

Srbija | Makroekonomska perspektiva

Eksterni rezultat kao pokretač rasta u prvom kvartalu

Referentna stopa stabilna na nivou od 1%

Investicioni rejting i dalje cilj

Nepromenjen kurs EUR/RSD

Ekonomija (%)	2020	2021e	2022e
BDP (realni, g/g)	-1,0	6,0	4,0
Stopa nezaposlenosti	9,0	8,9	8,5
Indeks potrošačkih cena (g/g)	1,6	2,5	2,7
Maloprodaja (g/g)	4,6	11,8	9,4
Indust. proizvodnja (g/g)	-0,2	11,4	5,2
Javni dug/BDP	57,4	59,1	58,4

Izvor: Sektor za istraživanje Erste Grupe

Tržište	Spot	3Q21	4Q21	1Q22
EUR/RSD	117,45	117,50	117,60	117,55
USD/RSD	96,48	99,58	98,00	97,96
Ref. kam. stopa (%)	1,00	1,00	1,00	1,00
Tromesečna stopa (%)	0,88	0,85	0,83	0,83
Dvogodišnja obveznica (%)*	1,53	1,40	1,40	1,40
Petogodišnja obveznica (%)*	2,42	2,30	2,20	2,10

Izvor: FactSet, Sektor za istraživanje Erste Grupe

Rejting	Sadašnji	Prognoza
Moodys	Ba2	stabilan
S&P	BB+	stabilan
Fitch	BB+	stabilan

Izvor: Sektor za istraživanje Erste Grupe

Opšti podaci	2020
Stanovništvo, miliona	6,8
BDP po glavi stanovnika, EUR	7.461

Izvor: Sektor za istraživanje Erste Grupe

Spot stopa na dan:

10. jun 2021.

Sva istraživanja u vezi sa Srbijom:

erstegroup.com/research

Analitičari:

Mate Jelić

mjelic1@erstebank.hr
+385 72 37 1443

Alen Kovač

akovac2@erstebank.com
+385 72 37 1383

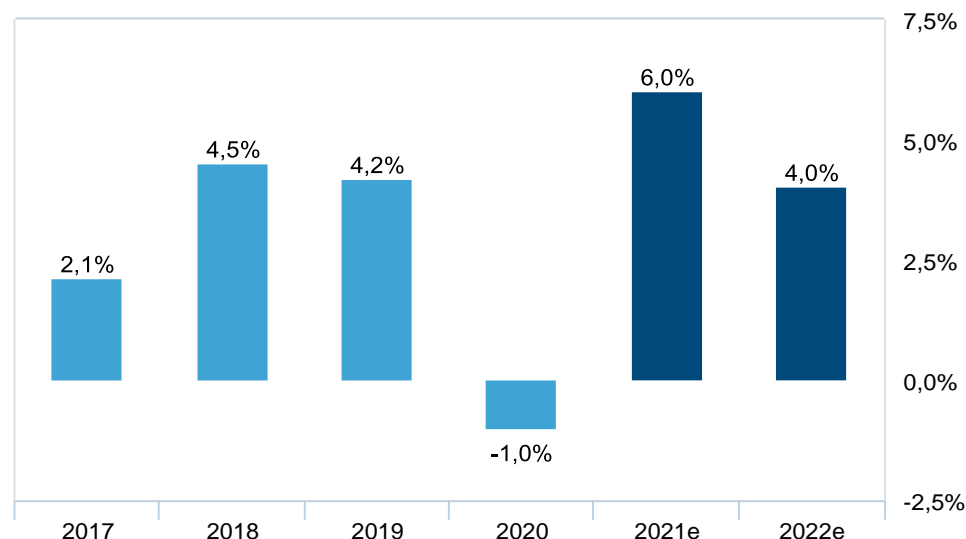
Napomena:

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

Objavljeni BDP za prvi kvartal 2021. godine (1,7% g/g, 1,9% k/k, desezoniran) neočekivano je visok, na bazi snažnog eksternog učinka i intenzivnih aktivnosti u građevinskom sektoru (19,5% g/g). S obzirom na to da je prognoza premašena, a budžet za kapitalne izdatke vlade povećan, već smo revidirali svoju prognozu BDP-a za finansijsku godinu 2021. naviše za 1pp na 6% g/g. Ulaganja deluju kao ključni pokretač rasta ove godine, dok bi predviđeni oporavak lične potrošnje u drugoj polovini 2021. takođe trebalo da doprinese ukupnom rastu sa između 2,5pp i 3pp. Bez obzira na naše nedavno povećanje prognoze, i dalje vidimo rizike koji su pretežno na pozitivnoj strani budući da visokofrekventni pokazatelji za drugi kvartal takođe ukazuju na intenzivan rast.

Privremena neusklađenost svetske potražnje i ponude, uz nestašice poluprovodnika i nisku bazu, dovešće u određenoj meri do prenosa efekta na inflaciju. Stoga smo nedavno povećali svoju prognozu prosečnog Indeksa potrošačkih cena za 0,5pp na 2,5% g/g. Nakon jednog od najvećih fiskalnih paketa u 2020. godini u vrednosti od 12,9% BDP-a, Srbija je uvela novi paket podrške u aprilu u vrednosti od oko 2,1 milijardu EUR. Paket će dovesti do konsolidovanog budžetskog deficita od oko 6,5% BDP-a, što podrazumeva javni dug na nivou od blizu, ali ipak ispod 60% BDP-a. Zbog povećanih potreba finansiranja ove godine se može očekivati još jedna emisija EUR obveznica, nakon uspešne emisije dvanaestogodišnje obveznice u iznosu od 1 milijarde EUR u februaru.

BDP (realni, g/g)



Izvor: Sektor za istraživanje Erste Grupe

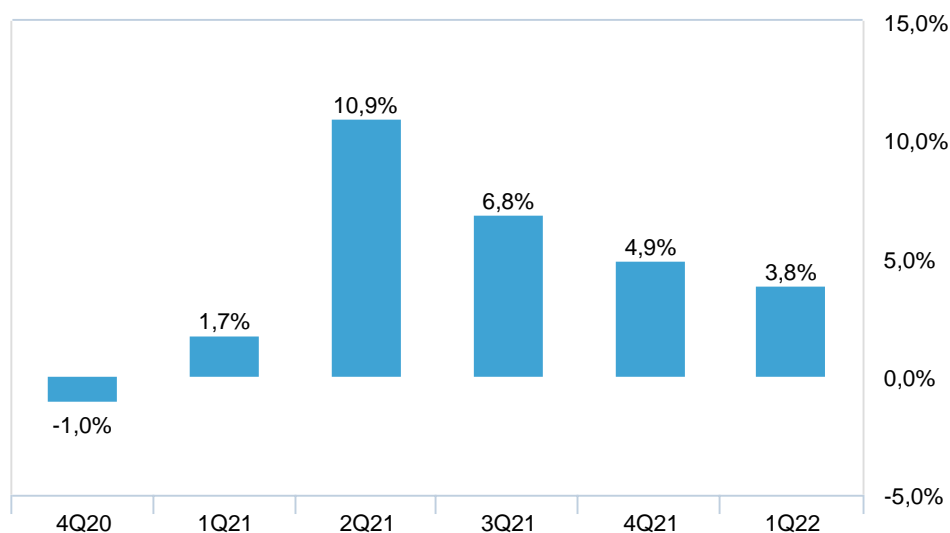
BDP

Eksterni rezultat kao pokretač rasta u prvom kvartalu

BDP za prvi kvartal 2021. godine je revidiran naviše za 0,5pp na 1,7% g/g. Neto eksterni rezultat je bio ključni pozitivni faktor na kojem se bazirao rast, dok je lična potrošnja nastavila da negativno utiče na ukupni rast. Izvoz robe i usluga zabeležio je porast od 7,9% g/g, dok je uvoz robe i usluga zabeležio pad od 1,4% g/g, s ukupnim doprinosom ukupnom rastu od 3,3pp. Investiciona aktivnost bila je drugi ključni pozitivni faktor, i zabeležila je porast od 10% g/g i doprinela sa 2,1pp ukupnom rastu. S druge strane, u kontekstu sve bržeg rasta potražnje, ekonomija je velikom brzinom potrošila postojeće male zalihe, zbog čega je promena zaliha bila negativna. Lična potrošnja je zabeležila pad od 1,9% g/g, čime je smanjila BDP za dodatnih 1,2pp, dok je javna potrošnja igrala neutralniju ulogu.

Nakon objave preliminarne procene BDP-a u junu već smo povećali svoju prognozu za 1pp na 6% g/g prosečnog rasta za ovu godinu budući da izgleda da je oporavak brži nego što se očekivalo početkom godine. U predstojećem periodu rast bi mogao da dostigne dvocifrene procenete u drugom kvartalu, zahvaljujući novom fiskalnom paketu u iznosu od 2,1 milijardu EUR, dobroj dinamici u prerađivačkoj industriji i snažnoj aktivnosti u građevinskom sektoru. Očekuje se da će sektor usluga biti pokretač rasta kasnije tokom godine, kako se proces vakcinacije bude nastavio, a restriktivne mere polako ublažavale. Visokofrekventni pokazatelji za drugi kvartal su dobri, pa su ukupni rizici po našu prognozu još uvek na pozitivnoj strani.

BDP kvartalno (realni, g/g)



Izvor: Sektor za istraživanje
Erste Grupe

Godišnji	2018.	2019.	2020.	2021e	2022e
Realan BDP	4,5%	4,2%	-1,0%	6,0%	4,0%
Indeks potrošačkih cena (g/g)	2,0%	1,9%	1,6%	2,5%	2,7%
Lična potrošnja	3,1%	3,5%	-2,5%	4,0%	3,5%

Izvor: Sektor za istraživanje
Erste Grupe

Inflacija

Inflacija se vratila

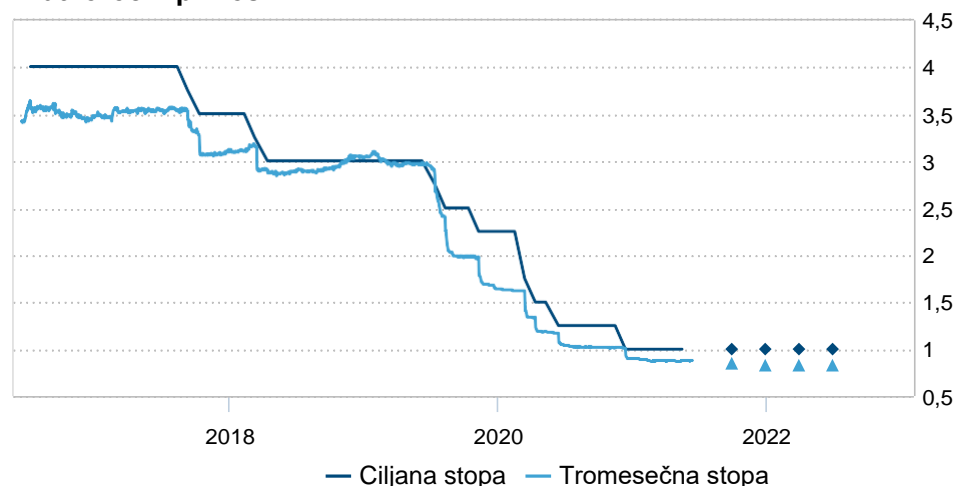
Prosečni indeks potrošačkih cena iznosio je 1,3% g/g za prvi kvartal 2021. godine, ali se povećao na 2,8% g/g u aprilu. Porast potiče od rastućih pritisaka u pogledu globalnih cena primarnih proizvoda, posebno cena nafte i hrane, koji su posebno izraženi s obzirom na nisku bazu. Privremena neusklađenost svetske potražnje i ponude preneće se u određenoj meri na inflaciju, te se očekuje da ona ostane otprilike ispod sredine ciljanog koridora. Revidirali smo svoju prognozu prosečnog indeksa potrošačkih cena naviše za 0,5pp na 2,5% g/g. Ključno pitanje je da li je ovo povećanje inflacije održivo na duže staze. Očekivanja u pogledu jednogodišnje i dvogodišnje inflacije nastavljaju da se kreću ispod sredine ciljanog koridora, zbog čega se očekuje samo privremeno povećanje.

Monetarna politika

Referentna kamatna stopa stabilna na nivou od 1%

Nakon snažne relaksacije monetarne politike u 2020. godini (sniženja stope za 125bp), NBS zadržava referentnu kamatnu stopu na nepromenjenom nivou od 1% od početka godine. S obzirom na rast koji prevazilazi očekivanja u prvom kvartalu 2021. godine i na još jedan paket fiskalne pomoći, ne očekujemo da će NBS dalje snižavati stopu. S druge strane, ukoliko inflatorna očekivanja ostanu u predviđenim granicama, a devizni kurs stabilan, ne bi trebalo da bude ni povoda za povećanje. Centralna banka će verovatno podržati likvidnost sistema, putem obuzdavanja kamatnih stopa, čime nastaje ukupni utisak relaksirane monetarne politike.

Kratkoročni prinosi



Izvor: FactSet, Sektor za istraživanje Erste Grupe

Tržište (%)	Spot	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Ciljana stopa	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Tromesečna stopa	0,88	0,85	0,83	0,83	0,83

Izvor: FactSet, Sektor za istraživanje Erste Grupe

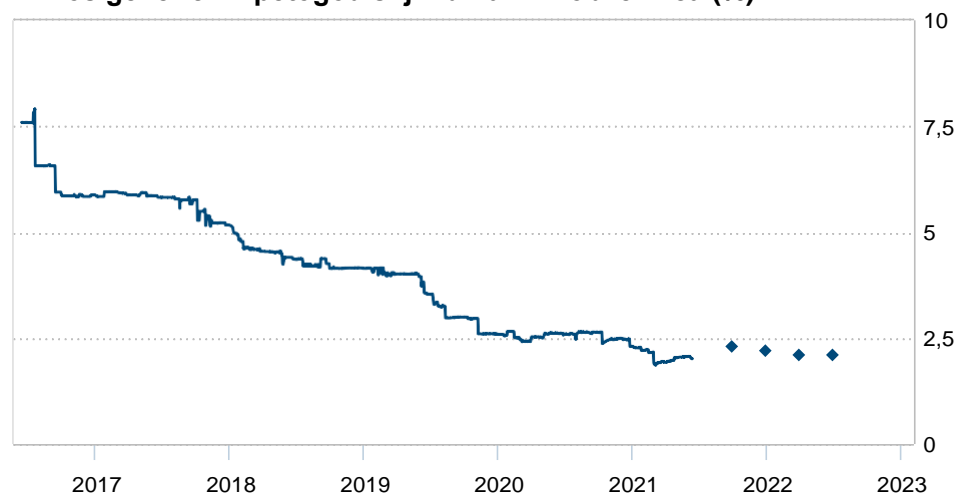
Prinosi obveznica

Investicioni rejting i dalje cilj

Konsolidovani deficit budžeta u prva četiri meseca 2021. godine iznosio je svega 0,2% BDP-a. Na prihode se odrazila dobra dinamika rasta, te su zabeležili povećanje od 18,3% g/g, dok je na strani rashoda zabeleženo povećanje od 3,5%. Zbog najavljenog trećeg paketa fiskalne podrške (efekat paketa na fiskalni rezultat procenjen je na 2,5% BDP-a), izvršen je rebalans budžeta, te se sada očekuje deficit od 6,5% BDP-a za celu godinu. Zbog većeg budžetskog deficita očekuje se još jedna emisija EUR obveznice, verovatno nakon leta, u očekivanom obimu od 1-2 milijarde EUR. Javni dug bi trebalo da bude na nivou od blizu 60% BDP-a, ali ispod njega.

Učinak dinarskih obveznica je od početka godine šarolik, s obzirom na to da kratkoročne obveznice beleže bolji učinak od dugoročnih, ali prinosi ostaju pretežno nepromenjeni. Povećanje obima trgovine na sekundarnom tržištu u aprilu podstaklo je očekivanja da će predstojeće uključivanje nekoliko RSD obveznica u indeks GBI-EM JP Morgana predstavljati preko potreban katalizator likvidnosti, ali je aktivnost u maju donela ponovno razočaranje, premda se aktivnost ponovo intenzivirala početkom juna. Učinak u kratkoročnom periodu zavisi od pozicioniranja reflacije i narativa Federalnih rezervi, dok bi dugoročnije gledano dobijanje investicionog rejtinga dalo snažan podsticaj.

Prinos generičkih petogodišnjih državnih obveznica (%)



Izvor: Datastream, Sektor za istraživanje Erste Grupe

Tržište	Spot	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Dvogodišnja obveznica*	1,53	1,40	1,40	1,40	1,40
Petogodišnja obveznica*	2,42	2,30	2,20	2,10	2,10

Izvor: Datastream, Sektor za istraživanje Erste Grupe

Napomena:

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

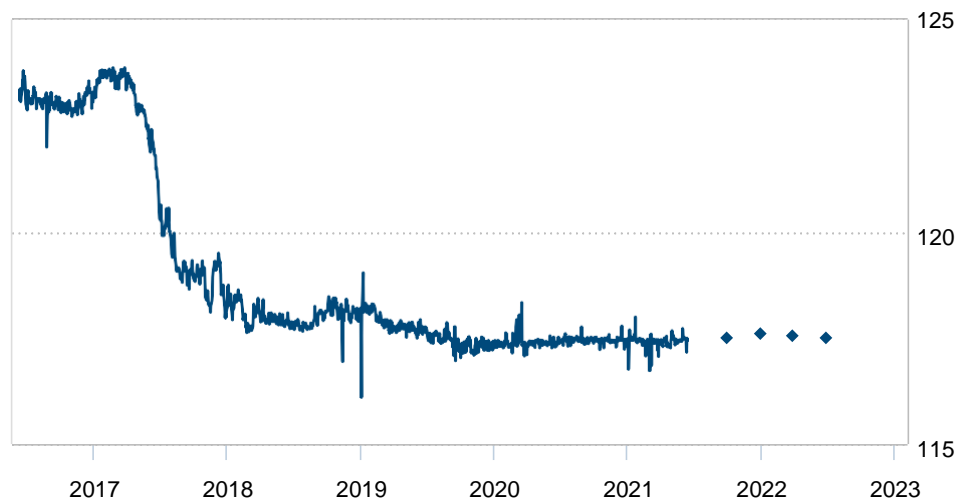
Domaći dinar

Nepromenjen kurs EUR/RSD

Relativno stabilna ponuda i potražnja na deviznom tržištu, uz povremene intervencije NBS i na kupovnoj i prodajnoj strani, imala je za rezultat nepromenjen kurs EUR/RSD od početka godine, kako odnos nastavlja da se kreće oko 117,6. U prvom kvartalu 2021. godine, NBS je bila neto prodavac deviza (EUR 50 miliona). Kako bi očuvala stabilnost na deviznom tržištu, NBS je intervenisala prodajom deviza u januaru, kao i kupovinom i prodajom u februaru i martu, premda je ukupan obim intervencija prilično nizak.

Budući da je NBS odlučna u nameri da održi stabilnost kursa na sadašnjim nivoima i uzimajući u obzir velike količine deviznih rezervi, kao i dodatnu 1 milijardu EUR na raspolaganju u vidu repo linije iz predostrožnosti kod ECB, skoro je sigurno da će kurs EUR/RSD ostati stabilan na sadašnjim nivoima.

EUR/RSD



Izvor: FactSet, Sektor za istraživanje Erste Grupe

	Spot	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
EUR/RSD	117,45	117,50	117,60	117,55	117,50
<i>u odnosu na spot</i>		0%	0,1%	0,1%	0%
USD/RSD	96,48	99,58	98,00	97,96	96,31
<i>u odnosu na spot</i>		3,2%	1,6%	1,5%	-0,2%

Izvor: FactSet, Sektor za istraživanje
Erste Grupe

Prognoze

Godišnji nivo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
Realni rast BDP-a	1,8	3,3	2,1	4,5	4,2	-1,0	6,0	4,0
Inflacija (Indeks potr.cena, prosek)	1,4	1,1	3,2	2,0	1,9	1,6	2,5	2,7
Stopa nezaposlenosti (prosek)	17,7	15,3	13,5	12,7	10,4	9,0	8,9	8,5
Rast maloprodaje	1,2	8,0	3,9	4,1	9,9	4,6	11,8	9,4
Rast industrijske proizvodnje	7,3	4,9	4,2	1,4	0,4	-0,2	11,4	5,2
Rast lične potrošnje	-0,8	1,9	2,2	3,1	3,5	-2,5	4,0	3,5
Rast investicija u osnovna sredstva	6,2	5,1	6,6	17,5	17,2	-2,8	15,4	8,7
Procenat BDP-a								
Trgovinski bilans	-11,3	-9,9	-11,1	-13,1	-13,8	-12,7	-11,9	-12,0
Bilans tekućih transakcija	-3,4	-2,9	-5,2	-4,8	-6,9	-4,3	-3,5	-3,6
Strane direktne investicije	5,9	6,3	6,4	8,1	8,3	6,5	5,8	5,9
Budžetski bilans	-3,5	-1,2	1,1	0,6	-0,2	-8,0	-6,5	-3,0
Javni dug	69,4	67,5	59,2	53,7	52,1	57,4	59,1	58,4
Spoljni dug, bruto	73,4	72,0	65,2	62,5	61,5	66,3	65,0	60,6
Kurs, tržište novca								
USD/lokalna valuta prosek	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	102,08	98,74	96,72
EUR/lokalna valuta prosek	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,57	117,56	117,51
EUR/lokalna valuta – kraj perioda	121,52	123,40	118,21	118,33	117,60	117,60	117,60	117,50
(procenti)								
Referentna stopa NBS (prosek)	6,23	4,16	3,89	3,07	2,69	1,31	1,00	1,00
Tromesečna stopa međubank. ponude (prosek)	6,08	3,42	3,40	2,96	2,50	1,18	0,87	0,83
Prinos na dvogodišnje obveznice (prosek)*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,66	1,98	1,44	1,35
Prinos na petogodišnje obveznice (prosek)*	9,25	6,34	5,80	4,00	3,53	2,61	2,29	2,05

Izvor: Sektor za istraživanje Erste Grupe

Napomena:

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