

Decembar 2007. godine

Telefon: +381 11 222 34 56

Fax: +381 11 222 34 81

E-mail: research@citadel-
finance.com

Ekonomске perspektive Srbije: Dobri izgledi na dugi rok

Citadel Research & Analysis

Uprkos velikoj neravnoteži u spoljnoj razmeni i ubrzanju rasta inflacije, očekivanja u pogledu kratkoročnog rasta i stabilnosti u zemlji su pozitivna, ali i uslovljena daljim očuvanjem političke stabilnosti. Dugoročne perspektive su takođe dobre, sa prosečnom stopom rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP) u Srbiji od 7 odsto godišnje i članstvom u Evropskoj uniji oko 2015. godine. U srednjeročnom periodu, međutim, finansijska ranjivost zemlje usled visokih deficita u razmeni sa inostranstvom može da zahteva značajne korekcije privredne politike i posebno politike kursa, sa 50 odsto šansi da dođe i do privremenog usporavanja privrednog rasta.

1. Uvod

Visoke stope rasta u poslednjih nekoliko godina bile su praćene promenama u oblasti ekonomske politike zemlje, ali i rastom makroekonomske nestabilnosti. Posledica toga je da sadašnji trendovi nisu održivi. Tehnički posmatrano, to znači da oni nisu postojani na duži rok i da u srednjeročnom periodu nešto mora biti učinjeno. Ključna stvar u svemu tome je, međutim, da se proceni mogućnost kontrolisanih političkih promena i rizik nevoljnih i možda nekontrolisanih prilagodjavanja. U ovoj analizi, kratkoročni, do godine dana, i srednjoročni, od 3 do 5 godina, rizici će biti razmotrani nakon pregleda relevantnih pretpostavki i analize postojeće kombinacije mera ekonomske politike.

2. Komparativni pregled i pretpostavke analize

U nedavnom istraživanju Međunarodnog monetarnog fonda,¹ jedna od tema koja je bila uzeta u razmatranje je i rizik od iznenadnog prestanka spoljnog finansiranja. Pri tom je napravljeno poređenje sa azijskom krizom, koja je bila aktuelna u drugoj polovini 1990-tih. Komparacija sa drugim tranzicionim ekonomijama u centralnoj i istočnoj Evropi, koje nisu bile obuhvaćene tim istraživanjem, ukazuju na drugačije percepcije rizika. Mnoge srednjoevropske i istočnoevropske ekonomije u tranziciji (to ne uključuje Rusiju ili Albaniju) suočile su se sa sličnim makroekonomskim neravnotežama u ranim fazama svoje tranzicije i morale su u pojedinim slučajevima da naprave određene korekcije u svojoj ekonomskoj politici, ali u većini slučajevima nisu uplovile u ozbiljnu krizu. Krize kursa su posebno bile prilično retke. Ključni razlog ovih benignih uticaja velikih deficita u spoljnoj trgovini i na tekućem računu bilansa plaćanja na privrede u tranziciji je relativno brz rast izvoza.

Osim toga, u tranzicionim ekonomijama, sada zemljama članicama EU, veliki priliv stranih investicija nije podstakao samo rast potrošnje, već i rast investicija u izvoznom sektoru, a posebno u prerađivačkoj industriji.

*Ocena rizika u
tranziciji zasnovana
na iskustvu srednje i
istočne Evrope se
razlikuje od drugih*

¹ P. Sorsa *et al.* (2007), "Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe--How Much Cause for Concern?", IMF Working Paper No. 07/236. Slični dokumenti su godinama pisani za zemlje centralne i istočne Evrope u tranziciji koji su predviđali brojne krize koje se nikada nisu dogodile, a nisu uzimane u obzir krize do kojih je stvarno došlo.

Trenutni deficit na tekućem računu u Srbiji je najmanje 15 odsto BDP

Tačno je da je trgovinski deficit u Srbiji poprilično veliki, ali to isto važi i za Hrvatsku ukoliko se samo posmatra trgovina robom (izvoz robe pokriva uvoz u obe zemlje sa oko 50 odsto). Trenutno je deficit tekućeg računa u Srbiji isto tako veliki i povećava se. To je i zato što postoji deficit u razmeni usluga, a takođe i na bilansu dohodaka. Bez obzira na značajne privatne transfere i donacije, deficit na tekućem računu bilansa plaćanja, kome se Srbija u ovoj godini približava, je najmanje 15 odsto bruto domaćeg proizvoda (BDP), što je bez sumnje neodrživo. U većini tranzicionih ekonomija se taj jaz, koji u mnogim sluučajevima nije bio tako veliki, postepeno smanjivao. Ključ takvog razvoja je bio rast izvoza roba i usluga.

Strane investicije će biti veoma osetljive na promene u kursu

Glavni indikator spoljne održivosti je razvoj spoljnog duga ili uopšte obaveza prema inostranstvu. Pretpostavljajući da se celokupan deficit na tekućem računa finansira iz stranih kapitalnih priliva (bilo da je reč o zaduživanju ili o drugim finansijskim obavezama), to znači, na primer, da budžetski deficit od 15 odsto BDP sa 10 odsto rasta BDP stabilizuje stopu spoljnog duga u odnosu na BDP na 150 odsto. Lako je uočiti da bi pod ovim pretpostavkama, depresijacija dinara imala značajne posledice i da će priliv stranog kapitala i novca biti veoma osetljiv na rizik povezan sa promenom kursa. Na primer, devalvacija od 10 odsto bi mogla da dovede do negativnog rasta BDP, pa bi odnos između duga i BDP mogao da bude stabilizovan na mnogo višem nivou, što bi moglo da dovede do značajnih odliva stranog kapitala.

Jedna takva epizoda je bila kriza kursa u Češkoj 1996. godine. Kriza je bila relativno blaga, ali najviše zbog toga što je sveukupan nivo zaduženosti u Češkoj Republici u to vreme bio relativno nizak. Iskustvo u ostalim zemljama je da je češće dolazilo do pada udela spoljnog duga u BDP zbog realne apresijacije njihovog novca (i zbog velikog nominalnog rasta BDP), kao i zbog brzog rasta izvoza. Stabilizacija stranog duga je problem pre svega u baltičkim zemljama i Hrvatskoj (i možda od nedavno u Bugarskoj). U Srbiji, spoljni dug raste bez obzira na seriju otpisa spoljnih dugova. Imajući u vidu kreatnja u platnom bilansu i rast BDP, može se zaključiti da se odnos duga prema BDP neće stabilizovati na nivou ispod 150 odsto BDP (kao u već pomenutom primeru). To je suviše visoko za zemlju sa srpskim dohotkom po glavi stanovnika.

U većini zemalja u tranziciji, kada jednom oporavak BDP počne, tendencija je da će se budžetski deficit smanjiti

Ostali makroekonomski rizici su povezani sa postojanjem ravnoteže u javnom sektoru i na tržištu rada. U mnogim zemljama u tranziciji se pokazalo da fiskalni balansi nisu toliki problem kao što se očekivalo. Kada jednom počne oporavak BDP, tendencija je da se budžetski deficit smanjuje. Mnogo važnije je i to da javni dug prema BDP, takođe, teži smanjivanju. Mađarska i Hrvatska su najvažniji izuzeci. U obe zemlje postoje problemi sa kontrolom rasta plata, što je uzrokovano političkom nestabilnošću. Situacija u Hrvatskoj je počela da se popravljaju sa političkom stabilizacijom, mada je ostala nedovoljno stabilna u Mađarskoj. U Srbiji, fiskalna politika je bila veoma izložena uticajima promene nivoa političke nestabilnosti. To je uglavnom vodilo ka višim nivoima javne potrošnje, koja je delimično finansirana inflatornim porezom i diskrecionim izmenama u fiskalnim ciljevima i instrumentima. Fiskalnu održivost u Srbiji je teško oceniti jer ona zavisi od stabilnosti cena. Ukoliko bi se inflacija stabilizovala na stopi od dva odsto, mogla bi da se oceni stvarna sposobnost javnog sektora da dođe do odgovarajućih prihoda kojima bi bili pokriveni javni rashodi. Smanjenje inflatorne stope od oko 8 procentnih poena verovatno bi značilo budžetski deficit od skoro 10 odsto BDP (zbog pada prihoda, a sa nasleđenim obavezama plaćanja), što bi moglo da zahteva značajnu fiskalnu konsolidaciju.

Konačno, stanje na tržištu rada u Srbiji se pogoršava, što nije suprotno situaciji u naprednim tranzicionim ekonomijama u ranim fazama njihove transformacije. Razlog tome je što postojeći javni i privatizovani sektori teže da povećaju efikasnost. Novi privatni sektor raste sporije, iz raznih razloga, pa dolazi do smanjenja zaposlenosti i povećanja nezaposlenosti. Čitava decenija je ponekad

Novi privatni sektor se razvija mnogo sporije, a posledica toga na je nastavak smanjenja zaposlenosti i povećanja nezaposlenosti

potrebna da bi došlo do značajnijeg povećanja zaposlenosti. Održivost tržišta rada zavisi od politike dohodaka, posebno plata, kao i od socijalne stabilnosti. U Srbiji plate teže da rastu daleko brže od produktivnosti, što utiče na to da sva tri makro bilansa – spoljni, poreski i na tržištu rada – budu izloženi negativnim uticajima. Takođe, socijalne tenzije su značajne što se može videti po broju štrajkova i drugih vidova protesta. U ostalim zemljama u tranziciji, bilo je više socijalne stabilnosti i doskora su plate mogle bolje da se kontrolišu (ponovo, Mađarska i Hrvatska su izuzeci).

Poređenje sa drugim zemljama u tranziciji pokazuje da tekuća neodrživa makroekonomska ravnoteža ne mora da izazove nepotrebne rizike u kretanju ka dugoročnoj stabilnosti. Drugim rečima, ako Srbija bude išla putem tranzicionog razvoja zemalja centralne i istočne Evrope, nikakva prilagođavanja kroz jedan ili drugi tip krize neće biti potrebna. Ali, to podrazumeva tri stvari:

Prvo, eksterne ravnoteže bi trebalo da počnu da se popravljaju zbog daljeg rasta izvoza. Srbija u ovom trenutku izvozi približno 25 odsto BDP što bi sa vremenom trebalo da naraste na iznos između 60 i 70 odsto.

Drugo, fiskalna ravnoteža treba da ostane pod kontrolom sa postepenim smanjenjem inflacije. U zavisnosti od monetarne i politike kursa, inflacija treba u narednih par godina da se približi onoj u evro zoni i da ostane na približno tom nivou u dužem periodu.

Treće, plate treba da se stave pod kontrolu bilo kroz tržišnu disciplinu ili kroz restruktuiranje javnog sektora. Ovo u velikoj meri zavisi od političke i socijalne stabilnosti, što ne može biti dostignuto bez jasnog plana transformacije javnog sektora.

Ove makroekonomske ravnoteže treba da budu podržane sledećim instrumentima privredne politike: fleksibilnim kursom, smanjenjem kamatnih stopa i rastom zarada u skladu sa produktivnošću. Glavni rizici su povezani sa sposobnošću vlade da to i ostvari. Ako ne iskažu sposobnost da prihvate i primene potrebne mere privredne politike, one nečinjenjem ili pogrešnim merama mogu da prouzrokuju krizu kursa, privrednu recesiju ili povećane socijalne tenzije i fiskalno pogoršanje, ili sve te tri neravnoteže istovremeno.

3. Politički rizici

Osnovni politički rizik je da će se vlada oslanjati samo na kratkoročna rešenja. Ona su obično pro-ciklična i pojačavaju neravnotežu. Tri su pitanja najvažnija.

Prva je posvećenost ka čvrstom stavu po pitanju nezavisnosti Kosova. Obe demokratske stranke su zauzele čvršći stav o Kosovu i stavile su svoj politički kredibilitet na tu kartu. Očekivanje je da će postojeći status quo pretegnuti na jednu ili drugu stranu. To je rizična strategija bez obzira da li će pregovori o statusu Kosova potrajati ili će se problem uskoro razrešiti. U oba slučaja, politička nestabilnost će ostati, što može značiti da će strategija ekonomske politike nastaviti da bude kratkoročna.

Drugo je pitanje izbora. Zbog nestabilne raspodele moći u koalicionoj vladi, na izbore se pre gleda kao na pretnju političkoj stabilnosti, a ne kao na sredstvo stabilizacije. To ne može a da ne smanjuje legitimnost vladi. Nedostatak legitimnosti znači da će biti teže osmisliti i primeniti strukturne reforme. To povećava politički rizik.

Makroekonomske ravnoteže treba da budu podržane fleksibilnim kursom, opadajućom kamatnom stopom i rastom zarada u skladu sa produktivnošću

*Najvažniji politički rizici:
- snažna reakcija na nezavisnost Kosova
- održavanje i ishod izbora
- rast populizma*

Treći problem je rast populizma. To obično znači da će reforme biti primenjene tek kada postanu neizbežan odgovor na negativna privredna kretanja. Drugim rečima, umesto da budu strateške, da gledaju unapred, one postaju reakcija na jedan ili drugi tip krize. Naravno, to povećava rizik da će doći do negativnog razvoja.

4. Socijalni rizici

Ne postoji pozdana studija o socijalnim tenzijama u Srbiji. Stoga preostaju sporadična zapažanja. Nema, takođe, pouzdanih istraživanja o načinu utvrđivanja nadnica. Sasvim je moguće da je lakše otpustiti ljude nego im smanjiti zaradu. Ako je to tačno, društveni rizici mogu biti ozbiljni. Može doći do toga da plate budu visoke, ali i da nezaposlenost ostane visoka, što je najgori mogući rezultat sa stanovišta tržišta rada. To podstiče nezadovoljstvo i zavist, prvo zbog izgleda da nema mogućnosti za zaposlenje, a drugo zbog percepcije o rastućoj nejednakosti. Ako je to tačno, socijalne tenzije mogu da rastu i sa strane insajedra, onih koji su zaposleni i hoće veću zaradu, i od autsajdera, onih koji ne mogu da nađu posao, što se može ispoljiti u različitim vidovima problematičnog društvenog ponašanja.

5. Ekonomski rizici

Tekuća privredna politika podržava rastuće makroekonomske neravnoteže: eksternu, fiskalnu i na tržištu rada. Osnovni rizik se sastoji u tome da neće biti moguće da se uredno sprovedu promene. Postoji rastuća percepcija da su eksterne neravnoteže neodržive, što govori o problemima sa stabilnošću kusa. Uz to, postoje upozorenja da je kreditna ekspanzija isuviše brza, što govori o stabilnosti kamatne stope. Oni zajedno dovode do pogrešne procene rizika finansijskog sektora usled poremećenih signala privredne politike. Na kraju, brz rast nadnica, koji je znatno iznad produktivnosti, povećava inflatorne pritiske. Ova neravnoteža, između rasta zarada i produktivnosti je prisutna u svim sektorima za koje su dostupni podaci. Zarade premašuju produktivnost u uslugama, javnom i tržišnom sektoru što dovodi do Balassa-Samuelsonevog efekta (brži rast plata u manje produktivnim sektorima, nego u ostalim). Posebno rastu u javnom sektoru, ali takvi trendovi su prisutni u industriji i proizvodnji. Ubrzanje inflacije dodatno vrši pritiske na kurs. Po pravilu, ako zarade rastu brže od produktivnosti to je isto što i depresijacija realnog kursa. Ako je nominalni kurs fiksiran ili precenjen, što je u Srbiji bio slučaj tokom prošle godine, to će voditi bržem rastu inflacije i apresijaciji realnog kursa. To je pogrešan pravac, izuzev ukoliko je rast stope nezaposlenosti veliki. U svakom slučaju, to će dovesti do pogoršanja u oblasti sve tri osnovne makroekonomske neravnoteže: trgovinski deficit će se širiti, nezaposlenost će rasti i budžetske obaveze će porasti.

Postoji rastuća percepcija da su eksterne neravnoteže neodržive, što se odražava na stabilnost kursa

6. Kratkoročna prognoza

Obično se makroekonomski indikatori privremeno popravljaju kada se neravnoteže pogoršavaju. U Srbiji, rast se ubrzava, pre svega zbog povećane potrošnje; izvoz rapidno raste, primarno zbog visoke cene metala i hrane; poreska ravnoteža se popravlja, pre svega zbog ubrzanja inflacije. Ovi trendovi se neće u kratkom periodu okrenuti u suprotnom pravcu. Spoljni potresi su mogući, posebno ako se neka od ranjivih zemalja u regionu nađe u problemima, ali rizik je relativno mali.

Takođe, objavljeno nastojanje da se krene sa privatizacijom takozvanih društvenih preduzeća moglo bi da pobudi interesovanje investitora, tako da neće doći do nedostatka novca. Iako je tržište akcija pokazalo određene slabosti u nekoliko poslednjih meseci i povećala se njegoa volatilnost, to još nije u Srbiji vodeći

*Kratkoročno
posmatrano, privredna
politika nema nameru
da se posveti
smanjenju
makroekonomskih
neravnoteža, ali se one
neće do te mere
pogoršati da bi postalo
neophodno njihovo
prinudno
uravnoteženje*

indikator kao što je to slučaj u mnogo razvijenijim ekonomijama. Osim toga, moglo bi se očekivati da će cena imovine nastaviti da raste, čineći trenutne investicije atraktivnim.

Monetarna politika se po svemu sudeći neće menjati. Ukoliko, međutim, cene nastave da rastu po sadašnjoj stopi, ovakva monetarna politika bi mogla da pretrpi promene. To se neće dogoditi sve dok ne dođe do pritiska na dinar da depresira.

Glavni rizik je povezan sa kretanjem kursa. Ono delimično zavisi od inflatornih pritisaka. Teško je proceniti koliko su oni jaki. Nema naznaka da će se bitno smanjiti javna potrošnja, osim zmarzavanja plata u javnom sektoru na nivo iz novembra 2007. To ne implicira nikakvu ozbiljniju restriktivnost na kratak rok, tako da će dezinflatorni efekat ovih mera biti prilično ograničeni.

To znači da, kratkoročno posmatrano, privredna politika nema nameru da se posveti smanjenju makroekonomskih neravnoteža, ali se one neće do te mere pogoršati da bi postalo neophodno njihovo prinudno uravnoteženje. Tačno je, međutim, da su rizici danas veći nego što su bili, na primer, u junu. Razlog za to je očekivani rast inflacije.

Trenutno su kratkoročna predviđanja kursa da bude oko 80 dinara za 1 euro u proseku. Fluktuacije bi trebalo da budu male, verovatno ne više od 2 do 3 procenta gore dole. Repo-stopa centralne banke ne bi trebalo da se uveća preko 10 odsto, pod pretpostavkom da inflacija ostane ispod 10 odsto i da bazna inflacija ne bude mnogo preko 4 odsto. Trgovinski bilans će biti u deficitu za oko 25 odsto BDP, a tekući račun bi mogao da završi u deficitu od najmanje 15 odsto BDP. Rast BDP bi trebalo da iznosi 7 odsto ove i sledeće godine, uglavnom podstaknut potrošnjom. Izgledno je da će se ekspanzija kredita nastaviti zbog daljeg rasta plata, koji je obično jak u četvrtom kvartalu, a kasnije može biti i jači zbog izbora koji se najavljuju u proleće.

Ova kratkoročna predviđanja se mogu pokazati netačnim ako bude postojala politička nestabilnost. Postoje dve mogućnosti. Jedna je promena vladajuće koalicije ako se pregovori oko Kosova završe neuspešno. U tom slučaju je moguća koalicija DSS-a i SRS-a. Trenutno se taj scenario čini malo verovatnim zato što bi to moglo da bude politički skupo.

Druga mogućnost zavisi od rezultata predsedničkih i lokalnih izbora koji bi se završili nepovoljno po DS. Ako Boris Tadić bude ponovo izabran sa malom većinom i ako DS izgubi Beograd i generalno loše prođe na lokalnim izborima, Vlada će biti slabija nego što je sad. To može dovesti u pitanje njenu legitimnost, a političke promene bi bile još manje moguće i verovatne nego što su u ovom času. Rizici da dođe do ovakvog razvoja stvari su značajni. Veoma je verovatno da se oni neće u potpunostim ispoljiti pre kraja sledeće godine, kada bi moglo da bude neophodno da se održe prevremeni parlamentarni izbori.

7. Dugoročna prognoza

Dugoročni izgledi su više pozitivni nego negativni. Srbija bi trebalo da bude u EU 2015. godine ili nešto kasnije. Prosečna stopa rasta BDP bi trebalo da bude između 4 i 5 odsto, ekonomija bi trebalo da bude otvorenija, sa izvozom koji čini više od 50 odsto BDP. Zaposlenost bi trebalo da poraste, a nezaposlenost da opadne. Dinar bi realno trebalo da apesira oko 10 do 15 odsto, a inflacija bi trebala da bude na nivou evro zone. Spoljnotrgovinski bilans bi još uvek mogao da ukazuje na određen stepen neodrživosti, ali politička i socijalna stabilnost bi trebalo da budu održive.

8. Srednjoročna prognoza

Srednjoročno gledano mogu da nastanu strukturni lomovi zbog odsustva valjanih promena u privrednoj politici ili zbog grešaka u upravljanju privredom. Takvi strukturni lomovi, najčešće relativno umerene jačine, već su viđeni u većini zemalja u tranziciji srednje i istočne Evrope.

Tri najverovatnija strukturna loma:

U sledećih 3 do 5 godina trebalo bi da dođe do političke konsolidacije, verovatno u prvoj polovini 2009. Do tada, Srbija bi trebalo da se približi datumu dobijanja statusa kandidata za članstvo u Evropskoj Uniji, a možda i otpočne pregovore za ulazak u Uniju. To bi trebalo da konsoliduje demokratsko vođstvo države. Teško je predvideti kako će taj proces teći i koje će se koalicije udružiti.

U srednjoročnom periodu, jednokratna korekcija kursa je prilično verovatna. To u osnovi znači da postoji potreba za jednokratnim smanjenjem potrošnje uz nadu da će se nastaviti rast neto izvoza. Teško je predvideti u kojoj razmeri će doći do promena u kursu, ali je vrlo verovatno da će se devalvacija kretati između 10 i 20 odsto. Ovo se može izbeći ako bi se inflacija stavila pod kontrolu relativno brzo, ali to zavisi od političke i socijalne stabilnosti, koje će pogotovo u ovom periodu biti pred mnogim izazovima. Znači, šanse za nevoljnu korekciju deviznog kursa su 50 odsto. Čak iako se to ne desi, rast potrošnje mora da se smanji kako bi se poboljša neto izvoz.

Konačno, sasvim je moguća nestabilnost u bankarskom sektoru. Kada se konkurencija u ovom sektoru poveća, što se očekuje da se dogodi u narednom periodu, neke banke će uvideti nemogućnost da nastave poslovanje u okolnostima kada se profiti smanjuju. Stoga, treba očekivati propadanje nekih banaka. Nije, međutim, verovatno da će doći do serije bankrotstava. Stečajevi u sektoru preduzeća su takođe sasvim mogući. Takođe, konsolidacija u uslužnom sektoru, koji je praktično jedini sektor koje beleži rast u poslednjih šest-sedam godina, je moguća. Srbiju može zadesiti usporavanje rasta u srednjoročnom periodu, i ako dođe do većih promena u deviznom kursu, može doći i do recesije. To može dovesti do socijalne nestabilnosti.

Sveukupno, promene u kursu imaju 50 odsto mogućnost da se dese u sledećih tri, pre nego u pet godina. Negativan politički ishod ima verovatnoću manju od 25 odsto, usporavanje rasta više od 50 odsto šansi, dok je verovatnoća recesije oko 25 odsto.

9. Rizici od spoljašnjih udara

Postoje relativno mali rizici od pogoršanja u spoljnim privrednim okolnostima koje bi pokrenule negativan razvoj u Srbiji. U zemlji se uglavnom koristi euro a i trguje najviše sa zonom eura, osim uvoza nafte i gasa. I finansiranje uglavnom potiče iz euro zone, a to će se i povećati sa nastavkom liberalizacije trgovine. Stoga je monetarna politika u euro zoni najvažnija. Trenutno, dalje kreditno zaoštravanje u euro zoni ne izgleda previše realno. Usporavanje rasta u euro zoni ne bi trebalo da ima negativan uticaj jer to obično vodi većim investicijama u inostranstvo iz zemalja u evro zoni. Regionalni potresi su mogući i moguće je da izazovu određene štete. Značajan rizik je da dođe do prinudne korekcije kursa u Hrvatskoj. Takođe, nestabilnost u Bosni i Hercegovini, koji predstavlja rastući rizik, takođe može biti štetna. Jedan od pozitivnih potresa može biti ekonomski oporavak Kosova. To bi trebalo biti naročito značajno za centralnu Srbiju, pod pretpostavkom da politička rekacija u Beogradu bude razumna.

10. Zaključak

Kratkoročni rizici su mali, iako politička nestabilnost ometa promene. Dugoročna predviđanja su prilično povoljna. U srednjoročnom periodu, eksterni bilansi bi trebalo da se koriguju i to donosi verovatnoću od preko 50 odsto da će doći do promena u kursu, smanjenja potrošnje, ali i do privremenog usporavanja rasta.

Napomena:

Ovo istraživanje je rezervisano za potfolio menadžere Triumph otvorenog investicionog fonda i klijente Citadel Investment Services.

Ukoliko poslujete sa nama, obratite se Vašem kontaktu u Citadalu kako biste dobili ovo istraživanje. Ukoliko ne poslujete sa nama, a ipak biste želeli da dobijete ovo istraživanje napišite e-mail sa objašnjenjem zašto Vam ovo istraživanje treba i pošaljite na adresu research@citadel-finance.com.