

Politički rizici povećavaju neizvesnosti

Očekuje se da u 2012. godini ekonomija stagnira u uslovima usporavanja aktivnosti u EU i prigušene domaće tražnje. I dalje su prisutni politički rizici, mada se kao osnovni scenario očekuje nastavak saradnje DS-a i SPS-a. Snažni pritisci na dinar ne isključuju pooštavanje monetarne politike, ali ponovo sugerišu na potrebu da se pojačaju napor za fiskalnu konsolidaciju i obnovi program podrške MMF-a.

Alen Kovač

akovac2@erstebank.com

Pregled prognoza

Kurs	116,0	115,0
Stopa	9,5%	8,0%
Tromesečna stopa na tržištu	10,3%	8,8%
Prinos na desetogodišnje državne hartije	7,0%	6,5%
	2012	2013
Realni rast BDP-a (%)	0,0	2,0
Nezaposlenost	24,0	23,0
Indeks potroš. cena (%), kraj god.	7,6	4,5
Bilans budžeta (% BDP-a)	-5,3	-4,5
Javni dug (% BDP-a)	55,3	56,0
Bilans tekućih transakcija (% BDP-a)	-9,5	-8,6

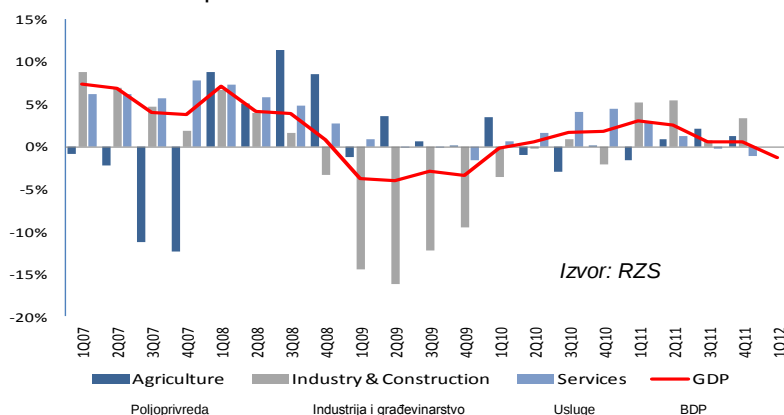
Rejtinzi	
Moody's	
S&P	BB
Fitch	BB-

BDP po glavi stanovnika u PPP (% proseka EU27)	35
Stanovništvo (miliona)	7,3

- Ekonomija je, kao što se očekivalo, u prvom kvartalu skliznula u negativnu zonu, uz nevelika iznenađenja sa strane domaće tražnje i slabe izgleda za rast u EU, koji kao osnovni scenario nagoveštavaju stagnaciju tokom 2012. godine. Negativni rizici i dalje su vezani za dodatno pogoršanje perspektive rasta u EU.
- Trendovi bilansa tekućih transakcija u prvom kvartalu pokazali su neprekidno pogoršanje, dok bi u preostalom delu godine trebalo da dođe do izvesne stabilizacije. Deficit blizu dvocifrene zone podrazumeva rizike na strani finansiranja, posebno što prilivi SDI ostaju na niskom nivou, a eksterna pozicija izgleda ranjivija u odsustvu podrške MMF-a.
- Inflacija je dostigla minimum u drugom kvartalu 2012. godine i očekuje se da do kraja godine bude na uzlaznoj putanji, premašujući ciljnu inflaciju NBS. Očekuje se da NBS ostane rezervisana s obzirom na ostvarenje negativnih rizika, mada se čini da je verovatnija opcija pooštavanje monetarne politike, jer bi se manevarski prostor NBS suzio ukoliko se nastave povećane neizvesnosti.
- Iz sadašnje perspektive fiskalni cilj za 2012. godinu izgleda nedostižan jer očekujemo budžetski deficit neznatno preko 5% BDP-a. Preduslov za postizanje aranžmana sa MMF-om jeste prelazak na fiskalnu konsolidaciju koja je ključni faktor za ublažavanje rizika.

Klizanje u negativnu zonu u prvom kvartalu – ritam diktira eksterna tražnja

Realan rast i komponente BDP-a



Realna privreda

Osnovni scenario za 2012. godinu i dalje je stagnacija – negativni rizici vezani za podbačaj eksterne tražnje

Posle usporavanja aktivnosti u drugoj polovini 2011. godine (podatak o BDP-u za finansijsku 2011. godinu korigovan je naniže na 1,6% naspram 1,0% u 2010. godini), ekonomija je početkom 2012. godine očekivano skliznula u negativnu zonu, pri čemu se procena rasta BDP-a za prvi kvartal zaustavila na -1,3% na međugodišnjem nivou. Na tu slabost su uticali skromna domaća tražnja, pogoršan učinak industrijske proizvodnje (na koji su uticali jednokratni događaji: zatvaranje proizvodnje kompanije US Steel i nepovoljne vremenske prilike) i posrtanje izvoza zbog usporavanja aktivnosti u EU. Po našem mišljenju, dominantan faktor za formiranje rasta i dalje je eksterna tražnja, posebno sa pokretanjem proizvodnje kompanije FIAT, pa se stoga očekuje da podstakne neto izvoz u drugoj polovini 2012. godine. Domaća tražnja će verovatno i dalje biti prigušena jer bi trebalo da privatna potrošnja i dalje bude smanjena zbog posrtanja tržišta rada i pogoršanja kupovne moći usled ubrzanja inflacije od drugog kvartala 2012. godine. Što se tiče tržišta rada, tu ne očekujemo nikakvo poboljšanje, a očekujemo stopu nezaposlenosti u zoni od oko 24%. Naš osnovni scenario je ostao neizmenjen jer očekujemo uglavnom nepromenjene rezultate, dok nepovoljnije pogoršanje perspektive rasta u EU ostaje glavni negativan faktor za potencijalni pad u 2012. godini. Srednjoročne izglede za rast trebalo bi da podrži oživljavanje domaće tražnje i oporavak izvoza u uslovima stabilizacije rasta u EU. Pristupanje EU bi trebalo da potpomogne strukturne reforme i potencijal rasta na srednji rok. Mada se potencijalan rast BDP-a pomerio naniže, i dalje očekujemo da rast od 3-4% bude dostižan na srednji rok.

Spoljni bilans

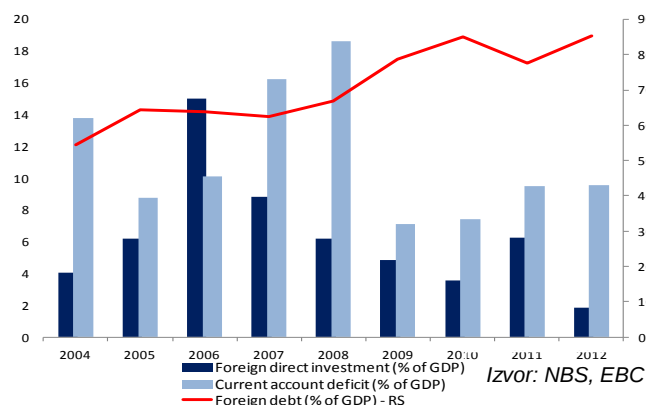
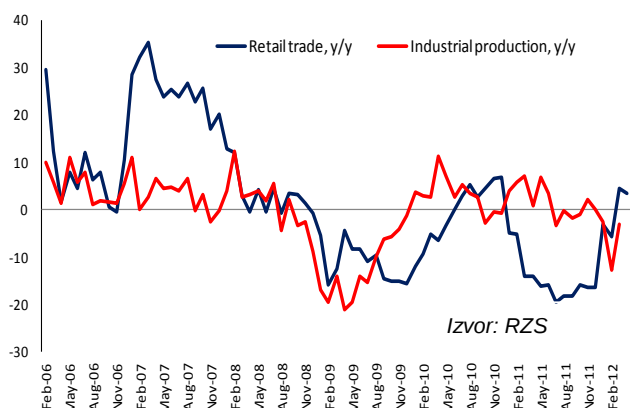
Deficit bilansa tekućih transakcija blizu dvocifrenog nivoa – finansiranje zavisi od generisanja duga

Neravnoteže bilansa tekućih transakcija i dalje su na povišenom nivou (mada znatno ispod nivoa pre krize), uz pogoršanje u 2011. godini, jer se deficit bilansa tekućih transakcija povećao za 2,1% BDP-a na 9,5% BDP-a. Na rezultate bilansa tekućih transakcija su negativno uticali pogoršanje trendova u trgovinskom bilansu i slabiji učinak doznaka. U odnosu na 2008. godinu, izvoz je bio približno 14% iznad maksimuma pre krize, dok je uvoz opao za približno 8%. Podaci od početka godine do danas pokazali su izvestan dodatan pritisak na rezultate bilansa tekućih transakcija jer je uvoz zadržao prilično jak tempo (hladno vreme je izvršilo pritisak na uvoz energije), dok je izvoz donekle pogođen usporavanjem aktivnosti u EU i

Industrijsku proizvodnju je pogodilo hladno vreme

Finansiranje deficita bilansa tekućih transakcija izgleda zahtevno

Trgovina na malo i industrijska proizvodnja



Trgovina na malo, međugodišnje / Industrijska proizvodnja, međugodišnje
 SDI (% BDP-a) / Deficit bilansa tekućih transakcija (% BDP-a) / Inostrani dug (% BDP-a) - RS

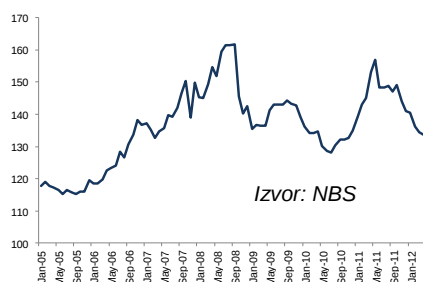
jednokratnim događajima na strani industrijske proizvodnje. U preostalom delu 2012. godine očekujemo da vidimo izvesnu stabilizaciju i manje izrazite pritiske na strani uvoza, s obzirom na prigušenu domaću tražnju. Izvoz će uglavnom biti pod uticajem putanje rasta u EU u drugoj polovini 2012. godine, dok bi početak proizvodnje kompanije FIAT i slabiji dinar trebalo da budu pozitivni faktori za izvoz. Stoga očekujemo deficit u uglavnom istoj zoni kao u 2011. godini. Na strani finansiranja i dalje su evidentni rizici jer bi prilivi SDI i dalje trebalo da ostanu skromni, s obzirom na to da u planu nema većih investicija, dok bi državno preuzimanje udela kompanije OTE u Telekomu Srbija imalo jednokratni negativan efekat (380 miliona EUR); stoga očekujemo neto SDI u regionu od oko 1,5% BDP-a, što podrazumeva pritisak na finansiranje kojim se generiše dug, tj. ukoliko se kao u prvom kvartalu ostvare negativni rizici, vršeći pritisak na devizne rezerve. Rast inostranog duga je uglavnom usporio, pri čemu je glavni doprinos stvaranju duga dao javni sektor, dok je privatni sektor nastavio da se razdužuje (na javni sektor otpada 44% ukupnog inostranog duga, za čim sledi 38% iz korporativnog sektora). Indikatori zaduženosti su se neznatno popravili u 2011. godini (inostrani dug prema BDP-u opao je na približno 77% BDP-a, čineći približno 210% ukupnog izvoza roba i usluga), ali se tokom cele 2012. godine očekuje izvesno pogoršanje. Posmatrano kroz strukturu, kratkoročni dug ostaje nizak (manje od 3% ukupnog duga). Pored toga, devizne rezerve pokrivaju približno 46% ukupnog inostranog duga, što sugeriše da NBS ima znatnu moć u turbulentnom tržišnom ambijentu kakav je sadašnji. Što se tiče deviznog režima, NBS nominalno sprovodi režim rukovođenog plivajućeg kursa uglavnom kratkoročnim akcijama na tržištu da bi ublažila nestabilnost i inflatorna očekivanja (vezana za kretanja kursa usled visokog stepena evroizacije).

Monetarna politika

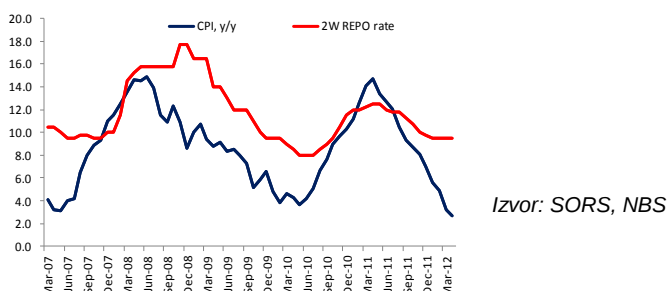
**Scenario pooštavanja
 monetarne politike koristi
 činjenicu da je verovatno da će
 doći do jakog pritiska na dinar i
 povećanih neizvesnosti**

Inflacija je tokom celog prvog kvartala zadržala silaznu putanju, dostigavši u aprilu najnižu tačku u bližoj prošlosti od 2,7% na međugodišnjem nivou i privremeno skliznuvši ispod ciljnog koridora NBS. Ipak, uprkos povoljnim inflatornim kretanjima, NBS je prinuđena na oprezniji pristup, jer je profil rizika pogođen suspendovanim sporazumom sa MMF-om i dolaskom dinara pod ozbiljne depresijacijske pritiske. Perspektiva inflacije ostaje uglavnom neizmenjena i očekuje se da pritisci na strani tražnje budu niski, u skladu sa ekonomskom perspektivom. Na pritiske na strani troškova i dalje utiču cene energije, dok se u skorijim mesecima pokazalo oživljavanje pritiska na cene hrane. Na osnovu drugog kvartala, ukupna inflacija bi se ubrzala na osnovu efekta osnovice, dok glavni pritisak u smeru porasta inflacije vidimo u slabijem dinaru (11% od početka godine) i potencijalnim promenama poreza/administrativnih cena kada nova vlada preuzme vlast (što je naglašeno zbog neophodne fiskalne konsolidacije). Stoga predviđamo da će ukupna inflacija ići iznad cilja

Slabiji dinar doprinosi konkurentnosti
 Realni efektivni kurs (indeks 2002=100)



NBS ostaje rezervisana uprkos tome što inflacija dostiže minimalne vrednosti
 Indeks potrošačkih cena i referentna stopa monetarne politike



dok bi u proseku inflacija verovatno ostala u okviru ciljnog koridora. Perspektiva inflacije i povišeni politički i fiskalni rizici sugerisu da će NBS zasada barem ostati rezervisana. Predviđamo da će NBS da nastavi da se pretežno oslanja na direktne devizne intervencije na tržištu i da se potencijalno odluči na izmenu prudencijalnih propisa kako bi podržala valutu. S druge strane, ne isključujemo neko barem prolazno pooštavanje u slučaju da ne nestanu političke neizvesnosti, što bi učinilo fiskalne rizike još naglašenijima. Sa premašivanjem nivoa od 115 dinara za evro i postepenim napredovanjem ka pragu od 120 dinara za evro, predviđamo da će NBS biti u sve neprijatnijem položaju (od početka godine NBS je potrošila približno 1 milijardu EUR da podrži valutu). Kao ključne elemente za stabilizaciju kursa i dalje vidimo poteze u smeru fiskalne konsolidacije i reaktiviranje podrške MMF-a. Naš ciljni koridor, s obzirom na porast rizika, nedavno je pomeren na 110-120 dinara za evro, gde kratkoročno ne isključujemo mogućnost da će se dinar kretati oko gornje granice koridora i, ukoliko će rizici i dalje moći da se kontrolišu, predviđamo da će se dinar stabilisati na nivou od oko 115 dinara za evro krajem godine.

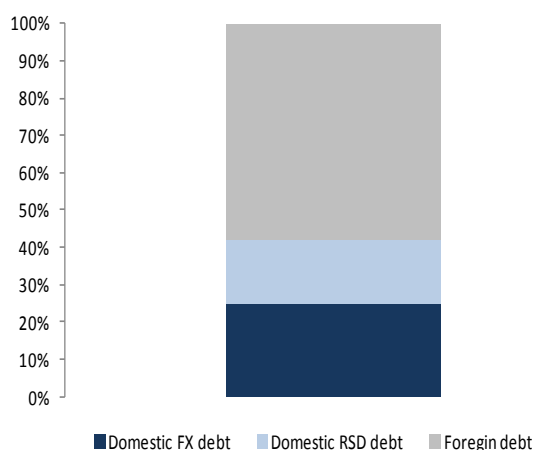
Fiskalna politika

Budžetski cilj nedostižan – rebalans čeka novu vladu

Iz sadašnje perspektive izgleda gotovo izvesno da neće biti realizovani fiskalni ciljevi u 2012. godini. Ciljni budžetski deficit od 4,25% BDP-a koji je inicijalno dogovoren sa MMF-om nije dostižan u okolnostima podbačaja na strani prihoda usled pogoršanja ekonomske perspektive i nedostatka discipline na strani rashoda pre izbora. Rebalans budžeta čeka novu vladu, ali iz sadašnje perspektive predviđamo da će deficit budžeta biti neznatno iznad praga od 5%, što nagoveštava dalje odstupanje od utvrđenog maksimalnog limita javnog duga prema BDP-u od 45%. Srednjoročna fiskalna konsolidacija bi bila ključan element u potencijalno obnovljenim pregovorima sa MMF-om koje i dalje vidimo kao važan faktor podrške mogućnostima finansiranja. U trenutnom položaju i uz zahtevno eksterno okruženje, pristup tržištu evroobveznica i dalje je težak, što samo povećava značajne potrebe za refinansiranjem preko domaćih državnih zapisa /obveznica (približno 1,5 milijardi EUR do kraja godine). Stoga predviđamo da će prinosi na domaćem tržištu i dalje biti opterećeni povećanim rizicima od pooštavanja monetarne politike i velikim potrebama za refinansiranjem. Posle dobrih rezultata u prvom kvartalu, evroobveznice su pokazale izvesnu slabost zbog nedavnih političkih događaja i obnovljenih zabrinutosti na svetskim tržištima (trenutno se kreću u zoni od 7%).

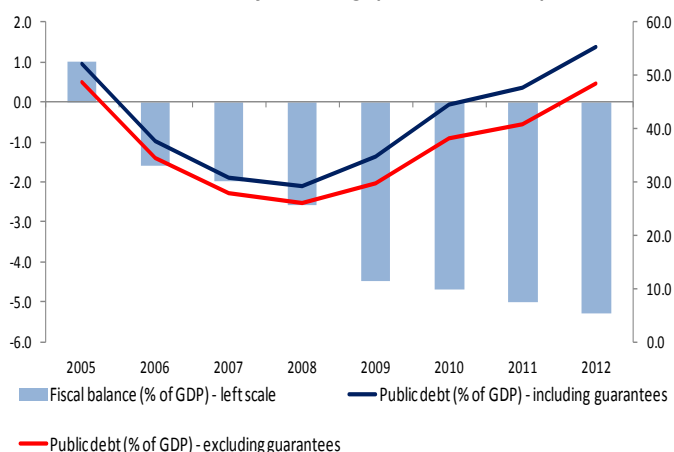
Dominira inostrana komponenta

Struktura javnog duga (januar 2012. godine)



Fiskalna konsolidacija i ubuduće ostaje izazov

Fiskalni deficit i javni dug (kao % BDP-a)



Predviđamo da će prostor za dobitke biti ograničen dok se ne smanje sadašnje neizvesnosti.

Prognoze

SRBIJA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nominalni BDP (miliona RSD)	2.276.886	2.661.387	2.720.084	2.881.891	3.175.025	3.336.073	3.555.624
Stanovništvo (mn)	7,4	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3
BDP po glavi stanovnika (EUR)	3.841	4.411	3.906	3.773	4.280	4.022	4.249
Realni BDP (međugodišnji rast, %)	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	0,0	2,0
Nominalne zarade (RSD)	38.744	45.674	44.182	47.450	52.773	56.995	61.554
Nominalne zarade (međugodišnji rast, %)	22,0	17,9	8,8	7,5	11,2	8,0	8,0
Maloprodaja (međugodišnji rast, %)	22,4	5,9	-12,3	-0,9	-16,7	-2,0	2,0
Industrijska proizvodnja (međugodišnji rast, %)	3,7	1,1	-12,1	2,9	2,1	-4,0	3,0
Indeks potrošačkih cena (međugodišnji, prosečni, %)	6,5	11,7	8,4	6,1	11,2	4,9	5,7
Indeks potrošačkih cena (međugodišnji, kraj godine, %)	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	7,6	4,5
Nezaposlenost (%)	18,1	13,7	16,1	19,2	23,0	24,0	23,0
Izvoz fob (miliona RSD)	510.342	603.924	561.600	762.820	860.220	992.040	1.105.076
Uvoz cif (miliona RSD)	1.041.155	1.218.682	1.040.677	1.254.716	1.422.267	1.589.164	1.683.259
Trgovinski bilans (% BDP-a)	-23,3	-23,1	-17,6	-17,1	-17,7	-17,9	-16,3
Strane direktne investicije (% BDP-a)	8,8	6,2	4,9	3,6	6,3	1,9	6,5
Bilans tekućih transakcija (% BDP-a)	-16,2	-18,6	-7,1	-7,4	-9,5	-9,5	-8,6
Bilans budžeta (% BDP-a)	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-5,0	-5,3	-4,5
Javni dug (% BDP-a)	31,4	26,3	34,7	44,5	47,7	55,3	56,0
Inostrani dug prema BDP-u (%)	62,5	66,8	78,7	85,1	77,7	85,4	84,7
Stopa intervencija centralne banke, prosečna	10,48	14,80	13,30	9,09	11,54	9,75	9,00
Stopa intervencija centralne banke, kraj godine	10,00	17,75	9,50	11,50	9,75	9,50	8,00
Kratkoročna kamatna stopa (tromesečna) prosečna	11,30	15,63	14,44	10,76	12,85	10,75	9,75
Kratkoročna kamatna stopa (tromesečna) kraj godine	10,32	18,88	10,84	13,53	11,04	10,25	8,75
Dugoročna kamatna stopa (desetogodišnja) prosečna	7,62	7,00	6,50				
Dugoročna kamatna stopa (desetogodišnja) kraj godine	7,66	7,00	6,50				
Kurs RSD/USD prosečni	58,44	58,14	67,47	77,93	73,34	89,76	92,00
Kurs RSD/USD kraj godine	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	92,80	92,00
Kurs RSD/EUR, prosečni	79,98	81,40	93,95	103,05	101,95	114,00	115,00
Kurs RSD/EUR kraj godine	79,24	88,60	95,88	105,50	104,64	116,00	115,00