

Srbija | Makroekonomska perspektiva

BDP niži nego što se prvobitno očekivalo

Očekuje se da će se inflacija kretati u okviru novog ciljnog koridora

Posle značajnog smanjenja, predviđamo da će prinosi biti stabilni

Dinar je pod pritiscima u pravcu apencijacije, ali NBS obuzdava nestabilnost na tržištu

Ekonomija (%)	2017p	2018p	2019p
BDP (realni, međugodišnji)	2,1	3,0	3,2
Stopa nezaposlenosti	12,7	11,6	11,1
Indeks potrošačkih cena (međugodišnji)	3,3	3,7	4,3
Maloprodaja (međugodišnja)	5,0	7,1	7,5
Indust. proizvodnja (međugodišnja)	4,6	5,8	9,2
Javni dug / BDP	68,0	64,1	60,3

Izvor: Istraživački tim Erste Grupe

Tržište	Spot	4kv17	1kv18	2kv18
EUR/RSD	119,01	120,00	121,00	121,00
USD/RSD	99,86	107,14	108,04	108,04
Ciljna stopa (%)	3,75	3,75	3,75	3,75
Tromesečna stopa (%)	3,53	3,60	3,80	3,80
Desetogodišnje obveznice (%)*	5,35	5,40	5,60	5,60

Izvor: FactSet, Istraživački tim Erste Grupe

Rejting	Sadašnji	Prognoza
Moodys	Ba3	Stabilan
S&P	BB-	Pozitivan
Fitch	BB-	Stabilan

Izvor: Istraživački tim Erste Grupe

Opšti podaci	2017.
Stanovništvo, miliona	7,2
BDP/po glavi stanovnika, EUR	5.050

Izvor: Istraživački tim Erste Grupe

Spot stopa na dan:

13. septembar 2017.

Analitičari:

Milan Deskar-Škrbić
mdskrbic@erstebank.com
+385 72 37 1349

Alen Kovač
akovac2@erstebank.com
+385 72 37 1383

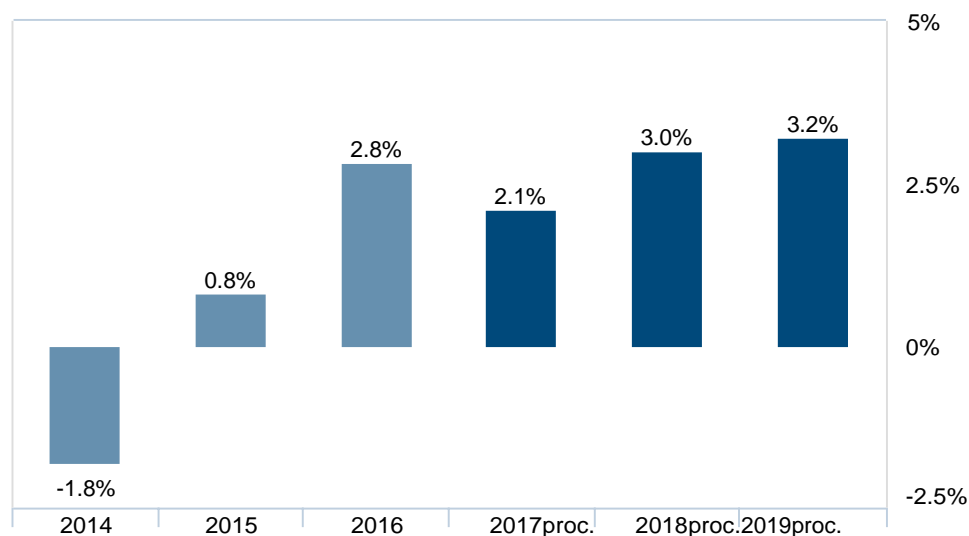
Napomena:

*Informacije o prošlim rezultatima nisu pouzdan indikator budućih rezultata.
Prognoze nisu pouzdan indikator budućih rezultata.

Rezultati u pogledu BDP-a u prvoj polovini godine bili su nešto niži no što je očekivano, sa prosekom na nivou od 1,2% međugodišnje, što je posledica negativnih jednokratnih efekata vremenskih uslova u sektorima poljoprivrede i energetike. Inflacija je nastavila da se kreće u okviru ciljnog koridora NBS, ali su jak dinar i bolji fiskalni rezultati naveli centralnu banku da neočekivano smanji referentnu stopu na 3,75%. Fiskalni rezultati u prvih sedam meseci su iznad svih očekivanja, jer je Srbija zabeležila suficit umesto planiranog malog deficita (bolja naplata na prihodnoj strani). Prinosi na obveznice su zabeležili pritiske u pravcu smanjenja, podržane boljim fiskalnim izgledima, većim interesovanjem stranih investitora i jačim dinarom.

Predviđamo da će se u narednom periodu rast BDP-a postepeno ubrzavati, a kretanje rasta će uglavnom podržavati rastuća domaća tražnja, dok bi neto rezultati izvoza mogli da poprime neutralniju ulogu, jer će veća domaća tražnja izvršiti pritisak na stranu uvoza. Ipak, korigovali smo svoju prognozu sa 2,5% međugodišnje na 2,1% međugodišnje, jer rezultati u pogledu BDP-a u drugoj polovini godine ne mogu da značajnije kompenzuju slabije rezultate iz prve polovine 2017. godine. Što se tiče monetarne politike, očekujemo da se referentna stopa neće menjati, jer predviđamo da će se inflacija stabilno kretati u okviru ciljnog koridora. Fiskalni rezultati su bolji od očekivanih, pa predviđamo da će se deficit kretati ispod 1% BDP-a. Uprkos boljim trenutnim fiskalnim podacima, još ima mnogo toga da se uradi u okviru srednjoročnog programa strukturnih reformi.

BDP (realni, međugodišnje)



Izvor: Istraživački tim Erste Grupe

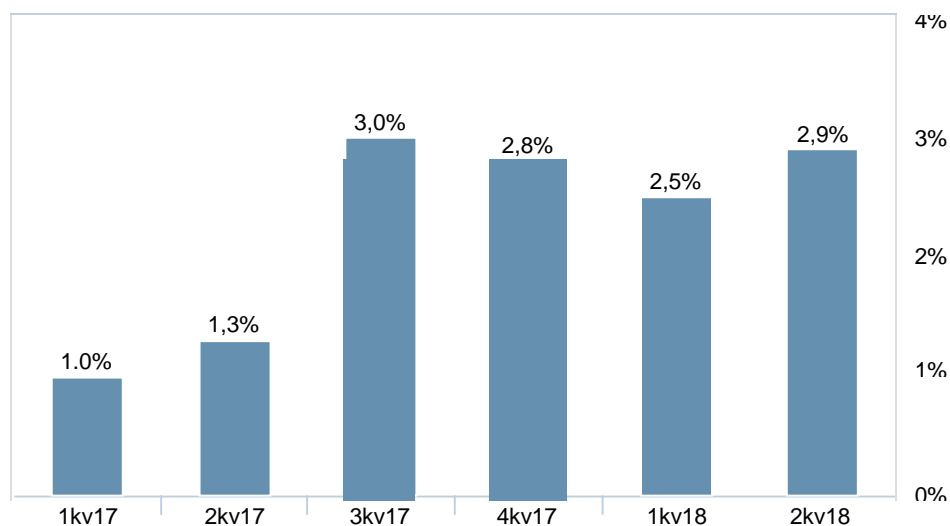
BDP

BDP niži nego što se prvobitno očekivalo

Rezultati u pogledu BDP-a u prva dva kvartala bili su ispod očekivanja, na nivou od 1% odnosno 1,3% međugodišnje. Detaljna struktura otkriva da su takva kretanja bila uglavnom rezultat jednokratnih efekata vezanih za vremenske uslove, koji su poremetili poljoprivrednu proizvodnju i proizvodnju energije. Kad se pogleda rashodna strana, ukupne rashode su uglavnom umanjile niže investicije i niži doprinosi neto izvoza (koji je bio negativan u prvom kvartalu), dok je potrošnja zadržala stabilan trend od oko 2% međugodišnje.

Predviđamo da će se u narednom periodu stopa rasta povećati, pri čemu će ključnu ulogu igrati jačanje domaće tražnje, dok bi neto izvoz trebalo da igra neutralniju ulogu. Profil potrošnje bi trebalo da podrži poboljšanja na tržištu rada, povećanje zarada u privatnom i javnom sektoru i nastavak podrške od strane potrošačkih kredita. Investicije bi trebalo da budu podržane postepenim oporavkom kredita privredi, nešto boljom poslovnom klimom i najavljenim ciklusom javnih investicija. Takođe, stabilna ekonomska prognoza za glavne trgovinske partnere će se pozitivno odraziti na stranu izvoza, ali jačanje domaće tražnje i stabilizacija cena nafte nagoveštavaju još pritisaka u pravcu povećanja na strani uvoza, pa predviđamo blago negativan doprinos neto izvoza. Sve u svemu, predviđamo da će stopa rasta BDP-a za finansijsku 2017. godinu biti na nivou od 2,1% međugodišnje.

BDP kvartalno (realni, međugodišnje)



Izvor: Istraživački tim Erste Grupe

Godišnji nivo	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Realni BDP	0,8%	2,8%	2,1%	3,0%	3,2%
Indeks potrošačkih cena (međugodišnji)	1,4%	1,6%	3,3%	3,7%	4,3%
Privatna potrošnja	0,4%	0,8%	2,0%	3,5%	3,8%

Izvor: Istraživački tim Erste Grupe

Monetarna politika

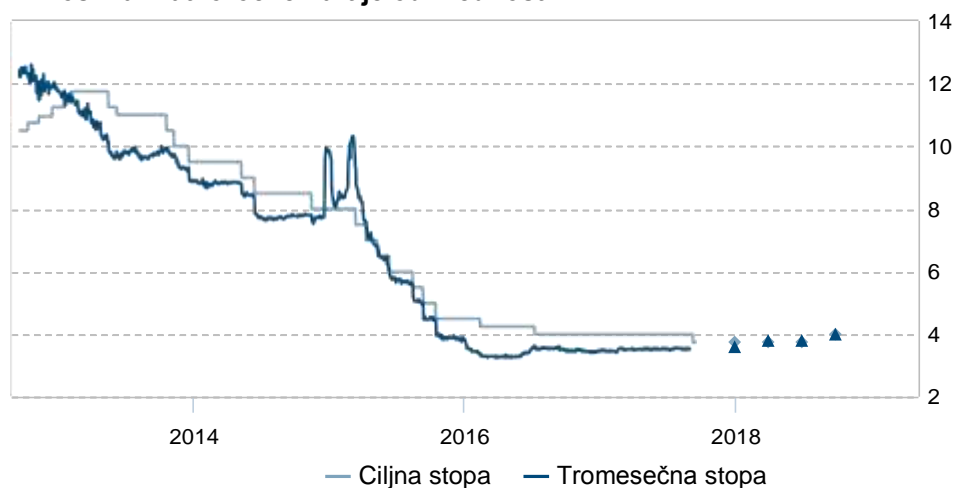
Očekuje se da će se inflacija kretati u okviru novog ciljnog koridora

Prosečna inflacija u periodu januar-avgust 2017. godine je iznosila 3,3% međugodišnje i time se pomerila malo iznad sredine ciljnog intervala NBS od 3% +/-1,5 pp, uz izvesno usporavanje u poslednjih nekoliko meseci usled sezonskih faktora i nešto većeg efekta baze u prehrambenoj komponenti. Bazna inflacija (indeks potrošačkih cena bez hrane i energije) ostala je stabilna, krećući se oko 2% međugodišnje. Očekujemo da će se u narednom periodu ukupna inflacija postepeno povećavati, podržana očekivanim bržim rastom domaće tražnje, pritiscima na strani troškova vezanim za bolja kretanja na tržištu rada i kod zarada, nešto slabijim dinarom i slabljenjem efekta baze. Predviđamo da će se inflacija do kraja godine postepeno kretati ka 3,5% međugodišnje.

Što se tiče monetarne politike, NBS je u septembru iznenada smanjila referentnu stopu na 3,75% (23 od 24 ekonomista je očekivalo da centralna banka neće menjati stopu). Prema zvaničnom saopštenju, na odluku je prvenstveno uticala prognoza niže inflacije za 2017. i 2018. godinu. Pored toga, mogli bismo da kažemo da je centralna banka iskoristila izvestan manevarski prostor stvoren jačim dinarom u uslovima jačih priliva portfolio investicija na domaćem tržištu obveznica. U narednom periodu očekujemo da NBS zadrži nepromenjenu stopu u 2017. godini jer očekujemo postepeno povećanje inflacije, podržano gore pomenutim faktorima, a trebalo bi da vidimo početak redukovanja programa kvantitativnog popuštanja ECB i nastavak povećanja stopa Federalnih rezervi, što bi moglo da utiče na apetit investitora.

U tim okolnostima bismo mogli da vidimo izvesno pooštavanje stava politike NBS tokom druge polovine 2018. godine

Prinosi na kratkoročne hartije od vrednosti



Izvor: FactSet, Istraživački tim Erste Grupe

Tržište (%)	Spot	4kv17	1kv18	2kv18	3kv18
Ciljna stopa	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00
Tromesečna stopa	3,53	3,60	3,80	3,80	4,00

Izvor: FactSet, Istraživački tim Erste Grupe

Prinosi na obveznice

Posle intenzivnog smanjenja, predviđamo da će prinosi biti stabilni

U 2017. godini su se primetno popravili fiskalni parametri u Srbiji, jer su izvršenje budžeta i javni dug pokazali bolje rezultate od očekivanih. Na kraju jula 2017. godine, budžet opšteg nivoa države je zabeležio suficit od više od 70 milijardi RSD umesto planiranog deficita, zahvaljujući boljoj naplati poreza i određenim neporeskim jednokratnim efektima. Takva kretanja budžeta su uticala na pad stope javnog duga ispod 70% projektovanog BDP-a, čak i posle uključenja potencijalnih obaveza, koje takođe beleže postepeno smanjenje. Predviđamo deficit na nivou od 0,5% BDP-a, jer očekujemo veću fiskalnu potrošnju u predstojećim mesecima vezanu za najavljen vladin paket podsticaja.

Kretanje prinosa na dinarske obveznice je pod uticajem bolje fiskalne pozicije, stabilnog inflacionog ambijenta, atraktivne razlike između kamatnih stopa, jakog dinara, aktivnosti MF usmerenih na kretanje krive prinosa na dinarske obveznice i jačeg interesovanja investitora, naročito pošto je JP Morgan uključio srpske dinarske hartije od vrednosti u svoju listu za trgovanje. Tako smo mogli da vidimo smanjenje prinosa na dinarske obveznice sa rokom dospeća 2022. godine za više od 200 bp od početka 2016. godine, a nove referentne sedmogodišnje dinarske obveznice sa rokom dospeća 2023. godine se stabilno kreću oko 5,40%. U predstojećem periodu predviđamo da će prinosi biti stabilni (da će investitori držati pozicije), uz malo pritisaka u pravcu povećanja na srednji rok koji dolaze od očekivanog povećanja inflacije i indikacija promene monetarne politike u EU. U suštini, predviđamo da će se u 2018. godini prinos na dinarske obveznice postepeno povećavati prema 6%.

Prinos na generičke državne obveznice sa rokom dospeća od 5 godina (%)



Tržište	Spot	4kv17	1kv18	2kv18	3kv18
7g. obveznica*	5,35	5,40	5,60	5,60	5,80
10g. obveznica*	5,35	5,40	5,60	5,60	5,80

Izvor: Datastream, Istraživački tim Erste Grupe

Napomena:

*Informacije o prošlim rezultatima nisu pouzdan indikator budućih rezultata. Prognoze nisu pouzdan indikator budućih rezultata.

Srpski dinar

Dinar je pod pritiscima u pravcu aprecijacije, ali NBS obuzdava nestabilnost na tržištu

Dinar je od početka godine ojačao prema evru za 3,5%, a relativno snažni pritisci u pravcu aprecijacije su se pojavili od aprila, dok se kurs dinara prema evru trenutno kreće nešto iznad nivoa od 119 dinara za evro. Po našem mišljenju, dinar podržavaju poboljšani osnovni fiskalni indikatori, intenzivnije kreditiranje u dinarima (koje je delom rezultat strategije dinarizacije) i jači prilivi kapitala. NBS je od početka godine često intervenisala na tržištu i na strani kupovine i na strani prodaje (zbog sezonskog slabljenja dinara u prvom kvartalu 2017. godine). Tačnije, NBS je kupila 960 miliona EUR i prodala 345 miliona EUR.

Što se tiče budućih kretanja, očekujemo da će makroekonomski i fiskalni ambijent, postepeno povećanje priliva kapitala (i SDI i portfolio investicija) i povećano dinarsko kreditiranje, i dalje podržavati dinar. S druge strane, povećanje uvoza podržano domaćom tražnjom i sezonski faktori u poslednjem kvartalu godine igraće ključnu ulogu na suprotnoj strani. Predviđamo da će kurs dinara prema evru ostati uglavnom stabilan u zoni od oko 120-121 dinar za evro, pri čemu je verovatniji gornji deo tog koridora do kraja godine, kojim će se upravljati povremenim intervencijama NBS. Glavni negativni rizici dolaze od eventualne pojave nervoze na globalnim tržištima, što bi dovelo do odliva kapitala sa tržišta u usponu.

KURS EUR/RSD



Izvor: FactSet, Istraživački tim Erste Grupe

	Spot	4kv17	1kv18	2kv18	3kv18
EUR/RSD	119,01	120,00	121,00	121,00	122,00
razlika u odnosu na spot		0,8%	1,7%	1,7%	2,5%
USD/RSD	99,86	107,14	108,04	108,04	108,93
razlika u odnosu na spot		7,3%	8,2%	8,2%	9,1%

Izvor: FactSet, Istraživački tim Erste Grupe

Prognoze

Godišnji nivo	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Rast realnog BDP-a	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,8	2,8	2,1	3,0	3,2
Inflacija (Indeks potr.cena, prosek)	11,2	7,3	7,9	2,1	1,4	1,6	3,3	3,7	4,3
Stopa nezaposlenosti (prosek)	23,0	23,9	22,1	19,2	17,7	15,3	12,7	11,6	11,1
Rast maloprodaje	-18,9	-0,9	-5,2	1,9	1,9	7,0	5,0	7,1	7,5
Rast indust. proizvodnje	2,6	-2,3	5,6	-6,1	8,0	4,0	4,6	5,8	9,2
Rast privatne potrošnje	0,7	-1,6	-0,3	-1,3	0,4	0,8	2,0	3,5	3,8
Rast investicija u osnovne fondove	0,8	2,5	-2,3	-3,6	5,5	5,0	3,5	6,8	8,5
Procenat BDP-a									
Trgovinski bilans	-17,3	-19,1	-13,1	-12,8	-11,3	-10,8	-10,9	-11,5	-12,8
Bilans tekućih transakcija	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-4,8	-4,2	-4,8	-5,4	-6,7
Strane direktne investicije	6,4	1,0	2,4	3,8	4,4	5,0	6,0	6,0	6,0
Budžetski bilans	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,7	-1,3	-0,5	-0,6	-0,8
Javni dug	45,4	56,2	59,6	70,4	74,7	72,9	68,0	64,1	60,3
Spoljni dug, bruto	72,2	80,9	74,8	77,1	78,3	77,9	77,5	77,0	74,5
Kurs, tržište novca									
USD/lok. val. prosek	73,34	88,12	85,15	88,87	110,70	111,27	111,02	108,48	109,82
EUR/lok. val. prosek	104,64	113,72	113,80	117,31	120,71	123,10	121,52	121,50	123,00
EUR/lok. val. k.p.	104,64	113,72	114,64	120,96	121,50	123,40	120,00	122,00	123,00
(procenat)									
Ref. stopa NBS (prosek)	11,54	10,10	10,90	8,75	5,63	4,13	3,88	3,88	4,38
Tromesečna stopa na međub.tržištu (prosek)	12,85	11,64	10,04	8,25	6,08	3,42	3,55	3,90	4,38
Prinos na 10-god. obveznice (prosek)*	n.a.	n.a.	12,72	11,49	9,25	6,34	5,50	5,70	6,10

Istraživački tim Erste Grupe

Napomena:

*Informacije o prošlim rezultatima nisu pouzdan indikator budućih rezultata. Prognoze nisu pouzdan indikator budućih rezultata.