

SADRŽAJ

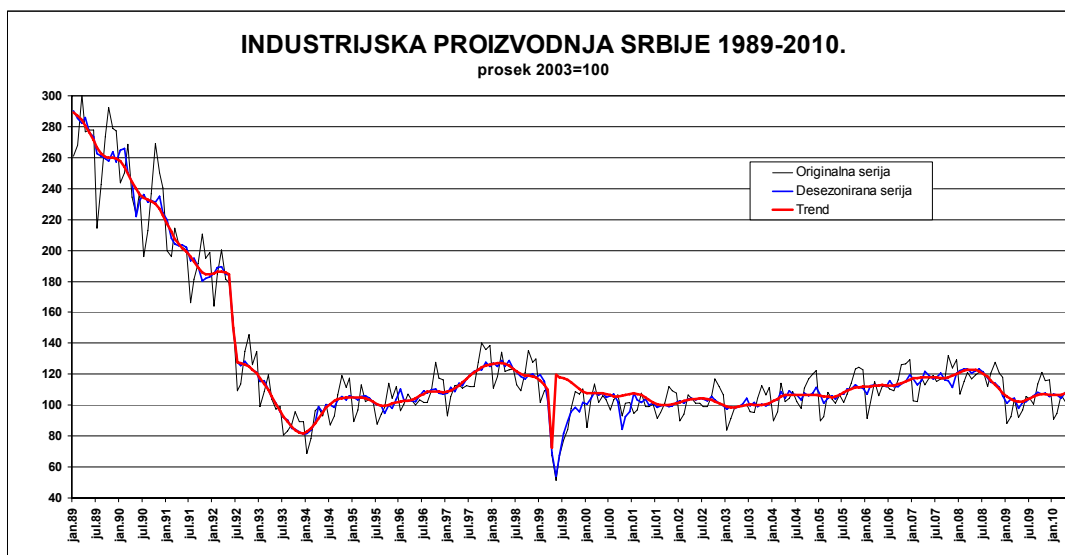
REZIME.....	5
MAKROEKONOMSKI PREGLED	11
1. Realni sektor	11
1.1. Industrija	11
1.2. Građevinska delatnost u prvom kvartalu 2010. godine	13
1.3. Promet robe u trgovini na malo	14
2. Finansijski i monetarni sektor.....	16
2.1. Finansiranje budžetskog deficita emisijom trezorskih zapisa.....	16
2.2. Monetarna kretanja	17
2.3. Finansijski sektor: Kreditna aktivnost banaka pod dominantnim uticajem politike subvencionisanja kredita i oslonjena na domaće izvore	20
2.4. Finasijska tržišta u Srbiji i regionu	24
3. Izvori sredstava za potrošnju stanovništva i cene	27
3.1. Zarade	27
3.2. Cene	32
4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom.....	33
4.1. Robna razmena Srbije.....	33
4.2. Platni bilans Srbije	37
5. Međunarodna ekonomska kretanja.....	39
5.1. Posledice slabijih prinosa u poljoprivredi na zemlje u regionu	39
5.2. Srbija i EU: Odobrovoljavanje Nemačke ključno za proširenje EU	41
KONJUNKTURNI PREGLED.....	45
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA.....	49
1. Ponuda i tražnja	49
2. Neke paralele sa evropskom ekonomskom scenom.....	56
3. Da li nam predstoji rast kamatnih stopa?	57
4. I još jednom o deviznom kursu	58
TEMA MESECA.....	61
O novom Zakonu o penzijskom i invalidskom osiguranju i reformi sistema penzijsko- invalidskog osiguranja	61
STATISTIČKI PRILOG	63

REZIME

Aprilski podaci kao da pokazuju malo svetla na kraju tunela. Industrijska proizvodnja napušta opadajuću tendenciju; iako je ocenjeni trend trenutno stagnantan, porast u desezoniranim serijama sada se proširio na većinu industrijskih oblasti, posebno onih koje su usmetrene ka izvozu – on je sada glavna pokretačka snaga industrije na strani tražnje – pa bi se, uz potreban oprez - u narednim mesecima mogao očekivati i blagi rast industrijske proizvodnje. Na to, ali i na jačanje inflacionih očekivanja, ukazuju i rezultati ankete „Konjunktarnog barometra“. Dinamika investicija u prvom tromesečju je bila veoma loša, ali sada ima signala koji ukazuju na mogućnost njihovog oživljavanja u drugom delu godine, mada je već propušteno vreme potrebno da bi u celoj godini njihov porast bio značajan.

Osnovni makroekonomski trendovi

1. Realni sektor. – U aprilu je u desezoniranoj seriji ostvaren rast *industrijske proizvodnje* za 3,8%, čime je zaustavljena redukcija desezonirane proizvodnje od početka ove godine i trendni pad još od septembra 2009. godine. Aprilski rezultat "ispravio" je trendnu putanju i ona je sada horizontalna linija, što ukazuje da, u suštini, industrijska proizvodnja stagnira još od jeseni prošle godine.



U odnosu na april 2009. godine tekuća proizvodnja veća je za 11,3%, dok kumulativni porast nakon četiri meseca iznosi 4,8%. Pored tekućeg oporavka, za navedene rezultate zaslužna je i izuzetno niska proizvodnja u aprilu prošle godine. Analiza strukture aprilskog rezultata industrije ipak ukazuje na to da, iako sa zaključkom o formiranju uzlaznog trenda proizvodnje valja sačekati, disperzija desezoniranog porasta na veći broj industrijskih oblasti pokazuje da je on u narednim mesecima moguć. Vrednost ukupno izvedenih *građevinskih radova* izvođača iz Srbije u tekućim cenama u prvom tromesečju 2010, u odnosu na

isti period prethodne godine, smanjena je za 23,1%, odnosno za 24,6% u stalnim cenama. Vrednost izvedenih radova na zgradama nominalno je manja za 49,1% u odnosu na vrednost iz prvog tromesečija 2009. godine, dok je vrednost izvedenih radova na drugim građevinama u istom periodu nominalno manja za 0,9%. U aprilu 2010. godine vrednost *prometa robe u trgovini na malo* u tekućim cenama zadržao se približno na nivou iz aprila 2009. godine (pad od svega 0,4%); izražen u stalnim cenama promet je bio manji za 6,6%. U odnosu na prethodni mesec, u aprilu 2010. godine vrednost prometa robe u trgovini na malo u tekućim cenama veći je za 2,9%, odnosno za 1,8% kada se izrazi u stalnim cenama.

2. Finansijski i monetarni sektor. – Prilikom četvrte revizije našeg stand-by aranžmana, MMF je, imajući u vidu da je izvršenje u prva četiri meseca bilo slabije od očekivanog, pristao na povećanje konsolidovanog budžetskog deficita na 4,75% BDP-a ali uz uslov da plate u javnom sektoru i penzije ostanu zamznute do kraja 2010. godine. Osnovni izvor finansiranja deficita *budžeta* Republike Srbije je iz emisije trezorskih zapisa. Trezorski zapisi se plasiraju na tržište putem aukcija Trezora. Kamatna stopa koju nose ovi zapisi zavisi prvenstveno od nivoa repo stope ali i od ročnosti zapisa. Tromeseči zapisi su poslednji put plasirani u februaru ove godine, dok su osamnaestomesečni u ovoj godini prvi put plasirani 4. maja a zatim opet 18. i 31. maja. U odnosu na prvu aukciju ovih zapisa (4.maja, kada je repo stopa iznosila 8,5%), kamatna stopa na ove zapise beleži rast sa 9,49% na 9,95%, iako je repo stopa od 11. maja snižena na 8%. Kamatne stope na trezorske zapise ranije su pratile tendenciju smanjivanja repo stope, međutim od maja ove stope pokazuju tendenciju rasta, iako repo stopa opada. Razlog ovoga je po svojoj prilici pad „atraktivnosti“ trezorskih zapisa kod banaka koje su glavni učesnici u aukcijama. *Narodna banka Srbije* je u toku aprila smanjila referentnu kamatnu stopu za 50 baznih poena, tako da je krajem aprila iznosila 8,5% na godišnjem nivou. Smanjenje referentne kamatne stope od strane NBS posledica je smanjenja inflatornih pritisaka i inflatornih očekivanja, kao i sporijeg oporavka privredne aktivnosti. U toku maja referentna stopa je dodatno smanjena za 50 baznih poena, tako da je trenutno na nivou od 8% godišnje. U toku aprila primarni novac smanjen je za 19,5 milijardi dinara i krajem istog meseca iznosi 194,9 milijardi dinara. Ponuda novca, merena monetarnim agregatom M1, povećana je u toku aprila za 4,5 milijardi dinara i krajem meseca iznosi 229,4 milijarde dinara. U odnosu na isti mesec prethodne godine, novčana masa M1 nominalno je povećana za 6,2%. U toku aprila, uz povećanje monetarnog agregata M1, povećani su i oročeni dinarski depoziti (za 2,5 milijarde dinara) što je rezultiralo i povećanjem novčane mase M2 za 7 milijardi dinara i ona krajem meseca iznosi 410,7 milijardi dinara. U odnosu na isti mesec prethodne godine, novčana masa M2 nominalno je povećana za oko 6%. Najširi monetarni agregat M3, u aprilu u odnosu na mart, povećan je za 8,7 milijardi dinara i krajem meseca iznosi 1.226,5 milijardi dinara. U odnosu na isti mesec prethodne godine, novčana masa M3 povećana je nominalno za oko 18%. Međutim, ovo međugodišnje povećanje u sebi sadrži i značajan deo knjigovodstvenog evidentiranja deprecijacije kursa dinara. Disponibilne devizne rezerve kojima rukuje Narodna banka Srbije povećane su u toku aprila za 323 miliona evra i krajem meseca iznose 10.768 miliona evra. Ukupni *dinarski plasmani banaka* u prva četiri meseca tekuće godine povećani su za 116,6 milijardi dinara i krajem aprila iznose 1.446,6 milijardi dinara. U toku aprila, dinarski plasmani banaka povećani su za 31,2 milijarde dinara, od čega se na plasmane državi odnosi 15,8 milijardi dinara, na plasmane privredi 11,6 milijardi dinara i na plasmane stanovništvu 3,8 milijardi dinara. Plasmani ostalim sektorima su u toku aprila zabeležili neznatno smanjenje. *Kreditno-depozitna aktivnost bankarskog sektora* pokazuje, u prvim mesecima 2010. godine, sledeća važna obeležja : realno povećanje kredite aktivnosti; dominantan udeo plasmana „vezanih“ za strane valute u ukupnim plasmanima; uvećanje udela kredita iz Vladinog programa subvencioniranih

sanih kredita u ukupnim novoplasiranim kreditima u odnosu na udeo u 2009. godini; kreditna aktivnost finansirana je pretežno iz domaćih izvora. Ukupni plasmani banaka u aprilu su dostigli nivo od 1.542,6 mlrd. dinara. Nominalan rast od 119,4 mlrd. dinara odnosno 8,3% posledica je delom deprecijacije dinara tokom januara i februara, ali i realnog povećanja kreditne aktivnosti zabeleženog tokom marta i aprila. Dinamika rasta kredita (kvartalna i međugodišnja) je nešto povoljnija u odnosu na prethodnu godinu ali i dalje nedovoljna da bi se zaključilo da dolazi do oporavka najvažnijeg segmenta poslovanja banaka. Bankarski sektor Srbije je na ovom polju uspešniji od sektora zemalja u okruženju. U većini zemlja pad kreditne aktivnosti zabeležen je kroz realno smanjenje mase kredita. Na jačanje kreditne aktivnosti najveći uticaj imala je Vladina politika subvencionisanih kredita. Učešće ovih kredita u novoodobrenim kreditima u martu je iznosilo 25,0% da bi tokom maja dostiglo učešće od gotovo 50,0%. Ukupni *štedni depoziti* (bez depozita banaka) u aprilu 2010. godine iznose 987,7 mlrd. dinara. U odnosu na kraj prethodne godine došlo je do povećanja od 45,9 mlrd. dinara odnosno 4,9%. Udeo štednih uloga stanovništva u ukupnoj štednji nastavlja trend rasta iz prethodnog perioda i krajem aprila iznosi 62,8%. Plaćanje obaveza prema inostranstvu i nabavka sredstava za novi proizvodni ciklus u najvećoj meri su doprineli da dođe do smanjenja depozita privrede u odnosu na kraj prethodne godine za 1,8 mlrd. dinara.

3. Zarade i cene. – Prosečna mesečna neto zarada, isplaćena u aprilu 2010. godine u Srbiji iznosi 34952 dinara i u odnosu na prosečnu zaradu isplaćenu u martu nominalno je veća za 4,3%, a realno za 3,6%, uz slično kretanje isplaćene neto mase zarada. U javnom sektoru prosečna zarada i isplaćena neto masa zarada u aprilu 2010. u odnosu na prethodni mesec beleže porast: nominalni od 1,6% i realni od 1%, dok je broj zaposlenih ostao nepromenjen. Prosečna mesečna neto zarada po zaposlenom isplaćivana u periodu januar – april 2010. godine iznosi 32666 dinara, što je za 6,3% nominalno više nego u istom periodu prethodne godine. Troškovi života su povećani za 4,2%, pa je u ovom periodu ostvaren realni porast prosečne zarade od 2%. Ukupno isplaćena neto masa zarada nominalno je veća za 1,1%, a realno manja za 3%, dok je zaposlenost (u uzorku) u tom periodu manja za 5%. U javnom sektoru je u periodu januar-april 2010. godine isplaćena prosečna neto zarada od 38824 dinara, i u odnosu na isti period prethodne godine nominalno je veća za 2,2%, a realno manja za 2%, dok je isplaćena neto masa zarada nominalno veća za 0,6%, a realno manja za 3,5%, uz pad zaposlenosti od 1,6%. Prema procenama Republičkog zavoda za statistiku, dinamika pada *registrovane zaposlenosti u pravnim licima* se od marta 2010. usporava (u aprilu je registrovan najmanji pad zaposlenosti u poslednjih 12 meseci). Broj zaposlenih u pravnim licima u aprilu 2010. u odnosu na decembar 2008. godine je manji za 1,2%. U aprilu je u Srbiji, kao i u Evropskoj uniji u celini, usporen opšti rast *potrošačkih cena* na mesečnom nivou. Inflacija je iznela 0,6% u Srbiji, a 0,4% u celoj EU. U Srbiji je rast tržišnih cena ostao na pređašnjem nivou, a rast regulisanih cena je usporen. Tržišne cene su povećane za 0,5%, a regulisane cene za 0,7%. Po doprinosu inflaciji istakle su se cene poljoprivredno-prehrambenih proizvoda – među tržišnim cenama, a cene naftnih derivata – među regulisanim cenama. U Srbiji je u prva četiri meseca ove godine opšti rast cena izneo 2,5% – a rast regulisanih cena 6,3%. Od zemalja EU veći opšti rast cena imale su samo Grčka (2,9%), Mađarska (3,2%) i Malta (3,7%) – a veći rast regulisanih cena samo Litvanija (8,8%) i Malta (11,9%).

4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom. – U oblasti *robne razmene*, u aprilu ove godine robni izvoz je vredeo 582 miliona evra, uvoz 966 miliona evra, te je ostvaren deficit u iznosu od 385 miliona evra. U odnosu na april prošle godine, izvoz je povećan za 27%, uvoz je povećan za 1,8%, a deficit je smanjen za 21,7%. Pokrivenost uvoza izvozom

iznela je 60,2% dok je u aprilu prošle godine iznosila 48,3%. Ukupna vrednost izvoza u periodu januar-april iznela je 2.050 miliona evra (rast za 18,1%), uvoza 3.723 miliona evra (smanjenje za 2,1%), uz deficit u robnoj razmeni u iznosu od 1.673 miliona evra (smanjenje za 19,2%). U oblasti *platnog bilansa*, u martu 2010. godine ostvaren je deficit tekućeg računa u iznosu od 276 miliona evra, što predstavlja smanjenje za 31,4% u odnosu na mart prošle godine. Deficit tekućeg računa bio je posledica deficita na poziciji robe i usluga u iznosu od 438 miliona evra, i na poziciji dohodak (98 miliona evra) i suficita tekućih transfera (260 miliona evra). Ukupan bilans je bio u deficitu (pad deviznih rezervi) od 170 miliona evra, jer je pri deficitu tekućeg računa od 276 miliona evra, suficit finansijskog i kapitalnog računa izneo 132 miliona evra, a deficit na poziciji „greške i propusti“ 26 miliona evra.

5. Iz međunarodnog okruženja. – Oživljavanje evropske privrede je u toku ali je veoma usporeno i opterećeno bojazni da grčka kriza neće ostati samo izdvojeni slučaj. Mogućnost da joj se pridruži Španija, Portugalija ili čak Italija onespokojava privrednike, odvrćući ih od investiranja, usled čega je nezaposlenost u porastu. Krajem maja su objavljeni podaci za prethodni mesec, prema kojima je stopa nezaposlenosti u području evra povećana na 10,1% (u martu je bila 10,0%). U celoj Evropskoj uniji sada ne radi 23,3 miliona ljudi. Letonija, Španija, Irska i Slovačka imaju najviše stope nezaposlenosti u Evropskoj uniji (oko ili preko 20%), a Austrija i Holandija najniže. Narasla nezaposlenost utiče na stagnaciju tražnje stanovništva. U svim evropskim zemljama je marginalna sklonost štednji u porastu jer se ljudi boje da bi mogli ostati bez posla pa se uzdržavaju od trošenja. Na taj način se uspostavio zatvoreni krug: manja potrošnja utiče na usporeniji rast proizvodnje, što potom destimuliše novo zapošljavanje ili izaziva otpuštanje radnika, što još više smanjuje trošenje... Međunarodna ekonomska scena postaje opterećena jednim novim činiocem koji se sve više profilise kao dugoročni problem, a to je visoka zaduženost država. Da bi ublažile učinke finansijske i ekonomske krize u toku dve protekle godine vlade su povećavale budžetske deficite, nadomeštajući svojom potrošnjom pad investicija i potrošnje stanovništva. Nijedna članica EU nije prošle godine imala uravnoteženi budžet – sve su registrovale deficit (u Evropi je jedini izuzetak bila Norveška). U ovoj godini se situacija neće promeniti jer je očekivani rast bruto domaćeg proizvoda preskroman da bi osigurao dovoljno široku poresku bazu za alimentiranje potrošnje javnog sektora i smanjenje duga.

6. Konjunktorni barometar. – Majska anketa o konjunkturi u srpskoj industriji donela je lošije ocene o trenutnom položaju kompanija (pad indikatora sa aprilskih 9,1 procentni poen na 4 procentna poena) i *veća tromesečna očekivanja* privrednika (rast indikatora sa 23,8 procentnih poena u aprilu na 27,1 procentni poen). Od pozitivnih signala treba izdvojiti visok rast indikatora očekivane prodaje koji je u maju zabeležio vrednost od 35,7 procentnih poena (u aprilu je indikator iznosio 23,2 procentna poena, a u periodima jake konjunktore oko 40 procentnih poena). Ostvarena vrednost indikatora ukazuje na umereno do jaku konjunkturu pa se postavlja pitanje da li ovaj rezultat incidentan ili ukazuje na početak jačeg oporavka. Slabljenje dinara dovelo je do očekivanog *rasta inflacionih očekivanja* – 72,2% firmi očekuje rast cena svojih inputa u naredna tri meseca (u aprilu 62,4%), uz 30,5% firmi koje očekuju rast cena svojih gotovih proizvoda u istom periodu (u aprilu 21,7%). *Time je nivo inflacionih očekivanja dostigao najvišu vrednost još od novembra 2008. godine.* Na slabiji oporavak privrede od početka godine ukazuje i sledeći nalaz: prosečno korišćenje proizvodnih kapaciteta u privatnom sektoru u prvih pet meseci 2010. bilo je 61,4%, što je pad u odnosu na isti period 2009 (63,2%), kao i u odnosu na prvih pet meseci 2008. kada je prosečno korišćenje kapaciteta iznosilo 66,6%. Kao negati-

van signal iz majske ankete treba istaći pesimizam po pitanju očekivanih domaćih i stranih investicija, kao i da se ponovo relativno visok procenat od 16,3% firmi izjasnio da planira da otpušta radnike u naredna tri meseca.

Opet o deviznom kursu

O besmislenim predlozima – koje se poslednjih dana ponovo javljaju uporedo sa raznim zahtevima u pogledu obezbeđivanja stabilnosti ili „predvidivosti“ deviznog kursa – da se pitanje stabilnosti deviznog kursa u Srbiji „reši“ uvođenjem evra, u *MAT&KB*-u je ne jednom bilo reči, ne samo sa gledišta domaćih uslova i uslova EMU za to, nego i sa gledišta posledica o kojima je ovde reč. Neka ovde bude dodato i to da je u nekim stručnim krugovima u svetu – u vezi sa grčkom krizom i mogućnošću njenog širenja na neke druge, pre svega, mediteranske zemlje – razmatrana i naizgled neverovatna opcija sa dva evra, uslovno rečeno „severnim“ i „južnim“, čiji bi međusobni odnos mogao da se menja. Zamislimo, makar u ironiji, situaciju da se zateknemo sa „južnim“ evrom. Tada se deprecijacije ne bi mogle izbeći, ali bi o njima odlučivala neka druga, a ne naša centralna banka!

Ovde ćemo ukratko ponoviti neka zapažanja i ocene o kojima je u *MAT&KB* već bilo reči.

Izbor valutnog režima nije sam sebi svrha, niti je neki valutni režim automatski „bolji“ od drugoga. Svaka zemlja uspostavlja onaj valutni sistem koji joj najbolje odgovara, uzimajući u obzir konkretne karakteristike svoje privrede, uključujući izvozni potencijal, te stanje u trgovinskom bilansu na srednji rok. *Kurs može, ali ne mora, predstavljati finalni cilj monetarne politike.* Razvijene zemlje, kao i one u tranziciji, sada postavljaju kao konačni cilj svoje monetarne politike stabilnost cena, odnosno određenu stopu inflacije (u EU i u SAD je to rast potrošačkih cena do 2% *per annum*).

Izbor promenljivog, plivajućeg, kursa omogućava ekonomskoj politici da suzbija inflaciju merama monetarne i fiskalne politike. Centralna banka određuje onu količinu novca koja će biti konzistentna sa određenom (niskom) stopom inflacije. Radi se, dakle, o obimu novčane mase koji ne dozvoljava razmahivanje cena preko neke *ex ante* utvrđene granice. Novčana masa se kreira po dva osnovna kanala: menjanjem stranog u domaći novac te povećanjem kredita. Valutni kurs se formira slobodno, sučeljavanjem ponude i tražnje deviza, a monetarna vlast povremeno interveniše da bi sprečila prevelika odstupanja od kursa za koji ocenjuje da predstavlja ravnotežni nivo za neko kratkoročno razdoblje, odnosno sekvencu privrednog ciklusa.

Kod nas su učestali i zahtevi nekih privrednika za „predvidivim“ kursom, koje podupiru podacima o gubicima koje imaju kada dinar oslabi. U suštini, i ovi se zahtevi svode na zahteve za fiksnim kursom.

U režimu fiksnog kursa koriste se devizne rezerve – u principu bez ograničenja – da se izabrani valutni odnos odbrani. U uslovima tog režima *monetarna politika se, u stvari, angažuje ne da bi kontrolisala novčane agregate nego da brani predeterminisanu cenu domaćeg novca izraženu u jedinicama stranog.* Ukoliko usledi ubrzano trošenje deviznih rezervi, monetarna politika mora da pojača restriktivnu poziciju i da tako redukuje ko-

*ličinu novca koju ekonomski subjekti koriste, između ostalog, za kupovinu deviza, odnosno za plaćanje uvoza. Time se „spasavaju“ rezerve, a kursni odnos zadržava nepromenjenim. **Kakve će posledice izazvati restrikcije monetarne politike na privredni rast i zaposlenost ne predstavlja predmet konsideracije monetarnih vlasti kada je njihov zadatak održavanje određenog fiksnog kursa.***

Sve dok se sprovodi restriktivna ekonomska politika, režim plivajućeg kursa omogućava sniženje stope inflacije, odnosno njeno zadržavanje unutar izabranog okvira („inflacijski koridor“). Ako monetarna politika uspešno kontroliše ulivanje novog novca u reproduktivne tokove, kurs će se formirati na ravni koja će odražavati raspoloživu tražnju deviza, dok je ponuda opredeljena prilivom po različitim osnovama, uključujući i povremene intervencije iz deviznih rezervi.

Režim fiksnog kursa imobilise i amnestira monetarnu politiku, ali aktivira trošenje deviznih rezervi koje može poprimiti enormne dimenzije. U tom slučaju trošak održavanja fiksnog kursa može biti prevelik – do iscrpljivanja deviznih rezervi – i ekonomska politika je stoga često prinuđena da napusti taj režim (eklatantan je primer Britanije koja je 1992. napustila evropski sistem vezanih kurseva jer su njene devizne rezerve bile iscrpljene upornom odbranom funte čiji se kurs pokazao previsokim prema nemačkoj marki). *Jedino u slučaju da rast izvoza omogućava konstantno pritanje deviznih sredstava dovoljnog obima za odbranu kursa – što nije naš slučaj – moguće je održati njegov fiksni odnos prema inostranim valutama, bez iscrpljivanja rezervi; nije opravdano pretpostaviti da bilo koji drugi oblik pritanja deviza (iz privatizacijskih izvora, pomoći, donacija) može imati iole trajniji karakter).*

U obrnutoj situaciji, kada je priliv deviza „prevelik“, centralna banka ih otkupljuje čime se uvećavaju rezerve koje mogu višestruko preći obim koji se smatra potrebnim ili optimalnim. Pri tome se kreira novčana masa koja autonomnim procesom može delovati na unutrašnju neravnotežu (višak likvidnosti je po pravilu uvod u rast cena i pregrevanje privrede).

Srbija nije osposobila privredu koja bi dozvolila uvođenje fiksnog valutnog režima bez teških posledica po privredni rast i inflaciju. Izborom fiksnog kursa izgubili bismo autonomiju monetarne politike, a proces adustiranja na uticaje spoljnih činilaca neravnoteže (poskupljenje nafte i sirovina, valutni udari na svetskom tržištu, krizne situacije itd) u režimu fiksnog kursa bi se u celosti prebacio na realni sektor. To bi se moglo pokazati pogubnim za ekonomiju čiji sektor razmenljivih dobara nije razvijen i koji za sada ne može konkurisati na globalizovanom, posebno evropskom, tržištu.

Na kraju, u javnim debatama u vezi sa deviznim kursom kod nas često se zaboravljaju dve stvari. Prvo snižavanje referentne kamate neposredno utiče na realnu deprecijaciju domaće valute (kao što je njeno povećavanje podsticalo aprecijaciju). Drugo, kao i ranije, tako je i prilikom nedavne, četvrte revizije MMF apsolutno podržao fluktuirajući kurs u nas, ističući iste one njegove prednosti koje su ovde navedene i apsolutnu superiornost u prevazilaženju efekata svetske finansijske krize kada su u pitanju ekonomije niza posmatranih zemalja.