dobra alternativa većem delu novog javnog duga prema domaćim poveriocima mogao bi biti najavljeni kredit Svetske banke za podršku budžetu, sa vrlo povoljnim uslovima u pogledu kamata i rokova otplate. Takvo finansiranje deficita imalo bi i didatni pozitivan efekat na monetarnu stabilnost, jer bi se iz istog izvora finansirao deficit i uvećavale devizne rezerve.

Ipak, ukupan postojeći repo stok ne mora biti ispumpan na ovaj način. To će zavistiti od politike repo kamate i očekivanja u bankarskom sektoru. Takođe zavisi i od opšteg poverenja u državu.

Pri svemu ovome, nije jasno kakav je obim zaduživanja putem prodaje trezorskih zapisa potreban kada se uzme u obzir vest (objavljena u predvečerje glasanja u Skupštini o rebalansu budžeta) da je Svetska banka odobrila zajam za podršku budžetu u iznosu od 300 miliona dolara u 2009. i još 150 miliona dolara u 2010. godini – sa velikim periodom počeka i izuzetno niskom kamatom. Iznos od 300 miliona dolara vredi oko 21,5 milijardi dinara – dakle, čak je nešto veći od povećanja deficita budžeta predviđenog rebalansom i mogao bi u najvećem delu da kompenzuje skuplje finansiranje putem prodaje trezorskih zapisa – mada se i bez toga može postaviti pitanje da li je za potreban obim finansiranja potreban obim prodaje zapisa koji se revolviranjem penje na preko 100 milijardi dinara.

Drugo je pitanje ako se unapred računa sa većim padom BDP-a. **U tom slučaju (i sa MMF-om) treba razmotriti novi rebalans koji bi predvideo veće učešće deficita budžeta u BDP-u; čini nam se da je to – sa gledišta antirecesione politike – bolje rešenje od povećanja PDV-a.**

Na kraju, ostalo je otvoreno još jedno pitanje: na čiji teret će se izdvojiti onih dodatnih 6,5 milijardi dinara za transfer Vojvodini koji su bili uslov da jedna stranka iz vladajuće koalicije glasa za rebalans.