

RBAAnalize

broj 56
siječanj 2015.

Stagnacija

- Bez rasta, javne financije u fokusu
- Visoka likvidnost i niski prinosi
- Snažan pad cijena sirove nafte
- Bez optimizma za dioničko tržište



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
---	---

Usporedne tablice

Uvod

Stagnacija	5
------------------	---

Realni sektor

Bez optimizma u novoj 2015.	6
----------------------------------	---

Fiskalna politika

Ponovno odgođena fiskalna prilagodba	8
--	---

Tržište duga

Ususret euroobvezničkom izdanju	10
---------------------------------------	----

Monetarna politika i inflacija

Deflacijski pritisci u fokusu.....	11
------------------------------------	----

Tečaj

Bez iznenađenja na deviznom tržištu	12
---	----

Bilanca plaćanja, vanjski dug

Turizam – okosnica tekućeg suficita u bilanci plaćanja.....	13
---	----

Politike središnjih banaka

SNB potresla tržišta.....	14
---------------------------	----

Financijski sustav

Visoka kapitaliziranost i niska profitabilnost banaka.....	15
--	----

Nafta

Snažan pad cijena sirove nafte.....	16
-------------------------------------	----

Tržište dionica

Većina regionalnih indeksa u minusu	18
---	----

Slabi izgledi hrvatskog tržišta	19
---------------------------------------	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.e	2015.f	2016.f	2017.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-0,9	-0,8	0,0	1,0	1,5
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	48.135	45.093	45.022	44.737	43.959	43.591	42.866	42.904	43.954	45.505
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	11.166	10.471	10.479	10.426	10.280	10.221	10.096	10.140	10.425	10.832
Trgovina na malo, % promjena, realno	-0,7	-11,6	-2,1	0,6	-4,1	-0,6	0,2	1,2	2,1	2,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	1,2	-9,2	-1,4	-1,2	-5,5	-1,8	0,5	1,5	2,5	3,4
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	2,9	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	0,5	2,0	1,8
%, prosjek	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	0,4	1,4	2,3
Proizvođačke cijene, %, kraj razdoblja	4,7	1,6	5,7	5,8	6,9	-2,6	-3,4	1,8	2,2	2,5
%, prosjek	8,3	-0,4	4,3	6,4	7,0	0,5	-2,7	0,5	2,0	2,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	13,2	14,9	17,4	18,0	19,1	20,3	19,9	19,7	19,5	19,0
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	8,5	9,2	11,6	13,7	15,9	17,3	17,2	17,0	16,9	16,5
Prosječna neto plaća, u HRK	5.178	5.311	5.343	5.441	5.478	5.515	5.505	5.650	5.680	5.700
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 95	-2,7	-5,9	-6,0	-7,7	-5,6	-5,2	-6,0	-5,1	-4,4	-3,3
Javni dug, mlrd. HRK	125,3	147,2	173,1	199,3	213,0	249,8	268,6	287,6	304,6	319,6
Javni dug, % BDP-a	36,0	44,5	52,8	59,9	64,4	75,7	82,0	87,5	90,6	91,8
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.538	15.578	16.986	18.084	18.305	18.754	19.411	20.381	20.893	21.463
% promjena	8,1	-16,0	9,0	6,5	1,2	2,5	3,5	5,0	2,5	2,7
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	22.394	17.236	17.147	18.293	18.074	18.518	18.476	18.975	19.322	19.682
% promjena	10,1	-23,0	-0,5	6,7	-1,2	2,5	-0,2	2,7	1,8	1,9
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ¹	-8,8	-5,1	-1,1	-0,9	-0,1	0,9	0,5	0,4	0,7	-0,2
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	9.121	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.500	12.600	12.700	12.600
Međunarodne pričuve, u mjeseci- ma uvoza roba i usluga, kr ¹	4,9	7,2	7,5	7,3	7,5	8,4	8,1	8,0	7,9	7,7
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ²	3.700	2.303	1.068	1.036	1.130	740	600	800	1.000	1.000
Noćenja turista, % promjena	2,0	-1,3	2,6	7,0	4,0	3,3	2,7	2,5	3,0	2,8
Inozemni dug, mlrd. EUR	40,6	45,6	46,9	46,4	45,3	45,9	46,3	46,7	47,0	47,3
Inozemni dug, kao % BDP-a ¹	84,3	101,1	104,2	103,7	103,0	105,3	108,0	108,8	106,9	103,9
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ¹	219,0	292,7	276,2	256,6	247,3	244,9	238,5	229,1	225,0	220,4
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,16	5,10	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	7,00	6,38	5,88
pr, USD/HRK	4,93	5,28	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,65	6,66	6,12
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,32	7,31	7,39	7,53	7,55	7,64	7,66	7,70	7,65	7,65
pr, EUR/HRK	7,22	7,34	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,65	7,66	7,65
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	55,2	47,2	48,3	51,9	52,8	58,5	61,1	64,0	67,4	70,1
% promjena	-4,6	-14,6	2,3	7,5	1,6	10,9	4,4	4,8	5,3	4,0
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	244,1	244,4	251,7	255,7	263,8	271,5	281,2	289,6	295,4	301,9
% promjena	4,7	0,1	3,0	1,6	3,2	2,9	3,6	3,0	2,0	2,2
Plasmani, mlrd. HRK, kr	241,8	241,9	256,5	269,1	258,5	256,6	251,2	251,7	254,2	258,0
% promjena	13,4	0,0	6,1	4,9	-3,9	-0,7	-2,1	0,2	1,0	1,5
ZIBOR 3m, %, pr	7,2	8,9	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,1	1,3	2,2
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	6,0	7,5	4,0	4,0	4,1	2,5	1,9	2,0	2,2	2,4

¹ U eurima ² Prognoza izravnih stranih investicija ne uključuje priljev od eventualne monetizacije autocesta.

e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja

Prognoze: Samostalna direkcija ekonomskih istraživanja

Izvori: HNB, DZS, MF

BDP, realna godišnja promjena (%)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	1,7	3,3	3,5	3,0
Mađarska	1,5	3,2	2,3	2,3
Češka	-0,7	2,6	2,4	3,0
Slovačka	1,4	2,5	2,5	3,0
Slovenija	-1,1	2,5	2,0	2,0
SE	1,0	3,0	2,9	2,9
Hrvatska	-0,9	-0,8	0,0	1,0
Bugarska	0,9	1,4	1,2	2,1
Rumunjska	3,5	2,5	2,7	3,0
Srbija	2,5	-2,0	0,0	2,5
BiH	2,5	0,5	2,5	3,0
Albanija	0,4	2,0	3,0	4,5
JIE	2,2	1,2	1,8	2,6
Rusija	1,3	0,5	-4,0	2,0
Ukrajina	0,0	-7,0	-4,5	0,5
Bjelorusija	0,9	0,5	0,0	1,0
CIS	1,2	-0,1	-3,9	1,9
SIE	1,2	0,9	-1,5	2,2
Italija	-1,9	-0,3	0,4	1,2
Austrija	0,2	0,3	0,7	1,8
Njemačka	0,2	1,5	1,6	2,2
Eurozona	-0,4	0,8	1,2	1,9
SAD	2,2	2,2	3,2	3,2

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Tekući račun (% BDP-a)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Mađarska	4,1	3,9	3,9	3,8
Češka	-1,4	0,0	-0,1	0,0
Slovačka	2,1	2,1	2,0	1,9
Slovenija	6,5	6,3	4,9	4,7
SE	0,6	0,9	0,7	0,6
Hrvatska	0,9	0,5	0,4	0,7
Bugarska	1,9	0,3	-0,5	-0,8
Rumunjska	-0,8	-0,9	-1,5	-2,0
Srbija	-6,5	-6,3	-6,9	-7,9
BiH	-6,0	-9,6	-8,5	-7,4
Albanija	-10,4	-10,2	-10,5	-9,9
JIE	-1,5	-2,0	-2,4	-2,7
Rusija	1,6	3,4	3,7	2,5
Ukrajina	-9,0	-3,3	-3,7	-4,3
Bjelorusija	-10,2	-5,4	-5,9	-7,5
CIS	0,4	2,7	2,8	1,7
SIE	0,3	1,7	1,4	0,8
Italija	1,0	1,5	1,3	1,0
Austrija	1,0	0,1	-0,5	-0,5
Njemačka	6,7	7,0	6,5	6,0
Eurozona	2,0	2,3	2,4	2,2
SAD	-2,3	-2,4	-2,9	-3,0

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Inozemni dug (% BDP-a)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	69,9	68,6	68,6	66,4
Mađarska	118,5	109,4	95,7	87,2
Češka	51,5	51,6	51,0	50,1
Slovačka	81,1	97,4	101,9	99,0
Slovenija	113,3	112,3	112,5	112,2
SE	75,6	75,5	73,8	70,9
Hrvatska	105,3	108,0	108,8	106,9
Bugarska	93,5	100,2	96,2	93,8
Rumunjska	67,8	63,5	62,8	61,8
Srbija	80,8	83,9	86,8	85,8
BiH	62,5	66,4	63,6	58,3
Albanija	28,2	28,5	29,3	30,8
JIE	75,9	75,2	74,2	72,5
Rusija	33,6	34,7	47,0	37,2
Ukrajina	77,0	109,1	147,2	146,1
Bjelorusija	52,7	52,9	53,0	56,3
CIS	37,5	40,3	54,4	43,9
SIE	51,7	54,6	63,5	56,1
Italija	117,9	120,0	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene (% god. promjena)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	0,9	0,0	0,6	1,8
Mađarska	1,7	-0,2	1,0	3,0
Češka	1,4	0,4	1,0	2,2
Slovačka	1,4	-0,1	0,5	2,0
Slovenija	1,8	0,3	0,8	1,5
SE	1,2	0,1	0,7	2,0
Hrvatska	2,2	-0,2	0,4	1,4
Bugarska	0,9	-1,2	1,9	3,2
Rumunjska	4,0	1,1	1,4	2,4
Srbija	7,8	2,1	3,3	4,3
BiH	-0,1	-0,9	1,5	2,5
Albanija	1,9	1,8	2,5	2,8
JIE	3,4	0,6	1,6	2,6
Rusija	6,8	7,6	9,4	7,0
Ukrajina	-0,2	12,1	24,7	12,0
Bjelorusija	18,3	19,0	18,0	15,0
CIS	6,6	8,3	10,8	7,6
SIE	4,8	5,3	7,1	5,6
Italija	1,3	0,2	-0,5	0,8
Austrija	2,1	1,5	0,9	2,3
Njemačka	1,6	0,9	0,9	2,6
Eurozona	1,4	0,4	0,1	1,4
SAD	1,5	1,7	0,0	3,0

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsol. opće države (% BDP-a)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	-4,3	-3,2	-2,7	-2,0
Mađarska	-2,3	-2,9	-2,8	-2,8
Češka	-1,3	-1,5	-2,1	-1,8
Slovačka	-2,6	-2,9	-2,3	-1,4
Slovenija	-14,7	-5,0	-4,0	-3,0
SE	-3,7	-2,9	-2,6	-2,1
Hrvatska	-5,2	-6,0	-5,1	-4,4
Bugarska	-1,9	-3,6	-2,0	-1,9
Rumunjska	-2,2	-2,0	-2,3	-2,3
Srbija	-4,8	-8,0	-6,0	-5,5
BiH	-2,2	-3,8	-2,5	-2,0
Albanija	-6,0	-6,6	-4,5	-3,5
JIE	-3,1	-3,7	-3,2	-2,9
Rusija	-1,0	-0,8	-0,6	-0,2
Ukrajina	-6,5	-11,0	-7,0	-5,5
Bjelorusija	0,2	0,0	0,0	0,0
CIS	-1,4	-1,6	-1,1	-0,6
SIE	-2,2	-2,1	-1,7	-1,2
Italija	-3,0	-3,0	-2,7	-2,4
Austrija	-1,5	-2,6	-2,2	-1,5
Njemačka	0,1	0,2	0,0	0,2
Eurozona	-2,9	-2,6	-2,4	-2,1
SAD	-4,1	-2,9	-2,6	-2,9

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	4,20	4,19	4,28	4,09
Mađarska	297	309	313	322
Češka	26,0	27,5	27,4	26,9
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
SE	140	140	140	140
Hrvatska	7,58	7,63	7,65	7,66
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,42	4,44	4,43	4,40
Srbija	113	117	123	126
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	140	140	140	140
JIE	euro	euro	euro	euro
Rusija	42,3	51,0	65,9	61,9
Ukrajina	10,8	15,9	19,3	20,1
Bjelorusija	11828	13597	16969	19694
CIS	140	140	140	140
SIE	euro	euro	euro	euro
Italija	euro	euro	euro	euro
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,33	1,32	1,15	1,15

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Stopa nezaposlenosti (% god. prom.)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	13,5	12,3	11,0	10,5
Mađarska	10,4	7,9	7,2	6,6
Češka	7,7	7,7	7,2	6,9
Slovačka	14,2	13,3	12,7	12,1
Slovenija	10,1	10,0	9,5	8,5
SE	11,8	10,8	9,8	9,3
Hrvatska	17,3	17,2	17,0	16,9
Bugarska	12,9	11,9	11,7	10,7
Rumunjska	7,1	7,0	6,8	6,8
Srbija	22,1	22,0	23,0	22,0
BiH	27,5	28,2	26,5	24,0
Albanija	17,0	17,5	17,0	15,0
JIE	12,8	12,6	12,5	12,0
Rusija	5,6	5,5	5,8	6,0
Ukrajina	7,5	8,5	9,5	9,5
Bjelorusija	0,5	1,0	1,0	1,0
CIS	6,6	8,3	10,8	7,6
SIE	4,8	5,3	7,1	5,6
Italija	12,2	12,8	12,8	12,5
Austrija	4,9	5,0	5,3	5,2
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	12,0	11,6	11,4	11,3
SAD	7,4	6,2	5,2	4,2

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Javni dug (% BDP-a)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	57,0	49,4	50,0	48,4
Mađarska	77,2	77,8	77,7	76,8
Češka	45,7	44,7	43,9	43,4
Slovačka	54,6	54,9	54,7	53,4
Slovenija	73,0	80,0	82,0	81,0
SE	57,9	54,1	54,3	53,1
Hrvatska	75,7	82,0	87,5	90,6
Bugarska	19,0	28,8	24,0	22,0
Rumunjska	37,9	38,2	38,8	39,0
Srbija	63,0	70,8	76,4	78,5
BiH	41,5	45,0	44,6	42,5
Albanija	68,0	72,0	70,0	69,0
JIE	44,7	48,3	49,3	49,7
Rusija	11,3	11,5	12,0	13,5
Ukrajina	40,3	70,0	82,0	87,0
Bjelorusija	32,5	33,0	34,0	35,0
CIS	14,2	16,6	18,0	19,8
SIE	29,1	30,0	31,0	31,9
Italija	127,9	132,1	134,0	133,1
Austrija	81,2	87,2	87,1	85,2
Njemačka	76,9	74,5	72,4	69,6
Eurozona	90,9	92,1	92,5	91,6
SAD	100,5	103,5	102,5	101,3

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Rejting

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BB	Ba1	BB+
Češka	AA-	A1	A+
Slovačka	A	A2	A+
Slovenija	A-	Ba1	BBB+
Hrvatska	BB	Ba1	BB
Bugarska	BB+	Baa2	BBB-
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB-	B1	B+
BiH	B	B3	nema ocj.
Albanija	B	B1	nema ocj.
Hrvatska	BB	Ba1	BB
Bugarska	BB+	Baa2	BBB-
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB-	B1	B+
BiH	B	B3	nema ocj.
Albanija	B	B1	nema ocj.
Rusija	BBB-	Baa2	BBB-
Ukrajina	CCC-	Caa3	CCC
Bjelorusija	B-	B3	nema ocj.
Italija	BBB-	Baa2	BBB+
Austrija	AA+	Aaa	AAA
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

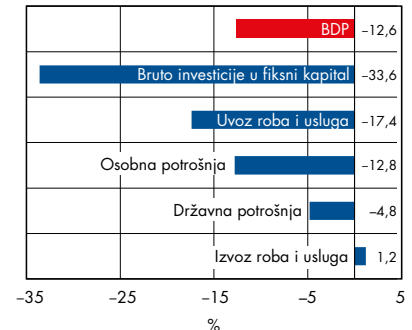
Dugoročno zaduživanje, strana valuta
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Stagnacija

Prvi pokazatelji za posljednje tromjesečje upućuju tek na stagnaciju gospodarske aktivnosti pri iznimno niskim razinama, bez zamjetnijih naznaka održivog oporavka sljedećih tromjesečja. Posljedično još jednu, šestu godinu u nizu Hrvatska je zaključila s padom gospodarske aktivnosti. Izgubivši preko 12% realne vrijednosti bruto domaći proizvod vratio se na razinu iz 2005. Zabrinjava činjenica da ni danas nakon šest godina krize nisu stvoreni preduvjeti za održiv rast i oporavak. Domaća potražnja i u posljednjem tromjesečju ostala je pod utjecajem iscrpljenog realnog sektora i padajuće zaposlenosti, a detaljniji uvid u strukturu nezaposlenih naglašava probleme tržišta rada s dugoročnijim posljedicama. Unatoč poreznom rasterećenju dohotka ne očekujemo značajniji poticaj povećanoj potrošnji. Već sada je izvjesno da će s ciljem neutraliziranja gubitka dijela prihoda dio općina i gradova podići prirez. U uvjetima poprilične neizvjesnosti nema ni naznaka oporavka investicijske aktivnosti. Odgoda strukturalnih promjena u javnom sustavu za posljedicu ima i daljnju odgodu kapitalnih javnih investicija s obzirom na to da se jednokratnim uštedama uspijeva zadržati *status quo* među interesnim skupinama. Međutim prostora za takvu politiku sve je manje i sustav koji je sam sebi svrha jednostavno postaje neodrživ. Osim toga još uvijek je nejasno kako će država u uvjetima stagnacije nadoknaditi dio izgubljenih prihoda proizašlih iz izmjena poreznog sustava. Jedina komponenta koja i dalje ublažava snažniju kontrakciju cjelokupnoga gospodarstva je izvoz roba i usluga, koji je s jedne strane nedovoljno snažan da preokrene negativne trendove, a s druge njegova ovisnost o uveznoj komponenti umanjuje pozitivne učinke vanjskotrgovinske razmjene. Razlike u statističkom obuhvatu prisutne prije i nakon pristupanja EU-u nestat će na početku 2015. pa će se zamjetno umanjiti stopa rasta izvoza roba, naglašavajući problem konkurentnosti hrvatske industrije i izvoza. A onda ćemo s približavanjem predsezona ponovno slamku spasa tražiti u noćenjima i potrošnji inozemnih gostiju s nadom da će relativno kratkoj sezoni u prilog ići vrijeme.

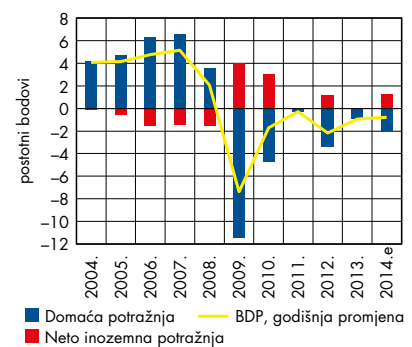
Dakle, prva polovica 2015. neće donijeti bitnije promjene u gospodarstvu. Predviđamo nastavak sličnih trendova, ali nešto blažim intenzitetom. Fokus će kao i u cijeloj 2015. biti usmjeren na područje fiskalne politike i objavu konačnih podataka o državnom proračunu i javnom dugu u skladu s metodologijom Eurostata, koja bi mogla jasno upozoriti na neodrživo stanje javnih financija. Unatoč potrebi ne predviđamo ni transparentnije upravljanje javnim dugom, a sljedeće izvješće Europske komisije o prekomjernom deficitu i makroekonomskim neravnotežama neće uputiti na bitnije pomake u Hrvatskoj. S druge strane središnja banka najavila je podržavanje kunske likvidnosti, ali i stabilnosti domaćeg financijskog sustava pa u tom segmentu ne očekujemo iznenađenja. Visoka likvidnost inozemnih financijskih tržišta i tijekom prvog tromjesečja pogodovat će zaduživanju države. Posljednje tromjesečje 2014. i rast premije rizika podsjetili su na relativno veću osjetljivost hrvatske premije rizika na globalna i regionalna kretanja. Zasad nam situaciju uvelike olakšava politika ESB-a i namjera proširenja monetarnih olakšica na državne vrijednosnice. Time u uvjetima niskih prinosa i visoke likvidnosti hrvatski dug postaje atraktivniji, a financiranje jednostavnije, barem zasad. Međutim, nastavak zaduživanja uz istodobni izostanak oporavka pogoršava relativne pokazatelje zaduženosti (dug/BDP). Na njih će nepovoljno utjecati i izostanak inflacije, koja će kao i prethodnih godina biti pod snažnim utjecajem kretanja na svjetskim robnim tržištima, tržištima prehrambenih sirovina i nafte. Snažan pad cijena crnog zlata koji je započeo u drugoj polovici 2014. nastavio se i na početku 2015. Pozadinu takvih kretanja opisujemo u temi broja.

BDP i sastavnice, realna promjena 2014./2008.



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi domaće i neto inozemne potražnje rastu BDP-a



Izvori: HNB, DZS, Raiffeisen istraživanja

Rejting – Republika Hrvatska

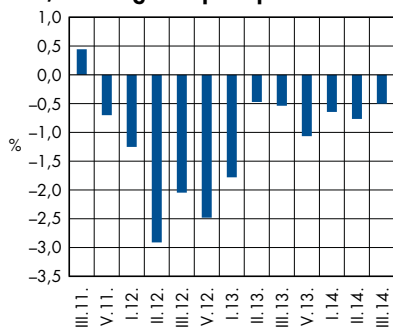
	Dugoročno zaduživanje			
	Strana valuta		Domaća valuta	
	Ocjena	Trend	Ocjena	Trend
Fitch Ratings	BB	Stabilan	BB+	Stabilan
Moody's	Ba1	Negativan	Ba1	Negativan
Standard & Poor's	BB	Stabilan	BB	Stabilan

Izvor: Bloomberg

Bez optimizma u novoj 2015.

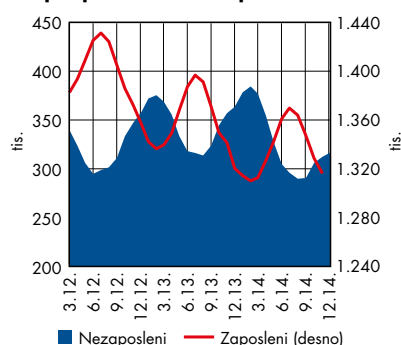
- 2014. – još jedna recesijska godina
- Politika *statusa quo* vodi k stagnaciji
- Nužne reformske mjere pod rizikom predizborne godine

BDP, realne godišnje stope



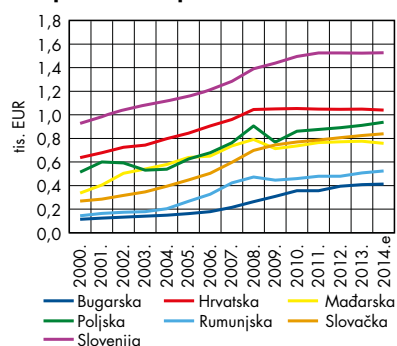
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj zaposlenih i nezaposlenih



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prosječna bruto plaća



Izvori: wiw, Raiffeisen istraživanja

Konačni podaci za treće tromjesečje 2014. potvrdili su nastavak smanjenja domaće potražnje, daljnje slabljenje investicijske aktivnosti te negativan doprinos rastu BDP-a od strane državne potrošnje. Prvi podaci u posljednjem tromjesečju upućuju na stagnaciju gospodarske aktivnosti na vrlo niskim razinama, a zapaženi pozitivni pomaci pojedinih indikatora poput prometa u trgovini na malo ili rasta industrijske proizvodnje nedovoljni su da bi pokrenuli rast gospodarstva. Izvoz roba nastavio je i u posljednjem tromjesečju premašivati stopu rasta uvoza roba, ali visoka ovisnost izvoza o uveznoj komponenti te njegova relativno mala važnost u gospodarstvu ne uspijevaju biti pokretač oporavka. S ciljem obuzdavanja rasta neproduktivne potrošnje i zadovoljavanja ciljeva postavljenih od strane Europske komisije, izgledna je i jača kontrakcija državne potrošnje. Međutim, kako izostaju strukturne izmjene u javnom sustavu izostaje i investicijska aktivnost, čija se realna vrijednost u 2014. u odnosu na 2008. smanjila za više od 33% spustivši se tako na razinu iz sredine 2003.

Realan pad potrošnje kućanstava u izravnoj je vezi s kontinuiranim negativnim kretanjima na tržištu rada uz istodobno slabe izgledne oporavka, koji će i u idućem razdoblju uzrokovati odgodu potrošnje te nastavak procesa razduživanja. Unatoč nešto povoljnijoj statistici s tržišta rada, detaljnija analiza upućuje više na administrativne promjene te potvrdu činjenice da bez oporavka realnog sektora nema ni oporavka na tržištu rada. Naime, na kraju 2014. broj nezaposlenih dosegao je brojku od preko 316 tisuća, što je za 12,8% niže nego krajem 2013., ali je istodobno zaposlenost nastavila kontinuirani dugogodišnji pad. Posljednji podaci za studeni pokazuju da je broj zaposlenih u pravnim osobama za gotovo 18 tisuća manji nego u istom mjesecu 2013. Nadalje, od ukupnog broja izlazaka iz evidencije nezaposlenih više od trećine odnosi se na administrativno brisanje¹ što značajno utječe na smanjenje stope nezaposlenosti. Osim toga, gotovo polovica nezaposlenih spada u dugoročno nezaposlene, dok više od polovice nezaposlenih osoba pripada dobnoj skupini od 20 do 45 godina, a to su ujedno osobe u najproduktivnijoj radnoj dobi. Revidirani podaci o kretanju radno sposobnog stanovništva (15+) upućuju na kontinuirano opadanje na godišnjoj razini još od 2009., što potvrđuje duboke strukturne probleme na tržištu rada. Prvi mjeseci 2015. godine, shodno sezonalnosti, donijet će nastavak negativnih kretanja te povećanje broja nezaposlenih i posljedično višu stopu nezaposlenosti. Zbog stupanja na snagu novog Zakona o porezu na dohodak (čija je intencija bila rasterećenje dohotka od rada te poticanje rasta osobne potrošnje) tijekom prvog tromjesečja 2015. očekujemo razmjerno značajan rast nominalnih neto plaća. Unatoč poreznom rasterećenju raspoloživog dohotka, ne očekujemo značajniji poticaj povećanoj potrošnji. Već sad je izvjesno da će s ciljem neutraliziranja gubitka dijela prihoda dvadesetak općina i gradova podići prerez, pa će prosječan racionalan potrošač u uvjetima neizvjesnosti i sumornih očekivanja zasigurno odgoditi potrošnju, a višak raspoloživih sredstava usmjeriti u štednju ili podmirivanje dospjelih dugova. Uza

¹ Odnosi se na broj odjavljenih s evidencije nezaposlenih zbog nejavljanja u evidenciju, nepridržavanja zakonskih odredbi i ostalih razloga.

sve navedeno gubi se prostor za snažniji zamah u osobnoj potrošnji, koja će i tijekom sljedećeg razdoblja ostati ograničena rigidnošću na tržištu rada i primarnom nemogućnošću novog zapošljavanja.

Ograničena zahtjevima za fiskalnom prilagodbom i sve težim financiranjem tekućih obveza, država je primarno posegnula za rezanjem javnih investicija, što je uz ionako zamrli sektor građevinarstva (čija bruto dodana vrijednost bilježi realan pad već 24. tromjesečje zaredom) rezultiralo padom ukupnih investicija. S obzirom na to da niti investicije planirane za sufinanciranje od strane fondova EU-a u dobroj mjeri nisu iskorištene te uz daljnje postojanje nepoticajnog poduzetničkog okruženja, značajniji oporavak te sastavnice BDP-a ne očekujemo ni u prvom tromjesečju 2015.

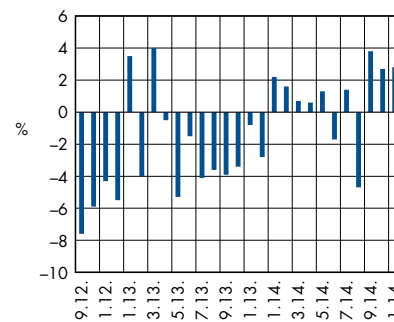
Intenziviranje predizbornih aktivnosti ocjenjujemo kao negativan rizik za pokretanje snažnijih reformskih zahvata u idućem razdoblju, uz očekivani nastavak otpora interesnih skupina mogućim reformama. Uostalom, do kraja 2014. nije zabilježen nijedan uspješno okončan proces veće privatizacije državne imovine i/ili restrukturiranja javnog poduzeća. Očito je da bez sveobuhvatnih mjera makroekonomske politike pojedinačni dobri rezultati ne mogu generirati toliko željeni gospodarski rast: industrijska proizvodnja (na krilima rasta prerađivačke industrije, koja čini gotovo 80% ukupne industrije) u prvih jedanaest mjeseci prošle godine, nakon pet godina uzastopnog pada, ostvarila je blagi pozitivan godišnji rast, a izvoz roba i usluga jedina je sastavnica BDP-a koja je pozitivno doprinijela gospodarskom ostvarenju u 2014. Uspješna turistička sezona pozitivno je utjecala i na rezultate u trgovini na malo, koja je u prošloj godini uglavnom bilježila pozitivne godišnje stope rasta.

Stoga u idućem razdoblju očekujemo nastavak rasta izvoza roba i usluga po relativno višim stopama od uvoza, premda po sporijoj dinamici od one kakva je zabilježena u prvoj polovici 2014. (prije svega zbog očekivanog oporavka glavnih vanjskotrgovinskih partnera, koji bi mogli apsorbirati nešto veću domaću proizvodnju i izvoz), dok u isto vrijeme snažniji rast domaće potražnje nije izgledan s obzirom na prethodno spomenute probleme na tržištu rada.

Činjenica je da je iza nas još jedna godina propuštenih prilika, u kojoj su vidljivi tek parcijalni pomaci nedovoljni za pokretanje pozitivnoga gospodarskog ciklusa. Posljednji podaci potvrđuju nastavak razduživanja sektora stanovništva i poduzeća tijekom posljednjeg tromjesečja te nisku razinu poslovnog i potrošačkog optimizma. I dalje prisutno nepoticajno poslovno okruženje podržava predviđanja o nastavku negativnih trendova i tijekom nadolazećeg razdoblja. U najboljem slučaju možemo očekivati stagnaciju gospodarske aktivnosti pri vrlo niskim razinama. Ne smijemo podcijeniti činjenicu da se Hrvatska nalazi u predizbornoj godini, što dodatno pojačava rizik od odustajanja od snažnijih strukturnih mjera, što u konačnici odgađa stvaranje preduvjeta za održiv rast i razvoj.

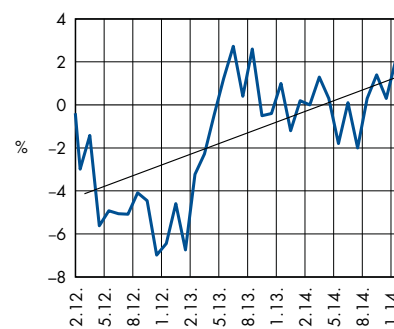
Od vanjskih čimbenika rizika svakako su najznačajnija gospodarska kretanja u zemljama najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima, a mogući negativni razvoj geopolitičke situacije između zemalja EU-a i Rusije nosi rizik smanjenja potražnje za hrvatskim robama i uslugama. Stoga u osnovnom scenariju nakon očekivanog pada u 2014. mogla bi uslijediti još jedna godina gospodarske stagnacije na vrlo niskim razinama.

Industrijska proizvodnja, godišnja promjena



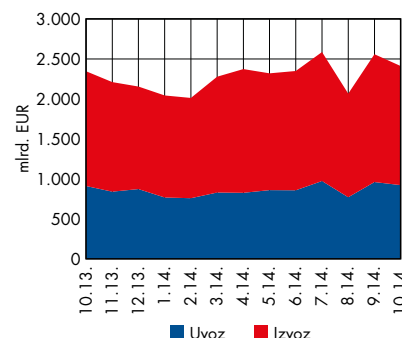
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Trgovina na malo, godišnja realna promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Robna razmjena RH s inozemstvom

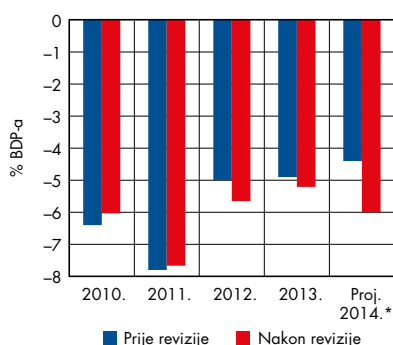


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Ponovno odgođena fiskalna prilagodba

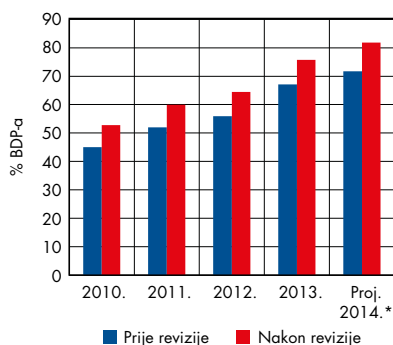
- U studenome izglasan drugi rebalans državnog proračuna za 2014.
- Trogodišnje fiskalne projekcije – optimistične i/ili nedovoljno transparentne
- Izdavanje HZZO-a iz sustava državne riznice: bez jasnih argumenata

Deficit opće države (ESA 2010)



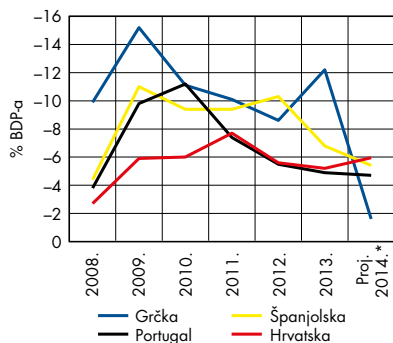
* prognoze Raiffeisen istraživanja
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Dug opće države (ESA 2010)



* prognoze Raiffeisen istraživanja
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Deficit opće države (ESA 2010)



* prognoze Raiffeisen istraživanja
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Pred sam kraj fiskalne godine Vlada je donijela drugi po redu rebalans državnog proračuna za 2014. Kao što smo i predvidjeli, očekivanja od rebalansa koji se izglasava u trenutku kada praktički nije moguće postići radikalniji zaokret u proračunskoj potrošnji svode se tek na tehničko usklađivanje prihoda i rashoda. Rebalans je primarno posljedica dvaju čimbenika: prvo, nepovoljna gospodarska kretanja uzrokovala su znatno niže ostvarenje proračunskih prihoda, a s druge strane neadekvatno planirani rashodi uz istodobni nastanak i pojedinih "izvanrednih" troškova (poput onih za sanaciju poplava) utjecali su na nužnost donošenja novog financijskog plana za 2014. Na razini središnjeg proračuna smanjeni su ukupni prihodi za 2,6 mlrd. kuna (od čega se glavnina odnosi na PDV čiji je plan smanjen za čak 1,3 mlrd. kuna), dok su ukupni rashodi smanjeni za 544 mil. kuna, čime je prethodno planirani deficit središnjeg proračuna porastao s 13,6 mlrd. na 15,6 mlrd. kuna. S obzirom na to da je predloženo i smanjenje manjka izvanproračunskih korisnika, ukupni deficit konsolidirane opće države za 2014. doseže 16,4 mlrd. kuna ili 5% BDP-a. Važno je naglasiti da je tako iskazani deficit u skladu s nacionalnom metodologijom koja se temelji na odredbama nacionalnog proračunskog računovodstva. Međutim, Hrvatska je kao članica EU-a obvezna iskazivati fiskalni deficit prema metodologiji ESA 2010, prema kojoj su sve zemlje članice dužne voditi statistiku nacionalnih računa, čime se omogućuje konzistentna međunarodna usporedivost. Stoga, prema našim očekivanjima (sukladno metodologiji ESA 2010) deficit konsolidirane opće države za 2014. mogao bi dosegnuti gotovo 6% BDP-a, što je za oko 0,8 postotnih bodova više od prethodne godine. Dvije najvažnije komponente koje, za razliku od nacionalne metodologije, uvećavaju deficit iskazan prema ESA 2010 svakako su sredstva transferirana iz II. mirovinskog stupa u I. stup, tj. državni proračun, čime se tretiraju kao jednokratni primitak (a ne prihod), te dospjele neplaćene obveze za čiji iznos se također uvećava proračunski manjak. Usto, razlike proizlaze i uslijed primjene različitih principa bilježenja proračunskih transakcija: obračunskog odnosno novčanog. Zbog svega navedenoga smatramo da žurno treba poraditi na metodološkoj kompatibilnosti podataka kako bi se osigurao adekvatan stupanj transparentnosti kod uvida u trošenje javnog novca.

Sa zakašnjenjem od nekoliko mjeseci Vlada je u studenome donijela *Smjernice ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2015.–2017.*, koje su temeljene na (optimističnoj) pretpostavci izlaska iz recesije te realnoga gospodarskog rasta od 0,5% u 2015., a nakon toga je javno objavljeno *Obrazloženje prijedloga proračuna za trogodišnje razdoblje*. Uslijed spomenutih metodoloških razlika (te zbog promjene statističkog obuhvata), onemogućena je egzaktna usporedba među najvažnijim proračunskim dokumentima. Ipak, na razini središnjeg proračuna, predviđeni su ukupni prihodi na razini 106,4 mlrd. kuna uz rashode od 119 mlrd. kuna, što bi rezultiralo deficitom od 12,5 mlrd. kuna (što je za oko 3 mlrd. kuna manje u odnosu na rebalansirani plan za 2014.). Pretpostavlja se da će izvanproračunski korisnici i lokalne jedinice ostvariti gotovo uravnotežen proračunski saldo u 2015. te je planirani deficit konsolidirane opće države na razini od 12,6 mlrd. kuna ili 3,8% BDP-a u 2015¹. Rizici koje smo identificirali

u takvom proračunskom prijedlogu su sljedeći: značajno povećanje prihoda od očekivanog korištenja sredstava EU-a nema realno uporište s obzirom i na sadašnju slabu iskorištenost sredstava, dok istodobno novi Zakon o porezu na dohodak donosi značajan gubitak poreznih prihoda (od preko 2 mlrd. kuna), koji se vjerojatno neće moći kompenzirati uvođenjem novog poreznog oblika (poreza na kamate na štednju po stopi od 12%) te očekivanim rastom pojedinih kategorija prihoda. Osim toga, neto učinci poreznih izmjena nisu procijenjeni, no uz najavljene moguće promjene u podizanju prireza, lokalne javne usluge i nove cijene komunalija mogle bi u određenoj mjeri poništiti učinak povećanja neto dohotka (čime se dovodi u pitanje i očekivano povećanje osobne potrošnje). Nadalje, s obzirom na izostanak strukturnih reformi te nastavak negativnih trendova na tržištu rada, rizik ostvarenja prihoda od PDV-a i izravnih poreza nije zanemariv, no država se dobrim dijelom oslonila na povlačenje dodatnih 2,2 mlrd. kuna iz II. mirovinskog stupa. Istodobno, pogled na rashodovnu stranu proračuna potvrđuje nemogućnost usporedbe s prethodnom godinom, no očito je da se zadržala čvrsta, rigidna struktura javnih rashoda u kojoj dominiraju socijalni rashodi (od čega se samo na mirovine odnosi preko 36 mlrd. kuna) te rashodi za plaćanje kamata (preko 11 mlrd. kuna u 2015.). Među najvažnijim institucionalnim izmjenama svakako su ulazak HAC-a i ARZ-a u obuhvat opće države, ali i izlazak HZZO-a iz sustava državne riznice (od 1. siječnja 2015.). Smatramo kako je projekt objedinjavanja svih računa (izvan)proračunskih korisnika u jedinstveni račun državne riznice jedan od hvalevrijednih postignuća u području upravljanja javnim financijama, stoga ponovno izlaženje HZZO-a iz državne riznice smatramo korakom unatrag. Naime, golema sredstva (od preko 20 mlrd. kuna godišnje) uzrokovat će potpuno novu i neizvjesniju situaciju u pogledu upravljanja kratkoročnom fiskalnom likvidnošću, što bi moglo povećati troškove financiranja tekućeg deficita.

U iščekivanju Izvješća Europske komisije o prekomjernom deficitu, suočavamo se s još jednom teškom fiskalnom godinom koja je pred nama. Osim toga, oči domaće i međunarodne financijske javnosti uprte su u novo izvješće o stanju hrvatskog javnog duga koji je, prema novoj ESA 2010 metodologiji, krajem rujna dosegnuo razinu od 256 mlrd. kuna ili 78% BDP-a. U odnosu na kraj 2013., javni dug je veći za 6,1 mlrd. kuna. Najznačajnije izmjene² odnose se na promjenu institucionalnog obuhvata: uključivanjem HAC-a i ARZ-a u definiciju sektora opće države javni dug je zabilježio značajan porast. Promatrano u razdoblju od 2010. do 2013. godine, hrvatski javni dug se povećao za 77 mlrd. kuna, tj. 23 postotna boda BDP-a. Do kraja 2014. očekujemo da bi mogao dosegnuti 82% BDP-a, što upućuje na neodrživu dinamiku njegovog povećanja koja upozorava na sve manji manevarski prostor u pogledu odgađanja prijeko potrebnih strukturnih reformi. Štoviše, ozbiljnoj situaciji u javnim financijama nikako ne ide u prilog činjenica da se nalazimo u još jednoj predizbornoj godini.

1 Prema nacionalnoj metodologiji

2 Europski statistički ured (Eurostat) je u listopadu 2014. prvi put objavio podatke o javnom dugu i saldu proračuna konsolidirane opće države za 28 zemalja članica Europske unije sukladno metodologiji ESA 2010.

Predložene izmjene poreza i doprinosa

Porez na dohodak*

Povećanje osobnog odbitka s 2.200 na 2.600 kuna.

Porezna stopa od 40% obračunavat će se na razliku porezne osnovice iznad 13.200 kuna mjesečno.

Povećava se mjesečni osnovni osobni odbitak za porezne obveznike s potpomognutih područja i područja grada Vukovara.

Nova odluka o visini osnovice za obračun plaće državnih dužnosnika – s ciljem da im se ne povećava iznos plaće temeljem promjene Zakona o porezu na dohodak

Porez na kamate na štednju*

Uvođenje novog poreznog oblika na ostvarene kamate na štednju u iznosu od 12%.

Izmjene u sustavu doprinosa za mirovinsko osiguranje*

Očekuje se daljnje prebacivanje kapitaliziranih sredstava s računa osiguranika s beneficiranim radnim stažem iz II. stupa u I. stup – procijenjen na razini od oko 2,2 mlrd. kuna.

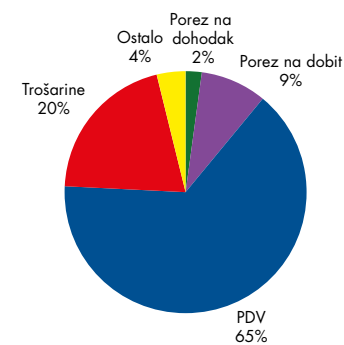
Porez na nekretnine (2016.)

Predviđa se uvođenje vrijednosnog poreza na nekretnine, uz ukidanje postojećih komunalnih davanja na lokalnoj razini.

*s početkom primjene u 2015.

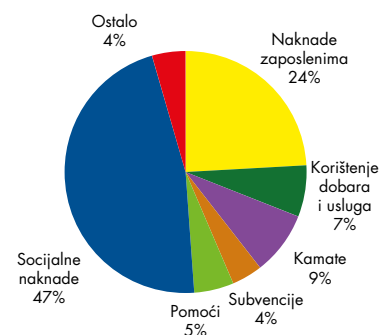
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Porezni prihodi konsolidirane središnje države, 1.–11. 2014.



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Rashodi konsolidirane središnje države, 1.–11. 2014.

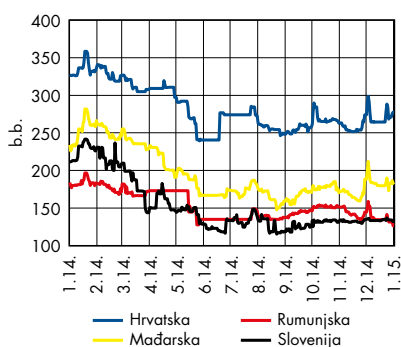


Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Ususret euroobvezničkom izdanju

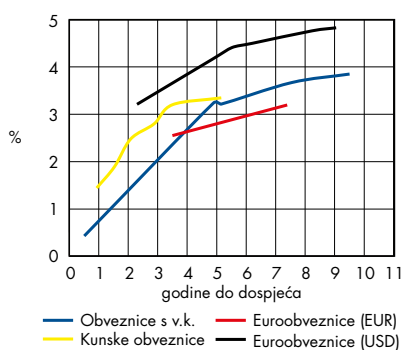
- Novo izdanje euroobveznice
- Visoka likvidnost i potražnja za većim povratima
- Poboljšanje valutne strukture izdanih trezorskih zapisa

5Y USD CDS



Izvor: Bloomberg

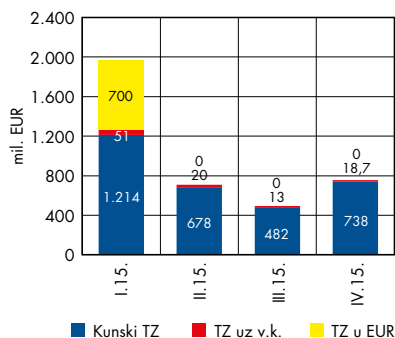
Krivulje prinosa – obveznice*



* na dan 15.1.2015.

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Preostala dospijeca trezorskih zapisa



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Rast averzije prema riziku u posljednjem tromjesečju, uzorkovan prije svega geopolitičkim čimbenicima (rusko-ukrajinskim odnosima), prelio se na tržišta u nastajanju. Pritom su širenjem *spreadova* osobito reagirala hrvatska izdanja, opravdavajući strahovanja o relativno većoj osjetljivosti hrvatske premije rizika u odnosu na usporedive države. Ipak, uslijed okruženja iznimno niskih kamatnih stopa i pada prinosa na povijesne minimume u prethodnim tromjesečjima, povrat prinosa (premije rizika) prema višim razinama bio je zamjetno ublažen. U idućem razdoblju evidentno je da će hrvatska euroobveznička izdanja slijediti situaciju na brzorastućim tržištima, koja bi trebala biti podržana politikama velikih središnjih banaka odnosno situacijom visoke likvidnosti i nastavkom potražnje investitora za većim povratima. Ipak, možebitne povremene i/ili novonastale neizvjesnosti i nestabilnosti na tržištima prvo će pogoditi najranjivije države slabih fundamenata poput Hrvatske. S određenim vremenskim odmakom globalna kretanja prelijevaju se i na domaća izdanja. Ona su ipak izložena manjoj volatilitnosti te su podržana solidnom potražnjom domaćih institucionalnih investitora, osobito mirovinskih fondova. Upravo mirovinskim fondovima u prosincu prošle godine alocirana je većina vrijednosti druge tranše obveznice dospijeca 2018., putem čijeg se izdanja država uz solidan interes investitora zadužila za dodatnih 3,25 mlrd. kuna. Na tržištu kratkoročnih vrijednosnica Ministarstvo financija nastavlja smanjivati valutnu izloženost preusmjeravanjem obveza iz valutnih u kunske trezorske zapise. Prinosi i dalje dosežu povijesno najniže razine, a izgledan je nastavak slične situacije i u prvoj polovici godine. Štoviše otplatom eurskog trezorskog zapisa u veljači s aspekta valutne izloženosti struktura kratkoročnog duga uvelike će se poboljšati. U nedostatku atraktivnih investicijskih mogućnosti i slabe potražnje za kreditima, višak kunske likvidnosti omogućavat će državi i tijekom prve polovice 2015. jeftino financiranje izdanjem trezorskih zapisa. Kao i prethodna, 2015. će biti relativno zahtjevna godina s obzirom na to da procijenjene potrebe za refinanciranjem obveza iznose oko 23% BDP-a. Osim već dospelog i namirenog duga na osnovi međunarodne obveznice denominirane u eurima u vrijednosti od 750 mil. eura, u veljači dopijeva i devizni trezorski zapis izdan u kolovozu 2013. u vrijednosti od 700 mil. eura, ali i indicirani kredit prema poslovnim bankama. U takvim uvjetima Ministarstvo je najavilo izlazak na europsko tržište kapitala tijekom veljače. Uvjeti na financijskim tržištima ostaju i dalje povoljni. Izdavanju uvelike pogoduje i okruženje na europskom tržištu, gdje se uz obilje viška likvidnosti prinosi na državna izdanja spuštaju na nove povijesne minimume podržane sve izglednijom kupovinom državnih obveznica od strane Europske središnje banke. Stoga će možebitno izdanje hrvatske dužničke dugoročne vrijednosnice neupitno naići na solidan interes investitora, pri čemu smatramo mudrim iskoristiti povoljne uvjete plasiranjem obveznice duljeg dospijeca. Time bi se ročna struktura duga dodatno popravila, a prinos bi se zadržao na prihvatljivim razinama. Na kalendaru rejtnskih agencija prvo tromjesečje moglo bi donijeti tek promjenu kreditnog rejtinga Hrvatske od strane agencije Moody's (na rasporedu 20. ožujka). Ako dođe do ocjene kreditnog rejtinga, očekujemo njegovo spuštanje za jednu razinu, na Ba2 (dvije razine ispod investicijske razine), odnosno usklađivanje s preostale dvije rejtnške agencije (Fitch Ratings i S&P), uz stabilne izgledne.

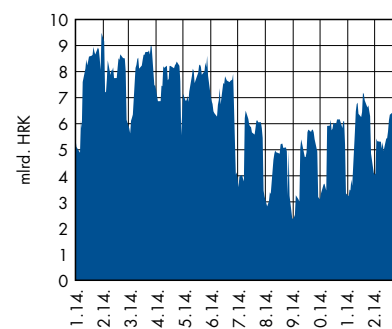
Deflacijski pritisci u fokusu

- Nastavak ekspanzivne monetarne politike
- Skroman utjecaj mjera usmjerenih na poticanje kreditne aktivnosti
- Izostanak inflatornih pritisaka uslijed globalnih kretanja i slabe domaće potražnje

Izostanak oporavka kreditne aktivnosti, kao posljedica visoke averzije prema riziku, uz istodobno nisku razinu potrošačkog i poslovnog optimizma, podržavao je nastavak ekspanzivne monetarne politike i u posljednjem tromjesečju 2014. Pritom je nastavak takve politike uvelike olakšao izostanak inflatornih pritisaka i stabilan tečaj kune u odnosu na euro. Ekspanzivnost monetarne politike očitovala se i kroz nastavak vrlo visoke likvidnosti u sustavu, što potvrđuju podaci o prosječnom dnevnom višku kunske likvidnosti. Ona se tijekom četvrtog tromjesečja kretala na prosječnoj razini od 5,4 mlrd. kuna. Posljedično kamatne stope na međubankarskom tržištu ostale su na niskim razinama, pogodujući prekonoćnim i kratkoročnim zaduženjima, ali istodobno omogućavajući i državi da dospjeli kratkoročni dug po izdanim trezorskim zapisima refinancira po povoljnijim uvjetima. Promjene u razini likvidnosti ne očekujemo ni tijekom prve polovice 2015. pa bi se kamatne stope na tržištu novca trebale zadržavati na već uobičajeno niskim razinama. HNB je u studenome izjednačio udio devizne obvezne pričuve za sve devizne izvore, spustivši stopu obveznog izdvajanja na sredstva od povezanih osoba sa 100% na 60% (posljedično je smanjena devizna obvezna pričuva banaka izdvojena na računu kod HNB-a za oko 80 mil. eura). Iako je središnja banka nastavila s otkupom obveznih blagajničkih zapisa od banaka (koje su ostvarile pozitivan prirast kredita poduzećima), plasmani nefinancijskim trgovačkim društvima i dalje bilježe pad na godišnjoj razini. Od uvođenja te mjere u prosincu 2013. do kraja studenoga od banaka je otkupljeno svega 0,4 mlrd. kuna obveznih blagajničkih zapisa. Skroman učinak mjera središnje banke ne iznenađuje s obzirom na opću gospodarsku sliku i jasno potvrđuje ograničen utjecaj monetarne politike u uvjetima duboko ukorijenjenih strukturnih problema.

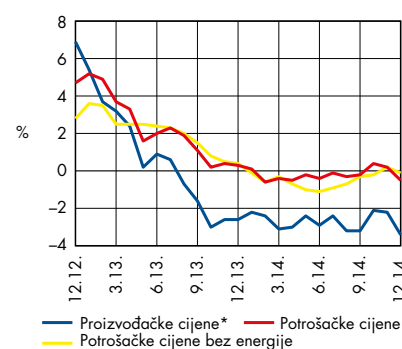
U skladu s očekivanjima 2014. obilježio je izostanak inflatornih pritisaka. Štoviše, veći dio godine obilježila je negativna stopa inflacije koja je ipak u posljednjem tromjesečju zabilježila stagnaciju. Ipak, na razini godine inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena iznosila je -0,2% godišnje. Posljedica je to ponajprije uvezenih deflatornih pritisaka, posebice u segmentu cijena prehrane i energije. Razmjerno snažni inozemni deflacijski pritisci na cijene prehrane odigrali su ključnu ulogu u formiranju negativnih stopa inflacije tijekom cijele 2014., s obzirom na to da u strukturi košarice za izračun indeksa potrošačkih cijena cijene prehrane čine gotovo 27% udjela. Naposljetku s približavanjem kraja godine pritisak na smanjenje inflacije dolazi i od cijena goriva i maziva, što je posljedica snažnog pada cijena sirove nafte, ali i učinka baznog razdoblja. Naposljetku, poticaj rastu potrošačkih cijena i dalje izostaje sa strane domaće potražnje. Štoviše, iscrpljena domaća potražnja sprječava prelijevanje utjecaja rasta administrativno utvrđenih cijena na ukupnu košaricu potrošačkih cijena dobara i usluga. Tijekom prvog tromjesečja očekujemo nastavak vrlo blagog rasta potrošačkih cijena, ali ponajprije pod utjecajem učinka baznog razdoblja i deflatornih pritisaka iz prošle godine. Niska inflacija uvelike će biti podržana uvezenim deflatornim pritiscima i slabom domaćom potražnjom.

Dnevni višak likvidnosti u 2014.



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

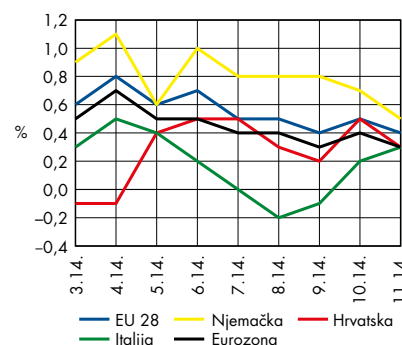
Inflacija, godišnje promjene



* na domaćem tržištu

Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Harmonizirani indeks potrošačkih cijena, 2014.

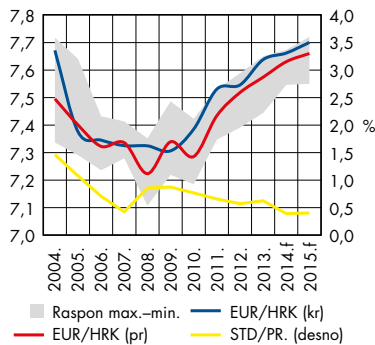


Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Bez iznenađenja na deviznom tržištu

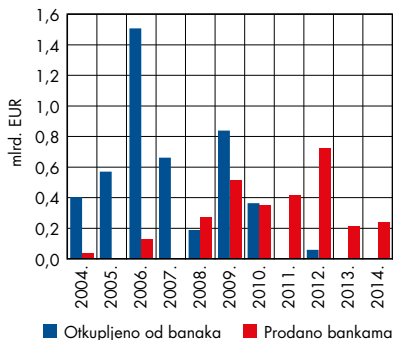
- Neupitna politika stabilnog tečaja EUR/HRK
- Niska volatilnost i polagani rast EUR/HRK
- Bez sezonskih kolebanja

EUR/HRK



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Devizne intervencije HNB-a*



* do 15.1.2015.

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoza tečaja

	2015.f	2016.f
EUR/HRK, pr	7,65	7,66
EUR/HRK, kr	7,70	7,65
USD/HRK, pr	6,65	6,66
USD/HRK, kr	7,00	6,38
CHF/HRK, pr	6,28	6,17
CHF/HRK, kr	6,31	6,12

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Posljednje tromjesečje u 2014. nije donijelo iznenađenja na deviznom tržištu. Uz nastavak blagih deprecijacijskih pritisaka na kunu tečaj EUR/HRK je kraj godine zaključio na razini od 7,66 kuna za euro. Prosječni tečaj EUR/HRK na tečajnici HNB-a na razini cijele godine iznosio je 7,63 kuna za euro, što je za 0,8% više od prosjeka u 2013. te ujedno najviša razina tečaja kune u odnosu na euro od 2000. Posljedica je to daljnjeg izostanka priljeva inozemnoga kapitala uslijed nastavka nepovoljnih kretanja u gospodarstvu, uz istodobno postojanu potražnju za eurima. Pritom se i u posljednjem tromjesečju nastavio proces razduživanja većine sektora, dok nova zaduženja države nisu bitnije utjecala na pomak tečaja. S obzirom na iznimno nisku volatilnost tečaja, ni u posljednjem tromjesečju nije bilo potrebe za deviznom intervencijom središnje banke, koja je ponovno istaknula neupitnu predanost u očuvanju stabilnosti tečaja odnosno nastavak dosadašnje politike i u 2015. Dosljednost u politici stabilnosti ne iznenađuje s obzirom na visoku euroiziranost gospodarstva i visoke negativne rizike snažnijeg slabljenja kune prema euru. Naime, udio kredita u/ili vezanih uz stranu valutu iznosi 73%, dok je udio deviznih depozita u najšire definiranom agregatu (M4) gotovo 57%. Negativni rizici deprecijacije prisutni su i u 75 postotnom udjelu javnog duga denominiranom u stranoj valuti, dominantno euru. Tijekom prvog tromjesečja uz nisku volatilnost očekujemo zadržavanje tečaja EUR/HRK uglavnom iznad razina 7,65 kuna za euro. Uobičajeno pozicioniranje tržišnih sudionika pred najavljeni izlazak države na inozemna tržišta kapitala održavat će se kroz lagane pritiske na rast tečaja uslijed potražnje za devizama od strane domaćih institucionalnih investitora. S druge strane priljev deviza od zaduženja uobičajeno se deponira na račun HNB-a, čime se kroz rast međunarodnih pričuva osnažuje i pozicija središnje banke u možebitnoj potrebi za obranom domaće valute. Međunarodne pričuve središnje banke unatoč smanjenju tijekom prošle godine (većim dijelom zbog smanjenja deviznog depozita države kod HNB-a) dostatne su za pokriće 8 mjeseci uvoza roba i usluga i nesmetano održavanje stabilnosti kune. Izostanak oporavka gospodarstva, nastavak procesa razduživanja većine sektora, fiskalni rizici, pojačane rezervacije banaka te uobičajena potražnja za devizama od strane korporativnog sektora čimbenici su koji će nastaviti podržavati slabljenje kune u odnosu na euro. Fundamentalno opravdano klizanje tečaja prema višim razinama moglo bi biti ublaženo nastavkom rasta robnog izvoza (iako po bitno nižim očekivanim stopama rasta u usporedbi s prvim tromjesečjem 2014.). Osim toga odmak prema nižim razinama moguć je u slučaju priljeva deviza na osnovi zaduživanja (javnih) poduzeća ili priljeva na osnovi najavljenih privatizacija. Međutim barem u prvom tromjesečju navedeni scenariji nije izgledan. S približavanjem proljetnih mjeseci i predsezona trebala bi jačati potražnja za domaćom valutom, ali sezonska kretanja tečaja mogla bi kao i u prošloj godini biti manje izražena. Pritom bi kao i 2014. tržišna kretanja mogla uvelike ovisiti o pozicioniranju tržišnih sudionika, osobito institucionalnih investitora. S obzirom na činjenicu da početkom trećeg tromjesečja (14. srpnja 2015.) dopijeva obveznica uz valutnu klauzulu, ne isključujemo zaduživanje države krajem drugog, početkom trećeg tromjesečja i na domaćem tržištu. Aktivnosti države na domaćem tržištu kapitala ili izravno zaduživanje države kod financijskih institucija uobičajeno prati jačanje domaće valute.

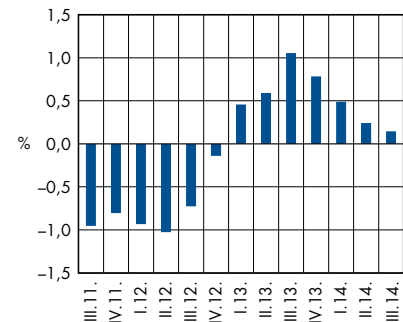
Turizam – okosnica tekućeg suficita u bilanci plaćanja

- Uobičajen suficit na računu tekućih transakcija u trećem tromjesečju
- Prihodi od turizma dosegli razine iz predrecisijske 2008.
- Rast bruto inozemnog duga najvećim dijelom posljedica zaduženja države

Posljednji podaci o **bilanci plaćanja** u trećem tromjesečju 2014. potvrdili su uobičajeni suficit na računu tekućih transakcija. Promatrajući kumulativno tijekom posljednja četiri tromjesečja, unatoč kontrakciji BDP-a, udio salda tekućeg računa platne bilance u BDP-u nastavlja s blagom tendencijom pada, koja je započela još u četvrtom tromjesečju 2013. (udio suficita u BDP-u spustio se na 0,15% BDP-a). Najznačajniji pozitivan doprinos takvim kretanjima došao je s računa usluga, na kojem pretežit dio priljeva (86%) čine prihodi na osnovi putovanja odnosno potrošnje inozemnih gostiju, koji su zabilježili godišnji rast od 2,8%. S ostvarenom razinom od 4,65 mlrd. eura prihodi od turizma su nakon šest godina nominalno blago premašili vrijednost zabilježenu u istom tromjesečju 2008. Podračun sekundarnog dohotka ostvario je suficit uz godišnji rast od 2,7%, odražavajući niži deficit komponente sektora države s obzirom na to da su uplate u proračun EU-a bile veće u prvoj polovici godine. Istodobno, negativan doprinos došao je s podračuna roba. Podaci pokazuju da se dinamika godišnjeg rasta prihoda od robnog izvoza tijekom prva dva tromjesečja (15,3% odnosno 13,1%) značajno usporila u trećem tromjesečju (4,8%), uz zadržavanje stabilnih stopa rasta rashoda od uvoza na razini nešto višoj od 3% godišnje. S podračuna primarnog dohotka dolazi najznačajnije pogoršanje deficitarnog salda, što je rezultat znatno većih rashoda od izravnih vlasničkih ulaganja u usporedbi s prethodnom godinom. Povoljnije poslovne rezultate poduzeća i banaka u inozemnom vlasništvu očekujemo i u idućem razdoblju, dok bi slabije korištenje sredstava iz fondova EU-a moglo utjecati na smanjenje suficita na podračunu sekundarnog dohotka do kraja 2014. Pozitivan doprinos u posljednjem tromjesečju dolaziti će i dalje od relativno povoljnih kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom (premda uz usporen godišnji rast izvoza) te bi suficit na tekućem računu platne bilance u 2014. mogao dosegnuti razinu od oko 0,5% BDP-a.

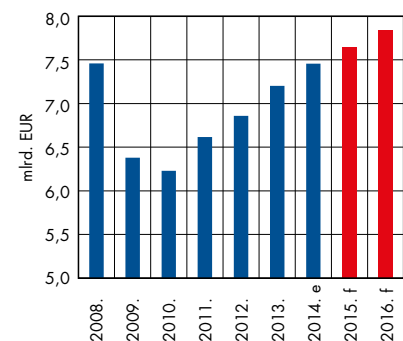
U studenome je HNB objavio revidirane podatke o bruto inozemnom dugu s izmijenjenom sektorskom klasifikacijom institucionalnih jedinica koja je usklađena s novom metodologijom ESA 2010, prema kojoj su dug HAC-a i ARZ-a reklasificirani iz segmenta ostalih domaćih sektora u sektor države. Posljednji podaci pokazuju da je ukupan bruto inozemni dug krajem rujna dosegnuo 46,5 mlrd. eura (107,8% BDP-a), što predstavlja godišnji rast od 2,4%. Revidirani podaci pokazuju da je inozemni dug sektora opće države tijekom niza recesijskih godina bilježio kontinuirani porast te je koncem rujna dosegnuo 13,5 mlrd. eura, čineći udio od preko 29% u strukturi ukupnog bruto inozemnog duga (što je za 13 postotnih bodova više nego krajem kolovoza 2009.). Istodobno, udio duga ostalih domaćih sektora tijekom niza proteklih godina ima tendenciju godišnjeg pada: krajem rujna dug trgovačkih društava iznosio je 18,4 mlrd. eura, čineći udio od 39,5%. Do kraja 2014. očekujemo daljnji nastavak razduživanja sektora poduzeća i monetarnih financijskih institucija, dok će visoke potrebe države za novim zaduženjima utjecati na porast ukupnog inozemnog duga, koji procjenjujemo na razini od oko 108% BDP-a. Pritom naglašavamo da je deprecijacija eura u odnosu na dolar utjecala na visinu hrvatskog inozemnog duga iskazanog u eurima, no s obzirom na to da je država svoj dug denominiran u dolarima zaštitila tzv. *hedgingom*, iskazani dug u eurima realno ima niži iznos.

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



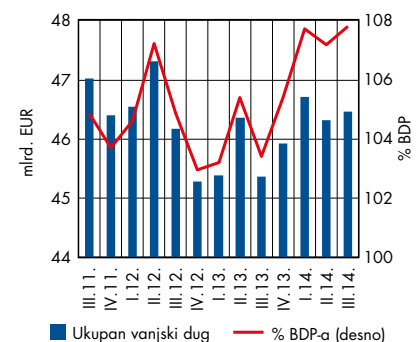
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od putovanja iz bilance plaćanja



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Ukupan vanjski dug

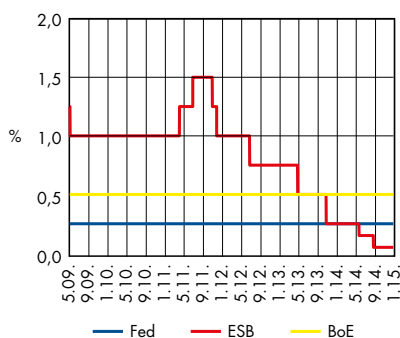


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

SNB potresla tržišta

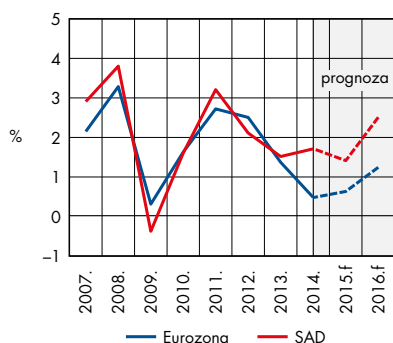
- ESB: izgledno uvođenje QE stimulativnog programa
- SNB: odluka o napuštanju politike sprječavanja pada tečaja ispod 1,20 franaka za euro
- Fed: u očekivanju podizanja kamatnih stopa

Referentne kamatne stope



Izvor: Bloomberg

Prosječna godišnja stopa inflacije u eurozoni



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kamatnih stopa

SAD	3.15.	6.15.	9.15.
Referentna kamatna stopa	0,25	0,50	0,75
Libor 3M	0,45	0,70	0,95
2-god. prinos	0,80	1,20	1,80
10-god. prinos	2,70	3,20	3,30
Eurozona			
Referentna kamatna stopa	0,05	0,05	0,05
Euribor 3M	0,05	0,05	0,05
2-god. prinos	-0,10	-0,10	-0,10
10-god. prinos	0,60	0,70	0,90
Swaprata 5-god.	0,40	0,45	0,55
EUR/USD kr.	1,17	1,15	1,12

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Usljed nastavka nepovoljnih rezultata iz gospodarstva (slabi rezultati s tržišta rada te mogućnost jačanja deflatorskih pritiska) ESB je nastavila s relaksacijom monetarne politike. Tako je na posljednjem sastanku u prosincu ESB očekivano zadržalo kamatne stope na postojećim razinama: referentna kamatna stopa zadržana je na 0,05%, granična kamatna stopa na 0,3%, a kamatna stopa na prekonoćne depozite na negativnih -0,2%. Iako su kamatne stope ostale nepromijenjene, ostala su očekivanja investitora da će se u prvom ovogodišnjem tromjesečju ESB odlučiti na daljnje proširenje monetarnih stimulansa, ponajprije kroz izravnu kupnju državnih obveznica. Uvođenje novih mjera moglo bi ići u smjeru proširenja otkupa obveznica i na druge segmente (na primjerice bankovne i korporativne obveznice). Međutim, jedino je tržište državnih obveznica dovoljno veliko i duboko da bi moglo apsorbirati sve intervencije. Stoga očekujemo da će ESB ostati fokusiran na državne obveznice eurozone. Ipak, proširenje QE stimulativnog programa mogao bi stvoriti dodatne pritiske na euro u odnosu na dolar. S druge strane, geopolitičke nestabilnosti te ekspanzivna monetarna politika ESB-a koje su rezultirale niskim kamatnim stopama i proširenjem *spreada* na prinose podržavaju rast averzije prema riziku te su investitori skloniji ulaganjima u tzv. sigurna utočišta kao što je primjerice švicarski franak. Rast potražnje za frankom pogurao je tržišni tečaj EUR/CHF ispod željene granice od 1,20 franaka za euro pa je SNB u drugoj polovici prosinca objavila odluku o uvođenju negativne kamatne stope na sve depozite po viđenju veće od 10 mil. CHF (-0,25%). Odluka je stupila na snagu 22. siječnja 2015. Međutim, sredinom siječnja SNB je iznenadila neočekivanim ukidanjem politike sprječavanja pada tečaja ispod 1,20 franaka za euro koji je postavila prije tri godine kako bi zaštitila švicarsko gospodarstvo od utjecaja krize u eurozoni. Negativna kamatna stopa na depozite također je s -0,25% spuštena na -0,75%. EUR/CHF se strmoglavio prema 1,0 franaku za euro. S druge pak strane razmjerno snažan pad cijene sirove nafte i rusko-ukrajinska kriza potaknuli su slabljenje ruske rublje pa je tržišni tečaj USD/RUB nakratko narastao i do 80 rubalja za dolar, što je povijesno najniža vrijednost ruske valute u odnosu na dolar. Intervenirala je i ruska središnja banka povećavši referentnu kamatnu stopu s 10,5% na 17%, smanjivši tako pritiske na rusku rublju. U nastavku godine i početkom 2015. USD/RUB se trgovalo oko 60 rublji za dolar.

Dok su središnje banke na starom kontinentu fokusirane na mjere pomoći svojim gospodarstvima, s druge strane Atlantika sve su veća očekivanja o eventualnom skorašnjem podizanju kamatnih stopa od strane Feda. Naime, nakon povoljnih objava iz gospodarstva (početak oporavka osobne potrošnje te pozitivni pomaci u smjeru rasta investicija) te pozitivnih pomaka na tržištu rada (stopa nezaposlenosti približila se stopi od 5,5%), Fed je u listopadu odlučio okončati mjere kvantitativnog popuštanja započete u prosincu 2012. Istodobno je zadržao referentnu kamatnu stopu na rekordno niskih 0,25%. S obzirom na pozitivne pomake u gospodarstvu, podržavamo očekivanja o podizanju kamatnih stopa već na lipanjskom sastanku. Stoga ostajemo pri očekivanjima da će suprotni smjerovi monetarnih politika ESB-a i Feda biti glavni kreatori deprecijacijskih pritiska na euro u idućem razdoblju.

Visoka kapitaliziranost i niska profitabilnost banaka

- AQR bez negativnih nalaza za bankarski sustav
- Udio neprihodujućih kredita u ukupnima prešao 17%
- Rast depozita ubrzava razduživanje banaka prema inozemstvu

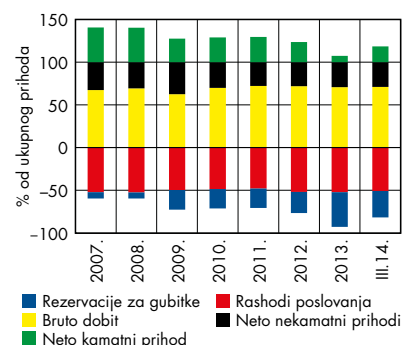
Krajem listopada HNB je objavio rezultate pregleda aktive koji je proveden prema zajedničkoj europskoj metodologiji za četiri najveće lokalne banke. Rezultati pokazuju da se nakon reklasifikacije imovine koeficijent adekvatnosti kapitala na razini sustava smanjio za 0,6%, ali i nakon tog smanjenja viši je od 20%, što je najviša razina kapitaliziranosti među novim članicama EU-a. Dodatno je potvrđena otpornost bankarskog sustava provedbom stres testa u šest europskih bankarskih grupa koje su vlasnički nadređene hrvatskim bankama, i na kojem nisu pronađene značajne slabosti. S obzirom na visoku razinu internacionalizacije bankarskog sustava (oko 90%) i posvećenosti središnje banke održavanju stabilnosti financijskog sustava, u sljedećem razdoblju ne očekujemo poremećaje na financijskom tržištu sa strane ponude.

Na strani potražnje za financijskim proizvodima i uslugama prevladavaju negativne tendencije tipične za recesijsko okruženje, a podržavaju ih procesi na vanjskim financijskim tržištima. Krediti privatnom sektoru smanjuju se pod utjecajem dugoročnog procesa razduživanja u segmentu stanovništva i nastavka smanjenja vrijednosti portfelja u segmentu poduzeća. Naime, ukupna zaduženost poduzeća prelazi 80% BDP-a, ali se samo jedna trećina tog duga odnosi na kredite domaćih banaka. Veći dio zaduženja poduzeća odnosi se na izravne kredite u inozemstvu, a ponuda dužničkoga kapitala iz inozemstva u drugom dijelu godine dodatno se povećala. U uvjetima monetarne ekspanzije u eurozoni smanjila se opća razina averzije investitora. Posljedično, povećala se ponuda kredita na tržištima s višom razinom rizičnosti, i to ponajprije velikim poduzećima iz inozemnih komercijalnih i razvojnih banaka. Također, uz ponudu financiranja projekata za javna i mala poduzeća iz europskih strukturalnih i kohezijskog fonda možemo očekivati nove izvore za financiranje projekata putem inicijative Europske komisije za poticanje rasta i investicija. U konačnici, vanjska ponuda kapitala slabi potražnju poduzeća za kreditima iz domaćih banaka, što se odražava na pad ukupnih kredita.

Dok ukupni krediti padaju, neprihodujući krediti se i dalje povećavaju. Na kraju trećeg tromjesečja udio NPK-a u ukupnim kreditima dosegao je 17,2%, a u segmentu poduzeća premašio je razinu od 30%. Najveće probleme u naplati nalazimo u sektoru graditeljstva i prometu nekretninama, koji trpe posljedice pada potražnje i cijena na tržištu nekretnina. Očekujemo da će udio NPK-a nastaviti rasti dok god se ne poveća potražnja za kreditima.

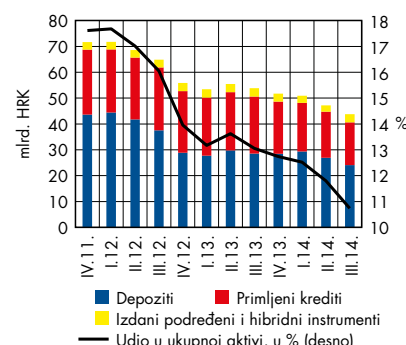
Pozitivne tendencije nalazimo u smanjenju ovisnosti bankarskog sustava o inozemnim izvorima financiranja. Za razliku od negativnih procesa na strani kredita, štednja u bankama polagano raste, iako stopa rasta štednje ne prelazi razinu kapitalizacije obračunate kamate. U uvjetima pada ukupnih kredita čak i minimalno povećanje štednje omogućava bankama smanjivanje sekundarnih izvora financiranja, kod kojih dominiraju pozajmice od vlasnički povezanih inozemnih financijskih institucija. Zbog niske potražnje za kreditima očekujemo da će se proces razduživanja banaka prema vlasnicima nastaviti.

Struktura rezultata poslovanja banaka, u % od ukupnog prihoda



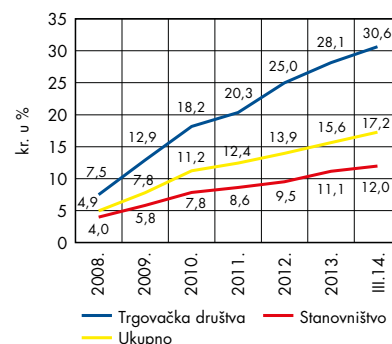
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Dužnička ulaganja stranih banaka vlasnika u hrvatske banke



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio neprihodujućih kredita u ukupnima (NPL ratio)

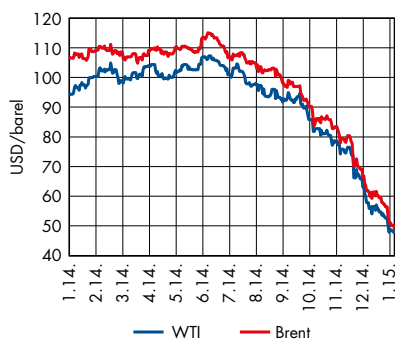


Izvor: HNB

Snažan pad cijena sirove nafte

- OPEC: bez smanjivanja proizvodnih kvota
- cijene sirove nafte u šest mjeseci zabilježile pad za više od 40%
- najviše pogođene zemlje čiji se proračuni vežu uz cijene nafte

Cijene nafte (isporuke sljedeći mjesec)



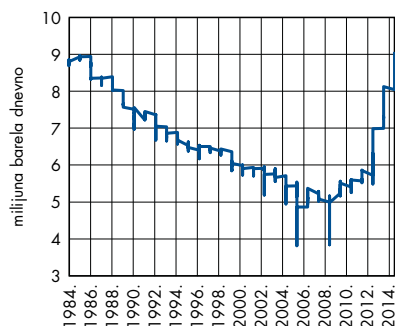
Izvor: Bloomberg

Svjetska ponuda i potražnja sirove nafte



Izvor: IEA

Proizvodnja sirove nafte u SAD-u



Izvor: Energy Information Administration

Nakon razdoblja razmjerno stabilnih cijena uz neprekidni polagani rast koji je trajao od 2010. godine, druga polovica 2014. donekle neočekivano donijela je njihov snažan pad. Tako je prosječna cijena sirove nafte u prosincu prošle godine (63,1 dolara/barel (Brent) odnosno 59 dolara/barel (WTI)) bila na više od 40% nižim razinama u usporedbi s prosječnom cijenom zabilježenom u lipnju (108 dolara/barel (Brent) odnosno 112 dolara/barel (WTI)). Razloge takvih kretanja možemo tražiti u odnosu ponude i potražnje, ali i u geopolitičkim (ne) stabilnostima koje je teško predvidjeti.

Potražnja za sirovom naftom usko je povezana s razinom i dinamikom ekonomske aktivnosti pa je usporavanje globalnog oporavka, uz nastavak trenda korištenja zamjenskih goriva, uvelike ograničilo potražnju za „crnim zlatom“. Bez obzira na usporavanje rasta potražnje ponuda je nastavila rasti unatoč poraslim geopolitičkim tenzijama koje u pravilu uvelike utječu i na ponudu i na razine cijena. Ipak ni politički nemiri u Iraku i Libiji, dvama velikim proizvođačima sirove nafte (oko 4 mil. barela dnevno) ni tenzije između Rusije i Ukrajine nisu se značajnije odrazili na razinu njihove proizvodnje. Značajan doprinos rastu ponude u odnosu na potražnju došao je i od razine proizvodnje zemalja članica OPEC-a koje su tijekom druge polovice 2014. premašivale dogovorene kvote proizvodnje. Naposlijetku s eksploatacijom nafte iz škrljevca SAD je postao bitan svjetski proizvođač nafte. Proizvodnja sirove nafte u SAD-u nalazi se na najvišoj razini u posljednju 31 godinu. Stabilizaciji cijena nije pridonio ni posljednji sastanak država članica OPEC-a. S obzirom na činjenicu da 40% globalne ponude sirove nafte pripada državama članicama OPEC-a, smanjenjem odnosno povećanjem proizvodnih kvota ta organizacija nastoji utjecati na cijenu sirove nafte. Međutim, prvotno očekivanja, a kasnije i ishod sastanka održanog 27. studenoga u Beču kreirali su značajan pritisak na pad cijena s obzirom na to da su članice OPEC-a odlučile (unatoč smanjenoj potražnji i padu cijena) zadržati razinu proizvodnje dogovorenu u siječnju 2012. (30 mil. barela dnevno). Štoviše, proizvodnja je iz mjeseca u mjesec premašivala dogovorenu kvotu (za nešto manje od 1 mil. barela dnevno). Na sastanku je, uz podršku najvećeg proizvođača Saudijske Arabije, odbijen prijedlog Venezuele i Irana za njezino smanjenje te su se cijene nafte našle pod još snažnijim pritiskom. Naime, neposredno nakon sastanka cijene su pale na najnižu razinu od 2009. (cijene sirove nafte tipa WTI (referentna za američko tržište) zabilježile su pad na 68,67 dolara po barelu, dok su cijene sirove nafte tipa Brent (referentna za europsko tržište) pale na 72,35 dolara po barelu). Tako su zemlje članice OPEC-a odlučile da neće žrtvovati svoj tržišni udio kako bi spasile cijene od njihovog daljnjeg pada.

S druge strane proizvođači nafte iz škrljevca u SAD-u nešto su osjetljiviji na cijene s obzirom na razmjerno visoke troškove proizvodnje. Primjerice vrlo visoki troškovi naftnog proizvođača Western Oil Companies proizlaze iz potrebe bušenja u dubokim vodama Arktika i eksploatacije skupih polja u Sjevernome moru. Da bi proizvodnja bila financijski isplativa i opravdana, većina proizvođača nafte iz škrljevca uslijed visokih troškova proizvodnje ne može podnijeti cijenu nafte nižu od 60 dolara po barelu. Međutim procjenjuje se da je pad cijena nafte naj-

više pogodio države čija je održivost proračuna najovisnija o cijenama sirove nafte. Primjerice Rusija gotovo 50% proračunskih prihoda ostvaruje kroz prihode od prodaje nafte i plina, dok u strukturi izvoza upravo nafta i plin sudjeluju s oko 75%. S cijenom sirove nafte od 60 dolara po barelu (u usporedbi s cijenom od 105 dolara po barelu) Rusija bi mogla bilježiti pad prihoda od izvoza od 6 mlrd. dolara mjesečno (-13 do -15%). Posljedično uz sankcije i takva kretanja na robnim tržištima ruskom gospodarstvu prijeti pad u prvom tromjesečju. Niže cijene nafte srušile su i vrijednost ruske rublje, najviše u posljednjih šesnaest godina. Zanimljivo je također vidjeti razlike u potrebnim visinama cijena sirove nafte na svjetskim tržištima kako bi proračuni zemalja izvoznica bili održivi. Tako je za održivost ruskog proračuna u ovoj godini procijenjena potrebna cijena (Brent) od 103 dolara po barelu, za Iran 140 dolara po barelu, za Venezuelu 121 dolara po barelu, dok primjerice za Saudijsku Arabiju ona iznosi 93 dolara, a za Katar 65 dolara po barelu.

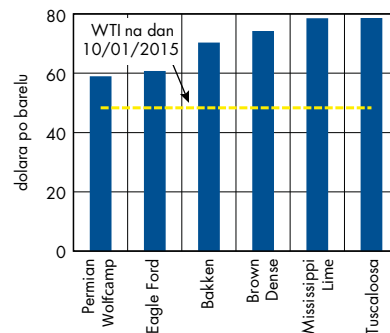
Dakle, izgledno je da će niske cijene nafte najviše pogoditi zemlje koje svoje proračune ponajprije vežu uz izvoz sirove nafte, ali i zemlje s razmjerno visokim troškovima proizvodnje (SAD). Potonje će nužno morati smanjivati investicije u proizvodnju i time u srednjoročnom razdoblju smanjiti razinu svoje proizvodnje, što bi u konačnici moglo dovesti do stabilizacije cijena.

S druge strane, najznačajniji proizvođač među zemljama članicama OPEC-a, Saudijska Arabija (čija proizvodnja iznosi oko 10 mil. barela dnevno, što je trećina ukupne proizvodnje OPEC-a), može podnijeti nižu cijenu nafte još neko vrijeme s obzirom na niske troškove vađenja (oko 5 do 6 dolara po barelu), ali i zalihe prihoda akumuliranih kroz godine. Osim toga i većina ostalih članica OPEC-a može srednjoročno podnijeti nižu cijenu nafte. S ciljem zadržavanja tržišnog udjela, ali i potencijalnog širenja osobito na azijsko tržište, za očekivati je da OPEC tijekom 2015. neće smanjivati proizvodne kvote. Korak naprijed bio bi i pridržavanje dogovorenih kvota od 30 mil. barela dnevno. S druge strane uslijed krhkog oporavka IEA (*International Energy Agency*) je korigirala procjenu potražnje za naftom u Europi i Aziji, pa bi globalna svjetska potražnja u 2015. trebala zabilježiti godišnji rast od svega 1,0%. Stoga, bez smanjenja proizvodnih kvota uz ograničenu potražnju možemo očekivati silazne pritiske na cijene sirove nafte odnosno najniže prosječne cijene sirove nafte od 2009.

Naposljetku, zanimljivo je vidjeti kako su se kretale maloprodajne cijene benzina u uvjetima snažnog pada cijena sirove nafte na svjetskim tržištima. Naime, iako je neupitna pozitivna veza između sirovina i cijena naftnih derivata, primjetno je da visina pada cijena sirove nafte višestruko premašuje pad maloprodajnih cijena naftnih derivata.

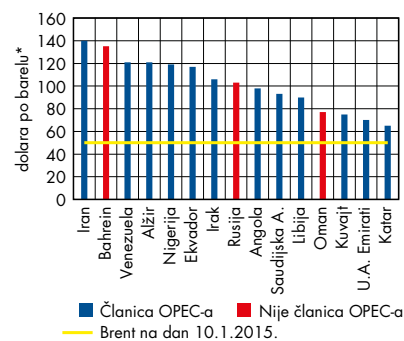
Tako je primjerice u SAD-u, kada su cijene sirove nafte (WTI) bile oko 94,8 dolara po barelu (siječanj 2014.), prosječna cijena benzina na benzinskim postajama iznosila 0,94 dolara po litri (3,57 dolara po galonu), dok su se u prosincu prošle godine, kada je prosječna cijena sirove nafte pala na 60,5 dolara po barelu, spustile na 0,8 dolara po litri (3,02 dolara po galonu).

Granična cijena isplativosti za proizvođače iz SAD-a



Izvor: Bloomberg New Energy Finance

Granična cijena isplativosti po zemljama (2014.)



* potrebno za uravnoteženi proračun
Izvori: Libijska vlada, Angolsko ministarstvo financija, MMF, Arab Petroleum Investments Corp, IEA, Deutsche Bank

Prognoze kretanja cijena sirove nafte (dolara po barelu)

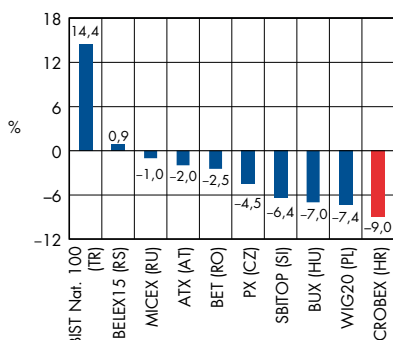
	IV.14.	I.15.	II.15.	III.15.	IV.15.
Brent	76,5	50,0	55,0	60,0	68,0
WTI	73,0	47,0	51,0	57,0	64,0

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Većina regionalnih indeksa u minusu

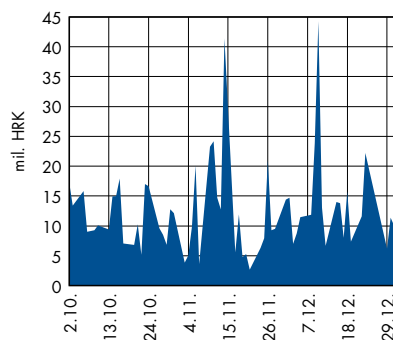
- Dionički indeksi u regiji u padu, iznimka Turska i Srbija
- CROBEX ostvario najveći pad vrijednosti u četvrtom tromjesečju
- Tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi veća je za 6,1% u odnosu na prethodnu godinu

Regionalni indeksi – prinosi u 4. tr. 2014.



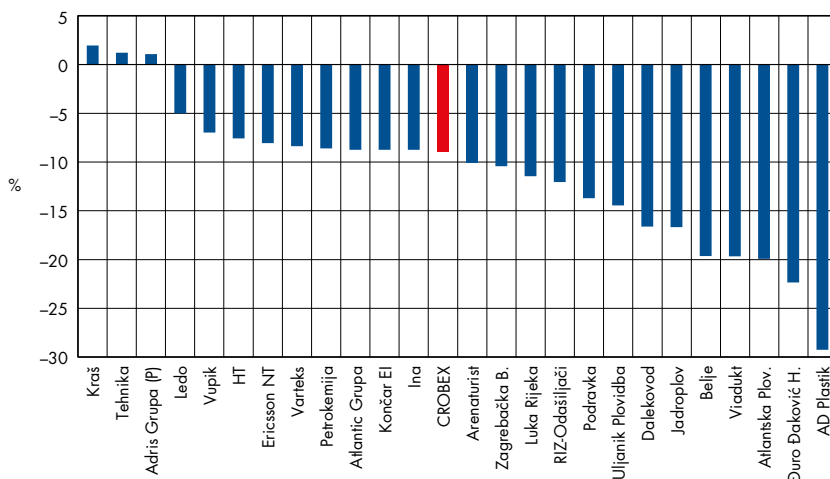
Napomena: U lokalnoj valuti na datum 31.12.2014.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Redovni promet u 4. tr. 2014.



Izvor: Zagrebačka burza

Povrati sastavnica CROBEX-a u 4. tr. 2014. (dividende nisu uključene)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni povrati. Dionički indeksi regije u četvrtom tromjesečju 2014. zabilježili su pad, uz iznimku Turske i Srbije. Ekonomije regije SIE dosta su izložene ruskom gospodarstvu, pa su tako sankcije na relaciji EU/SAD te Rusije ostavile traga kako na gospodarstvo tako i na kretanja indeksa. Iščekivanje povećanja kamatnih stopa u SAD-u te učinak toga na ionako nesigurnu gospodarsku aktivnost eurozone također su pridonijeli slabijim rezultatima. Pad ruskog MICEX-a usporio je vjerojatno zato što su se investitori već naviknuli na krizu u Ukrajini. Visok rast od preko 14% zabilježio je turski BIST Nat. 100 kao rezultat dobrog gospodarskog rasta, pada inflacije te pada cijena nafte, što se pozitivno odrazilo na turski deficit tekućeg računa platne bilance. Slovenski SBITOP doživio je korekciju u četvrtom tromjesečju od preko 6%, ali na godišnjoj razini indeks je ostvario značajan rast od gotovo 20%. Austrijski ATX najviše je osjetio učinke krize u Ukrajini i slabijim ekonomijama eurozone pa je tako četvrto tromjesečje završio s minusom od 2,0%, ali je na godišnjoj razini ostvario najveći pad od preko 15%. CROBEX je s minusom od 9,0% najlošiji dionički indeks četvrtog tromjesečja, dok je CROBEX10 izgubio 7,6%. Od sektorskih indeksa Zagrebačke burze svi su zabilježili pad vrijednosti, CROBEXkonstrukt najviši od 10%, a CROBEXturist najmanji od 0,15%.

Trgovanje dionicama na Zagrebačkoj burzi. Snažnijom korekcijom u četvrtom tromjesečju CROBEX je na godišnjoj razini završio u minusu od 2,7%, dok je CROBEX10 u plusu od 1,2%. Od sektorskih indeksa u minusu je završilo njih četiri, dok je njih pet ostvarilo rast tijekom 2014. Najveći pad vrijednosti od 36,6% zabilježen je kod indeksa CROBEXkonstrukt, a najveći rast ostvario je CROBEXturist, od čak 79,1%, te mu se osim toga broj sastavnica povećao s dvije na šest. Tržišna kapitalizacija dionica na burzi smanjila se tijekom četvrtog tromjesečja te je krajem prosinca iznosila 126 mlrd. kuna, što je 8% manje u odnosu na rujna, ali u odnosu na kraj 2013. veća je za 6,1%. Prosječni dnevni promet veći je za 2,4% u 2014. te je iznosio 15,6 mil. kuna. Najlikvidnija dionica bila je ona Hrvatskog Telekomu, ali je na razini godine izgubila na vrijednosti za 14,8%.

Od sastavnica CROBEX-a u četvrtom tromjesečju većina njih je doživjela korekciju, pri čemu je najveći gubitnik bila dionica AD Plastik zbog veće izloženosti oslabljenom ruskom tržištu. Na razini godine najbolja sastavnica CROBEX-a jest dionica Arenaturista, koja je porasla za 76%, a slijedi ju Atlantic Grupa s rastom od 31%. Čak 14 sastavnica imalo je dvoznamenkasti pad, pri čemu prednjači kutinska Petrokemija s minusom od 83,6%. Đuro Đaković Holding imao je pad od 51%, a kompanija je nakon slabijeg odaziva investitora dokapitalizirana od strane države.

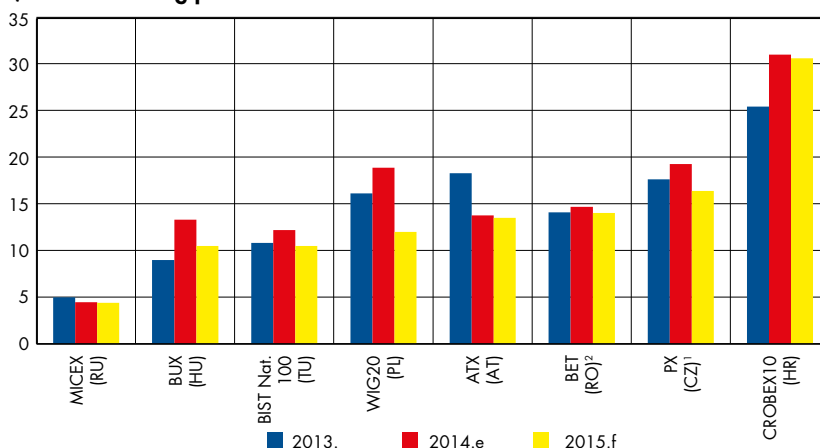
Slabi izgledi hrvatskog tržišta

- Rast svih regionalnih indeksa u 2015. potaknut visokom likvidnosti
- Rumunjski indeks BET najatraktivniji
- Vrlo slabi izgledi za hrvatsko tržište

Vrednovanje tržišta i očekivanja. U prvom tromjesečju 2015. očekujemo rast svih regionalnih dioničkih indeksa i to po stopi od 4,5% u prosjeku, a do kraja godine u rasponu od 7% do 13%. Ipak, uvjet je da se tenzije na relaciji Rusija – Zapad ne pogoršaju, a investitori će i dalje pomno pratiti poteze monetarne politike kako u Europi tako i SAD-u. Ukupno gledano, likvidnost sustava je vrlo visoka, što svakako ide u prilog dioničkom tržištu. Najatraktivnije je vrednovan ruski indeks MICEX s očekivanim P/E omjerom za 2015. od 4,4x. Ipak, potencijal rasta ograničavaju politički i ekonomski rizici kao i slabi očekivani rast zarada kompanija sastavnica (0,8%). Smatramo da najbolje izgleda ima rumunjski indeks BET (6,3% u prvom tromjesečju i 12,7% do kraja 2015.), unatoč relativno visokom vrednovanju od 16,4x za 2015. Razlog su najmanja izloženost ruskom tržištu te solidne prognoze rasta rumunjskoga gospodarstva. Također, nakon očekivanog pada zarada sastavnica od 4,8% u 2014., u ovoj godini očekujemo njihov oporavak i to po stopi od 17,4%, dok je dugoročna očekivana stopa rasta najviša u regiji i iznosi 6,5%. U prilog tome ide i očekivani dividendni prinos od 5,5% za 2014.

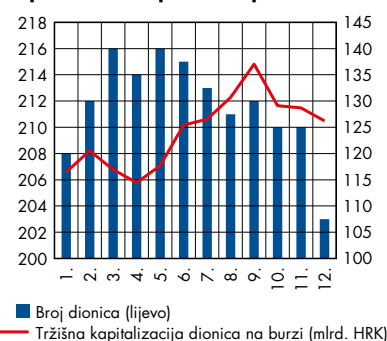
Kada govorimo o Zagrebačkoj burzi, ne očekujemo značajnije pozitivne pomake zbog još uvijek vrlo slabih izgleda domaćega gospodarstva i nedostatka reformi. U skladu s navedenim, strani investitori će vjerojatno i dalje biti oprezni i relativno neskloni hrvatskom tržištu pa će i promet na Zagrebačkoj burzi ostati na niskim razinama. Očekivani P/E omjer indeksa CROBEX10 iznosi čak 30,6x za 2015., što je uvjerljivo najviše u regiji, a oporavak zarada sastavnica još nije na vidiku. Naime, nakon očekivanog pada od 24,4% u 2014., za 2015. računamo na vrlo blag rast od tek 0,4%. Mnogo razloga za optimizam ne daje ni dugoročna projicirana stopa rasta zarada od 1,8%, što je najniže među regionalnim indeksima. Unatoč očekivanoj stagnaciji indeksa, neke bi dionice mogle ostvariti rast zahvaljujući dobrim poslovnim rezultatima nakon provedbe procesa restrukturiranja. Primjerice, HT je u procesu racionalizacije poslovanja, a Adris Grupa razmatra izlaz iz duhanskog poslovanja i fokusiranje na segmente osiguranja i turizma. Nadalje, agencija za upravljanje državnom imovinom najavljuje potencijalne privatizacije u vrijednosti od 670 mil. kuna. Hoće li navedeni faktori uspjeti probuditi hrvatsko dioničko tržište, tek ostaje za vidjeti.

P/E indeksa u regiji



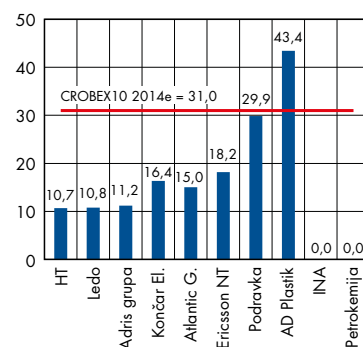
¹ PX bez New World Resources i Erste Group. ² BET bez Fondul Proprietatea
Izvori: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Broj i tržišna kapitalizacija dionica



Napomena: U lokalnoj valuti na zadnji dan razdoblja
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E omjeri CROBEX10 sastavnica



Napomene: Za dobit korišteni podaci u zadnjih 12 mjeseci zaključno s 30.9.2014.; Cijene na 31.12.2014.
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Raiffeisen istraživanja

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Samostalna direkcija ekonomskih istraživanja

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Direkcije; tel: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
Tomislava Ujević, ekonomski analitičar; tel: 01/46 95 099, e-mail: tomislava.ujevic@rba.hr
mr. sc. Marijana Cigić, ekonomski analitičar; tel: 01/61 74 606 e-adresa: marijana.cigic@rba.hr

Samostalna direkcija poslova financijskog savjetovanja

mr. sc. Nada Harambašić Nereau, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@rba.hr
Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 380, e-adresa: ana.turudic@rba.hr
Jadran Simić, financijski analitičar; tel.: 01/4566 478, e-adresa: jadran.simic@rba.hr

Sektor riznice i investicijskog bankarstva

Ivan Žižić, izvršni direktor; tel: 01/46 95 076, e-adresa: ivan.zizic@rba.hr

mr. sc. Anton Starčević, savjetnik predsjednika Uprave; tel.: 01/61 74 210, e-adresa: anton.starcevic@rba.hr

Raiffeisen Invest

Marek Prokopec, predsjednik Uprave; tel: 01/60 03 721, e-adresa: marek.prokopec@rba.hr
Vesna Tomljenović Čičak, članica Uprave; tel: 01/60 03 702, e-adresa: vesna.tomljenovic-cicak@rba.hr
Bojan Vuković, član Uprave; tel: 01/60 03 720, e-adresa: bojan.vukovic@rbainvest.hr

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje
AQR – *Asset Quality Review*
ARZ – Autocesta Rijeka–Zagreb
b.b. – bazni bod
BDP – bruto domaći proizvod
BoE – Bank of England
CDS – *Credit Default Swap*
CHF – švicarski franak
CIS – Zajednica neovisnih država
DZS – Državni zavod za statistiku
e – procjena (*estimate*)
ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa
ESB – Europska središnja banka
EU – Europska unija
EUR – euro
Eurostat – Statistički ured Europske unije
f – prognoza (*forecast*)
Fed – *Federal Reserve System*
god. – godina

HAC – Hrvatske autoceste
HNB – Hrvatska narodna banka
HRK, kn – kuna
HZZO – Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje
IBES – *Institutional Brokers' Estimate System*
IEA – *International Energy Agency*
ILO – *International Labour Organisation*
JIE – zemlje Južne i Istočne Europe
kr – kraj razdoblja
m, mj. – mjesec
MF – Ministarstvo financija
mil. – milijun
mlrd. – milijarda
MMF – Međunarodni monetarni fond
n.v. – nema vrijednosti
nema ocj. – nema ocjene
NPK – neprihodujući krediti
NPL – *non-performing loan*
OPEC – *Organization of the Petroleum Exporting Countries*

PDV – porez na dodanu vrijednost
pr – prosjek razdoblja
QE – kvantitativna monetarna ekspanzija
RBA – Raiffeisen Bank
SAD – Sjedinjene Američke Države
SE – Srednja Europa
SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe
SNB – *Swiss National Bank*
tis. – tisuća
TLTRO – *Targeted Longer Term Refinancing Operation*
tr. – tromjesečje
TZ – trezorski zapisi
USD – američki dolar
v.k. – valutna klauzula
wiiw – *Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche*
WTI – *West Texas Intermediate*

Regulator

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA)

Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb, Petrinjska 59, 10000 Zagreb, www.rba.hr, tel. 01/45 66 466, fax: 01/48 11 626

Publikacija je dovršena 15. siječnja 2015.

ISSN 1332-9391

OPĆE NAPOMENE Ova publikacija izrađena je isključivo u informativne svrhe i ne smije se reproducirati, prevoditi ili činiti dostupnom trećim osobama osim namjeravnog korisnika, u cijelosti ili djelomice, bez prethodne pisane suglasnosti Raiffeisenbank Austria d.d. Petrinjska 59, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA") u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet glede kupovanja, držanja ili prodaje financijskih instrumenata, niti ponudu ili poziv na davanje ponude, te ne zamjenjuje niti dopunjuje niti kakav pravni dokument koji je po propisima bilo koje države, uključujući i Republiku Hrvatsku, potreban za primarno izdanje ili sekundarnu trgovinu financijskim instrumentima, bez obzira radi li se o malim ili profesionalnim ulagateljima te bez obzira radi li se o subjektima ili rezidentima Republike Hrvatske ili koje druge jurisdikcije. Ova publikacija temelji se na javno dostupnim informacijama, koje smatramo pouzdanima, ali za čiju potpunost i točnost ne preuzimamo nikakvu odgovornost. Sve analize sadržane u ovoj publikaciji utemeljene su jedino na javno dostupnim informacijama i pod pretpostavkom da su te informacije cjelovite i točne, a što ne mora biti slučaj i za korisnika predstavlja rizik, kako izdavatelja, tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda. Procjene, projekcije, preporuke ili predviđanja budućih događaja te mišljenja iznesena u ovom izvještaju predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Zadržavamo pravo u bilo kojem trenutku promijeniti stajališta iznesena u ovom izvještaju, bez prethodne obavijesti. Osim toga, zadržavamo pravo ne ažurirati iznesene informacije ili ih potpuno ukinuti, bez prethodne obavijesti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara i RBA. Stoga ova publikacija ne može predstavljati i ne predstavlja temelj za donošenje investicijske odluke, već se svi korisnici pozivaju da se prije donošenja investicijske odluke informiraju dodatno i u mjeri koju drže potrebnom. Ovo posebno vrijedi u slučaju da ova publikacija sadrži preporuku "kupiti", "držati", "reducirati" ili "prodati". Investicijske mogućnosti o kojima se raspravlja u ovom izvještaju mogu biti neprimkladne za neke investitore, ovisno o njihovim konkretnim investicijskim ciljevima i investicijskom horizontu, te uzimajući u obzir njihov ukupan financijski položaj. Investicije koje su predmet ovog izvještaja mogu varirati s obzirom na cijenu ili vrijednost. Investitori mogu ostvariti povrat manji od početnog ulaganja. Promjene deviznog tečaja mogu imati negativan utjecaj na vrijednost investicija. Osim toga, rezultati ostvareni u prošlosti ne moraju nužno implicirati rezultate u budućnosti. Rizici povezani s ulaganjem u financijske, novčane ili investicijske instrumente koji su predmet ovog izvještaja nisu objašnjeni u potpunosti. Informacije su iznesene bez jamstva, u zatečenom stanju, te se ne smiju smatrati zamjenom za investicijski savjet. Investitori moraju sami donijeti odluku u pogledu primjerenosti ulaganja u bilo koji od ovdje spomenutih instrumenata, na temelju koristi i rizika koji iz njih proizlaze, vlastite investicijske strategije, te pravnog, fiskalnog i financijskog položaja. Budući da ovaj dokument ne predstavlja preporuku za ulaganje ili izravnu preporuku za ulaganje, on, niti bilo koji njegov dio, ne predstavlja osnovu za sklapanje bilo kakvog ugovora ili preuzimanje bilo kakve obveze, niti se u njega smije pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se on smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagачima se savjetuje da stupe u kontakt s investicijskim savjetnikom svoje banke za pojedinačna objašnjenja i savjete. Raiffeisenbank Austria d.d., Raiffeisen Bank International AG, te bilo koje povezano društvo kao ni njihovi direktori, ovlaštene osobe ili zaposlenici, te bilo koja druga osoba, ne prihvaćaju nikakvu odgovornost (iz nemara ili drugog razloga) za bilo kakve gubitke proizročne na bilo koji način zbog korištenja ovog dokumenta ili njegovih sadržaja, odnosno na drugi način proizročni s njim u vezi. Ova se analiza distribuira elektroničkom i običnom poštom ulagačima od kojih se očekuje donošenje samostalnih investicijskih odluka i procjene rizika ulaganja, kako rizika samog izdavatelja tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda, bez nepotrebnog oslanjanja na ovaj dokument, te se ne smije distribuirati, umnažati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično ni u koju svrhu. Značajni financijski objašnjenja i savjete. Napominjemo da RBA, s njom povezane osobe i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjelovale u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe možda drže ili trguju financijskim instrumentima ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji. Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBA te ostalih društava unutar grupe. Tako je Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja, tržišta kapitala, financijskog savjetovanja i druge aktivnosti pribavljanja kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu. Portfelji analitičara dostupni su na www.limun.hr. Izjava analitičara: Financijska naknada autorima analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim ovom dokumentu. RBA ima uređno odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga ("HANFA") za obavljanje svih poslova propisanih važećim Zakonom o tržištu kapitala i drugim važećim zakonima i podzakonskim propisima. Međutim, RBA je ovlaštena obavljati te poslove samo na teritoriju Republike Hrvatske, ne i drugdje. Ukoliko bi ova publikacija, u cijelosti ili djelomično, bila dostupna u bilo kojoj jurisdikciji osim Republike Hrvatske, treba je smatrati nepostojećom. Ovaj dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.

