

SADRŽAJ

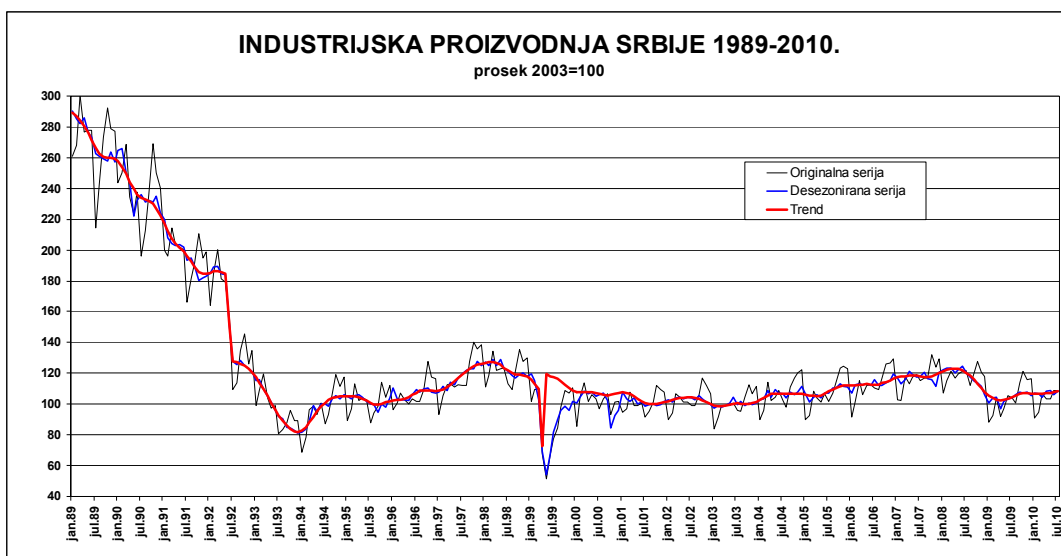
REZIME	5
MAKROEKONOMSKI PREGLED	13
1. Realni sektor.....	13
1.1. Industrija	13
1.2. Poljoprivreda – stanje i očekivani rezultati 2010.....	15
1.3. Građevinska delatnost u drugom kvartalu 2010. godine.....	18
1.4. Promet robe u trgovini na malo.....	19
2. Finansijski i monetarni sektor	21
2.1. Budžet	21
2.2. Monetarna kretanja.....	24
2.3. Finansijski sektor: Valutni rizik: mogućnosti i instrumenti zaštite.....	26
2.4. Finansijska tržišta: Dalje propadanje tržišta akcija i prve emisije korporativnih obveznica.....	30
3. Izvori sredstava za potrošnju stanovništva i cene.....	35
3.1. Zarade.....	35
3.2. Cene.....	39
4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom.....	41
4.1. Robna razmena Srbije	41
4.2. Platni bilans Srbije	45
5. Međunarodna ekonomska kretanja.....	48
5.1. Međunarodna ekonomska kretanja	48
5.2. Po kojoj ceni se zemlje u okruženju zadužuju da bi finansirale budžetski deficit?	50
5.3. Srbija i EU: Istraživanje javnog mnjenja Srbije.....	52
KONJUNKTURNI PREGLED.....	55
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA.....	59
1. Ponuda i tražnja.....	59
2. Devizni kurs – zajednički problem monetarne, fiskalne ili i neke treće politike?	67
TEMA MESECA 1	71
Infrastruktura kao pretpostavka razvoja: kako izaći iz tesnaca ograničavanja državne potrošnje i zaduživanja i potrebe finansiranja infrastrukturnih investicija.....	71
TEMA MESECA 2	75
DINAR I SRPSKA PRIVREDA - Koji je optimalni režim deviznog kursa? -	75
STATISTIČKI PRILOG	85

REZIME

Statistički podaci za jul najavljuju okretanje trenda industrijske proizvodnje u pozitivan smer i nešto bolje izgleda za rezultate poljoprivredne proizvodnje od onih koji su sagledavani krajem prvog polugođa. U porastu je i promet u trgovini na malo, mada nije sasvim jasno odakle se porast tražnje za potrošnom robom finansira jer je masa zarada nastavila realno da opada. Izgleda da rastu inflacioni pritisci – i da se rast cena ubrzava, ali ne samo zbog povećanja cena inputa; prema rezultatima Konjunktornog barometra, nivo inflacionih očekivanja je u avgustu dostigao najveću vrednost još od sredine 2006. godine.

Osnovni makroekonomski trendovi

1. Realni sektor. – Nakon majskog i junskog desezoniranog pada, jul je doneo izdizanje nivoa *industrijske proizvodnje* gotovo do ovogodišnje rekordne proizvodnje u aprilu. I pored dostizanja relativno visokog nivoa proizvodnje u julu, nema postojanog uzlaznog trenda industrije.



Međugodišnja mesečna stopa iznela je 2,9% u junu, a 5,1% u julu; tako je kumulativan rast proizvodnje u ovoj godini nakon sedam meseci izneo 4,8% (5,4% nakon maja). Pre-rađivačka industrija je stagnirala tokom leta, vađenje ruda i kamena je ostvarilo porast, dok je proizvodnja i distribucija električne energije, gasa i vode oscilirala oko prolećnog nivoa. Nastavak prolećnog rasta u nekoliko oblasti prerađivačke industrije pokazuje da je oporavak u pojedinim delovima industrijske proizvodnje stabilan, što ukazuje na mogućnost da se formira stabilniji uzlazni trend. Tome bi trebalo da doprinese i normalizacija trenutno prepolovljene proizvodnje gvožđa i čelika. U pogledu *poljoprivredne proizvodnje*, štete od grada na gotovo duplo većoj površini nego ranijih godina, nagli skok cena žita, nestašica mleka i kalkulisanje sa koliko će se novca nakon revizije budžeta poljo-

privreda subvencionisati do kraja godine – ključne su teme uoči jesenje žetve. No, među aktuelnim temama ne izostaju ni prognoze rekordnog izvoza, rekordnog roda kukuruza i soje i slično. Na osnovu podataka za drugi kvartal 2010. godine, vrednost ukupno izvedenih *građevinskih radova* izvođača iz Srbije smanjena je u tekućim cenama za 14,1% u odnosu na isti period prethodne godine. Međugodišnji pad je nešto manji nego u prvom kvartalu, ali je rezultat celog prvog polugođa obeshrabrujući: međugodišnji pad vrednosti izvedenih radova iznosi zamašnih 17,6%. Ako se sudi po kretanju proizvodnje cementa tokom prvih sedam meseci ove godine, međugodišnji pad u toku drugog polugođa biće osetno blaži, ali neće biti i eliminisan. U Srbiji je u junu 2010, u poređenju sa junom 2009. godine, vrednost *prometa robe u trgovini na malo* bila veća za 4,9% u tekućim cenama, a za samo 0,1% u stalnim cenama. Već u julu je međugodišnji porast vrednosti prometa izneo 8,4% nominalno, a 2,8% realno. U celom periodu januar–jul promet je ove godine još uvek nominalno niži nego prošle (za 4,6%), ali desezonirani podaci pokazuju da on realno raste iz meseca u mesec i da je u julu najzad nadmašio prošlogodišnji prosek.

2. Finansijski i monetarni sektor. – Primanja *budžeta* su u julu tekuće godine iznosila 56,7 milijardi dinara i bila su za 3,2 milijarde dinara viša nego u junu. Najveći doprinos porastu primanja budžeta dao je porast poreskih prihoda; u julu se vrši naplata PDV-a za prethodna tri meseca te otuda i veliki skok u odnosu na prethodne mesece. U odnosu na jul prošle godine primanja budžeta su manja za 2,9 milijarde dinara, što predstavlja realni pad od čak 9,4%. Od početka tekuće godine, zaključno sa julom, primanja budžeta iznosila su 358,3 milijarde dinara i bila su za 17 milijardi dinara veća nego u istom periodu prethodne godine. Izdaci budžeta su u julu značajno pojačani u odnosu na jun ove godine: iznosili su 71,1 milijardu dinara, što je za čak 8,4 milijarde dinara bilo više nego u junu. U julu je, po dogovoru sa MMF-om, isplaćena jednokratna pomoć zaposlenima u javnom sektoru čija mesečna primanja ne prelaze 50.000 dinara. U tu svrhu je odvojeno 1,9 milijardi dinara, a pomoć (sa pozicije socijalne zaštite) primilo je nešto manje od 380 hiljada državnih službenika. Ukupni rashodi namenjeni socijalnoj zaštiti iz budžeta povećani su u julu u odnosu na jun za oko 1,8 milijardi dinara. U odnosu na jul prethodne godine izdaci budžeta pokazuju porast od čak 10,1 milijarde dinara, što daje realni rast od 11%. U periodu januar–jul ove godine ukupni izdaci budžeta iznose 427,3 milijarde dinara, što je za 29,4 milijarde dinara više nego u istom periodu prethodne godine; to znači da su izdaci budežeta u ovom periodu realno veći za 2,9% u odnosu na isti period prethodne godine. U julu je ostvaren deficit budžeta u iznosu od 14,4 milijarde dinara, što sa deficitima iz prethodnih meseci čini ukupan deficit od 69 milijardi dinara. U okviru *monetarne politike*, NBS u toku juna i jula nije menjala referentnu kamatnu stopu, ali ju je početkom avgusta povećala za 50 baznih poena tako da ta stopa trenutno iznosi 8,50% na godišnjem nivou. Gotovo svi monetarni agregati su u posmatranom dvomesečnom periodu povećani. Kumulativno posmatrano, primarni novac je tokom juna i jula povećan za 0,4 milijarde dinara u odnosu na stanje sa kraja maja i krajem jula iznosi 195,4 milijarde dinara. Iako je stanje primarnog novca u posmatranom periodu ostalo gotovo nepromenjeno, usled značajnih intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu (u toku juna i jula prodato je oko 650 miliona evra), te povlačenja dinara po tom osnovu, smanjeno je stanje repo prodatih hartija od vrednosti. Repo stok je smanjen za 28,7 milijardi dinara tokom juna i za dodatnu 21 milijardu dinara tokom jula i krajem jula iznosi 77 milijardi dinara. Krajem jula novčana masa M1 iznosi 240,6 milijardi dinara i u posmatranom periodu je povećana za 7,8 milijardi dinara. Monetarni agregat M2 je u toku juna i jula zabeležio ukupno povećanje za 11,5 milijardi dinara i krajem jula iznosi 430,8 milijardi dinara. Najširi monetarni agregat M3 povećan je tokom juna za 35,2 milijarde dinara, a tokom jula za još 17,4 milijarde dinara, tako da je krajem jula iznosio 1.331,4 milijarde dinara. Ukupni dinarski

plasmani banaka su od početka godine povećani za 277 milijardi dinara i krajem jula iznose 1.507,2 milijarde dinara. Oni su samo u toku juna i jula povećani za 96 milijardi dinara. Disponibilne devizne rezerve kojima rukuje NBS smanjene su u junu za 401 milion evra, a u julu za dodatnih 238 miliona evra, i krajem jula iznose 10.092 miliona evra. U *finansijskoj oblasti*, početkom trećeg kvartala NBS je pokrenula kampanju promocije još jedne transakcije na deviznom tržištu – *valutni hedžing* kao instrument zaštite od promene deviznog kursa. Valutni hedžing je strategija kojom se rizik od promene deviznog kursa delimično ili u potpunosti prenosi na drugo lice koje je spremno da ga preuzme radi prinosa. Aktivno korišćenje valutnog hedžinga treba da rezultira ublažavanjem oscilacija kursa, smanjenjem neizvesnosti u pogledu budućeg kursa, ali i deevroizacijom sistema.

3. Zarade i cene. – Prosečna mesečna *neto zarada* isplaćivana u prvih sedam meseci 2010. godine u Srbiji iznosi 33.262 dinara i u odnosu na isti period 2009. godine nominalno je veća za 6,7%. Troškovi života su u tom periodu veći za 4,1%, pa je ostvaren realni rast prosečne mesečne *neto zarade* od 2,5%. Međutim, masa *neto zarada* je realno manja za 2,8%. U julu 2010. godine isplaćena je prosečna mesečna *neto zarada* u iznosu od 34.591 dinara, i ona je u odnosu na prethodni mesec veća za 1,3% nominalno i za 1,5% realno; masa *neto zarada* je nominalno veća za 0,3%, a realno je veća za 0,5%. U privredi je u julu isplaćena prosečna mesečna *neto zarada* od 32.837 dinara, i ona je u odnosu na jun veća za 1% nominalno i za 1,2% realno. Julski rast *zarada* je, uglavnom, rezultat dinamike isplata *zarada* u sektoru mešovite svojine i rasta *zarada* u sektorima privatne i društvene svojine. U javnom sektoru je u julu u odnosu na jun zabeležen pad prosečne mesečne *neto zarade* od 0,5%. Međutim, upoređenje sa prosečnim *neto zaradama* u prošlogodišnjem julu pruža drugačiju sliku. Prosečne *neto zarade* ove godine jesu veće i nominalno (6,3%) i realno (1,8%), ali je masa *neto zarada* (zbog pada zaposlenosti) nominalno ostala gotovo nepromenjena (porast od 0,1%). Realno je opala za 4,1%, a time je opala i kupovna snaga na tržištu koja se formira iz *zarada*. *Potrošačke cene* u Srbiji su rasle po prosečnoj mesečnoj stopi od 0,6% u prvom tromesečju, a po prosečnoj mesečnoj stopi od 0,8% u drugom tromesečju 2010. godine. One su, pak, u julu ostale na nivou iz juna. Potonji rezultat, međutim, nije toliko dobar koliko bi to u prvi mah moglo da se učini: u julu je, za razliku i od prvog i od drugog tromesečja, bazna inflacija bila veća od ukupne inflacije. U avgustu su troškovi života, ponajviše zbog poskupljenja industrijskih prehrambenih proizvoda, porasli za 1,7%, a to znači da su i *potrošačke cene* u tom mesecu imale znatan porast. Kako, povrh toga, predstoji povećanje i drugih *cena* a ne samo *cena hrane* – središnja vrednost inflacije od 6%, koju je NBS projektovala za ovu godinu, mogla bi da bude prekoračena.

4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom. – U okviru *spoljnotrgovinske robne razmene* Srbije, izvoz je vredeo 686,3 miliona evra u junu, a 650,5 miliona evra u julu; veću vrednost je imao samo u periodu od maja do oktobra 2008. godine. Pod pretpostavkom da prosečna mesečna vrednost izvoza iznese 685 miliona evra u periodu avgust–decembar, u ovoj godini može biti premašena vrednost iz 2008. godine (7.428 miliona evra). Uvoz je u julu vredeo 1.057 miliona evra i bio je za 7,3% veći nego u julu prošle godine. U periodu januar–jul uvoz je izneo 6.960 miliona evra te je bio veći za 5,1% nego u istom periodu prošle godine. U julu je došlo do smanjivanja vrednosti izvoza gvožđa i čelika (53,8 miliona evra) u odnosu na vrednost u junu (88,1 milion evra), što je presudno uticalo na smanjivanje ukupne vrednosti izvoza sa 686 na 650 miliona evra. Kada se isključi izvoz gvožđa i čelika, ukupan izvoz pada sa 598,2 na 596,7 miliona evra. *Platnobilansna kretanja* su pogoršana u drugom tromesečju, nakon blagog oporavka u prvom tromesečju. Kreditni tokovi su negativni (*neto odliv kredita*) a priliv investicija je izuzetno nizak. Veći

pad izvora za finansiranje od samog deficita tekućeg bilansa implicirao je finansiranje iz deviznih rezervi i deprecijaciju kursa dinara. Deficit tekućeg računa u prvoj polovini godine izneo je 1.302 miliona evra i bio je za 79 miliona evra (ili za 6,5%) veći nego u istom periodu prošle godine. Ali, deficit je smanjen sa 760 miliona evra u prvom tromesečju na 542 miliona evra u drugom tromesečju.

5. Međunarodna ekonomska kretanja. – Oživljavanje proizvodnje je registrovano tokom svih proteklih meseci ove godine, u nekim zemljama čak po visokim stopama. U porastu je i građevinska delatnost, koja je bila najviše pogođena ekonomskom krizom (u prvih sedam meseci je u EU ostvareno povećanje od 3,5% u odnosu na isto razdoblje prošle godine). Ali uprkos tome, stopa nezaposlenosti u Evropi, ali i u SAD, ostaje i dalje visoka: iznosi oko 10%. Krajem augusta je Evrostat objavio da je u 27 članica EU nezaposlenost u julu bila 9,6%, a u EMU 10%, što je više nego krajem prvog ovogodišnjeg kvartala. U julu je bez posla bilo 23 miliona ljudi, od toga 16 miliona u zemljama evro područja. U poređenju sa istim mesecom prošle godine to je 1,1 milion nezaposlenih više. U odnosu na ranija razdoblja oporavljanja privrede *došlo je do promene odnosa između dinamike ekonomskog rasta i dinamike zapošljavanja.* Jedan od razloga ove promene je postepeno napuštanje proizvodnje u radnointenzivnim granama koje ne mogu izdržati konkurenciju privreda koje se razvijaju, naročito u Aziji i Latinskoj Americi. Stoga se evropska preduzeća postepeno okreću ka proizvodnji koja zahteva više opreme i kapitalne supstance te inkorporiranih inovacija koje generišu veću dodatnu vrednost sa kojom (za sada) mogu konkurisati na globalizovanom tržištu. Taj proces je uočljiv u skoro svim industrijskim zemljama kontinenta. *Promena strukture proizvodnje u članicama EU, sa kojima se odvija pretežni deo naše spoljnotrgovinske razmene, imaće odraza i na poslovanje domaćih preduzeća u predstojećem razdoblju.* Naime, Srbija ne može konkurisati u većini radnointenzivnih delatnosti azijskim zemljama, gde su troškovi proizvodnje, zahvaljujući malim platama zaposlenih, izuzetno niski. Na drugoj strani, naše zaostajanje u kapitalnointenzivnoj proizvodnji, koja ostvaruje visoku dodatnu vrednost, ne omogućava konkurentnost sa evropskim preduzećima. Stoga se pokazuje neophodnim da naši izvoznici utvrde tržišne niše koje će im omogućiti da u predstojećem razdoblju povećaju prodaju proizvoda i usluga u kojima će imati konkurentnu prednost i da na taj način dosegnu pozitivne odnose razmene u spoljnoj trgovini.

6. Konjunktorni barometar. – Avgustovska anketa o konjunkturi u srpskoj industriji donela je nešto bolje ocene o trenutnom položaju preduzeća u odnosu na jul i nepromenjen i relativno nizak nivo tromesečnih očekivanja privrednika. *Opšti indikator poslovne klime* zabeležio je vrednost od 10,8 procentnih poena, što je bolje nego u avgustu 2009. godine (4,3 procentna poena) – ali i značajno lošije nego u avgustu 2008. godine (19 procentnih poena). Većina indikatora tokom jula i avgusta zabeležila je vrednosti koje ne ukazuju na brži oporavak privredne aktivnosti. U skladu sa tim, *indikator očekivane prodaje* u avgustu je iznosio 22,3 procentna poena, što je relativno niska vrednost imajući u vidu da je u periodu jake konjunktore ovaj indikator beležio vrednosti od oko 40 procentnih poena. Slabljenje dinara tokom leta dovelo je i do očekivanog rasta *inflationih očekivanja* – 76,4% firmi očekuje rast cena svojih inputa u naredna tri meseca (u julu 67,7%), uz 38,9% firmi koje očekuju rast cena svojih gotovih proizvoda u istom periodu (u julu 31,2%). *Time je nivo inflationih očekivanja dostigao najveću vrednost još od sredine 2006. godine.* Prethodni period je pokazao da deprecijacija dinara nije dovela do očekivanog rasta cena, pa će i u narednom periodu ukupna tražnja biti faktor od koga će zavisiti da li će se inflaciona očekivanja ostvariti. Na slabiji oporavak privrede od početka godine ukazuje i sledeći nalaz: prosečno *korišćenje proizvodnih kapaciteta* u privatnom sektoru u

prvih osam meseci 2010. bilo je 61,2%, što je pad u odnosu na isti period 2009 (63,2%), kao i u odnosu na prvih osam meseci 2008 (67,1%). U avgustu je ponovo zabeležen visok procenat kompanija (15,1%) koje su se izjasnile da im je najveće ograničenje u proizvodnji nedostatak repromaterijala i rezervnih delova iz uvoza, što ukazuje da se ovaj problem periodično javlja.

Devizni kurs – problem monetarne, fiskalne ili i neke treće politike?

Tokom prvih sedam meseci vrednost dinara prema evru bila je smanjena za 10%. Radi smirivanja „prekomernih dnevnih oscilacija” kursa centralna banka je u tom zaista dugom „danu” intervenisala sa preko 1,6 milijardi evra iz deviznih rezervi. Lepeza mišljenja o tome šta se događa sa deviznim kursom, je li on sada dostigao „ravnotežnu vrednost” i šta treba učiniti u vezi s tim bila je i ostala vrlo široka.

Kada se u nekom trenutku ocenjuje da li je kurs ravnotežan ili nije, najpre treba definisati šta se pod tim podrazumeva, šta je to „ravnotežan kurs”, koju on to ravnotežu obezbeđuje. Suština se može naći u podacima o izvršenju platnog bilansa sa inostranstvom. Do 2008. godine rastući deficit u bilansu tekućih transakcija – izazvan rastućim deficitom trgovinskog bilansa, kojim su tražnja i potrošnja u zemlji naduvavane do nivoa koji je bio i za skoro četvrtinu veći od onog koji bi bio u ravnoteži sa dinamikom BDP-a – bio je više nego pokrivan prilivom kapitala (zaduživanje i privatizacije); taj višak u finansijskom i kapitalnom računu povećavao je devizne rezerve, dinar je najpre realno a zatim i nominalno aprecirao, zarade su realno rasle, još intenzivnije kada bi se obračunale u evrima.

Svetska finansijska i ekonomska kriza promenila je neke fundamentalne odnose u svetu. Za razmatrani problem relevantne su promene u dinamici pojedinih stavki u našem platnom bilansu i promene u njegovoj strukturi. Tako, bitno je povećana pokrivenost uvoza izvozom i smanjen je udeo deficita trgovinskog bilansa u BDP-u.

Tokom prvog polugođa ove godine (za koje su objavljeni podaci o izvršenju platnog bilansa) izvoz je rastao brže od uvoza; pokrivenost uvoza izvozom (56,8%) bila je znatno veća nego tokom proteklih godina, pa i tokom prošle godine; u drugom tromesečju i u julu pokrivenost je premašila 60% – ali to ni izbliza nije dovoljno. Da li je kurs sada „ravnotežan” ili nije? Tokom prvog polugođa ostvaren je deficit trgovinskog bilansa od preko dve i po milijarde evra; u proseku, uvoz je mesečno bio veći od izvoza za oko 400 miliona evra. (Sličan odnos je zadržan i u julu, kada je robni deficit izneo 406,5 miliona evra.) To nije, kao ranije, moglo biti nadoknađeno zbirom transfera iz inostranstva (čitaj: doznaka) i pozitivnim saldom u finansijskom bilansu. Neto priliv od stranih direktnih investicija ne dostiže ni polovinu onog iz prvog polugođa prošle godine i zajedno sa portfolio investicijama izneo je oko 480 miliona evra (dakle, šestomesečni neto priliv od investicija sada je reda veličine mesečnog trgovinskog deficita); kreditni saldo je – kada se isključe sredstva povučena od MMF-a – negativan. U svemu, ukupan bilans je negativan za blizu 700 miliona evra.

Uvoznici kupuju evre od banaka, višak uvoza formira tražnju koja sada nema odgovor u ponudi iz priliva kapitala; u meri u kojoj tu ponudu ne zadovoljavaju intervencije iz de-

viznih rezervi – tražnja se prelijeva na rast kursa evra. Dovoljno obimnim intervencijama on se mogao zadržati i stabilnim; pitanje je samo – dokle, koliko bi dugo devizne rezerve mogle da podnesu ovako intenzivno smanjivanje i kada bi te intervencije na kraju bile zamenjene jednom zamašnom deprecijacijom dinara, koja ne bi mogla ostati bez uticaja na inflaciju?

U prisustvu ograničene ponude deviza već i najmanja promena u obimu njihove tražnje odražava se u pomeranju kursa. Tokom avgusta kretanje kursa se smirilo, mada treba reći da su i u tom mesecu intervencije centralne banke bile zamašne – zaključno sa intervencijom 3. septembra, centralna banka je prodala oko 200 miliona evra. Na to smirivanje mogla je delom uticati ponuda deviza iz državnih depozita, povećanje referentne kamatne stope na 8,5%, kao i neki drugi kratkoročni (prolazni) izvori. Predstojeća prodaja *Telekoma Srbija* pojačaće ponudu deviza i uticaće na smirivanje kursa; ali, i to je prolazno uspostavljanje ravnoteže. Pravo je pitanje kada će početi kontinualan priliv investicionog kapitala i kontinualan rast investicija u pravcu promene privredne strukture te uspostavljanja odnosa u trgovinskom bilansu koji se može premostiti drugim stalnim prihodima. Može se i dalje povećavati referentna kamatna stopa, ali je to proces koji je kontraproduktivan za dinamiku investicija. Na duži rok zemlja se mora osposobiti da ostvari konstantan devizni prihod od izvoza robe i usluga dovoljno visoke dodatne vrednosti da u međunarodnoj trgovini postiže pozitivne odnose razmene (*terms of trade*), tj. da što manji obim izvoza razmenjuje za što veći obim uvoza.

Povećanje deviznog prihoda izvozom implicira kompleksnu i veoma zahtevnu politiku kojom će se promeniti postojeća struktura BDP-a i industrijske proizvodnje unutar toga. Država će morati taj proces podstaći novom industrijskom politikom jer preduzeća nisu u stanju da sama izvedu potreban preobražaj u postojećem sistemskom okruženju.

Ovim se baca specifično svetlo na problem kursa dinara. Naime, dugoročna stabilnost kursa svodi se na obezbeđenje dugoročne ponude deviza. A to je isto što i stvaranje pretpostavki za dugoročan privredni rast zasnovan na ekspanziji izvoza. Srbija ne može stalno finansirati uvoz zaduživanjem, a svaka privatizacija je ograničena i predstavlja jednokratnu operaciju. Bez stvaranja uslova za konstantan priliv inostranih (*greenfield*) investicija i povećanja nivoa domaće štednje u finansiranju investicija, bez uvoza savremene opreme i sofisticirane tehnologije nije moguće doseći razvojne parametre neophodne za konstantno povećanje proizvodnje i rast zapošljavanja. Sa tim u vezi ne treba zaboraviti da će se u predstojećim godinama potreba za izvoznim prihodom uvećavati i po osnovu servisiranja kredita koji su angažovani ranije ili se ugovaraju sada, a koji nisu korišćeni (ili bar ne u pretežnoj meri) za pokretanje nove proizvodnje namenjene izvozu.

U zaključku, ekonomski uslovi u kojima se našla privreda Srbije pokazuju da se dugoročna politika kursa identifikuje sa politikom povećanja izvoza. Samo na kratak rok ta politika pripada svom osnovnom, monetarnom korpusu. Višegodišnje ignorisanje potrebe za strukturnim promenama i osposobljavanjem sistema da prati potrebe privrede, zapostavljanje normativne zaštite konkurentnog poslovnog ambijenta, neadekvatna kadrovska rešenja na području menadžmenta i dr. onesposobili su ekonomiju da proširi svoje konkurentne prednosti na međunarodnom tržištu. Time je, na jednoj strani, sužen prostor za rast proizvodnje, a na drugoj strani istog problema je ugrađen činilac koji, usled nedovoljne ponude deviznih sredstava, neprestano generiše deprecijacijske pritiske na kurs nacionalne valute.

Dve su pretpostavke zbog toga ključne za stabilan ravnotežni kurs na dugi rok.

Prva je formiranje razvojnog programa koji će podržati privredni rast na novim osnovama – pre svega, na povećanju udela proizvodnje razmenljivih dobara u BDP-u i povećanju njihove konkurentnosti – sa svim sistemskim pretpostavkama za realizaciju takvog programa (počev od temeljne reforme javnog sektora).

Druga je pretpostavka političke prirode. Mora se smanjiti rizik u pogledu ulaganja u Srbiju, i to ne samo rizik vezan za odnose sa MMF-om već i politički rizik koji može predstavljati ozbiljnu smetnju prilivu kapitala. Bez toga su makroekonomske politike nemoćne da na duži rok stabilizuju kurs koji bi pratio samo relativne cene. Ostaje da vidimo kako će se stvari u tom pogledu razvijati nakon predstojećeg zasedanja Generalne skupštine UN, hoćemo li biti bliži EU, ili ćemo se udaljiti od nje.