

TRENDOVI

1. Pregled

Najvažnija makroekonomska vest iz drugog kvartala (Q2) je to da je privreda Srbije izašla iz recesije u kojoj se nalazila još od druge polovine 2013. godine. Započeti oporavak privredne aktivnosti je postignut u načelu na zdrav način, zahvaljujući rastu neto izvoza i investicija – bez porasta spoljnih i unutrašnjih neravnoteža. Tekući deficit, kao indikator spoljne neravnoteže je u Q2 zapravo i osetno umanjen, a inflacija, kao indikacija unutrašnjih neravnoteža je još uvek, za Srbiju, izuzetno niska. Uz sve to, fiskalni deficit je i u Q2 bio relativno nizak i pod kontrolom. Započeto poboljšanje makroekonomskih trendova je veoma značajno, međutim, još uvek je u povelju i samim tim veoma je ranjivo. Rast privredne aktivnosti od 0,5% koji bi se mogao ostvariti u 2015. bolji je od očekivanog (-0,5%), ali je Srbija i sa tim rastom među zemljama Evrope sa najnižim privrednim rastom i neće se nadomesti pad BDP-a iz 2014. od 1,8%; fiskalni deficit od oko 3,5% BDP-a je znatno bolji od planiranih 5,9% BDP-a, ali je Srbija i dalje u grupi evropskih zemalja sa najvećim fiskalnim problemima; tekući deficit platnog bilansa jeste osetno smanjen, delom i zbog nekih privremenih okolnosti, poput povoljnih cena energenata, ali finansijski deo platnog bilansa je poprilično loš, jer su prilivi „zdravog“ stranog kapitala kroz strane direktne investicije (SDI) u 2015. niži čak i od svog istorijski jako niskog nivoa iz 2014. godine. Bilo bi stoga jako opasno da Vlada sada preceni i nepravilno protumači prve povoljne ekonomske trendove u svom mandatu i odustane od najbitnijih mera fiskalne konsolidacije i sprovođenja neodložnih reformi.

Privredna aktivnost je u Q2 ostvarila međugodišnji rast prvi put još od 2013. godine i on je iznosio 1%. Još ubedljiviji indikator oporavka privrede u Q2 je desezonirani rast BDP-a u odnosu na prethodni kvartal koji je iznosio čak 2,2%. Ostvarenom rastu privredne aktivnosti jeste najviše doprineo porast proizvodnje električne energije i rudarstva nakon isušivanje poslednjih poplavljenih kopova uglja u maju, ali čak i kada se isključe ti jednokratni činioci, privredna kretanja u Q2 su i dalje bila povoljna – desezonirani rast ostatka privrede u odnosu na Q1 je iznosio solidnih 0,7%. Uz to, započeti oporavak privrede pokreću neto izvoz i investicije (državna i privatna potrošnja su bile u padu), što je održivi model rasta privrede u srednjem roku. Poželjnu strukturu započetog oporavka privrede u Q2 dodatno potvrđuju solidan rast prerađivačke industrije koja proizvodi razmenjiva dobra i građevinarstva koje je dobar indikator kretanja ukupnih investicija. Veličina i struktura desezoniranog rasta BDP-a u Q2 su bili ključni argumenti na osnovu kojih smo zaključili da je privreda Srbije izašla iz recesije u kojoj se nalazila još od druge polovine 2013. godine, ali i zbog kojih smo korigovali našu prognozu rasta BDP-a u 2015. godini navise na 0,5% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“).

Premda blaga stopa rasta koja se može očekivati u 2015. godini nije kvantitativno mnogo različita od očekivanog pada od 0,5%, kvalitativno ova razlika je dosta velika. Skraćeno je očekivano trajanje recesije i izbegnuta je još jedna godina sa padom BDP-a, a sve se to ostvaruje u godini naj snažnijeg sprovođenja fiskalne konsolidacije. Prvi dobri rezultati privredne aktivnosti u Q2 međutim ne daju Vladi za pravo da zanemari velike strukturne problemi domaće ekonomije koji se moraju otkloniti da bi se u srednjem roku mogao ostvariti potreban znatno veći privredni rast od preko 4% (to je i centralna tema Uvodnika). U protivnom, Srbija bi mogla godinama ostati „zarobljena“ u postignutim niskim stopama privrednog rasta i sve dalje od razvijenosti ekonomija drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope koje rastu znatno brže. Zato u ovom izdanju QM-a podsećamo i na neke otrežnjujuće podatke poput onog da će i pored rasta u 2015. godini privredna aktivnost biti još uvek niža od one iz 2013. godine, da gotovo sve zemlje regiona imaju veći rast od Srbije, ali i na to da jedan deo povećanja privredne aktivnosti u 2015. počiva na proizvodnji (problematičnih) državnih preduzeća (Železara Smederevo, petrohemijski kompleks, a najavljuje se i ponovno pokretanje proizvodnje u MSK), što se lako može pokazati neopravdanim i/

ili neodrživim. Možda najbolju ilustraciju toga da je Srbija još uvek strukturno nedovoljno dobro uređena, poslovno neatraktivna i da kod investitora još uvek postoje velike rezerve u tumačenju ostvarenog makroekonomskog napretka u prvoj polovini 2015. daje kretanje stranih direktnih investicija. One su u 2015. godini veoma niske, niže čak i od veoma loše 2014. godine – i pored toga što se u 2015. sprovodi aranžman sa MMF-om, popravljaju fikalni trendovi i oporavljaju privrede većine zemalja EU.

Platnobilansni trendovi u Q2 su u svom tekućem delu bili povoljni, jer je zabeležena veoma niska vrednost deficita tekućeg bilansa od oko 200 mln evra (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). U istom periodu prethodne godine deficit tekućeg bilansa je bio dva i po puta veći (540 mln evra). U finansijskom delu platnog bilansa međutim trendovi nisu bili toliko dobri. Neto priliva kapitala iz inostranstva gotovo da uopšte nije bilo. Priliv SDI je iznosio svega 343 miliona evra, a od toga se 135 miliona evra odnosi na reinvestirano dobit stranih preduzeća koja su već u Srbiji, 116 miliona evra na dužničke instrumente, a gotovo beznačajnih 92 miliona evra predstavlja pravi prirast novih investicija iz inostranstva. Banke i privreda se i dalje neto razdužuju prema inostranstvu za oko 100 miliona evra, što nije posledica dinamične razlike između uzimanja novih kredita i vraćanja starih, već vraćanja prethodno uzetih kredita bez započinjanja novih projekata u zemlji. Država se tokom Q2 neto razduživala prema inostranstvu po osnovu portfolio investicija za oko 340 miliona evra, a neto zaduživala po osnovu novih kredita za oko 200 miliona.

Inflacija je i dalje za Srbiju veoma niska. Na kraju avgusta iznosila je 2,1% na međugodišnjem nivou, a isti procenat povećanja cena zabeležen je i od početka godine. Inflacija je i tokom Q2 i u julu i avgustu (za koje su dostupni podaci) bila ispod ciljanog koridora NBS (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Avgust je zapravo već osamnaesti uzastopni mesec u kom NBS ne ostvaruje svoj primarni cilj – a to je držanje inflacije u okviru ciljanog koridora od $4 \pm 1,5\%$. Budući da se inflacija još uvek nije vratila u ciljani koridor i pored avgustovskog povećanja cene struje od oko 12%, a da do kraja godine nema najava drugih većih poskupljenja, malo je verovatno da će se inflacija vratiti i zadržati u granice ciljanog koridora i u narednim mesecima. Prognoza QM-a je da će prosečan rast cena u 2015. godini iznositi oko 1,5% umesto planiranih 2,7%. Mada niska inflacija ima pozitivnu konotaciju, niža prosečna inflacija od planirane će uticati na korekciju nominalnog BDP-a naniže i na manji rast poreskih prihoda, što će umanjiti i očekivane rezultate sprovođenja fiskalne konsolidacije.

Monetarna politika je nastavila sa postepenim popuštanjem (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). NBS je tokom Q2 i u narednim mesecima u više navrata smanjivala referentnu kamatnu stopu za po 0,5 p.p, da bi poslednjom redukcijom početkom septembra ona bila smanjena na 5%. To je ujedno i najniža vrednost ove stope od kada je Srbija uvela režim ciljanja inflacije. Međutim i inflacija je tokom 2015. rekordno niska, pa kada se uporedi sa trenutnom vrednošću referentne kamatne stope još uvek je 3 p.p. niža, zbog čega smatramo opravdanim dalje spuštanje referentne kamatne stope u narednom periodu. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike predstavlja i adekvatan odgovor NBS na ekspanzivnu politiku ECB, budući da NBS na taj način sprečava ekonomski štetno jačanje dinara u odnosu na evro. Plasmani poslovnih banaka su u Q2 povećani najviše po osnovu kupovine REPO zapisa ali i rasta neto plasmana stanovništvu od 75 miliona evra. Međutim, ovaj rast gotovo je poništen razduživanjem privrede od 121 milion evra prema domaćim bankama uz dodatnih 31 milion evra po osnovu vraćanja prekograničnih kredita. Nepovoljni trendovi se nastavljaju u kretanju loših kredita, koji se u Q2 po podacima Krednog biroa povećavaju na 23% od ukupno plasiranih. Nastavak razduživanja privrede i veliki iznos nenaplativih kredita predstavljaju ozbiljnu prepreku za budući privredni rast.

Nepouzdana i neuverljivi podaci iz statistike zaposlenosti i zarada su i dalje najveća prepreka za ozbiljniju analizu kretanja na tržištu rada. Zato QM po ko zna koji put ukazuje da bi RZS morao da obrati više pažnje na podatke iz statistike rada i da ih revidira. Po Anketi o radnoj snazi (ARS), u Q2 je povećan broj zaposlenih u odnosu na isti period prethodne godine za preko 150.000 radnika što nije u skladu sa kretanjem BDP-a, potrošnje građana, poreza i doprinosa na zarade i drugih povezanih indikatora (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Posebno je in-

teresantno to što su među sektorima koji beleže veliki rast zaposlenosti u prethodnih godinu dana bili i oni u kojima je država poslodavac. Tako je potpuno državni sektor „Državna uprava i odbrana, obavezno socijalno osiguranje” povećao broj zaposlenih međugodišnje za oko 13.000, a dominantno državni sektori, obrazovanje i zdravstvo, za 24.000 i 15.000 respektivno. Po ovim, zvaničnim statističkim podacima, dakle, broj zaposlenih u javnom sektoru se povećao za oko 50.000. Sa druge strane, iz druge državne institucije, Ministarstva državne uprave i lokalne samouprave, dolaze podaci da se broj zaposlenih u javnoj upravi (praktično na istom uzorku) znatno smanjio u odnosu na prethodnu godinu (i to za preko 20.000). Nezavisan uvid u javne rashode za zaposlene tokom 2015. godine pokazuje da se broj zaposlenih u javnom sektoru zaista smanjio u odnosu na prethodnu godinu – jer su rashodi za zaposlene umanjani za oko 1,5% više od umanjenja prosečnih plata javnog sektora. To odgovara smanjenju broja zaposlenih koji platu primaju iz državnog budžeta za oko 10.000 ljudi.

Fiskalni deficit je u Q2 i u julu bio relativno nizak i naše je očekivanje da bi u 2015. mogao iznositi između 3,5 i 4% BDP-a. To je znatno niže od deficita države koji je ostvaren u 2014. godini od 6,6% BDP-a, ali i od plana za 2015. koji je iznosio 5,9% BDP-a. Tokom Q2 uglavnom se stabilizuju, ali i iscrpljuju ostvarena poboljšanja fiskalnih trendova sa kraja 2014. i početkom 2015. godine. Naplata akciza i PDV-a je i dalje nešto iznad plana, ali nema više daljeg snažnog poboljšanja njihove naplate koje je obeležilo dva kvartala koja su prethodila Q2 (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Uz to, postepeno se nadoknađuju i zaostajanja u plaćanju otpremnina radnicima koji ostaju bez posla u preduzećima u privatizaciji i izvršavanju javnih investicija (i pored nešto ubrzanog izvršavanja javnih investicija u poslednjih nekoliko meseci, neće se dostići plan za čitavu 2015. godinu). Ubrzanje izvršenja ovih rashoda povećava deficit, ali je ekonomski opravdano i poželjno. Trendovi iz prethodnih nekoliko meseci ukazuju da fiskalna konsolidacija polako prelazi u svoju drugu fazu kada će sve manje počivati na brzim pojedinačnim merama poput smanjenja penzija i plata, uvođenja akciza na struju, policijskim akcijama usmerenih na šverc duvanskih proizvoda i drugo, a sve više na sistemskim reformama (reforma Poreske uprave, racionalizacija broja zaposlenih u javnom sektoru, reforma javnih preduzeća, rešavanje sudbine preduzeća u privatizaciji i drugo). Ta druga faza će verovatno biti i najizazovnija i profesionalno najteža za sprovođenje.

Deficit od 3,5 do 4% BDP-a koji će se ostvariti u 2015. predstavlja uspeh u odnosu na stanje javnih finansija sa kojim se ušlo u fiskalnu konsolidaciju i u odnosu na prvobitni plan za 2015. godinu. Međutim ovaj deficit je i dalje veoma visok i mali je broj zemalja u Evropi koje imaju veći deficit od Srbije. U evropskim razmerama deficit od 3% BDP-a smatra se gornjom granicom njegove održivosti, a Srbija je i dalje iznad tog nivoa – pa bi morala u srednjem roku da ga znatno smanji, na nivo ispod 1% BDP-a. Zato je početni uspeh u sprovođenju fiskalne konsolidacije dobar osnov za brže i snažnije smanjenje deficita u narednim godinama, a nikako i razlog za popuštanje fiskalne politike. Eventualni vanredni fiskalni prostor bi bilo ekonomski opravdano iskoristiti jedino za osetnije povećanje javnih investicija koje su trenutno veoma niske, jer one su jedini segment javne potrošnje koji može da da značajan podsticaj rastu privredne aktivnosti. Najavljeno povećanje plata u javnom sektoru i penzija ne bi bitno uticalo na povećanje privredne aktivnosti (rezultati privrede u 2015. to i definitivno pokazuju), a, budući da su ova izdvajanja ubedljivo najveći deo javnih rashoda, moglo bi povećati fiskalni deficit u 2016. godini sa (i visokog) nivoa od oko 3,5% BDP-a iz 2015. godine. Povećanje fiskalnog deficita u drugoj godini sprovođenja fiskalne konsolidacije umesto njegovog daljeg smanjenja bi, smatramo, urušilo kredibilitet uspešno započetog procesa ozdravljenja javnih finansija Srbije.

Javni dug (uključujući i dug lokalne samouprave) je na kraju jula iznosio oko 24,4 milijarde evra (oko 75% BDP-a) i neznatno je smanjen u odnosu na kraj Q1 kada je iznosio oko 24,6 milijardi evra (75,5% BDP-a). Razlog za ovo smanjivanje javnog duga su kursne razlike, jer su dinar (i evro) od kraja marta do kraja jula nešto ojačali u odnosu na dolar, valutu u kojoj je denominiran značajan deo javnog duga Srbije. Sa druge strane fiskalni deficit je u istom periodu bio relativno nizak, tako da nije bilo potrebe za velikim novim zaduživanjem države i osetnijeg rasta javnog duga po ovom osnovu. Do kraja godine (ukoliko ne bude većih pomeranja kurseva) očekujemo da bi javni dug mogao da iznosi oko 78% BDP-a. To je izuzetno visok (i još uvek rastući) nivo

javnog duga za ekonomiju razvijenosti Srbije i dodatni ekonomski argument u prilog tome da se bolji fiskalni rezultati od plana ostvareni u 2015. iskoriste za još brže smanjenje deficita i zaustavljanje rasta javnog duga, a ne za povećanje penzija i plata u javnom sektoru.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2005–2015

	Godišnji podaci										2014				2015		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Privredna aktivnost																	
	međugodišnji realni rast⁸⁾																
BDP (u mlrd. dinara)	1.751,4	2.055,2	2.355,1	2.744,9	2.880,1	3.067,2	3.407,6	3.584,2	3.876,4	3.884,0	
BDP	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	-1,8	-0,2	-1,3	-3,6	-1,8	-2,0	1,0	
Nepoljoprivredna BDV	6,2	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,5	1,1	1,6	-2,4	-0,2	-1,8	-4,7	-2,4	-1,8	2,6	
Industrijska proizvodnja	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	-6,5	2,1	-4,8	-13,9	-9,5	-2,0	11,1	
Prerađivačka industrija	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	-1,4	3,6	-2,0	-5,6	-2,8	4,2	7,3	
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ⁷⁾	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	37.976	41.377	43.932	44.530	41.825	44.971	44.934	46.371	41.718	44.717	
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	1.750	1.728	1.715	1.702	1.696	1.701	1.706	1.706	1.716	1.715	
Fiskalni podaci																	
	u % BDP																
Javni prihodi	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	-0,8	4,3	3,5	5,4	7,6	4,2	4,2	
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	4,4	3,7	-3,0	14,8	-5,1	-2,9	-2,9	
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁵⁾	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-68,1	-45,0	-39,8	-105,2	-21,1	-14,2	-14,2	
Platni bilans																	
	u milionima evra, tokovi⁹⁾																
Uvoz robe ⁶⁾	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.028	-14.693	-13.393	-3.415	-3.762	-3.740	-3.834	-3.643	-3.860	
Izvoz robe ⁶⁾	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.394	10.540	9.732	2.512	2.767	2.664	2.698	2.602	2.986	
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	-1.857	-496	-541	-384	-563	-520	-208	
u % BDP ⁵⁾	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-6,1	-6,3	-6,3	-4,5	-6,9	-7,0	-2,5	
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.486	1.917	1.517	478	414	217	596	377	30	
(+) znači priliv kapitala, (-) rast obaveza																	
Strane direktne investicije ⁵⁾	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	1.210	271	435	244	286	332	343	
(+) znači priliv kapitala, (-) rast obaveza																	
NBS bruto devizne rezerve ((+) znači povećanje)	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	-1.332	-800	-370	509	-1.136	110	-32	
Monetarni podaci																	
	u milionima dinara, stanja na kraju perioda⁸⁾																
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	788.293	696.802	756.996	787.778	788.293	854.636	858.972	
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾ , u mil.evra	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.486	6.015	6.513	6.641	6.486	7.094	7.125	
Krediti nedržavnom sektoru	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.927.668	1.815.004	1.842.407	1.888.471	1.925.384	1.919.958	1.918.917	
Devizna štednja stanovništva	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	998.277	937.875	949.418	976.865	998.277	1.004.948	1.010.179	
M2 (12-m realni rast, u %)	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	6,7	1,9	3,5	4,3	6,7	6,4	5,8	
Krediti nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	1,2	-8,3	-5,7	-3,3	1,1	3,7	2,2	
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	48,5	46,8	48,6	49,7	49,2	48,9	
Cene i kurs																	
	međugodišnji rast⁸⁾																
Indeks potrošačkih cena ⁷⁾	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,8	2,3	1,2	2,1	1,8	1,8	1,9	
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁸⁾	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	80,2	81,8	80,7	80,9	81,8	83,9	83,8	83,0	
Nominalni kurs dinar/evro ⁸⁾	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	117,25	115,8	115,6	117,4	120,29	121,6	120,4	

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama.

3) Pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).

4) Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju spoljnotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagodivosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Prema novoj metodologiji NBS iz Q2 2014 (u skladu sa BPM6) izuzimaju se sve transakcije vezane za izvoz i uvoz robe na doradu. Usluge dorade će se po novoj metodologiji beležiti u okviru računa usluga. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008 i u Q2 2014. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije 2008. dovela je do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina. Promena metodologije 2014 (u skladu sa šestim izdanjem IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual - BPM6) dovela je do većeg deficita tekućeg računa, i do većeg finansijskog računa usled višeg iznosa SDI. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

6) NBS neto sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbira deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politika.

7) Podaci za 2004, 2005. i 2006. godinu bazirani su na Indeksu maloprodajnih cena. RZS je prešao na obračun inflacije Indksom potrošačkih cena od 2007. godine.

8) Računica zasnovana na 12-m prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.