

## SADRŽAJ

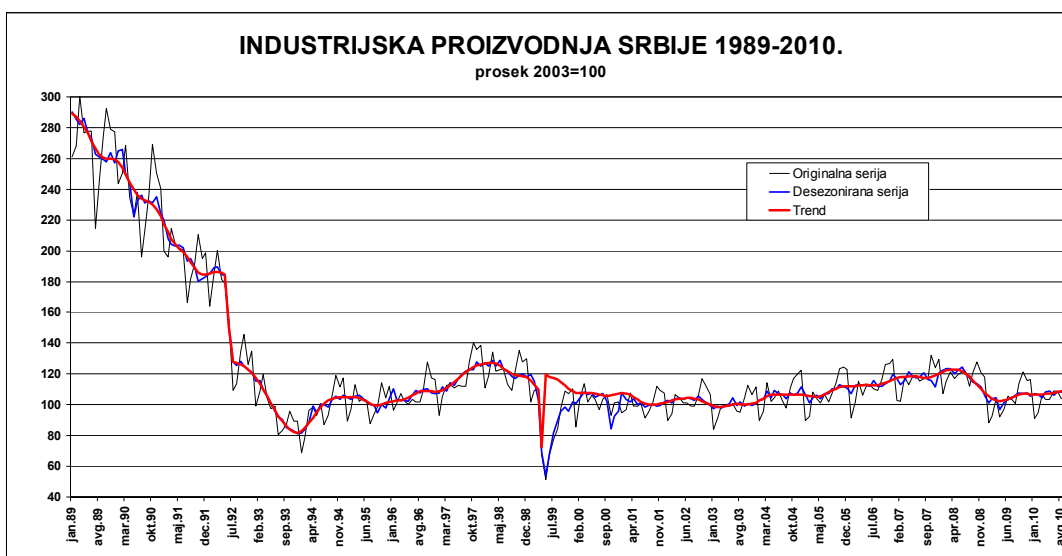
<b>REZIME .....</b>	<b>5</b>
<b>MAKROEKONOMSKI PREGLED .....</b>	<b>13</b>
<b>1. Realni sektor .....</b>	<b>13</b>
1.1. Industrija .....	13
1.2. Promet u trgovini na malo .....	15
<b>2. Finansijski i monetarni sektor .....</b>	<b>16</b>
2.1. Budžet .....	16
2.2. Monetarna kretanja .....	19
2.3. Finansijski sektor: Porast kamatnih stopa i smanjenje efikasnosti kamatnog kanala monetarne politike .....	20
2.4. Finansijska tržišta: Smanjivanje vrednosti indeksa, rast obima prometa i pojačana aktivnost inostranih investitora .....	24
<b>3. Izvori sredstava za potrošnju stanovništva i cene .....</b>	<b>27</b>
3.1. Zarade .....	27
3.2. Cene .....	31
<b>4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom .....</b>	<b>33</b>
4.1. Robna razmena Srbije .....	33
4.2. Platni bilans .....	37
<b>5. Međunarodna ekonomska kretanja .....</b>	<b>41</b>
5.1. Međunarodna ekonomska kretanja .....	41
5.2. Standard građana Srbije deset godina nakon petooktobarskih promena .....	43
5.3. Srbija i EU: Istraživanje javnog mnjenja EU .....	45
<b>KONJUNKTURNI PREGLED .....</b>	<b>47</b>
<b>ZAKLJUČNA RAZMATRANJA .....</b>	<b>51</b>
<b>1. Ponuda i tražnja .....</b>	<b>51</b>
<b>2. Finansiranje budžeta: bez problema na kratak rok i mogući problemi na srednji rok .....</b>	<b>58</b>
<b>METODOLOŠKI PRILOG .....</b>	<b>65</b>
<b>ARIMA procesi (modeli) za prognoziranje .....</b>	<b>65</b>
<b>STATISTIČKI PRILOG .....</b>	<b>69</b>

# REZIME

Ocena o tendencijama industrijske proizvodnje se dodavanjem podataka za avgust bitno ne menja: izlazak iz stagnacije je tek u najavama, ali ga tekući podaci još ne pokazuju kao pouzdanu tendenciju. Uvoz nastavlja da raste, ali to već dva meseca nije slučaj sa izvozom. Sudeći po dinamici prometa u trgovini na malo, težište tražnje se lagano pomera ka domaćoj potrošnji, ali postoje i znaci izvesnog oživljavanja investicija. Svi su izgledi da se inflacija do kraja godine neće zadržati u projektovanom koridoru, tj. da će premašiti njegovu gornju granicu od 8%. Predviđeni budžetski deficit neće biti premašen, ali se javljaju problemi u vezi sa njegovim finansiranjem.

## Osnovni makroekonomski trendovi

**1. Realni sektor.** – Fizički obim *industrijske proizvodnje* u avgustu bio je za 4,5% manji nego u julu, dok u desezoniranoj seriji nije zabeležena veća promena (rast za 0,2%).



Iako nije ostvaren znatniji porast proizvodnje, avgustovskim rezultatom možemo biti zadovoljni iz dva razloga. Prvo, proizvodnja je dodatno uvećana nakon julskeg rasta (dakle, porast u dva meseca zaredom), čime je prekinuta „cik-cak” linija industrijske proizvodnje (pad u jednom i porast u sledećem mesecu), ali još uvek nije dostignut desezonirani indeks iz aprila. Drugo, održan je relativno visok obim proizvodnje u uslovima redukovane aktivnosti važne oblasti – proizvodnje osnovnih metala. Nakon julskeg međugodišnjeg rasta od 5,1%, proizvodnja je u avgustu ove godine bila veća nego u avgustu prošle godine za 3,4%. Kumulativan međugodišnji porast industrijske proizvodnje nakon osam meseci iznosi 4,7%. Mesečna međugodišnja stopa rasta industrijske proizvodnje se umanjuje, i to će izvesno biti slučaj i u septembru. Vrednost *prometa robe* u trgovini na malo u avgustu 2010. godine bila je veća nego u avgustu 2009. godine za 12,7% nominalno – i za zamašnih 5,3% realno. Ona je, međutim, u prvih osam meseci ove godine, u

odnosu na isti period prošle godine, veća za 3,1% u nominalnom izrazu – a manja za 3,1% u realnom izrazu.

**2. Finansijski i monetarni sektor.** – Primanja *budžeta* Republike Srbije u avgustu su iznosila oko 56,4 milijarde dinara. Naplata budžetskih prihoda je u avgustu ove godine bila znatno bolja nego u avgustu prethodne godine. Naime, budžetska primanja su u avgustu ove godine viša za čak 7,1 milijardu dinara nego u avgustu prethodne godine (7,4% realno). Najveći apsolutan porast u odnosu na avgust prethodne godine beleže prihodi od akciza i, zatim, prihodi od PDV-a. U stalnim cenama su, međutim, prihodi od PDV-a u avgustu ove godine na nivou prošlogodišnjih. Primetan je, takođe, i skroman oporavak primanja budžeta. Ova primanja su u prvih osam meseci ove godine iznosila 414,7 milijardi dinara, i u odnosu na isti period prethodne godine bila su veća za 24,1 milijardu dinara (1,4% realno). Kao što se i moglo pretpostaviti, rashodi budžeta u avgustu bili su bliži junskim nego julskim – jer je veliki rast rashoda u julu bio posledica jednokratne pomoći zaposlenima u javnom sektoru, kao i izdataka na subvencije (daleko iznad ovogodišnjeg proseka, zbog isplate subvencija poljoprivrednicima). Isplata jednokratne pomoći penzionerima od 1. oktobra, koja je najavljena, dodatno će opteretiti, po svoj prilici, stavku socijalne zaštite iz budžeta. U odnosu na avgust prethodne godine izdaci su realno sniženi za 6%. Od početka godine izdaci budžeta Republike iznosili su 487,1 milijardu dinara, što je za 29,5 milijardi dinara (ili za 1,7% realno) više nego u istom periodu prethodne godine. Realizacija trezorskih zapisa (prodato/emitovano) i dalje je ispod nivoa od 100% (kako u avgustu, tako i u septembru), iako je stopa izvršenja porasla za zapise svih ročnosti. U oblasti *monetarne politike*, NBS je prvo u avgustu, a zatim i u septembru, povećala referentnu kamatnu stopu kumulativno za 1 procentni poen (referentna kamatna stopa je sada na nivou od 9% godišnje). Osnovni razlog povećanja ove stope jeste nastojanje NBS da u uslovima tzv. poljoprivrednog šoka i porasta cena hrane smanji inflatorna očekivanja. NBS, povećavajući restriktivnost monetarne politike, sprečava „prelivanje” rasta cena hrane na inflatorna očekivanja i na rast ostalih cena, kako bi ostvarila svoje srednjoročne inflatorne ciljeve. NBS je u avgustu intervenisala na deviznom tržištu prodajom oko 180 miliona evra, i po tom osnovu je uticala na smanjenje dinarske likvidnosti banaka – što je rezultiralo i smanjenjem stoka prodatih HoV. Repo stok je smanjen za oko 10,5 milijardi dinara u avgustu i krajem avgusta je iznosio 66,4 milijarde dinara (u septembru je snižen za još skoro 5 milijardi dinara). Devizne rezerve NBS iznose 10.012 miliona evra krajem avgusta, te su smanjene za 80 miliona evra u odnosu na kraj jula. Ovakav nivo deviznih rezervi obezbeđuje pokrivenost novčane mase M1 od 442%, i osmomesечnu pokrivenost uvoza robe i usluga. Treći kvartal 2010. godine doneo je prvi značajan rast *kamatnih stopa* u finansijskom sektoru Srbije još od kraja 2008. NBS je prinuđena da učini sve da godišnji nivo inflacije ne bi izašao iz definisanog okvira. Osnovni instrument za postizanje ovog cilja je referentna kamatna stopa. Međutim, ponašanje kamatnih stopa na srpskom tržištu je pod dominantnim uticajem faktora na koje monetarne vlasti ne mogu da utiču: premija na kreditni rizik koji banke inkorporiraju u krajnju kamatnu stopu za klijente, i nivoa nerizičnih kamatnih stopa na repo plasmane i državne HoV. Tržišni reper stope na dinarska sredstva, BELIBOR, samo je tokom jula zabeležio rast od 170 baznih poena za najreprezentativniju ročnost od šest meseci. Kamatna stopa na šestomesečne pozajmice na beogradskom međubankarskom tržištu, nakon junskih 9,2%, na kraju septembra iznosi 12,2% godišnje. Osnovna karakteristika kretanja BELIBOR-a je izražen rast stope za ročnost od tri meseca i šest meseci, nastao kao reakcija na povećanje referentne kamatne stope. Povećanje raspona prosečnih vrednosti na kratak i dugi rok rezultirao je krivom pri-nosa znatno većeg nagiba u odnosu na prethodni period. Nastavak ovakvog trenda u narednom periodu biće jasan signal da učesnici na tržištu ne očekuju smanjenje kamatnih

stopa. I u kretanjima druge reprezentativne kratkoročne kamatne stope na međubankarskom tržištu, BEONIA, ispoljavaju se tendencije rasta. Tokom posmatranog perioda njena prosečna vrednost beleži rast od 100 baznih poena, te njena vrednost u septembru iznosi 9,08% godišnje. Uprkos visokim dnevnim kolebanjima, prosečna vrednost kamatne stope BEONIA se tokom prethodnog perioda približila visini referentne kamatne stope. Uz trend povećanja, kretanje izvršnih kamatnih stopa u prethodnom periodu karakteriše i trend divergencije u odnosu na nivo referentne kamatne stope. Negativan efekat visokog učešća kredita sa valutnom klauzulom u ukupnom portfoliju banaka potvrđen je nakon promena u EMBI indeksu, kojim se ocenjuje spremnost investitora za ulaganje na tržištu određene zemlje. U periodu maj–jul vrednost pomenutog indeksa za Srbiju je porasla za oko 450 baznih poena usled očekivanja da će se negativna ekonomska kretanja u grčkoj ekonomiji preliti na ceo region. Značajan rast premije rizika i visok nivo problematičnih kredita rezultirali su rastom kreditnih kamatnih stopa. Ponderisana kamatna stopa na ukupne plasmane banaka povećana je tokom trećeg kvartala 2010. godine sa 10,6% na 11,9% na godišnjem nivou. Prosečna ponderisana pasivna kamatna stopa tokom septembra iznosi 5,2% i, u poređenju sa krajem drugog kvartala 2010. godine, povećana je za 60 baznih poena. Najveći uzročnici rasta su povećanje ukupne kamatne stope na kratkoročne depozite stanovništva do jedne godine sa 11,8% na 12,2% i kamatne stope na kratkoročne depozite pravnih lica sa 6,5% na 6,8% godišnje. Snažniji rast aktivnih kamatnih stopa od rasta pasivnih kamatnih stopa rezultirao je rastom nivoa kamatne marže. Na kraju trećeg kvartala 2010. godine kamatna marža iznosi 6,7%, što je najviši nivo od februara tekuće godine.

**3. Zarade i cene.** – U Srbiji je u avgustu 2010. godine isplaćena prosečna mesečna neto zarada od 33.955 dinara. U odnosu na isti mesec prošle godine, ova zarada je veća za 8,4% nominalno i za 2% realno. Isplaćena neto masa zarada je nominalno veća za 1,9%, ali je realno manja za 2,2%. Prosečna mesečna neto zarada isplaćivana u periodu januar–avgust 2010. godine iznosi 33.348 dinara, te je, u odnosu na isti period 2009. godine, veća za 6,9% nominalno i za 2,4% realno. Povećavanje razlike između nominalne i realne stope rasta zarada pokazatelj je tendencije ubrzavanja rasta cena. Ukupno isplaćena neto masa zarada je u periodu januar–avgust nominalno veća za 1,3%, a realno je manja za 3% (broj zaposlenih kod pravnih lica je manji za 4,9%). Prema procenama RZS *zaposlenost* kod pravnih lica je u avgustu u odnosu na jul manja za 0,4% (ili za oko 4.800 zaposlenih). Pad registrovane zaposlenosti kod pravnih lica se nastavlja i u 2010. godini, ali nešto slabijim intenzitetom, tako da ukupno smanjenje broja zaposlenih u prvih osam meseci 2010. godine predstavlja 60% registrovanog smanjenja zaposlenosti u istom periodu 2009. godine. U Srbiji je u avgustu 2010. godine registrovana *inflacija* od 1,4% u odnosu na prethodni mesec, od 6,6% u odnosu na avgust prethodne godine i od 5,9% u odnosu na decembar prethodne godine. Za inflaciju je porast cena hrane, zbog velikog učešća hrane u potrošnji domaćinstava (34,1%), imao izuzetan značaj. Hrana je poskupela za 2,8% na mesečnom nivou, za 4,5% na međugodišnjem nivou i za 4,8% na godišnjem nivou. Stoga je na poskupljenje hrane otpalo 66,3% mesečne inflacije, 22,9% međugodišnje inflacije i 27,3% godišnje inflacije. Poljoprivredni proizvodi su u avgustu ove godine, zbog nepovoljnih vremenskih uslova u prethodnom delu godine, pojeftinili na mesečnom nivou manje – a poskupeli na međugodišnjem i na godišnjem nivou više nego u avgustu i prošle i prethodne godine. Oni su u avgustu ove godine pojeftinili za 3,3% na mesečnom nivou – a poskupeli za 20,8% na međugodišnjem nivou i za 15,7% na godišnjem nivou. Zato su promene cena poljoprivrednih proizvoda u avgustu ove godine doprinele za –0,18 procentnih poena mesečnoj inflaciji – a za +1,55 procentnih poena međugodišnjoj inflaciji i za +1,16 procentnih poena godišnjoj inflaciji. U ovoj godini su proizvođačke cene indus-

trijjskih prehrambenih proizvoda (i pića) povećane najviše baš u avgustu: za 3,8% na mesečnom nivou, za 8,3% na međugodišnjem nivou i za 8,8% na godišnjem nivou. Zbog toga su u avgustu i potrošačke cene industrijskih prehrambenih proizvoda najviše povećane na mesečnom i na godišnjem nivou, a najmanje smanjene na međugodišnjem nivou od početka godine. Aktuelne promene potrošačkih cena industrijskih prehrambenih proizvoda iznose +4,5% na mesečnom nivou, +1,7% na godišnjem nivou i -0,1% na međugodišnjem nivou. Doprinosi ovih promena inflaciji su, respektivno: +1,10 procentnih poena, +0,45 procentnih poena i -0,03 procentna poena. U septembru su troškovi života porasli za 1,1% u odnosu na avgust, ponajviše zbog poskupljenja industrijskih prehrambenih proizvoda. To znači da su i potrošačke cene u septembru imale osetan mesečni porast – usled ponovnog poskupljenja industrijskih prehrambenih proizvoda.

**4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom.** – U okviru *robne razmene*, izvoz Srbije je, prema podacima RZS, u avgustu vredeo 596,6 miliona evra, što je za 25,4% bila veća vrednost nego u avgustu prošle godine. Ukupna vrednost izvoza u periodu januar–avgust iznela je 4.596,7 miliona evra i bila je za 20,3% veća nego u istom periodu prošle godine. Uvoz je u avgustu vredeo 1.057,5 miliona evra i bio je za 21,1% veći nego u avgustu prošle godine. U periodu januar–avgust uvoz je izneo 8.017 miliona evra i bio je za 7% veći nego u istom periodu prošle godine. Deficit u robnoj razmeni u avgustu je izneo 460,8 miliona evra i bio je za 15,9% veći nego u avgustu prošle godine. U periodu januar–avgust deficit je izneo 3.420 miliona evra, što predstavlja smanjenje za 6,8% u odnosu na isti period prošle godine. Pokrivenost uvoza izvozom u avgustu je iznela 56,2% i bila je najniža od marta ove godine. U avgustu prošle godine pokrivenost uvoza izvozom iznosila je 54,5%. Deficit tekućih transakcija *platnog bilansa* u periodu januar–jul ove godine izneo je 1.508 miliona evra i bio je za 12,4% veći nego istom periodu prošle godine (za 167 miliona evra). U julu je bio veći za 28,6% (rast sa 118 miliona evra na 151 milion evra). Deficit tekućeg računa je povećan usled smanjenog suficita na poziciji tekućih transfera (za 330 miliona evra) i povećanja deficita na poziciji dohotka (za 152 miliona evra), a pri smanjivanju trgovinskog deficita (za 315 miliona evra). Dok su rashodi za plaćanje kamata identični vrednosti u periodu januar–jul prošle godine (smanjenje sa 400 na 398 miliona evra), dotle je odliv po osnovu profita direktnih investitora povećan sa 165 na 259 miliona evra. Suficit na poziciji tekućih transfera smanjen je za 17,1% (sa 1.931 miliona evra na 1.601 milion evra). Osnovni razlog smanjivanja suficita je pad doznaka (sa 1.494 na 1.134 miliona evra). Prošlogodišnji priliv doznaka bio je precenjen usled toga što je deo vraćenih deviznih sredstava u banke knjižen u vidu doznaka. Ukupan suficit na kapitalnom i finansijskom računu, po odbitku promena deviznih rezervi, smanjen je sa 2.247 miliona evra u periodu januar–juli prošle godine na 598 miliona evra u istom periodu ove godine. Pri tom je u maju (62 miliona evra) i junu (67 miliona evra) došlo do deficita na ovim računima, što se prvi put dogodilo u dva uzastopna meseca. U julu je evidentiran skroman suficit od 12 miliona evra. Priliv kapitala (investicije i krediti) smanjen je sa 1.469 na 717 miliona evra, dok je na pozicijama „gotov novac” i „depoziti” iz suficita od 780 miliona evra, u periodu januar–jul prošle godine, došlo do prelaska u deficit od 120 miliona evra, u istom periodu ove godine. Ukupan bilans, koji je u prvih sedam meseci prošle godine bio pozitivan za 961 milion evra, ove godine je negativan (pad deviznih rezervi) za 845 miliona evra.

**5. Konjunktorni barometar.** – Anketa o konjunkturi u septembru donela je slične rezultate po pitanju postojećeg stanja i nešto lošija tromesečna očekivanja u odnosu na avgust. Najvažniji nalaz aktuelne ankete je pad indikatora očekivane prodaje: sa 22,3 procentna poena (u avgustu) na svega 8,3 procentna poena (u septembru). Kao što je već rečeno, ovaj

indikator ostaje važan pokazatelj izlaska iz krize, a njegove trenutne vrednosti ne ukazuju na značajniji oporavak (ovaj indikator je u septembru 2008. godine iznosio 27,7 procentnih poena, a u periodu jake konjunktura oko 40 procentnih poena). Stabilizacija deviznog kursa je dovela do smirivanja inflacionih očekivanja: 64,2% firmi očekuje rast cena svojih inputa u naredna tri meseca (u avgustu 76,4%), uz 24,3% firmi koje očekuju rast cena svojih gotovih proizvoda u istom periodu (u avgustu 38,9%). Na slabiji oporavak privrede od početka godine ukazuje i sledeći nalaz: prosečno korišćenje proizvodnih kapaciteta u privatnom sektoru u prvih devet meseci 2010. godine bilo je 61,5% – što je pad u odnosu na isti period 2009. godine (63,3%), kao i u odnosu na prvih devet meseci 2008. godine (67,6%). U septembru je ponovo zabeležen visok procenat privatnih firmi koje planiraju da smanjuju broj zaposlenih u naredna tri meseca (16%). Pored toga, zabeležen je i pesimizam po pitanju očekivanih stranih i domaćih investicija i umereno visok nivo očekivanog rizika u poslovanju.

## **Finansiranje deficita: bez problema na kratak rok i mogući problemi na srednji rok**

Izvršenje budžeta do avgusta ne pokazuje značajnije odstupanje od plana za 2010. godinu: deficit se drži u trendu koji bi pod pretpostavkom dosadašnje dinamike prihoda i rashoda ostao na nivou planiranog. Pitanje održivosti deficita i plana (i eventualnog rebalansa) javlja se u domenu finansiranja. Naime, od maja prodaja trezorskih zapisa počinje da slabi kao glavni instrument finansiranja deficita. Realizacija iz aukcije u akciju je slabija iako kamatne stope na ove zapise rastu.

Ovo otvara pitanje da li se emisijom trezorskih zapisa može u potpunosti da finansira otplata duga i tekući budžetski deficit. Naime, račun finansiranja budžeta i izvršenje budžeta su dve strane iste medalje. Neto finansiranje jednako je apsolutnoj vrednosti deficita i uključuje razliku između primanja po osnovu finansiranja (primanja po osnovu emisije HoV i kreditna zaduživanja), izdataka po osnovu finansiranja (otplata glavnice duga) i promena stanja na računu.

Dakle, da bi se tekući deficit finansirao, neophodno je na računu finansiranja imati pozitivan saldo. Ukoliko dođe do slabijih priliva na računu finansiranja (čitati: slabije prodaje trezorskih zapisa) a da se pri tom ne smanje izdaci po osnovu finansiranja, dolazi do smanjivanja „viška” novca na računu finansiranja (koji služi za pokrivanje tekućeg deficita). Kako tekući deficit ne sme, to jest ne može da ide preko neto finansiranja, smanjivanjem neto finansiranja dolazi i do prinudnog smanjivanja deficita.

Praćenjem aukcija trezorskih zapisa može se zaključiti da na prihodnoj strani računa finansiranja dolazi do slabljenja priliva (zbog slabe realizacije trezorskih zapisa), i do još slabijeg neto priliva, koji treba da pokrije predviđeno finansiranje dela budžetskog deficita, jer ukupan priliv pokriva i otplata ranije prodatih zapisa. Pod pretpostavkom da na rashodnoj strani izdaci po osnovu finansiranja za sada teku kako je i planirano, zaključak je da dolazi do promene na stanju računa. Ukoliko se ne pronađe neki dodatni izvor kojim bi se „potpomogla” prihodna strana računa finansiranja, moralo bi da dođe i do snižavanja tekućeg deficita, jer bi u suprotnom došlo do iscrpljivanja stanja na računu. Tekući deficit se u kratkom roku može smanjiti jedino smanjivanjem izdataka budžeta, jer je povećanje

prihodne strane dugotrajniji proces i iziskuje veće ili manje reforme – u svakom slučaju, to je proces koji traje i nije moguće dovoljno brzo poboljšati prihodnu stranu budžeta.

Prema tome, pri ovakvom scenariju neophodne su restrikcije na rashodnoj strani budžeta (pre svega na računima penzija, plata, socijalne pomoći i kapitalnih izdataka). Budući da ovakav epilog nije opcija, država je prinuđena da pronade „nove” izvore finansiranja, to jest da uzima pozajmice na drugoj strani. U prilog tome govori i činjenica da se Vlada odlučila za pozajmicu kod komercijalnih banaka u visini od 250 miliona evra (po trenutnom srednjem kursu to iznosi oko 26,5 milijardi dinara) a koja će služiti kao pomoć finansiranju budžeta. Uslovi po kojima se država ovog puta zadužila kod banaka su relativno povoljni – ali ipak komercijalni, i podrazumevaju kamatnu stopu koja je jednaka EURIBOR-u uvećanom za dodatne marže svake banke pojedinačno (u rasponu od 4,25% do 5,3%). U svakom slučaju, izgleda da je bankama isplativije da daju državi kredit u evrima nego da na tržištu HoV kupuju trezorske zapise. Razlog bi svakako mogao da leži u očekivanjima banaka kada su u pitanju devizni kurs i inflacija, odnosno njihovo nastojanje da se zaštite od kursnih razlika koje bi mogle da prevaziđu dobitak na kamatama na trezorske zapise, ma koliko one bile visoke. O tome svedoči i činjenica da je interesovanje za otkup ovih zapisa u obrnutoj srazmeri sa dužinom roka na koji se plasiraju. Dakle, *tržište trezorskih zapisa i dalje registruje prisustvo relativno visokog valutnog rizika koji nije u srazmeri sa visinom premije koju sadrži prinos državnih hartija od vrednosti.*

Rizici zaduživanja države za finansiranje deficita budžeta – kao što je bio slučaj i sa trezorskim zapisima u početku (kada je, umesto otplate, pristizao priliv) – neće se ispoljiti u kraćem roku (na kratak rok relaksira se finansiranje budžeta), ali na duži rok mogu se ukrstiti tri efekta:

- 1) naprezanje održivosti javnog duga, posebno u kontekstu fiskalnih pravila koja su najavljena kao sastavni deo Zakona o budžetu za 2011;
- 2) konfliktni interesi i mogući izvor pritiska države na monetarnu politiku, a posebno na politiku deviznog kursa, kako bi se izbegao teret državnog duga koji može doći usled kursnih razlika;
- 3) prinudno kresanje budžetskih izdataka uskraćivanjem prava korisnicima.

U vezi sa ovim treba upozoriti da razne ocene, koje se u poslednje vreme javljaju u javnosti i stručnim krugovima, o tome kako je devizni kurs sada „uravnotežen” po ovim ili onim kriterijumima – nemaju mnogo veze sa njegovim formiranjem. Na pitanje kursa smo se u *MAT&KB*-u vraćali u više navrata. Dodavanjem podataka o spoljnotrgovinskoj razmeni u avgustu nismo se približili željenoj ravnoteži: pokrivenost uvoza izvozom pala je sa 60%, koliko je iznosila u periodu april-jul, na 56% u avgustu (što je manje i od proseka za svih proteklih osam meseci 2010, koji je iznosio 57%). Na drugoj strani, sve projekcije u ovom trenutku ukazuju na to da nas u narednih nekoliko godina očekuje negativan neto kreditni priliv (veće otplate od novih kredita).

Srbija bi mogla zapasti u situaciju „dužničke zamke”, kada rastuće isplate za kamate uvećavaju budžetski deficit čak i kada je potrošnja države redukovana. Drugim rečima, *visoki kamatni dug pretvara ravnotežu primarnog budžeta u deficit ukupnog bilansa javnog sektora. Ovo je vrlo verovatan scenario ukoliko se nastavi trend rasta domaćih i globalnih kamatnih stopa.*

Ukoliko izostane pretpostavljeni priliv inostranih sredstava, NBS će pritisak na deprecijaciju, kao i dosad, nastojati da umanja prodajom deviznih rezervi. A to je proces koji deluje

u obrnutom smeru u odnosu na otkup deviza. *Manipulacije u vezi sa prodajom i kupovinom deviza radi stabilizovanja kursa dinara će potrajati sve dok izvoz robe i usluga ne preuzme dominantnu ulogu devizne ponude.* Do tada će monetarna politika morati da svoj instrumentarijum koristi prema obrascu „prodaj–kupi”, što redukuje manevarski prostor centralne banke u sprovođenju stabilizacijske politike.

**Prema tome, ako se jaz u tekućim transakcijama platnog bilansa ne „zakrpi” prilivom investicionog kapitala, dinar će i dalje iziskivati zamašne intervencije centralne banke da bi ostao stabilan.** U protivnom, remeti se finansijski račun budžeta – otplate će biti uvećane kursnim razlikama. Otuda će uslediti pritisak Vlade na centralnu banku da obezbedi stabilan kurs, i sada bi trebalo sračunati koliko dugo bi mogla da traje ta erozija deviznih rezervi pre nego što se postavi pitanje održivosti spoljnog duga, odnosno eksterne likvidnosti – nakon čega će neizbežno **uslediti veća inflacija i devalvacija, potpuno nezavisna od računa o „ravnotežnom” kursu koji se sada prezentuju javnosti.**

*Druga posledica je sužavanje prava korisnika budžetskih sredstava.* Štrajkači koji sada traže povlačenje penzijskog zakona iz Skupštine, čak i ako se ne računa sa negativnim efektima konflikta sa MMF-om koji bi odatle nastao, mogli bi se suočiti sa bolnom istinom da, uprkos svim „revalorizacijama”, penzije na srednji rok realno budu manje nego što im pomenuti zakon stavlja u izgled.