

SADRŽAJ

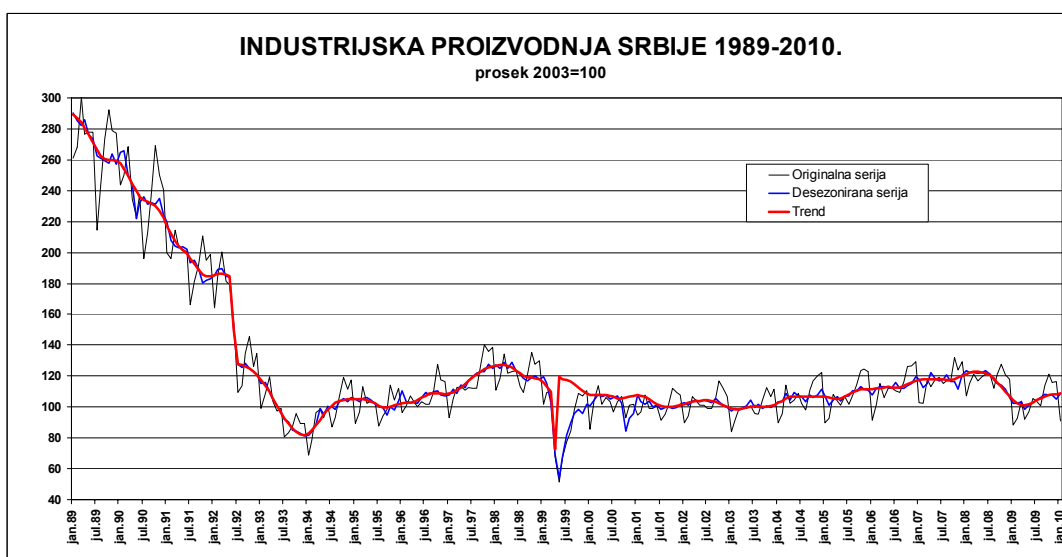
REZIME	5
MAKROEKONOMSKI PREGLED	11
1. Realni sektor	11
1.1. Industrija	11
1.2. Promet robe u trgovini na malo	12
1.3. Građevinska delatnost u četvrtom kvartalu 2009. godine	14
2. Finansijski i monetarni sektor	15
2.1. Budžet	15
2.2. Monetarna kretanja	19
2.3. Finansijski sektor: Promene kamatnih stopa	22
2.4. Finansijska tržišta: Dominacija vanberzanskog nad berzanskim prometom akcija	26
3. Izvori sredstava za potrošnju stanovništva i cene	30
3.1. Zarade	30
3.2. Cene	33
4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom	35
4.1. Robna razmena Srbije	35
4.2. Platni bilans Srbije	39
5. Međunarodna ekonomska kretanja	42
5.1. Međunarodna ekonomska kretanja	42
5.2. Rezultati „giljotine propisa“ u Republici Srpskoj	45
5.3. Srbija i EU: Nova strategija razvoja EU	46
KONJUNKTURNI PREGLED	49
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA	53
1. Ponuda i tražnja	53
2. Dva akutna problema u januaru 2010. godine	62
2.1. Još jednom o deviznom kursu	62
2.2. Da li je moguća deevroizacija?	64
TEMA MESECA	69
Koliko su relevantna gledišta autora Blancharda i Dell’Arricia o promišljanju makroekonomske politike na primeru Srbije?	69
STATISTIČKI PRILOG	89

REZIME

Statistički podaci za januar 2010. pokazuju znatna povećanja obima industrijske proizvodnje i izvoza u odnosu na isti mesec prethodne godine, ali to je posledica, pre svega, izuzetno niskih rezultata u prošlogodišnjem januaru; još uvek se ne uspostavlja tendencija tekućeg rasta. Unutrašnja tražnja i dalje je u padu; oživljavanje izvoza i pokretanje investicija su uslovi da se izađe iz zatvorenog kruga u kome su niska unutrašnja tražnja i niska privredna aktivnost međusobno uslovljene. Cene koje se formiraju na tržištu i dalje miruju, ali je inflacija u januaru pokrenuta korekcijama kontrolisanih cena.

Osnovni makroekonomski trendovi

1. Realni sektor. – U januaru je desezonirana industrijska proizvodnja povećana za 1,4%, a međugodišnji porast iznosi 3,7%. Pozitivne rezultate u januaru treba tumačiti pažljivo.



Osim toga što su januarski rezultati nepouzdana za čvrste zaključke, treba imati u vidu da je oporavak usledio nakon tromesečne stagnacije proizvodnje, a da međugodišnji porast proizvodnje proističe prvenstveno iz niske baze. Dezagregirani rezultati pokazuju da nije došlo do porasta proizvodnje širom industrije, već da je on ograničen na mali broj oblasti. Od važnih oblasti prerađivačke industrije, samo su proizvodnja osnovnih metala i prehrambena industrija ostvarile desezonirani porast, dok su, sa druge strane, loši rezultati zabeleženi u proizvodnji hemikalija i hemijskih proizvoda, proizvodnji proizvoda od gume i plastike, automobilske industriji, proizvodnji proizvoda od nemetalnih minerala, duvanske industriji i još nekim segmentima industrije. *Promet robe u trgovini na malo* tokom januara tekuće godine u odnosu na isti mesec prošle godine manji je u tekućim cenama za 4,5%, dok je u stalnim cenama promet manji za 12%. Na osnovu podataka prikupljenih tokom četvrtog kvartala 2009. godine, vrednost ukupno izvedenih građevinskih radova izvođača iz Srbije u odnosu na isti period 2008. godine smanjena je za 27,9%.

2. Finansijski i monetarni sektor. – U toku februara ostvaren je *deficit republičkog budžeta* od 15,6 milijardi dinara, što zajedno sa deficitom iz januara čini deficit od 17 milijardi dinara od početka godine. Pri tome su u februaru primanja budžeta iznosila 40,5 milijardi dinara odnosno 8,8 milijardi dinara manje nego u januaru, dok su rashodi bili na nivou od 56,1 milijarde dinara (za 5,3 milijarde dinara veći nego u januaru). Primanja budžeta u februaru ove godine realno su niža za 4,7%, a izdaci su viši za 5,7% u odnosu na februar prethodne godine. Najupečatljiviji je pad prihoda od PDV-a – ovi prihodi su sniženi za 8,7 milijardi dinara u odnosu na januar i iznosili su 19,2 milijarde dinara – kao i pad prihoda od akciza, koji je istovremeno iznosio 4,4 milijarde dinara te su akcize u februaru iznosile 5,4 milijarde dinara. U toku januara i februara *referentna kamatna stopa* NBS nije se menjala – ostala je na nivou od 9,50% godišnje. Nakon značajnog povećanja svih dinarskih *monetarnih agregata* krajem prošle godine, u toku januara 2010. godine zabeležena su suprotna kretanja. Tokom januara smanjeno je stanje primarnog novca, smanjena su oba koncepta dinarske novčane masa i smanjena je likvidnost banaka. Ovakva kretanja osnovnih dinarskih monetarnih kategorija sezonski su uslovljena, ali su dodatno intenzivirana intervencijama NBS na strani prodaje deviza na međubankarskom deviznom tržištu. Krajem januara dinarski primarni novac iznosio je 212,3 milijarde dinara i bio je za oko 42 milijarde dinara manji u odnosu na stanje sa kraja decembra. U januaru su smanjena oba koncepta dinarske novčane mase. Novčana masa M1 smanjena je za 21,4 milijarde dinara i krajem meseca iznosi oko 237 milijardi dinara. Novčana masa M2 smanjena je za oko 20,6 milijardi dinara i krajem meseca iznosi 416,2 milijarde dinara. Najširi monetarni agregat, novčana masa M3, u toku januara povećana je za 5,3 milijarde dinara i krajem meseca iznosila je 1.209,2 milijarde dinara. *Dinarski plasmani banaka*, u januaru u odnosu na decembar, povećani su za 31,4 milijarde dinara i krajem meseca iznose 1.361 milijardu dinara. U strukturi ukupno odobrenih plasmana najveće učešće i dalje imaju plasmani privredi (59%); potom slede plasmani stanovništvu (32%), plasmani državi (7%) te plasmani svim ostalim sektorima (2%). *Devizne rezerve* NBS krajem januara iznose 10.646 miliona evra i povećane su u odnosu na decembar nivo za 45 miliona evra. Ukupne devizne rezerve smanjene su u istom periodu za 135 miliona evra i krajem januara iznose 11.891 milion evra. Pokrivenost novčane mase M1 deviznim rezervama kojima upravlja NBS krajem januara iznosi 442%. Poslednji kvartal 2009. godine doneo je nastavak trenda snižavanja *kamatnih stopa u finansijskom sektoru Srbije*. Referentna kamatna stopa NBS je tokom pomenutog perioda smanjena za 250 baznih poena, aktivne i pasivne prosečne ponderisane kamatne stope banaka za 215 i 125 baznih poena respektivno, dok su izvršne stope na aukcijama trezorskih zapisa doživele pad od 180 do 200 baznih poena u zavisnosti od ročnosti dospeća zapisa. Indikativne kamatne stope BEONIA i BELIBOR takođe beleže značajno smanjivanje. Smanjenje kreditnih kamatnih stopa se dogodilo uprkos rastu premije na kreditni rizik. Ukupno ponderisana aktivna kamatna stopa banaka na devizna i dinarska sredstva sa i bez valutne klauzule smanjena je za 215 baznih poena tokom četvrtog kvartala 2009. godine. Ukupna prosečno ponderisana pasivna kamatna stopa u pomenutom periodu takođe beleži pad za 125 baznih poena, čime se prvi put nakon drugog kvartala 2008. godine nalazi ispod nivoa od 6,0% godišnje. Najveći uzročnik pada je smanjenje ukupne kamatne stope na depozite pravnih lica za 160 baznih poena. Najverovatnija prognoza kretanja kamatnih stopa u kratkom roku jeste usporavanje trenda njihovog smanjivanja. Ova procena važi samo pod pretpostavkom da se ne dogodi značajno povlačenje plasmana stranih banaka u Srbiji i da se ne dogodi značajnije povećanje kreditnog rizika. Namera NBS da smanji stopu obavezne rezerve na dinarsku osnovicu sa 10,0% na 5,0% i deviznu osnovicu sa 45% na 25% nesumnjivo će ponovo aktivirati trend smanjivanja pre svega aktivnih, kamatnih stopa.

3. Zarade i cene. – Prosečna mesečna neto *zarada* isplaćena u januaru 2010. godine u Srbiji iznosi 29.929 dinara. U odnosu na decembar prosek nominalno je manja za 18,6%, a realno je manja za 19,1%. Ukupno isplaćena neto masa zarada je manja za 18,2% nominalno i za 20,4% realno. Januarski pad zarada je sezonski uobičajen. Pad *zaposlenosti* se, prema procenama RZS, nastavlja i u 2010. godini. Broj zaposlenih kod pravnih lica (u privrednim društvima, preduzećima, ustanovama i drugim organizacijama) u januaru u odnosu na prethodni mesec manji je za 0,3%, dok je u odnosu na decembar 2008. manji za 4%. U javnom sektoru je u januaru u odnosu na prethodni mesec registrovano smanjenje zaposlenosti od 0,3%. Broj zaposlenih u javnom sektoru je u januaru 2010. u odnosu na decembar 2008, ako izuzmemo prodaju NIS-a, manji za 0,7%. *Potrošačke cene* su povećane za 0,5% u Srbiji u januaru 2010. godine. Nasuprot tome, one su smanjene za 0,5% u EU i za 0,8% u EMU. U šesnaest zemalja EU je zabeležena deflacija, u rasponu od 0,2% do 1,5%, a šest zemalja EU je imalo manju inflaciju od Srbije. Veća inflacija nego u Srbiji registrovana je u Bugarskoj, Češkoj, Litvaniji, Mađarskoj i, nadalje, Rumuniji. U Srbiji je zvanično 25,9% potrošačkih cena u režimu regulacije. To je veći postotak nego u bilo kojoj zemlji EU. U Srbiji su u januaru 2010. godine regulisane cene povećane za 1,7%, a sve ostale cene su u proseku zadržane na pređašnjem nivou.

4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom. – U oblasti *robne razmene*, Srbija je u januaru 2010. godine izvezla robe u vrednosti od 399 miliona evra, što je za 10,7% više nego u januaru 2009. godine. Mada je ovo očekivana prva pozitivna međugodišnja stopa rasta, vrednost izvoza bila je manja samo u januaru prošle godine, što zajedno sa događajima u neposrednom okruženju uliva neizvesnost u pogledu dinamike izvoza u narednim mesecima. Vrednost uvoza u januaru iznela je 739 miliona evra i bila je za 6,1% manja u odnosu na isti mesec prošle godine. Deficit u robnoj razmeni izneo je 340 miliona evra, što je za 20,3% manja vrednost u odnosu na januar 2009. godine. U oblasti *platnog bilansa* u 2009. godini deficit tekućeg računa izneo je 1.743 miliona evra i bio je za 71,2% manji u odnosu na vrednost u 2008. godini (6.055 miliona evra). U decembru je deficit izneo 169 miliona evra, što je pri suficitu finansijskog računa (684 miliona evra, bez deviznih rezervi) i deficitu na poziciji „greške i propusti” (20 miliona evra) uticalo na rast deviznih rezervi od 496 miliona evra. Priliv kreditne tranše od MMF-a i uplata vlasničkog udela Fiata u decembru su opredelili ovakav rezultat.

5. Međunarodna ekonomska kretanja. – Početkom februara je objavljena nova prognoza MMF-a o kretanju evropske i svetske privrede u 2010. godini. Prema ocenama Fonda, BDP u području evra će porasti za 1%, a u 2011. godini za 1,6%. Svetska privreda u celini će zabeležiti povećanje od 3,9%, a u sledećoj godini 4,3%. To su optimističke procene, koje govore da je recesija zaustavljena i da je nesumnjivo prisutno oživljavanje privrede. Rast proizvodnje se ne odvija podjednako na obe hemisfere. Azijske države će u ovoj godini ostvariti najbrži rast (Kina prednjači sa 10% rasta svog BDP-a), a slično se očekuje i u sledećoj godini. Najveća svetska privreda, američka, će u 2010. imati rast od 2,7% BDP-a i unekoliko nižu stopu u sledećoj godini. Oživljavanje proizvodnje najavljuju i druge međunarodne organizacije i istraživačke agencije: Svetska banka, OECD, ECB, EBRD i dr. Međutim, kod svih se javljaju rezerve u obliku pitanja – da li će ekonomski rast već u ovoj godini biti dovoljno čvrst da se može produžiti bez dodatnih podsticaja fiskalne politike i centralnih banaka. Pomoć koju su uputile vlade u iznosu od više triliona dolara i evra će se naposljetku morati završiti, jer su sve države (Evropa i SAD) napravile gigantski deficit u budžetu i potrebno ga je početi smanjivati. Da bi zaustavile širenje fiskalne neravnoteže neke države – kao na primer Irska, Grčka, Portugal – su već počele sprovoditi restriktivne mere, naročito smanjivanjem javne potrošnje. ECB je zaustavila dvanaestome-

sečne pozajmice bankama, koje je do sada davala praktički u neograničenom obimu. Kvantitativne olakšice, koje su centralnim bankama poslužile za kupovinu nenaplativih obveznica, su smanjene ili su u celosti zaustavljene. Federalne rezerve nameravaju do aprila da u potpunosti zaustave otkup bankarskih hartija od vrednosti koje su bile obezbeđene različitim hipotekama.

6. Konjunktorni barometar. – Februarska anketa o konjunkturi u srpskoj industriji donela je *stagnaciju većine indikatora*, bez jasnih signala o eventualnom oporavku privredne aktivnosti. Pozitivan signal iz februarske ankete je relativno visok nivo *očekivane prodaje kompanija* – ovaj indikator je zabeležio vrednost od 21,8 procentnih poena, što je četiri puta više u odnosu na februar 2009. Ostvarene vrednosti očekivane prodaje i dalje ipak ukazuju na postepeni oporavak s obzirom na to da je u periodu jake konjunktore ovaj indikator imao vrednost između 35 i 40 procentnih poena. *Inflaciona očekivanja* su umanjena u odnosu na januar – 72,4% firmi očekuje rast cena svojih inputa u naredna tri meseca (u januaru 75%), uz 21,9% firmi koje očekuju rast cena svojih gotovih proizvoda u istom periodu (u januaru 27,4%). Ovakvo kretanje ukazuje na očekivanja da će inputi, koji su u velikoj meri zavisni od kretanja deviznog kursa, poskupeti – ali da zbog slabe tražnje rast cena neće moći da bude u celosti prenet na kupce. U februaru je zadržan relativno visok nivo *očekivanog rizika u poslovanju*, uz nepromenjen broj kompanija koje planiraju da otpuštaju radnike u naredna tri meseca (u februaru 12,2%, u januaru 12,9%). Problem *nedostatka repromaterijala* i rezervnih delova iz uvoza ponovo je istaknut kao značajno ograničenje u proizvodnji – rekordnih 18,22% firmi u februaru istaklo je ovaj faktor kao najveće ograničenje u svojoj proizvodnji. Uzroke treba tražiti u slaboj i nepredvidivoj tražnji, nestabilnom deviznom kursu i kašnjenju sa plaćanjem – što sve zajedno verovatno čini uvoz manje atraktivnim. U februaru je prosečno *korišćenje proizvodnih kapaciteta* u domaćoj industriji iznosilo 63,3% (u februaru 2009. iznosilo je čak 67,4%).

Ekonomska politika pred novim dilemama?

Usahli priliv kapitala iz inostranstva i nedovoljna konkurentnost privrede Srbije usloveli su deprecijaciju dinara, umesto njegove realne a zatim i nominalne aprecijacije, karakteristične za period pre izbijanja svetske finansijske krize. Zbog novonastale situacije u kojoj se – u uslovima smanjenja privredne aktivnosti, realnih zarada i tražnje na domaćem tržištu – povećava opterećenost kreditima denominovanim ili indeksiranim u evrima javio se niz pritisaka prema centralnoj banci i Vladi Srbije sa zahtevima da devizni kurs „učine predvidljivim”, bilo tako što će se uvesti njegovi ciljani nivoi za određeni period, bilo uvođenjem granica („tunela”) u kojima će fluktuirati, pa sve do predloga da se uvede fiksni kurs prema evru ili čak i sam evro kao zvanična valuta u zemlji. Po našoj oceni, ali i po najnovijim iskustvima u svetu, zajednička karakteristika ovih predloga je potencijalna šteta koju bi njihova realizacija izazvala, pre svega u realnoj sferi naše ekonomije.

I. O deviznom kursu je u *MAT&KB*-u pisano u više navrata; međutim, valja se ovoj temi vratiti još jednom i razmotriti je zajedno sa novom temom – „deevroizacijom”.

U uslovima plivajućeg, fluktuirajućeg, kursa zadatak centralne banke je da intervencijama na deviznom tržištu obezbedi da se oscilacije kursa ne odvijaju isuviše burno preko nekog kratkoročno prihvaćenog okvira fluktuiranja, odnosno u što manjem rasponu. Njeno intervenisanje na deviznom tržištu podrazumeva postojanje deviznih rezervi potrebnog obima.

U režimu fiksnog kursa – ali i u režimu *ex ante* određenog koridora („tunela”) u njegovom kretanju – sve ekonomske kategorije bi se morale prilagoditi toj fiksiranoj ceni; **posebno bi se multiplikovala tražnja za devizama motivisana očekivanjem neizbežne deprecijacije zbog erozije deviznih rezervi usled neravnoteže na deviznom tržištu.** To bi verovatno bila najskuplja ekonomska politika za privredu u tranziciji, čija je ponuda na međunarodnom tržištu još nekonkurentna, a industrijska baza zastarela, a verovatna perspektiva bi bili problemi u pogledu eksterne likvidnosti. Svaki egzogeni udar bi privredu sa takvim valutnim sistemom doveo u izuzetno tešku poziciju. Najnoviju potvrdu pruža primer baltičkih zemalja, koje imaju fiksno vezanu domaću valutu za evro. Iako članice EU, udar ekonomske krize je potisnuo njihov BDP duboko u negativnu zonu rasta. Predlozi da Srbija zameni dinar i neformalno uvede evro „kako bi se uveo red u naš valutni sistem” su bez ikakvog osnova i pokazuju nerazumevanje funkcionisanja valutnog sistema. Evro znači fiksni režim sa posledicama o kojima je već bilo reči. Time se ne bi promenilo apsolutno ništa, jer problem naše ekonomije u suštini nije kurs, nego neefikasna privreda, neizgrađeni spoljnotrgovinski sektor i zaostajanje produktivnosti. **Ukratko, problem Srbije je u realnoj, a ne u valutnoj sferi nacionalne ekonomije.** U svemu, obezbeđivanje „predvidljivog” kursa nije zadatak centralne banke. Kurs moraju da procene i ukalkulišu u svoje poslovne odluke privredni subjekti.

2. Za razliku od zvanične ili pune evroizacije, kada se evro preuzima kao zvanično sredstvo plaćanja u državama izvan evrozone, parcijalna, nezvanična ili *de facto* evroizacija može biti prisutna u tri oblika. Tri vida nezvanične evroizacije odražavaju činjenicu da domaći novac gubi svoje suštinske funkcije: novca kao sredstva plaćanja, novca kao mere vrednosti i novca kao medijuma štednje. Strana valuta preuzima navedene funkcije domaćeg novca.

Evroizacija stvara tzv. bilansne probleme privredi i građanima. Ako su dugovi denominovani u evrima, rizik deviznog kursa se transformiše u kreditni rizik. Rast nenaplativosti kredita i rast kreditnog rizika povećavaju nestabilnost finansijskog sektora. Za amortizaciju tih udara su potrebni dodatni kapital u rezerve, što može povećati kamatne stope, usporiti kreditnu aktivnost i, u opštem slučaju, otežati finansiranje privrede. Smanjeni priliv finansijskih resursa autonomno usporava aktivnost u realnom sektoru, pa se inicijalni udar valutnog rizika multiplikuje.

Deevroizacija je relativno laka i moguća na kratak rok samo ako je inostrana valuta preuzela transakcione funkcije novca. Ako je supstitucija nacionalne valute dugoročna i duboka (finansijska i realna evroizacija) reverzni proces nije lak ni brz, nego – dugoročan i skup.

Finansijska evroizacija je u Srbiji vrlo duboka. Ne samo da je stepen evroizacije u Srbiji visok, nego je (čak) i rastući. Smanjeni dotok kapitala i relativno brza deprecijacija dinara podstiču ovaj proces, ali i pokazuju sve nedostatke dvovalutnog sistema. Postavlja se pitanje da li bi i na koji način bi evroizacija u Srbiji mogla da se umanjí?

U latinoameričkim i balkanskim zemljama je valutna supstitucija na kratak rok rezistentna na mere ekonomske politike. Iskustvo ove grupe zemalja je pokazalo da **brza, netržišna i represivna deevroizacija nije dobro rešenje. Eventualna zabrana pozajmljivanja u inostranstvu i/ili zabrana odobravanja kredita sa valutnom klauzulom mogla bi da dovede do razornih posledica – obrušavanja kredita i porasta kamatnih stopa.**

Kombinacijom različitih mera ekonomske politike moguće je u dugom roku stvoriti uslove za postepenu, tržišnu deevroizaciju u Srbiji.

Prvo, trajna makroekonomska stabilnost je preduslov za deevroizaciju.

Drugo, autonomija centralne banke mora biti očuvana. Ciljanje inflacije je dobra strategija za deevroizaciju, jer u središte postavlja inflaciju i domaću valutu, a izmešta devizni kurs i inostranu valutu.

Treće, NBS treba da zadrži različit tretman obavezne rezerve na dinarske i devizne depozite (u korist dinarskih depozita).

Četvrto, osiguranje depozita bi moglo da bude postavljeno diferencirano, na taj način da država garantuje veći iznos dinara nego deviza. Ali – ovakva mera bi morala da bude postavljena oprezno, kako deponenti ne bi bili zabrinuti za svoje devizne depozite u bankama.

Peto, plasmani banaka sa deviznom denominacijom treba da budu tretirani kao rizičniji.

Šesto, Ministarstvo finansija treba da emituje indeksirane dugoročne hartije od vrednosti denominovane u dinarima. Kao prelazno rešenje moglo bi da posluži indeksiranje prinosa stopom inflacije.