

[office@belox.rs](mailto:office@belox.rs)

# Izazovi u 2012.g.

*Miroljub Labus*

*Belox Advisory Services, d.o.o.*

*Verzija od  
25. maja 2012.g.*

# Sadržina

## *Teme*

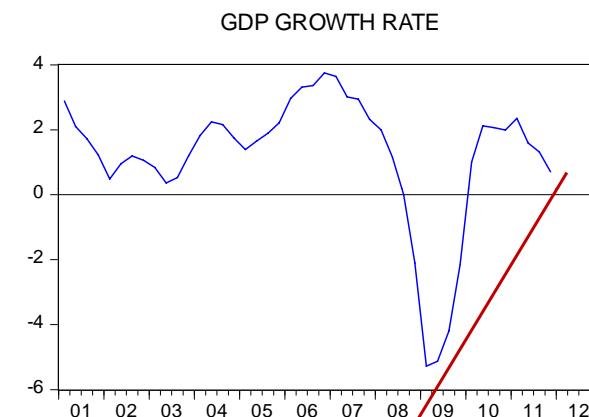
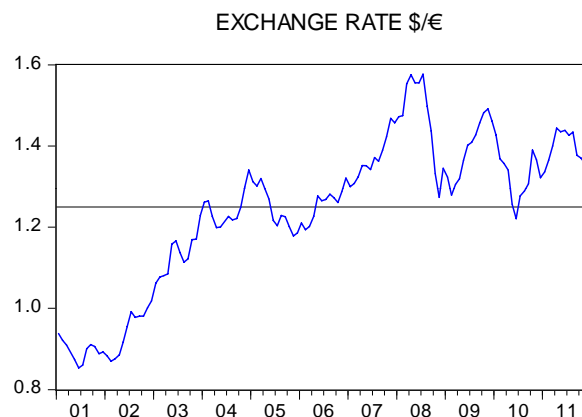
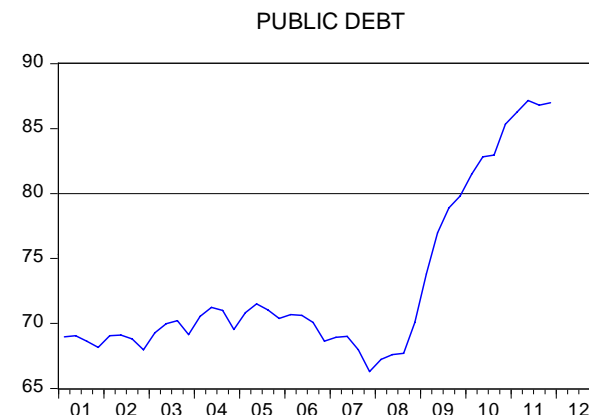
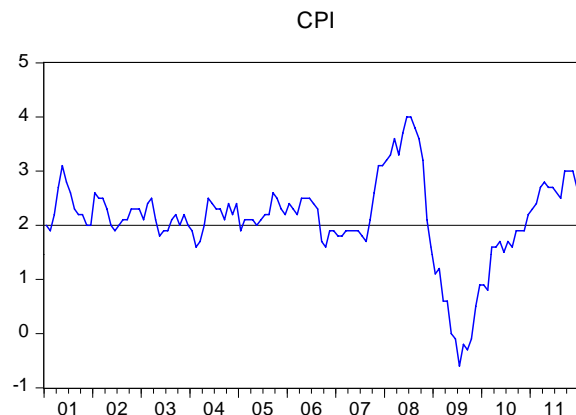
1. GDP rast u Srbiji,
2. Prognoza za naredne tri godine,
3. Stanje na tržištu deviza,
4. Stanje budžeta Srbije,
5. Monetarna politika NBS,
6. Zaključci.

## *Izazovi su veći od mogućnosti razvoja u 2012.g.*

- Kriza u evro zoni negativno utiče na Srbiju,
- Velika verovatnoća kratkotrajne recesije,
  - Nastaviće se nestabilnost kursa,
  - Visoke kamatne stope će se, takodje, održati,
- Fiskalni deficit biće najvažniji problem nove vlade,
  - Inflacija je niska, ali će kasnije da se poveća,
- Posle izbora predstoji jedan nestabilan politički period, ali ne verujemo u promenu osnovne politike ili rizika zemlje.

# 1. Šta je loše u evro zoni?

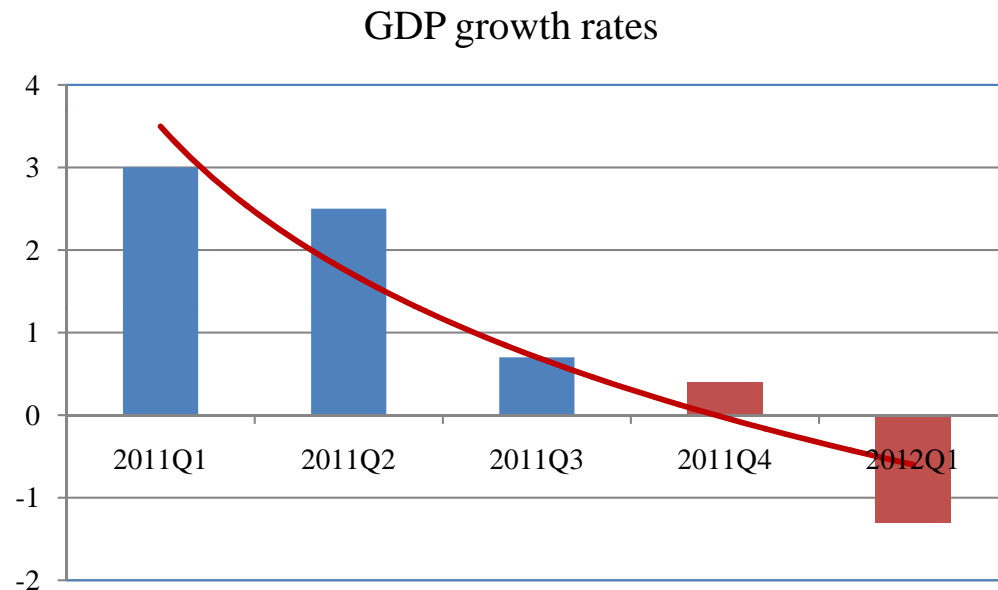
- Inflacija iznad ciljanog nivoa,
- Visoki javni dug koji se preskupo finansira na tržištu kapitala,
- Nestabilan evro,
- Dolazeća recesija,
- Da ne spominjemo Grčku,
- Sve ovo negativno utiče na Srbiju.



Recession?

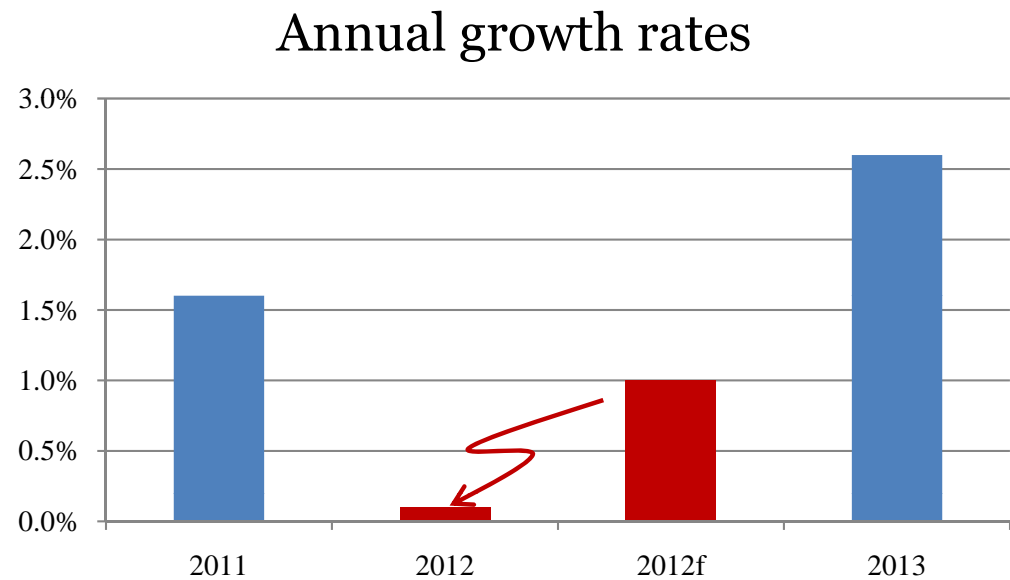
# 1. Skorašnje stope rasta GDP-a u Srbiji

- GDP opada u poslednja pet kvartala,
- NBS ocena za Q1Y2012 je -1.3%,
- To je u skladu s našom prognozom za 2012,
- Fleš ocena Statistike je, naprotiv, pozitivna 1,3% za Q1Y2012
- Naša procena za poslednji kvartal prošle godine je negativna, iako je Statistika objavila rast od 0,6% (postoje metodološke razlike).



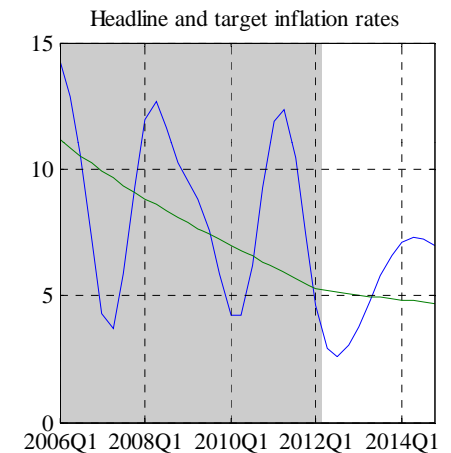
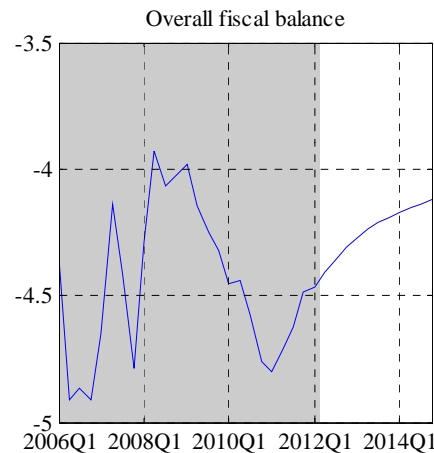
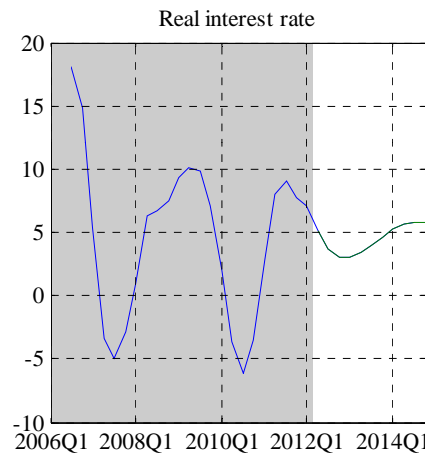
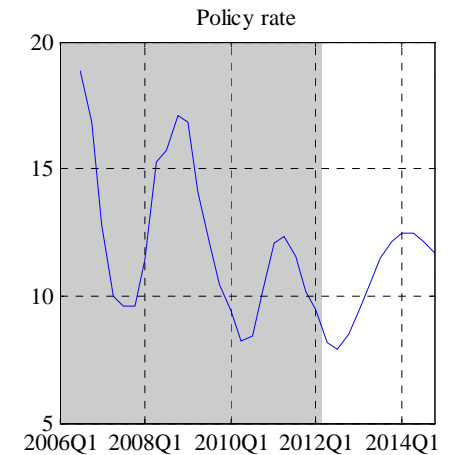
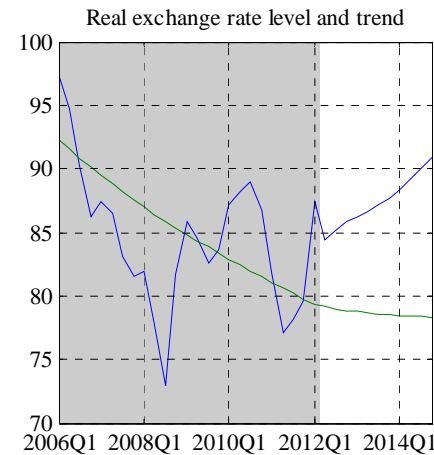
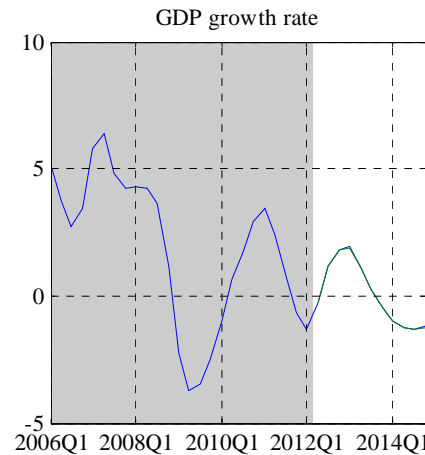
# 1. EBRD je revidirao svoju prognozu za Srbiju

- Po prethodnoj prognozi, rast u Srbiji bi iznosio oko 1% u 2012,
- Pogoršane prilike u Evropi oborile su ovu prognozu na 0.1%,
- Prosečna stopa rasta GDP u Jugo-istočnoj Evropi je oko 1% za 2012.



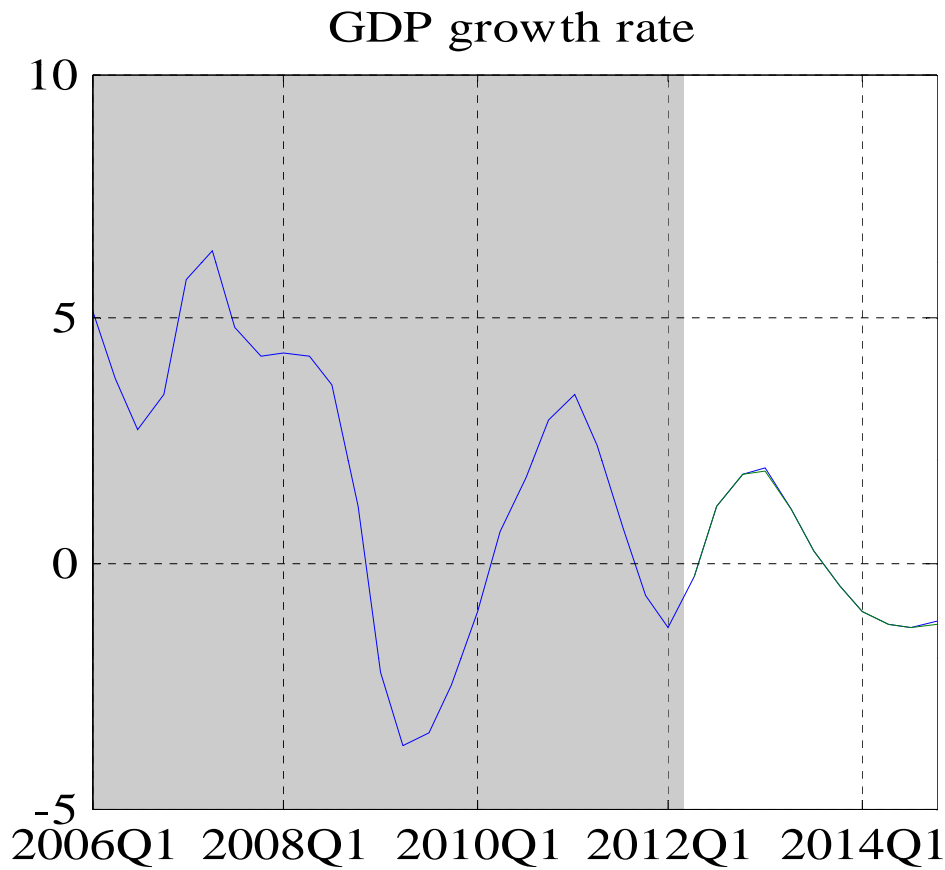
## 2. Trogodišnja prognoza, DSGE model na osnovu podataka za Q1Y2012

- Mi smo već u recesiji koja neće dugo da traje,
- Postoji opadajući dugoročni trend GDP-a
- Inflacija je niska, ali se neće održati do kraja godine,
- Realna depresijacija kursa je trajna,
- Postoji potreba za fiskalnom konsolidacijom,
- Ne zna se kakva će biti monetarna politika,
- Realna kamatna stopa ostaje visoka.



## 2. GDP: Trogodišnja prognoza

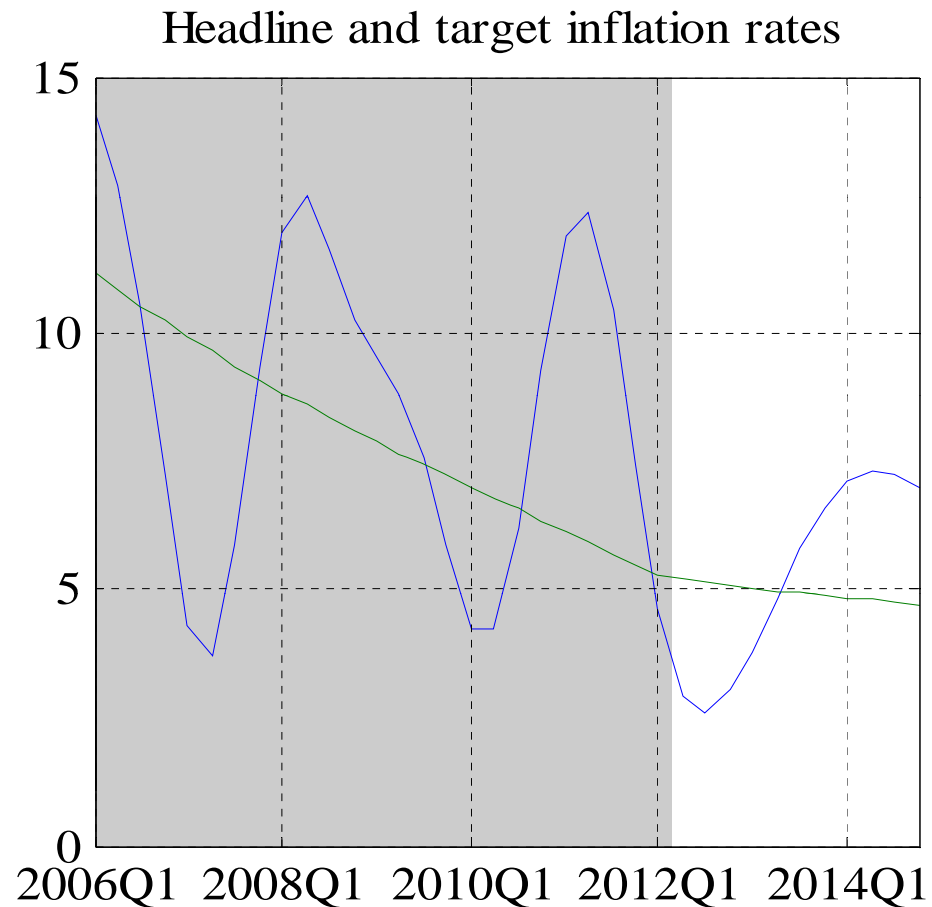
- Recesija će verovatno trajati tri kvartala,
- Postoji mogućnost da se ponovo vrati u 2014.g. ako se ne promene prilike u Evropi ili domaća ekonomska politika,
- Osnovna prognoza za ovu godinu je 0.4% +/- 1%.



2011	2012	2013	2014
1.4%	0.4%	0.7%	-1.2%

## 2. Inflacija: Trogodišnja prognoza

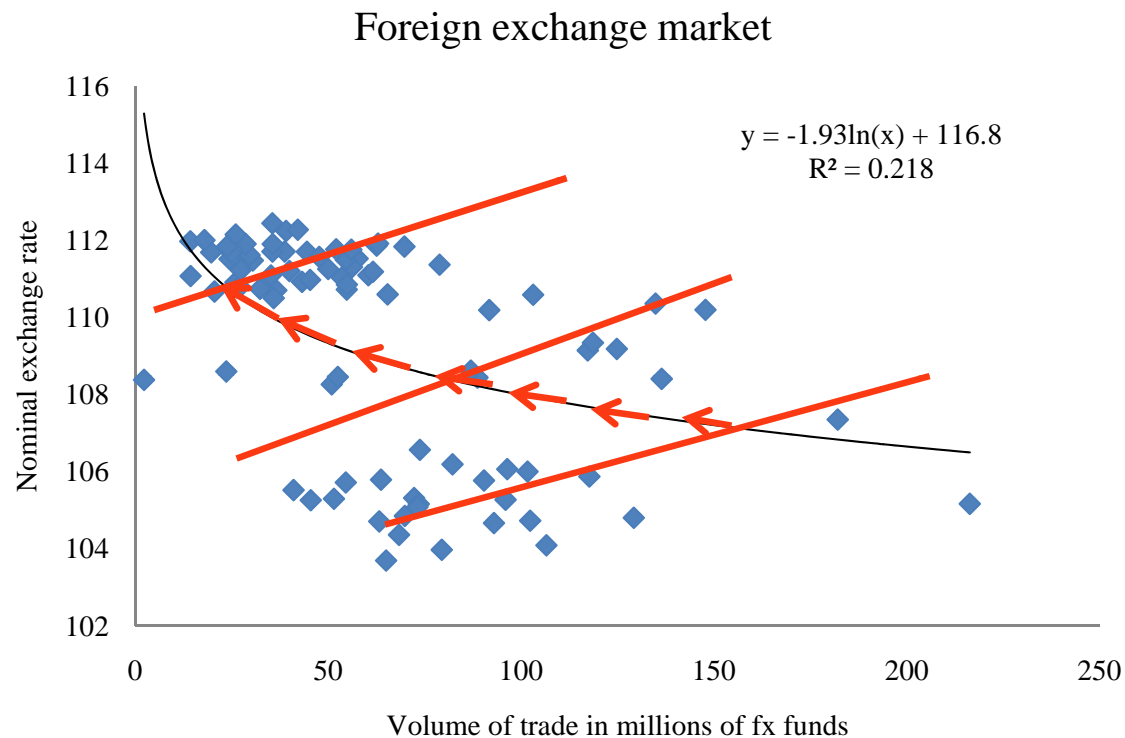
- Inflacija nije osnovni problem ove godine,
- U aprilu je bila na nivou od 2.7%, što potpuno odgovara prilikama u evro zoni,
- Medjutim, postoji rizik da će kasnije cene da rastu,
- Depresirani kurs utiče na cene, ali se ne prenosi u potpunosti na inflaciju,
- Takodje, postoji kašnjenje od oko dva kvartala,
- NBS, kao i mi, predvidja rast cena na kraju godine i zato danas ne smanjuje repo kamatnu stopu.





### 3. Poremećaji na tržištu deviza

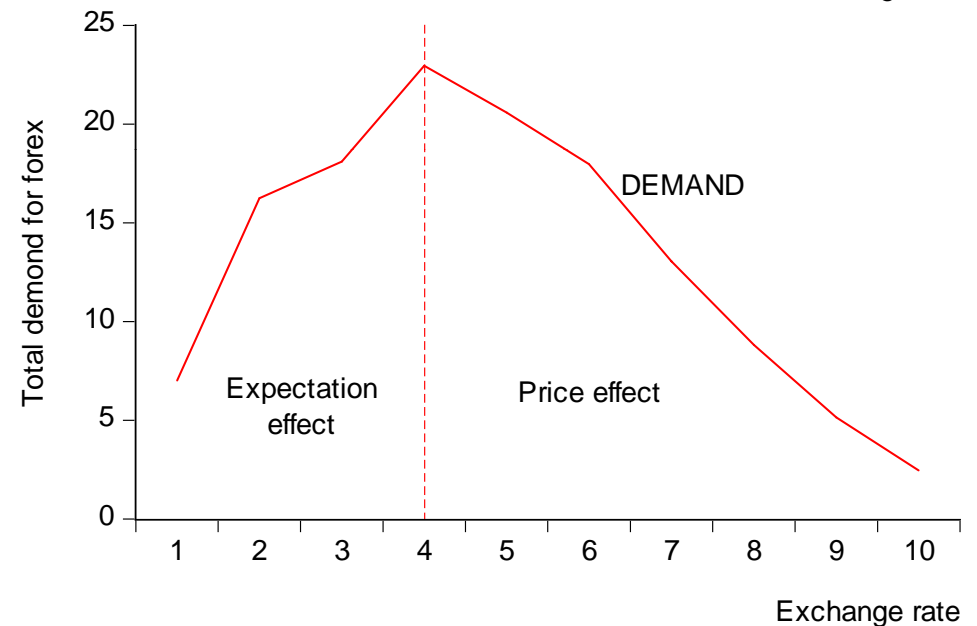
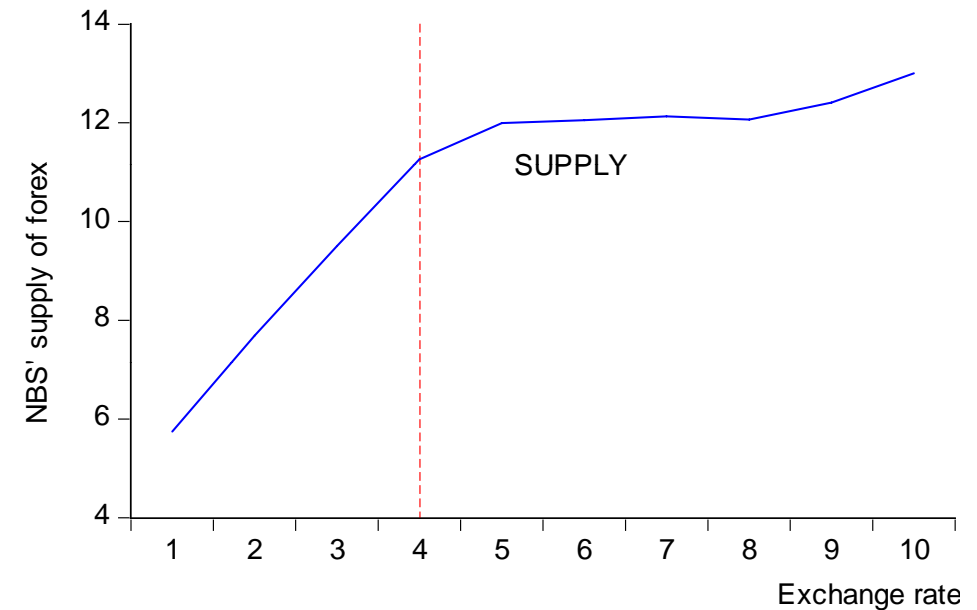
- Od početka godine dinar stalno gubi vrednost,
- Postoje spekulacije da strane banke izvlače devize iz zemlje,
- Po našoj oceni osnovni problem je pad ponude deviza, a ne povećana tražnja za njima.



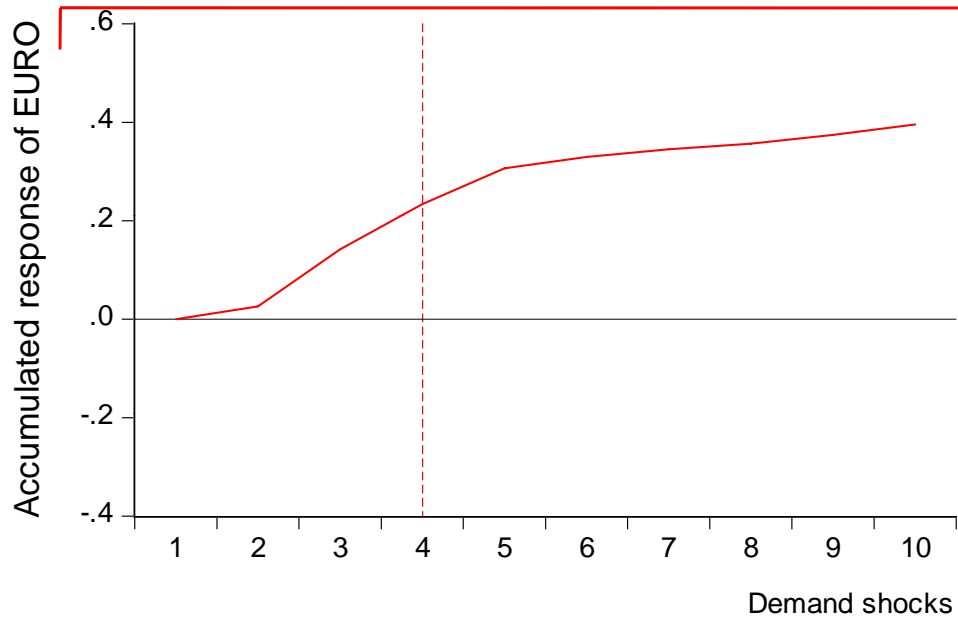
# 3. Ponuda i tražnja deviza, EC model

Variables	Cointegrating Equations	
	Demand	Supply
EURO(-1)	7.421	-1.862
	-1.275	-0.438
	[ 5.817]	[-4.247]
NBS (-1)	0	1
Volume (-1)	1	0
C	-874.04	194.49

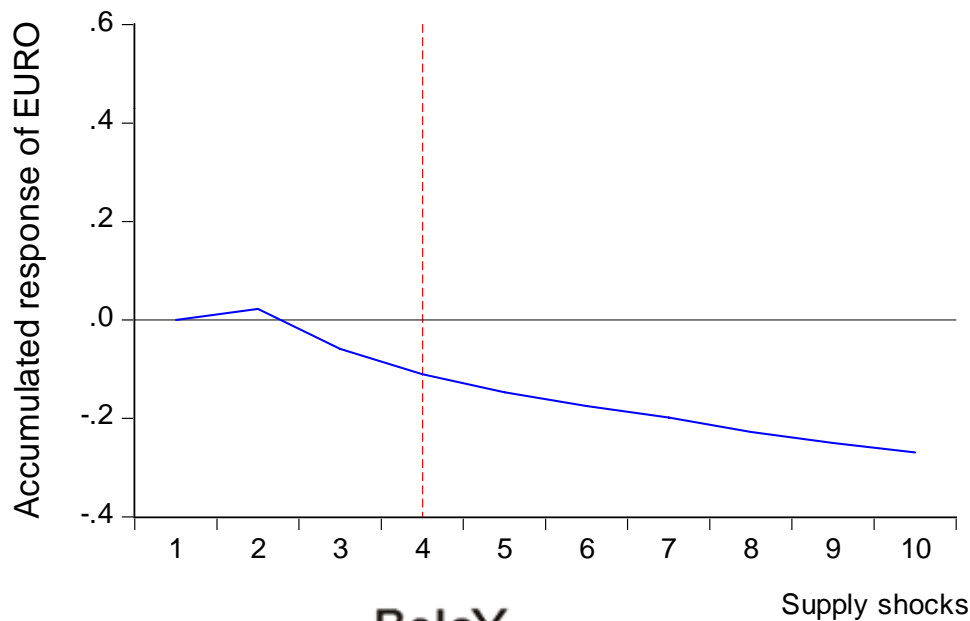
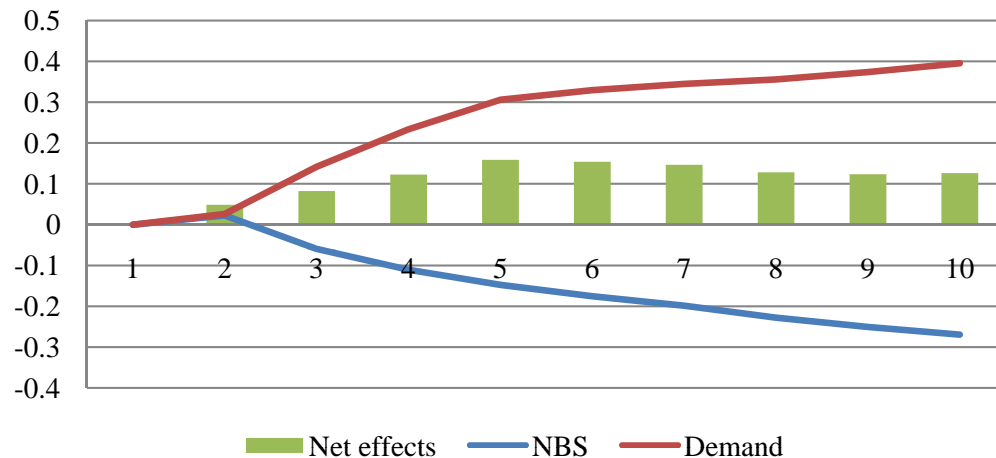
- Ponuda deviza značajno zavisi od NBS, koja interveniše prodajom deviza kada raste kurs,
- Tražnja za devizama ina dva dela,
- Prvi deo je neuobičajen i rezultat je negativnih očekivanja banaka i investitora,
- Posle preloma, rast kurs obara tražnju za devizama.



### 3. Efekti depresiranja dinara su permanentni, a ne prolazni



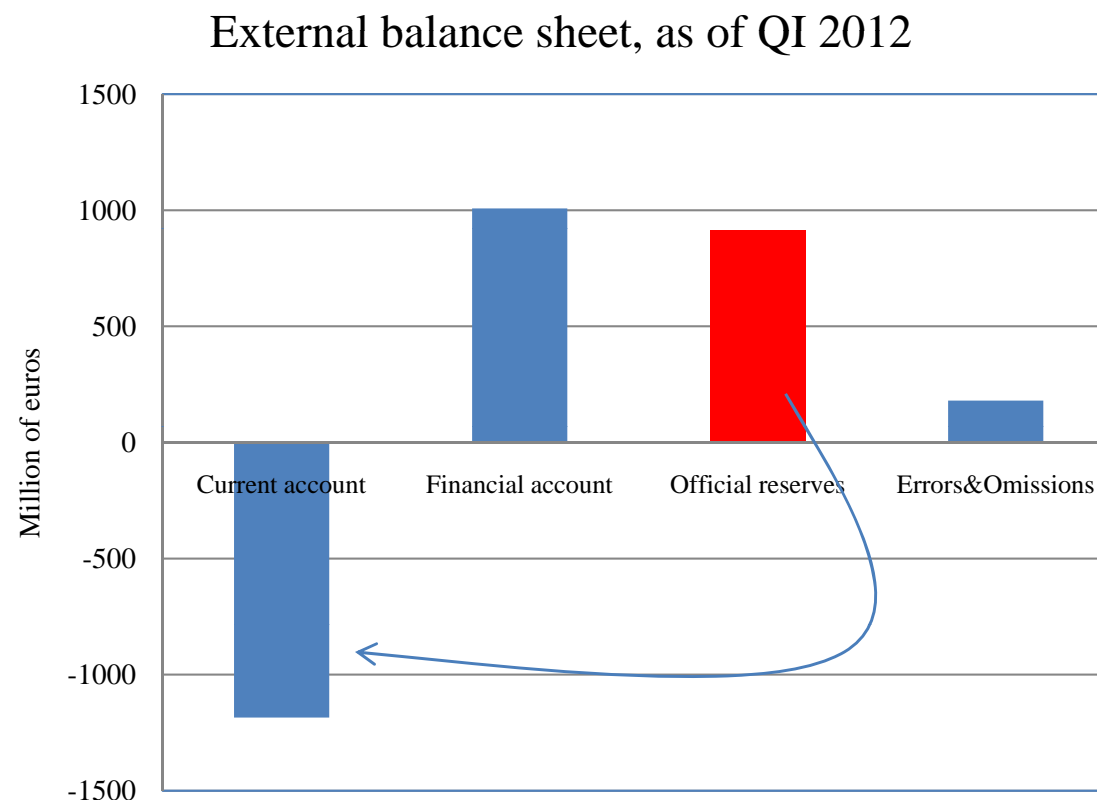
Net effects of impulse responses of EUR to supply and demand shocks



- NBS intervencije na deviznom tržištu samo usporavaju rast kursa, ali ne mogu da ga zaustave,
- Zašto je ponuda deviza mala?

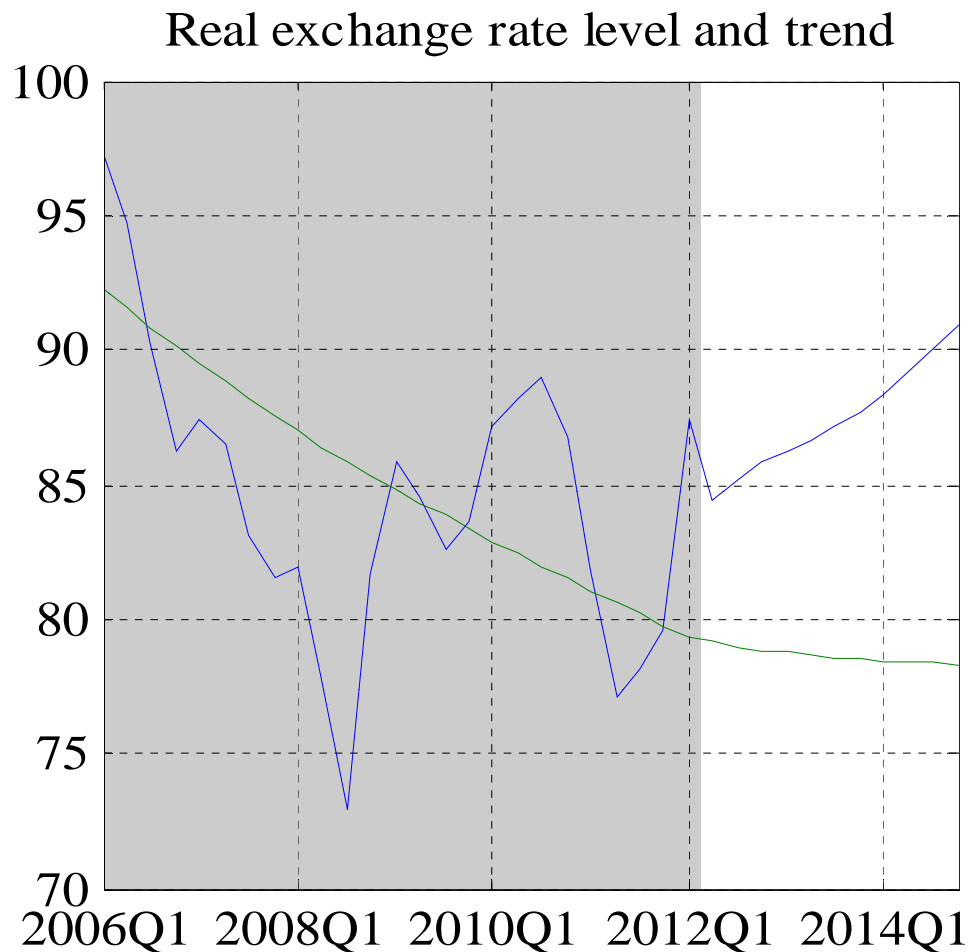
### 3. Deficiti na platnom i kapitalnom bilansu, Q1Y2012

- Postoji mali priliv kapitala u Q1Y2012,
- Deficit platnog bilansa je veći za 52% u odnosu na isti period prošle godine,
- Nizak izvoz i mali priliv kapitala su dva osnovna faktora depresiranja dinara,
- Devizne rezerve su gotovo u celini finansirale spoljni deficit u prvom kvartalu,
- Naravno, to je neodrživo na duži rok.



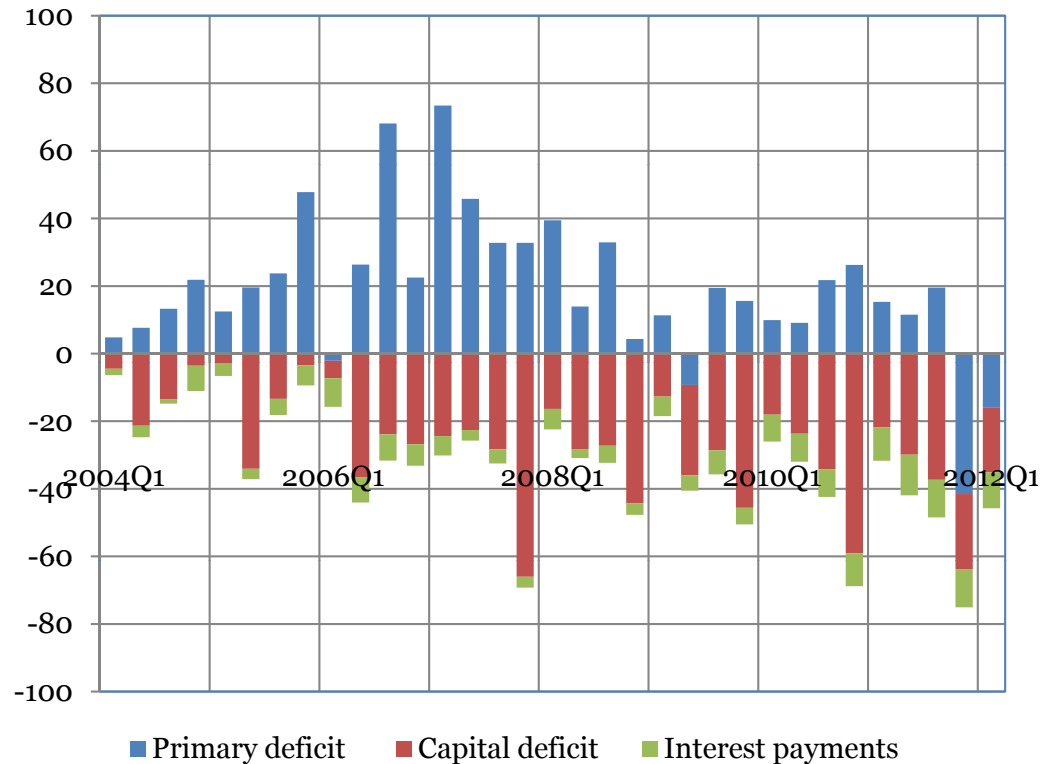
### 3. Realni kurs: Trogodišnja prognoza

- Mi ne očekujemo brzu stabilizaciju kursa dinara,
- Realno depresiranje može da potraje duže nego što je postojalo u prošlosti,
- Dugoročni trend realnog apresiranja kursa će se zaustaviti u ovom periodu.



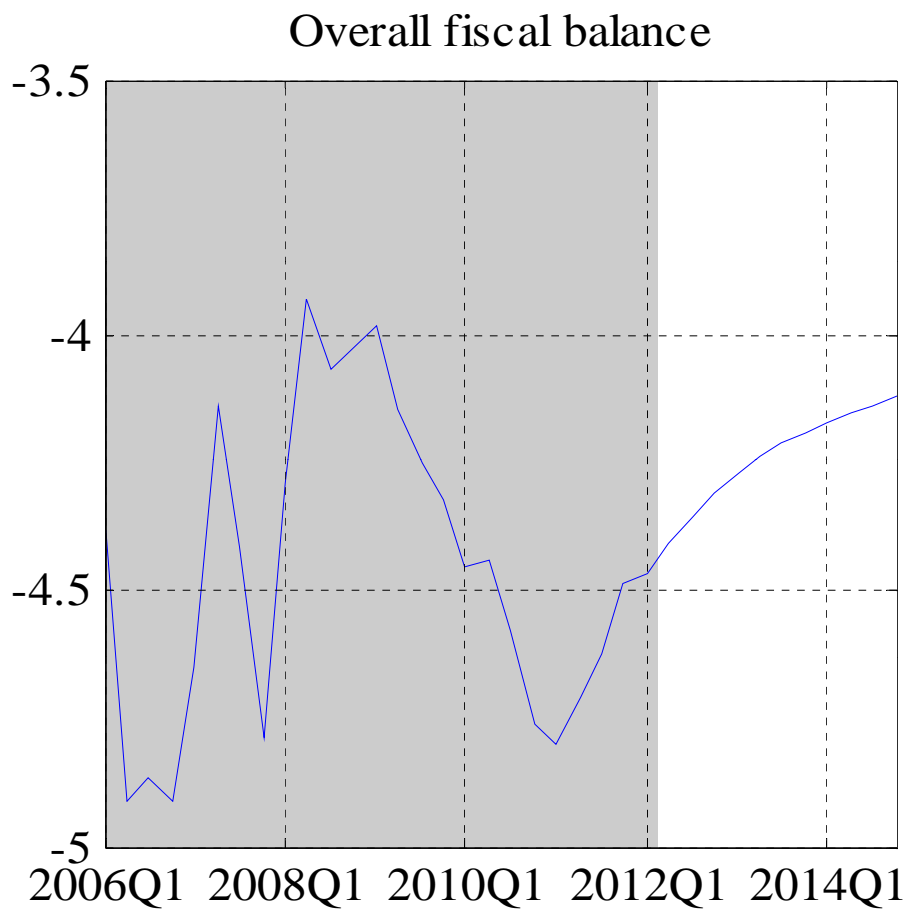
## 4. Fiskalni defцитi

- Primarni fiskalni defцит postoji u ovom kvartalu, što je alarmantno,
- Kapitalni fiskalni defцит je visok i neće moći da se povećava, što će imati negativan efekat na nove infrastrukturne projekte,
- Ekspanzivna fiskalna politika smanjuje raspoložive kredite za privatni sektor i stanovništvo.



## 4. Ukupni fiskalni deficit: Trogodišnja prognoza

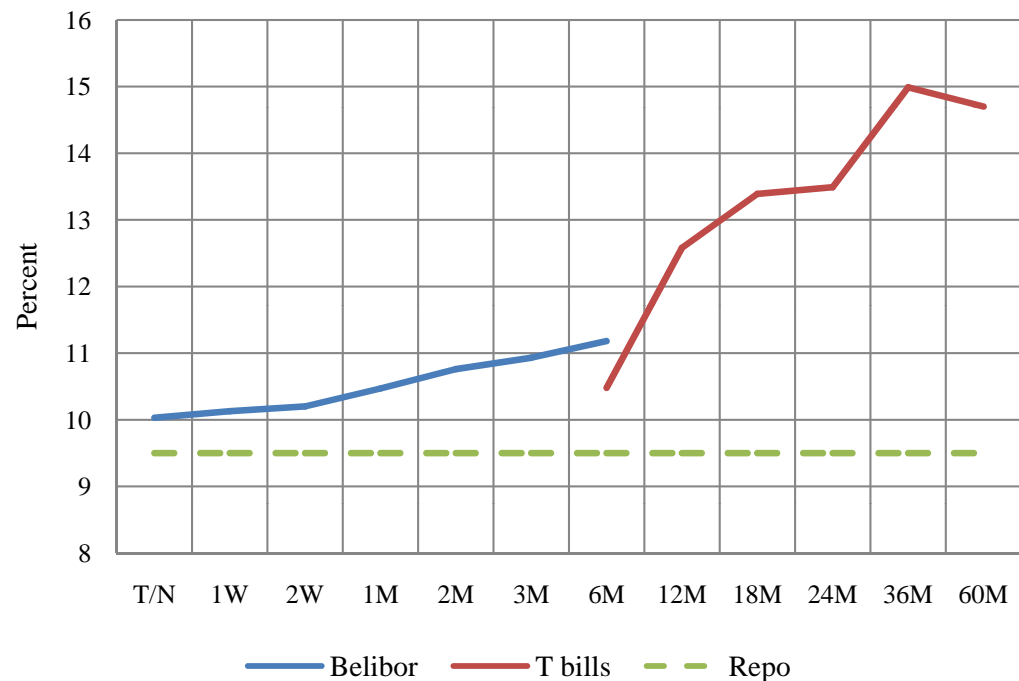
- Ukoliko se ne preduzmu oštre mere štednje u javnom sektoru, fiskalni deficit ostaje visoko preko 4% GDP,
- On je “visok” jer su mogućnosti za njegovo finansiranje ograničene,
- IMF će tražiti strukturna prilagodjavanja koja podrazumevaju smanjenje plata i zaposlenosti u državnoj administraciji, penzija i investicionih projekata, uz povećanje PDV-a,
- Ne znamo ko će obrazovati novu vladu i kako će teći pregovori s IMF-om.



## 5. Krive prinosa u Srbiji

- Rastuća kriva prinosa može da znači ili formiranje inflacionih očekivanja ili rastući rizik ili oboje,
- Repo kamata je visoka iako je inflacija niska,
- U Srbiji je repo stopa 9,5% a kod ECB 1%,
- NBS je odstupila od osnovnog pravila za vođenje politike ciljane inflacije.

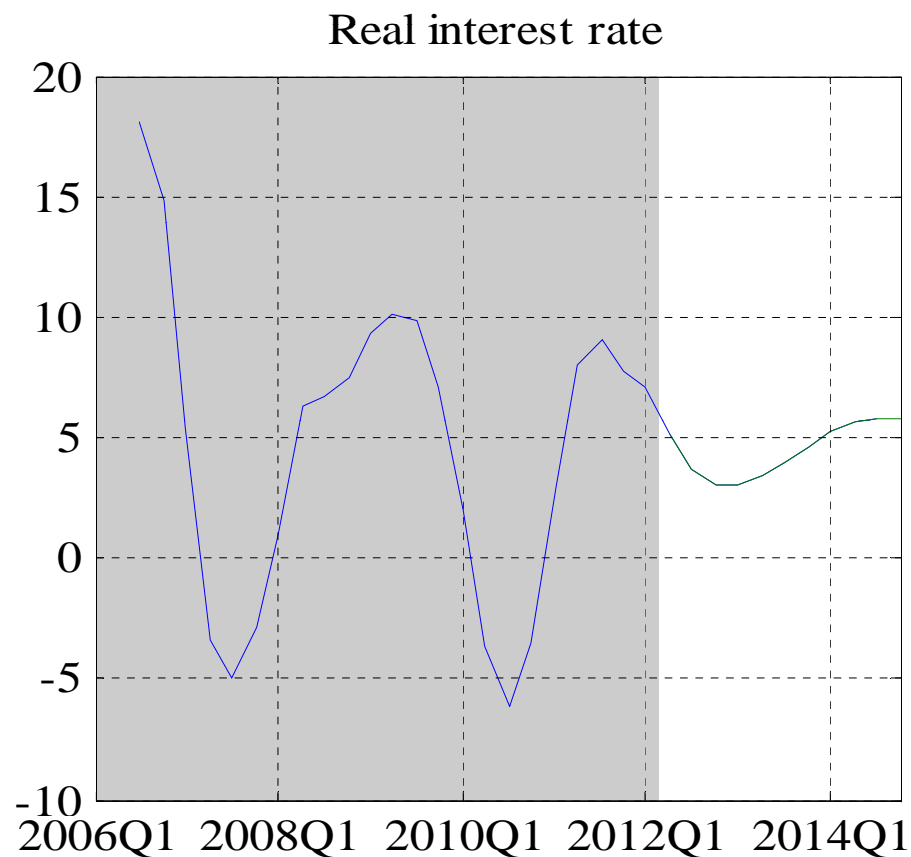
Key interest rates on the money market in Serbia,  
as of May 15, 2012





## 5. Realna kamata: Trogodišnja prognoza

- Ova prognoza pretpostavlja da će se NBS pridržavati pravila svoje monetarne politike,
- U suprotnom, ona je irelevantna,
- Realna kamata je visoka i tako će ostati,
- To predstavlja veliku prepreku za oporavak privrede.



## 6. Rezime

---

- Nova recesija je realnost,
- Dupli deficiti – fiskalni i platnobilansni - se produbljuju,
- Fiskalna konsolidacija će morati da se obavi,
- Devizne rezerve moraće da se ojačaju aranžmanom s IMF-om,
- Ostaće visoke kamate, na nezadovoljstvo privrednika,
- NBS ne može da stabilizuje kurs intervencijama na tržištu deviza,
- Privreda Srbije mnogo zavisi od stanja u evro zoni, koje je depresivno.

- [office@belox.rs](mailto:office@belox.rs)
- [www.belox.rs](http://www.belox.rs)
- [miroljub.labus@belox.rs](mailto:miroljub.labus@belox.rs)