

Dogovor sa MMF-om na čekanju s obzirom na solidne uslove na tržištima

Ključni pokretači oporavka u 2013. godini su i dalje neto izvoz i poljoprivreda, pri čemu se očekuje da se BDP poveća za oko 1,5%. Očekuje se da se inflacija ublaži sredinom 2013. godine i da dovede do ublažavanja monetarnog stava NBS. Dogovor sa MMF-om je na čekanju, dok finansiranje teče nesmetano, na osnovu najavljene finansijske konsolidacije. Uskoro bi mogao da bude objavljen datum početka pregovora sa EU.

Alen Kovac
akovac2@erstebank.com

Pregled prognoza

	2012	2013
Kurs	113,7	114,0
Referentna stopa	11,3%	10,0%
3-mes.stopa na tržištu novca	11,8%	10,3%
Prinos na 10-god. državne hartije od vrednosti	5,1%	5,3%
	2012	2013
Realni rast BDP-a (%)	-1,9	1,5
Nezaposlenost (%)	24,0	23,9
Indeks potroš. cena (%), kraj godine	12,2	5,2
Bilans budžeta (% BDP-a)	-6,5	-5,0
Javni dug (% BDP-a)	59,2	60,2
Bilans tekućih transakcija (% BDP-a)	-10,5	-8,9

Rejtinzi

Moody's	
S&P	BB-
Fitch	BB-

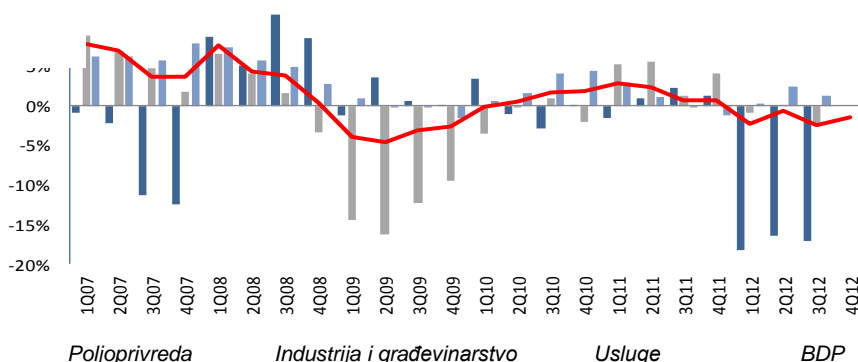
BDP po glavi stanovnika po paritetu kupovne moći (kao % proseka EU27)	35
Stanovništvo (miliona)	7,3

- Ekonomska aktivnost je u 2012. godini opala za blizu 2%, a to opadanje je postalo malo blaže u četvrtom kvartalu 2012. godine (-1,5% međugodišnje) zahvaljujući povoljnijoj industrijskoj proizvodnji i neto izvozu, dok je domaća tražnja i dalje slaba. Kao ključni pokretači rasta u 2013. godini predviđaju se niska poljoprivredna osnovica i izvoz podržani proizvodnjom automobila, pri čemu je ovo potonje ključni razlog korekcije prognoze BDP-a naviše na 1,5%.
- Trendovi bilansa tekućih transakcija su se dodatno popravili u četvrtom kvartalu 2012. godine podržani rezultatom trgovinskog bilansa. Međutim, u 2012. godini je deficit bilansa tekućih transakcija povećan za 1,3 pp na 10,5% BDP-a. Predviđa se da će rezultate bilansa tekućih transakcija ove godine podržati trgovinski bilans ojačan izvozom automobila, a očekuje se da će ta brojka biti u zoni oko 9% BDP-a. Brzina finansiranja i dalje je zavisna od generisanja duga, a rizike će u atkoročnom periodu ublažiti snažna emisija obveznica. U predstojećim mesecima inflacija bi trebalo da ostane povišena pre nego što će kasnije u drugom kvartalu 2013. godine počne da se približava ciljnom koridoru. Posle povećanja za 50 bp u prvom kvartalu, očekuje se da NBS napravi pauzu u narednim mesecima pre nego što od sredine 2013. godine ublaži stav. Očekujemo da će u uslovima konzervativnijih makroekonomskih pretpostavki budžetski deficit biti u zoni oko 5% BDP-a. Vladini napor da se fiskalno klizanje svede na najmanju moguću meru i dalje su ključni element za postizanje novog dogovora s MMF-om i podržavanje povraćaja investitora.

Uprkos stvarnom napredku u pregovorima Srbije i Kosova u skorijoj budućnosti obezbedio bi Srbiji datum početka za pregovore sa EU.

Realni rast BDP-a je ublažio pad u četvrtom kvartalu 2012. godine i komponente BDP-a

Izvor: RZS



Realna privreda

Perspektiva BDP-a za 2013. godinu poboljšana na osnovu neto izvoza – očekuje se rast ekonomske aktivnosti za 1,5%

Prema blic proceni, u četvrtom kvartalu 2012. godine BDP se smanjio za 1,5% međugodišnje, pokazujući izvesno poboljšanje u odnosu na treći kvartal (-2,5% međugodišnje) i ukazujući da su rezultati za finansijsku 2012. godinu bili za nekoliko stepeni jači no što je nagoveštavala inicijalna procena Zavoda za statistiku (-1,9%), ukoliko prethodni podaci ostanu neizmenjeni. Kratkoročni indikatori sugerišu da je domaća tražnja ostala slaba, a da je u četvrtom kvartalu obim trgovine na malo dodatno opao, dok je raspoloživi dohodak pretrpeo udarac od porasta inflacije. S druge strane, industrijska proizvodnja je pokazivala određene znakove stabilizacije tokom celog četvrtog kvartala 2012. godine, dok se trgovinski bilans dodatno poboljšao tokom trećeg kvartala, pri čemu se rast izvoza vratio u dvocifrenu zonu. Što se tiče predviđanja za ovu godinu, i dalje očekujemo da će glavna smetnja biti domaća tražnja, jer bi trebalo da u predstojećim kvartalima potrošnja ostane pod pritiskom povišene inflacije. Mada je najnovija anketa o radnoj snazi dala pozitivniju sliku tržišta rada za drugu polovinu 2012. godine, i dalje smo obazrivi u pogledu bilo kakvog oporavka tržišta rada s obzirom na aktuelni tempo ekonomske aktivnosti. S druge strane, predviđa se da fiskalna konsolidacija negativno utiče na komponentu javne potrošnje. Predviđamo da će ključna podrška rezultatima BDP-a za 2013. godinu doći od poljoprivrede (s obzirom na nisku osnovicu iz 2012. godine) i industrije i neto izvoza, jer bi još uvek skroman rast BDP-a glavnih trgovinskih partnera bio kompenzovan pretežno podrškom iz automobilske industrije (FIAT). Naša prognoza BDP-a za 2013. godinu korigovana je naviše na 1,5%, podržana solidnim razvojem na strani neto izvoza. Ovde su rizici i dalje pretežno vezani za trendove rasta EU i za držanje fiskalnih rizika pod kontrolom radi svođenja rizika od previranja na tržištu na najmanju moguću meru. Trebalo bi da srednjoročne izglede rasta podrži izvestan oporavak domaće tražnje i povećanje izvoza u uslovima stabilizacije rasta EU. Trebalo bi da napredak u pravcu pristupanja EU na srednji rok podrži strukturne reforme i potencijal rasta. Mada se potencijalni rast BDP-a pomerio naniže, i dalje predviđamo da je na srednji rok dostižan rast od 3-4%.

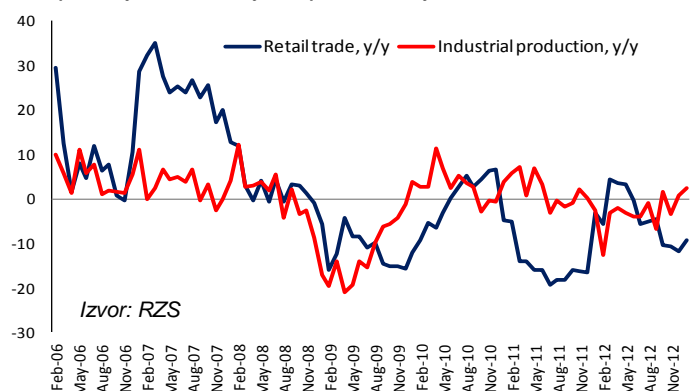
Bolji rezultat bilansa tekućih transakcija za drugu polovinu 2012. godine no što je očekivano – deficit u 2012. godini na nivou od 10,5% BDP-a

Spoljni bilans

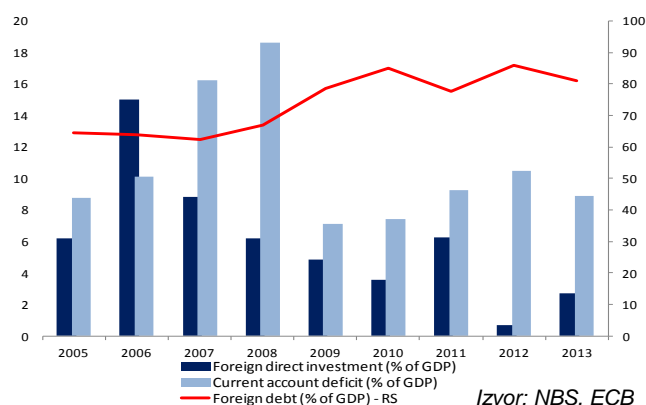
Druga polovina 2012. godine donela je povoljnije trendove posle slabih rezultata u bilansu tekućih transakcija u prvoj polovini 2012. godine, što je delom bilo rezultat jednokratnih efekata nepovoljnih vremenskih uslova i prestanka rada smederevske železare.

Maloprodaja i dalje duboko u negativnoj zoni

Maloprodaja i industrijska proizvodnja



Deficit bilansa tekućih transakcija ponovo u jednocifrenoj zoni u 2013.



Rezultati trgovinskog bilansa zaostaju za očekivanim smanjenjem deficita tekućih transakcija u 2013. godini

Dogovor s MMF-om je i dalje na čekanju, dok se finansiranje nesmetano odvija

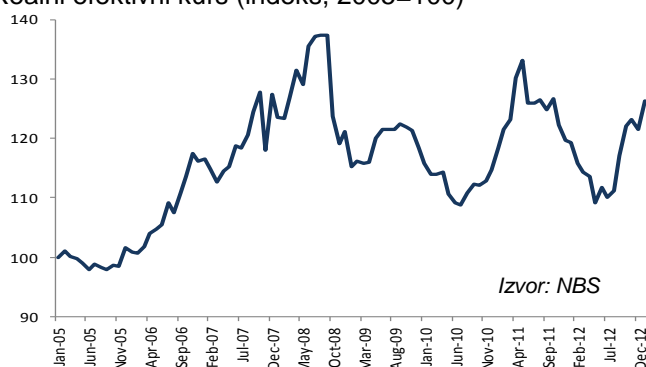
Treći kvartal 2012. godine doneo je stabilizaciju i smanjenje deficita (12% na međugodišnjem nivou), zahvaljujući stabilizaciji bilansa robnih transakcija i povoljnijim kretanjima na strani prihoda i doznaka. Osim toga, rezultat u četvrtom kvartalu 2012. godine bio je robusniji no što je bilo očekivano (-27% međugodišnje) u uslovima solidnih rezultata izvoza robe (+13% međugodišnje), što podrazumeva deficit bilansa tekućih transakcija od 10,5% BDP-a. Izgledi za 2013. godinu su se takođe popravili na osnovu tekućeg solidnog tempa izvoza, gde je odlučujući faktor i dalje automobilska industrija. Pored toga, očekuje se da bolja poljoprivredna sezona podrži trgovinski bilans u 2013. godini, dok se predviđa da uvoz neće potpasti pod jači pritisak, a da će domaća tražnja ostati slaba. Preovlađujući negativni rizik i dalje je osnovna tražnja s ključnih izvoznih tržišta, jer je tempo rasta i dalje uveliko oslabljen. I pored toga, očekujemo da se ove godine deficit bilansa tekućih transakcija vrati u jednocifrenu zonu i da bude blizu 9% BDP-a, tj. na nivou sličnom 2011. godini. U ovom trenutku i strana finansiranja izgleda lagodnija nakon što je Ministarstvo finansija uspešno prodalo na aukciji evroobveznice u vrednosti od 3,25 milijardi USD u četvrtom kvartalu 2012. i prvom 2013. godine. Prilivi SDI su i dalje skromni, uz još jedan jednokratni negativan efekat u 2012. godini (državno preuzimanje udela od 20% u Telekomu Srbija od kompanije OTE), pa su stoga SDI u finansijskoj 2012. godini bili na nivou od 0,9% BDP-a. Procenjuje se i da će tekuće SDI ostati skromne u 2013. godini, što, s obzirom na još uvek povišen deficit bilansa tekućih transakcija, vrši pritisak na finansiranje kojim se generiše dug. S postepenim razduživanjem sa strane privatnog sektora, struktura finansiranja je i dalje osetljiva na kapacitet države da plasira dug, pri čemu su ključni rizici u budućnosti fiskalna disciplina (posebno u odsustvu MMF-a) i globalna spremnost za prihvatanje rizika. Rast duga prema inostranstvu se ubrzao u celom četvrtom kvartalu 2012. godine na osnovu emisije suverenog duga. Komponenta javnog sektora u ukupnom dugu prema inostranstvu dodatno se približila nivou od 50% (47,4%), a za njom slede približno 37% iz korporativnog sektora i manje-više stabilan bankarski segment kao ostatak. Posle izvesnog poboljšanja indikatora zaduženosti u 2011. godini, 2012. godina je donela izvesno pogoršanje, pri čemu je dug prema inostranstvu premašio 85% nivoa BDP-a, dok je dug u odnosu na izvoz roba i usluga pokazao stabilnije rezultate, s obimom od blizu 215%. U pogledu strukture, i dalje je nizak kratkoročni dug (oko 2% ukupnog duga). Pored toga, devizne rezerve pokrivaju nešto više od 40% ukupnog duga prema inostranstvu, što ukazuje da NBS još uvek ima znatnu moć da neutrališe potencijalne obnovljene pritiske. Što se tiče režima deviznog kursa, NBS nominalno sprovodi režim rukovođenog plivajućeg kursa, uglavnom u kratkoročnim koracima na deviznom tržištu kako bi ublažila raspon fluktuacija i inflatorna očekivanja (vezana za kretanja deviznog kursa zbog velikog stepena evroizacije).

Monetarna politika

Inflatorni pritisci su i dalje bili veoma aktivni u četvrtom kvartalu 2012. i prvom kvartalu 2013. godine i učinili su da Indeks potrošačkih cena bude znatno iznad jednocifrenog godišnjeg nivoa (najnovija opservacija iz februara 2013: 12,4% međugodišnje). Osim dežurnih krivaca

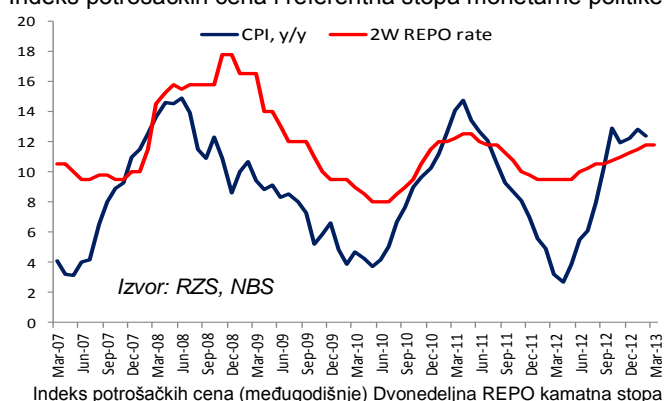
Inflacija i dinar narušavaju konkurentnost

Realni efektivni kurs (indeks, 2005=100)



NBS se odlučila za još jedno povećanje od 50bp u 1.kv 2013.

Indeks potrošačkih cena i referentna stopa monetarne politike



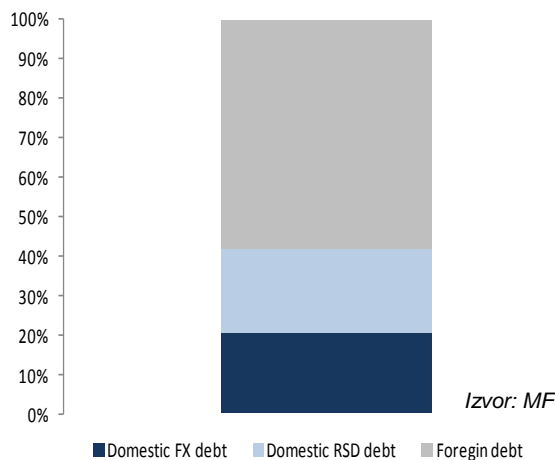
Očekuje se da u skorijem roku NBS zadrži rezervisan stav i da počne da ga ublažava od sredine 2013. godine na osnovu slabljenja inflatornih pritisaka

(nepovoljni vremenski uslovi iz trećeg kvartala, slabiji dinar i efekat osnovice), ključni pokretački faktori su u skorije vreme bili povećanje PDV-a za 2 pp, povećanje akciza i rast regulisanih cena. Predviđamo da će tokom najvećeg dela prve polovine 2013. godine inflacija ostati na povišenom nivou, a da će od kraja drugog kvartala 2013. godine početi da se ublažava i da će krajem 2013. godine opasti do ciljnog koridora NBS (4±1,5%). Još uvek slaba domaća tražnja, efekat osnovice, povoljnije cene poljoprivrednih proizvoda i stabilizacija deviznog kursa predstavljaju faktore koji leže u osnovi ublažavanja kretanja inflacije. Povećanja regulisanih cena bi delovala u suprotnom smeru, dok su ključni rizici i dalje potencijalni šokovi na strani troškova i pogoršanje spoljne pozicije tj, obnovljeni deprecijacijski pritisci i rastuća inflatorna očekivanja. Predviđa se da će prosečna inflacija u 2013. godini doći u zonu od oko 9%, što je gotovo 2 pp više od onoga što je viđeno u 2012. godini. NBS je i u prvom kvartalu 2013. godine zadržala oprezan stav tako što je posegnula za dodatnim povećanjem od 50 bp i tako proširila ciklus povećanja na 225 bp od maja 2012. godine. Mada nas je njen oštar stav u prvom kvartalu 2013. godine donekle iznenadio, sastanak u martu (bez odluke o povećanju) ukazuje da je NBS dostigla maksimum. Predviđamo da će u predstojećim mesecima NBS usvojiti taktiku „sačekati i videti“ pre no što počne da ublažava stav tokom cele druge polovine 2013. godine (još uvek vidimo prostora za izvesna smanjenja već u drugom kvartalu). U osnovnom scenariju predviđamo da će do kraja 2013. godine NBS srezati referentnu stopu na oko 10%, gde predviđamo da će dinamiku oblikovati eksterno okruženje i perspektiva deviznog kursa. Ipak, očekujemo da bi NBS mogla i da ublaži potencijalni raspon fluktuacija na tržištu izmenama prudencijalnih propisa (povećan dinarski deo u održavanju obavezne rezerve). Kurs se stabilno kretao tokom prvog kvartala, imajući i dalje koristi od povoljne globalne spremnosti za prihvatanje rizika, uspešnih operacija javnog finansiranja, pa stoga i u velikoj meri ublaženih rizika finansiranja u 2013. godini. Očekujemo da se kurs dinara prema evru kreće u rasponu od 110 do 115 dinara za evro u uslovima pomenutih faktora i povoljnijeg profila tekućih transakcija i SDI. Ključni rizici su znatno fiskalno klizanje i neobezbeđivanje novog aranžmana iz predostrožnosti s MMF-om radi održavanja kredibiliteta politike, što bi dobro došlo ukoliko bi povoljan tržišni sentiment oslabio.

Fiskalna politika

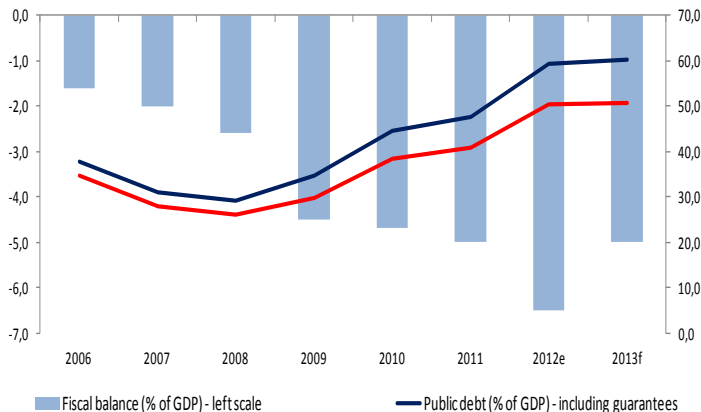
Fiskalni učinak u 2012. godini bio je uglavnom razočaravajući i doveo je do povećanja fiskalnog deficita od 1,5 pp BDP-a u odnosu na 2011. godinu (potvrđen deficit na nivou od 6,5% BDP-a). Ipak, 2012. godina je iza nas, a pažnja je usredsređena na 2013. godinu jer

Preovlađuje inostrana komponenta
Struktura javnog duga (novembar 2012.)



-Domaći devizni dug -Domaći dinarski dug -Strani dug

Fiskalna konsolidacija i ubuduće predstavlja izazov
Fiskalni deficit i javni dug (kao % BDP-a)



Fiskalni bilans (% BDP-a) – leva skala
Javni dug (% BDP-a) – uključujući garancije
Javni dug (% BDP-a) – bez garancija

Vladin ciljni deficit od 3,6% BDP-a je prekomerno optimističan; ipak, u 2013. godini će se ostvariti fiskalna konsolidacija

je budžetski deficit definisan na nivou od 3,6% BDP-a, što ukazuje na snažan pomak ka konsolidaciji. Predviđamo da će budžet zavisiti od donekle optimističkih makroekonomskih pretpostavki i u znatnoj meri od rezultata na strani prihoda. Stoga smo i dalje obazrivi i predviđamo deficit od oko 5% BDP-a. U ovom trenutku strana finansiranja izgleda lagodno, pri čemu je Ministarstvo finansija od prošlog septembra obezbedilo 3,25 milijardi USD na tržištu evroobveznica, a aukcije državnih zapisa su privukle živo interesovanje, omogućavajući glatko znavljanje kratkoročnog duga. To je Vladi omogućilo i da primeni taktiku „sačekati i videti“ u pogledu novog dogovora s MMF-om, a pregovori su po određenim navodima zakazani za maj. I dalje predviđamo da će Srbija imati koristi od aranžmana iz predostrožnosti u smislu regulisanja manjka obazrivosti fiskalne politike, naročito ako se globalna spremnost za prihvatanje rizika pogorša i ugrozi mogućnosti finansiranja. I putanja javnog duga traži oprez, jer se očekuje da nivo javnog duga bude 60% BDP-a (odstupajući od cilja od 45% BDP-a po Zakonu o fiskalnoj odgovornosti). Prinosi evroobveznica s dugim rokom dospeća nastavili su sa solidnim učinkom, zadržavajući se blizu nivoa od 5,5% i poklapajući se tako s našim očekivanjima. Rizici ostaju nepromenjeni jer predviđamo da će negativni rizici specifični za zemlju pretežno poticati od fiskalnog klizanja i potencijalnog nepostizanja novog dogovora s MMF-om. S druge strane, kao povoljan faktor predviđamo umanjene rizike finansiranja za 2013. godinu.

Politika

Datum početka pregovora sa EU čeka napredak u razgovorima Srbije i Kosova

Pošto izgleda da je finansiranje pod kontrolom, obnavljanje aranžmana s MMF-om nije u poslednje vreme bilo u centru pažnje. Vlada je tu zauzela slobodniji stav, ali i dalje pokazuje sklonost za postizanje novog dogovora, što vidimo kao važan faktor za ublažavanje rizika. U poslednje vreme su ključni elementi u političkoj areni bili naponi da se normalizuju odnosi s Kosovom, što je presudan preduslov za dobijanje datuma početka pregovora sa EU. Mada su pregovori bili dugotrajni, nedavne izjave s obe strane ukazuju da bi moglo da se postigne neko zajedničko rešenje za zajednicu srpskih opština (više informacija bi moglo da se očekuje posle sledećeg sastanka 2. aprila). Predviđamo da će nova vlada zadržati proevropski kurs i i dalje smo optimistični da će Srbija uskoro dobiti datum početka pregovora. Iz perspektive strukturnih reformi, kao važan faktor u olakšavanju reformi i dalje vidimo pristupanje EU (Srbija ima 39 bodova prema Indeksu percepcije korupcije za 2012. godinu organizacije Transparency International).

SNS formira vladu sa blokom oko SPS-a i sa URS-om

Raspodela mesta u Skupštini posle izbora 6. maja

Srpska napredna stranka (SNS)	73
Demokratska stranka (DS)	67
Socijalistička partija Srbije (SPS+PUPS+JS)	44
Demokratska stranka Srbije (DSS)	21
Liberalno-demokratska partija (LDP)	20
Ujedinjeni regioni Srbije (URS)	16
Ostali	9
Ukupno	250

Izvor: RIK

Prognoze

SRBIJA	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Nominalni BDP (miliona RSD)	2.276.886	2.661.387	2.720.084	2.881.891	3.175.025	3.393.114	3.735.404	4.015.112
Stanovništvo (miliona)	7,4	7,4	7,4	7,4	7,2	7,2	7,2	7,2
BDP po glavi stanovnika (EUR)	3.841	4.411	3.906	3.773	4.334	4.174	4.600	4.817
Realni BDP (međugodišnji rast, %)	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,9	1,5	2,5
Nominalne zarade (RSD)	38.744	45.674	44.182	47.450	52.773	57.470	61.493	67.027
Nominalne zarade (međugodišnji rast, %)	22,0	17,9	8,8	7,5	11,2	8,9	7,0	9,0
Maloprodaja (međugodišnji rast, %)	22,4	5,9	-12,3	-0,9	-16,7	-6,2	-3,0	2,0
Industrijska proizvodnja (međugodišnji rast, %)	3,7	1,1	-12,1	2,9	2,1	-2,9	2,0	3,0
Indeks potrošačkih cena (međugodišnji, prosečni, %)	6,5	11,7	8,4	6,1	11,2	7,3	8,7	4,9
Indeks potrošačkih cena (međugodišnji, kraj godine, %)	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	5,2	4,4
Nezaposlenost (%)	18,1	13,7	16,1	19,2	23,0	24,1	23,9	23,1
Izvoz fob (miliona RSD)	510.342	603.924	561.600	762.820	860.371	996.858	1.099.957	1.242.076
Uvoz cif (miliona RSD)	1.041.155	1.218.682	1.040.677	1.254.716	1.404.502	1.621.975	1.681.893	1.821.131
Trgovinski bilans (% BDP-a)	-23,3	-23,1	-17,6	-17,1	-17,1	-18,4	-15,6	-14,4
Strane direktne investicije (% BDP-a)	8,8	6,2	4,9	3,6	6,3	0,7	2,7	3,5
Bilans tekućih transakcija (% BDP-a)	-16,2	-18,6	-7,1	-7,4	-9,3	-10,5	-8,9	-8,4
Bilans državnog budžeta (% BDP-a)	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-5,0	-6,5	-5,0	-4,5
Javni dug (% BDP-a)	31,4	26,3	34,7	44,5	47,7	59,2	60,2	61,5
Inostrani dug prema BDP-u (%)	62,5	66,8	78,7	85,1	77,7	86,0	81,1	80,9
Referentna stopa centralne banke, prosečna	10,48	14,80	13,30	9,09	11,54	10,10	11,00	9,20
Referentna stopa centralne banke, kraj godine	10,00	17,75	9,50	11,50	9,75	11,25	10,00	9,00
Kratkoročna kamatna stopa (tromesečna) prosečna	11,30	15,63	14,44	10,76	12,85	11,64	10,75	9,70
Kratkoročna kamatna stopa (tromesečna) kraj godine	10,32	18,88	10,84	13,53	11,04	11,75	10,25	9,50
Dugoročna kamatna stopa (desetogodišnja) prosečna					7,62	6,56	5,20	5,50
Dugoročna kamatna stopa (desetogodišnja) kraj godine					7,66	5,07	5,25	5,50
Kurs RSD/USD prosečni	58,44	58,14	67,47	77,93	73,34	88,12	90,40	92,80
Kurs RSD/USD kraj godine	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	91,20	92,80
Kurs RSD/EUR, prosečni	79,98	81,40	93,95	103,05	101,95	113,13	113,00	116,00
Kurs RSD/EUR kraj godine	79,24	88,60	95,88	105,50	104,64	113,72	114,00	116,00