

RBAanalyze

broj 59
listopad 2015.



Oporavak, ali krhak

- Fiskus pod pritiskom predizbornih obećanja
- Monetarna politika usmjerena na smirivanje finansijskih tržišta i stabilnost tečaja
- Složene i dalekosežne posljedice prisilne konverzije kredita u CHF
- Uz očekivani rast dobiti sastavnica, CROBEX10 postaje atraktivniji

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Wiktor Hasel

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Nesigurno okruženje skromnog oporavka	5
---	---

Realni sektor

Potvrđen blagi oporavak gospodarstva	6
--	---

Fiskalna politika

Fiskus pod pritiskom populističkih mjera	7
--	---

Tržište duga

Bez novih zaduživanja do kraja godine?	8
--	---

Monetarna politika i inflacija

U fokusu mjere središnje banke, bez naznaka rasta cijena	9
--	---

Tečaj

Stabilnost tečaja EUR/HRK iznad svega	10
---	----

Bilanca plaćanja

Suficit na tekućem računu platne bilance	11
--	----

Politike središnjih banaka (ESB, Fed)

Tržišta pod značajnim utjecajem monetarnih politika Fed-a i ESB-a	12
---	----

Financijski sustav

Novi šok: gubitak od prisilne konverzije CHF kredita	13
--	----

Tema broja: CHF konverzija

Prisilna konverzija kredita iz franka u euro	14
--	----

Tržište dionica

Dionice turističkog sektora nastavile rasti	18
Očekujemo nešto veću atraktivnost vrednovanja indeksa CROBEX10	19

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.e	2016.f	2017.f	2018.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,4	0,5	1,0	1,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.093	45.022	44.737	43.959	43.516	43.045	43.260	44.087	45.643	47.596
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.480	10.495	10.452	10.301	10.220	10.157	10.212	10.457	10.865	11.332
Trgovina na malo, % promjena, realno	-11,6	-2,1	0,6	-4,1	-0,6	0,4	2,3	2,1	2,5	2,7
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-9,2	-1,4	-1,2	-5,5	-1,8	1,2	1,5	2,5	3,4	3,8
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	0,5	1,8	2,0	2,5
%, prosjek	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	0,0	1,4	2,3	2,5
Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja	1,6	5,7	5,8	6,9	-2,6	-3,4	-3,0	2,2	2,5	2,3
%, prosjek	-0,4	4,3	6,4	7,0	0,5	-2,7	-3,7	0,5	2,2	2,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,9	17,4	18,0	19,1	20,3	19,7	18,2	17,9	17,5	17,5
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	16,5	16,2	16,0	15,5
Prosječna neto plaća, u HRK	5.311	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.726	5.827	5.944	6.033
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,9	-6,0	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,4	-5,0	-4,4	-4,0
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	158,9	186,9	211,9	228,8	266,1	279,6	298,4	316,2	333,1	349
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	48,0	57,0	63,7	69,2	80,8	85,1	90,5	93,7	95,4	95,9
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	15.577	17.007	18.109	18.314	18.756	20.025	21.126	21.971	22.960	23.901
% promjena	-15,9	9,2	6,5	1,1	2,4	6,8	5,5	4,0	4,5	4,1
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.236	17.156	18.294	18.092	18.547	19.141	19.581	20.149	20.774	21.335
% promjena	-22,9	-0,5	6,6	-1,1	2,5	3,2	2,3	2,9	3,1	2,7
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ¹	-5,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,8	0,7	0,9	0,7	0,4	0,0
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	12.600	12.700	12.600	12.600
Međunarodne pričuve, u mjeseci- ma uvoza roba i usluga, kr	7,2	7,5	7,3	7,5	8,4	8,0	7,7	7,6	7,3	7,1
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	2.278	1.064	1.015	1.133	703	2.893	1.450	1.500	1.700	1.700
Noćenja turista, % promjena	-1,3	2,6	7,0	4,0	3,3	2,7	7,0	3,5	2,8	2,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	45,6	46,9	46,4	45,3	46,0	46,7	49,5	50,4	51,6	52,9
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	101,1	104,2	103,7	103,0	105,6	108,4	114,4	114,3	113,1	111,1
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	292,7	275,8	256,2	247,3	245,0	233,0	234,3	229,4	224,7	221,3
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,09	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	7,33	7,48	6,48	5,88
pr, USD/HRK	5,28	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,87	7,44	6,93	6,17
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,31	7,39	7,53	7,55	7,62	7,66	7,70	7,70	7,65	7,65
pr, EUR/HRK	7,34	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,63	7,66	7,66	7,65
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	47,2	48,0	51,5	51,9	57,9	63,4	69,9	73,4	76,3	79,6
% promjena	-14,6	1,7	7,3	0,9	11,5	9,6	10,2	5,0	4,0	4,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	228,5	232,8	246,0	254,7	264,9	273,3	281,0	286,6	293,2	300,8
% promjena	-1,0	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	2,8	2,0	2,3	2,6
Plasmani, mlrd. HRK, kr	234,5	245,6	257,4	242,1	240,8	237,0	238,4	240,8	244,4	248,6
% promjena	-0,6	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	0,6	1,0	1,5	1,7
ZIBOR 3m, %, pr	8,9	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,1	1,4	2,1	3,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	7,5	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,6	1,7	2,2	3,5

¹ Na domaćem tržištu ² U eurima ³ uključujući kružna ulaganja
e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja
Prognoze: Ekonomska istraživanja
Izvori: HNB, DZS, MF

BDP, realna godišnja promjena (%)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	3,4	3,7	3,6	3,4
Mađarska	3,6	3,0	2,5	2,3
Češka	2,0	4,3	2,4	2,4
Slovačka	2,4	3,3	3,5	3,5
Slovenija	2,6	2,4	2,3	1,8
SE	3,0	3,6	3,1	3,0
Hrvatska	-0,4	0,5	1,0	1,5
Bugarska	1,7	2,0	2,1	3,0
Rumunjska	2,8	3,5	3,5	3,0
Srbija	-1,8	0,0	2,5	3,0
BiH	0,8	2,0	3,0	3,0
Albanija	2,0	2,7	4,0	4,0
JIE	1,5	2,4	2,8	2,8
Rusija	0,6	-4,0	0,0	1,5
Ukrajina	-6,8	-10,0	1,5	3,0
Bjelorusija	1,6	-4,0	0,5	2,5
CIS	0,2	-4,4	0,1	1,6
SIE	1,2	-1,2	1,3	2,2
Italija	-0,4	0,8	1,5	1,4
Austrija	0,4	0,7	1,8	1,5
Njemačka	1,6	1,6	2,2	1,8
Eurozona	0,9	1,4	1,9	1,7
SAD	2,4	2,4	3,0	2,0

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Tekući račun (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	-1,4	-0,1	-1,1	-1,6
Mađarska	3,9	3,8	3,6	3,6
Češka	0,6	1,0	1,1	-0,4
Slovačka	0,1	-0,9	-0,6	-0,5
Slovenija	5,8	6,5	6,0	5,0
SE	-0,1	0,6	0,1	-0,5
Hrvatska	0,7	0,9	0,7	0,4
Bugarska	0,0	3,9	-0,8	-3,4
Rumunjska	-0,5	-1,0	-2,0	-2,5
Srbija	-6,0	-4,5	-5,6	-5,6
BiH	-7,7	-7,9	-7,6	-8,1
Albanija	-12,6	-12,9	-12,9	-13,7
JIE	-1,7	-1,3	-2,6	-3,3
Rusija	3,5	5,4	6,8	5,9
Ukrajina	-4,0	-1,8	-0,7	-4,7
Bjelorusija	-6,6	-5,3	-6,8	-6,6
CIS	2,6	4,6	5,9	4,9
SIE	1,3	2,5	2,8	1,8
Italija	2,0	2,2	2,2	2,1
Austrija	0,8	2,0	1,9	1,8
Njemačka	7,4	7,7	7,5	7,5
Eurozona	2,0	2,4	2,4	2,2
SAD	-2,2	-2,9	-3,4	-2,7

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Inozemni dug (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	70,1	69,4	68,5	68,2
Mađarska	108,7	92,5	83,3	78,7
Češka	66,6	65,3	64,6	62,4
Slovačka	90,1	94,1	88,6	76,0
Slovenija	110,1	109,6	106,4	n.v.
SE	78,3	75,9	73,3	66,1
Hrvatska	108,5	114,4	114,3	113,1
Bugarska	94,7	92,9	91,5	85,6
Rumunjska	62,8	59,4	58,5	57,3
Srbija	78,6	80,1	77,5	74,4
BiH	63,8	62,8	62,8	59,2
Albanija	67,7	69,1	68,0	65,1
JIE	75,0	73,7	72,4	69,9
Rusija	32,2	40,0	35,5	32,0
Ukrajina	96,4	128,9	143,4	139,9
Bjelorusija	57,8	62,6	68,0	62,4
CIS	37,2	46,6	43,0	39,4
SIE	53,7	60,0	57,2	53,3
Italija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	117,2	122,6	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	0,0	-0,6	1,5	2,0
Mađarska	-0,2	0,1	2,2	2,8
Češka	0,4	0,4	1,6	2,0
Slovačka	-0,1	-0,2	0,7	2,5
Slovenija	0,2	0,3	1,5	2,1
SE	0,1	-0,2	1,5	2,2
Hrvatska	-0,2	0,0	1,4	2,3
Bugarska	-1,4	0,1	2,2	3,0
Rumunjska	1,1	-0,5	-0,2	2,7
Srbija	2,9	1,4	4,0	4,5
BiH	-0,9	0,2	1,5	2,5
Albanija	1,6	1,8	2,8	3,5
JIE	0,7	0,0	1,1	2,9
Rusija	7,8	15,3	8,8	8,4
Ukrajina	12,1	53,7	14,0	12,0
Bjelorusija	18,1	17,0	16,0	16,0
CIS	8,5	17,8	9,4	8,9
SIE	5,1	10,4	6,1	6,2
Italija	0,2	0,2	1,0	1,5
Austrija	1,5	1,0	1,6	2,0
Njemačka	0,8	0,4	2,1	2,4
Eurozona	0,4	0,1	1,4	1,6
SAD	1,6	0,0	2,3	2,7

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsol. opće države (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	-3,2	-2,7	-2,3	-2,0
Mađarska	-2,6	-2,6	-2,5	-2,4
Češka	-2,0	-2,1	-1,5	-1,6
Slovačka	-2,9	-2,5	-1,9	-0,9
Slovenija	-4,6	-3,5	-3,1	n.v.
SE	-2,9	-2,6	-2,2	-1,8
Hrvatska	-5,7	-5,4	-5,0	-4,5
Bugarska	-3,8	-2,8	-2,5	-2,0
Rumunjska	-1,5	-2,0	-3,0	-2,3
Srbija	-6,6	-3,7	-3,7	-3,0
BiH	-2,1	-2,5	-2,0	-1,0
Albanija	-5,1	-4,5	-3,5	-3,0
JIE	-3,2	-2,9	-3,3	-2,6
Rusija	-1,2	-3,6	-3,5	-2,0
Ukrajina	-11,0	-7,0	-5,5	-3,0
Bjelorusija	1,0	-1,0	0,0	0,0
CIS	-1,7	-3,7	-3,5	-2,0
SIE	-2,3	-3,3	-3,1	-2,0
Italija	-3,0	-2,6	-1,8	-0,8
Austrija	-2,4	-1,9	-1,8	-1,5
Njemačka	0,7	0,5	0,5	0,5
Eurozona	-2,4	-2,0	-1,7	-1,2
SAD	-2,8	-2,4	-2,2	-2,1

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	4,19	4,16	4,09	3,99
Mađarska	309	310	314	324
Češka	27,5	27,3	26,8	26,1
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
SE	7,63	7,63	7,66	7,66
Hrvatska	1,96	1,96	1,96	1,96
Bugarska	4,44	4,45	4,42	4,35
Rumunjska	117	121	123	125
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	140	140	140	140
JIE	51,0	67,1	65,7	71,8
Rusija	15,9	24,4	29,8	36,3
Ukrajina	13.597	18.013	22.506	27.183
Bjelorusija	CIS			
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	1,11	1,03	1,11

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Stopa nezaposlenosti (% god. prom.)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	12,3	10,7	9,4	9,0
Mađarska	7,9	7,4	6,9	6,4
Češka	7,7	6,5	6,1	5,9
Slovačka	13,2	11,5	10,8	10,1
Slovenija	9,8	9,6	9,3	n.a.
SE	10,8	9,5	8,5	7,7
Hrvatska	17,3	16,5	16,2	16,0
Bugarska	11,4	11,0	10,7	9,8
Rumunjska	6,8	6,8	6,5	6,5
Srbija	22,0	19,8	22,0	19,0
BiH	27,5	27,0	25,0	22,5
Albanija	18,0	17,0	15,0	13,0
JIE	12,4	12,0	11,8	11,1
Rusija	5,3	5,8	6,0	6,3
Ukrajina	9,3	11,5	11,0	10,0
Bjelorusija	0,5	1,0	1,5	2,0
CIS	5,4	6,0	6,2	6,4
SIE	7,8	7,7	7,5	7,3
Italija	12,8	12,4	n.v.	n.v.
Austrija	5,6	5,7	5,7	5,6
Njemačka	5,0	6,4	6,1	5,8
Eurozona	11,6	11,1	10,9	n.v.
SAD	6,2	5,2	4,4	5,0

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Javni dug (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	50,1	50,0	49,9	49,6
Mađarska	76,9	75,0	73,8	70,7
Češka	42,6	40,5	39,9	39,9
Slovačka	53,6	53,4	52,8	51,9
Slovenija	80,0	82,0	81,2	n.v.
SE	53,9	53,3	52,8	48,3
Hrvatska	85,1	90,5	93,7	95,4
Bugarska	27,1	28,5	29,5	30,0
Rumunjska	39,8	39,8	40,6	40,5
Srbija	68,8	74,0	78,5	81,3
BiH	42,7	44,6	45,0	42,5
Albanija	71,6	72,0	70,0	67,5
JIE	48,7	50,3	51,8	52,2
Rusija	11,5	13,5	14,0	14,5
Ukrajina	70,0	95,0	90,0	100,0
Bjelorusija	34,1	36,0	37,0	37,0
CIS	16,0	19,5	19,7	20,8
SIE	31,0	33,0	33,2	32,5
Italija	132,1	133,1	130,6	127,4
Austrija	84,5	86,5	84,8	83,5
Njemačka	74,7	71,5	68,2	65,5
Eurozona	91,9	91,7	90,5	89,0
SAD	103,2	101,9	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-	Baa3	BBB+
Hrvatska	BB	Ba1	BB
Bugarska	BB+	Baa2	BBB-
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB-	B1	B+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B	B1	NR
Rusija	BB+	Ba1	BBB-
Ukrajina	CC	Ca	C
Bjelorusija	B-	Caa1	NR
Italija	BBB-	Baa2	BBB+
Austrija	AA+	Aaa	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

Dugoročno zaduživanje, strana valuta
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Nesigurno okruženje skromnog oporavka

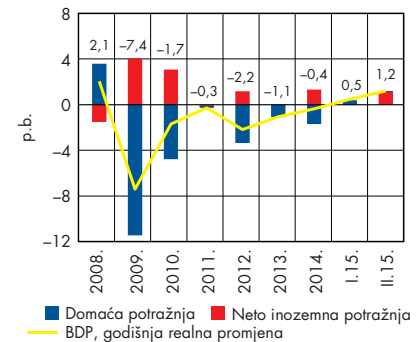
Blage stope gospodarskog rasta ostvarene i tijekom drugog tromjesečja zasigurno će se nastaviti i tijekom trećeg, podržane ponajprije dobrim pokazateljima u turizmu uz prelijevanje pozitivnih učinaka i na ostale sastavnice BDP-a, osobito osobnu potrošnju koja pokazuje naznake blagog rasta. Oprava najvažnijih trgovinskih partnera Hrvatske uz geopolitička previranja na istoku i jugu Mediterana imala su pozitivan utjecaj na rast izvoza roba i usluga. Ostaje, međutim, činjenica da je ostvareni rast slab i podložan negativnim promjenama na vanjskim tržištima s obzirom na to da duboko ukorijenjeni unutarnji problemi još uvijek nisu riješeni.

Potreba za fiskalnom konsolidacijom kroz strukturne promjene na rashodnoj strani proračuna te povećanje učinkovitosti javnog sektora u predizbornoj su godini potisnuti populističkim zazivanjem pojačanog državnog intervencionizma te odbijanjem tržišnih reformi koje se optužuju za smanjenje standarda potencijalnih glasača. Međutim, zanemaruje se činjenica da je javni sektor u Hrvatskoj neučinkovit, dominantan te da guši razvoj privatnog sektora koji bi trebao biti generator rasta i osigurati financiranje cjelokupne javne potrošnje i investicija. Upravo odgađanje strukturnih promjena uzrok je dugotrajne krize i bitno umanjuje potencijale rasta gospodarstva. U takvim uvjetima ne iznenađuje promjena izgleda hrvatskog kreditnog rejtinga u negativne i pogoršanje pozicije Hrvatske na globalnoj ljestvici konkurentnosti. Identificirani problemi poslovanja poduzetnika naglašavaju neučinkovitost javnog sektora te pravne i političke nesigurnosti.

Moguće je da rast gospodarstva u 2015. bude viši od predviđenih 0,5%, no rizik da 2016. donese neugodna iznenađenja izvire iz potrebe za snažnijom fiskalnom konsolidacijom, iz potencijalne promjene na financijskim tržištima te nižeg rasta članica EU-a od očekivanoga. Osim toga, usporedna analiza Hrvatske i ostalih država srednje i istočne Europe upućuje na komparativno zaostajanje sugerirajući nužnost hitne provedbe strukturnih mjera. Zasad naznaka zaokreta još uvijek nema jer osim političkog izostaje i općedruštveni konsenzus o promjenama. U međuvremenu tržište rada, osobito među mladima, ostaje izuzetno slabo, s jačanjem tendencije iseljavanja najproduktivnijeg dijela stanovništva. U uvjetima skromnog oporavka i potisnutog optimizma, potražnja za kreditima izostaje pa se proces razduživanja privatnog sektora nastavlja. S druge strane, zaduživanje države ne posustaje, što se ogleda i u pokazateljima vanjskog duga s rastućim udjelom javnog sektora. Stoga vanjska ranjivost raste unatoč bitnom poboljšanju na tekućem računu platne bilance, koji će i treću godinu zaredom zaključiti suficitom.

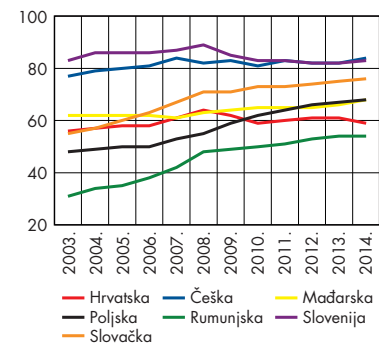
Izravne inozemne investicije još uvijek su na skromnim razinama, što je posljedica brojnih administrativnih prepreka te razmjerno visoke percepcije rizičnosti Hrvatske. Otegotna okolnost je izravno, retroaktivno i opetovano uplitanje države u ugovorne odnose među privatnim osobama, što pojačava dojam pravne nesigurnosti. Prisilna konverzija CHF kredita u eurske izjednačit će dužnike u različitim valutama oslobađajući dio raspoloživog dohotka. Međutim, konverzija itekako otvara pitanje moralnog hazarda, pravne sigurnosti, ali i potencijalnog rasta javnog duga koji u konačnici moraju otplatiti svi porezni obveznici. O problematici prisilne konverzije pišemo u temi broja.

Doprinosi rastu BDP-a



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP po glavi stanovnika (PPS), EU28 = 100



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Hrvatska: Rejting

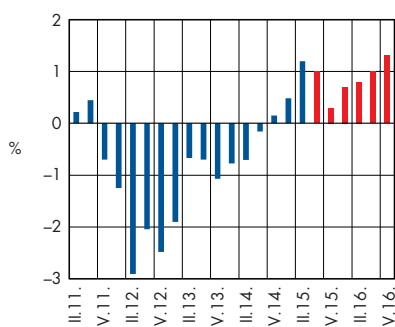
	Dugoročno zaduživanje			
	Ocjena	Izgledi	Ocjena	Izgledi
Fitch Ratings	BB	Negativan	BB+	Negativan
Moody's	Ba1	Negativan	Ba1	Negativan
Standard & Poor's	BB	Negativan	BB	Negativan

Izvor: HNB

Potvrđen blagi oporavak gospodarstva

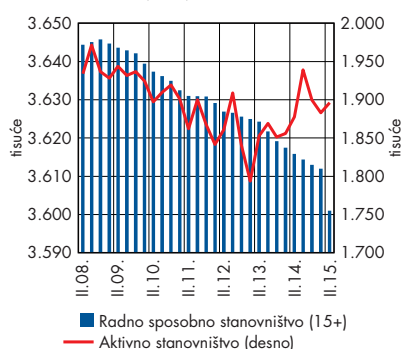
- Pozitivan doprinos domaće i inozemne potražnje rastu BDP-a
- Poboljšanja na tržištu rada snažno uvjetovana sezonalnim zapošljavanjem
- Snažniji gospodarski rast i dalje ograničen neučinkovitošću javnog sektora

BDP, realne godišnje promjene



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Radno sposobno i aktivno stanovništvo (ILO)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Najproblematičniji čimbenici poslovanja u Hrvatskoj*



*Globalno izvješće konkurentnosti (2015.-2016.)
Izvori: WEF, Raiffeisen istraživanja

Treće tromjesečje zaredom BDP je zabilježio blagu pozitivnu stopu godišnjeg rasta, koja je osim učinka niske baze potpomognuta i rastom inozemne, ali i domaće potražnje. Realna godišnja stopa rasta BDP-a od 1,2% u drugom ovogodišnjem tromjesečju najviša je od trećeg tromjesečja 2008. godine. Oporavak je vidljiv u svim sastavnicama BDP-a, uključujući bruto investicije u fiksni kapital koje su prvi put nakon šest tromjesečja zabilježile realan rast od 0,8% godišnje. Uz iznimno nisku bazu (uslijed dugogodišnjeg razdoblja recesije), posljedica je to i nešto većih ulaganja u opremu, na što je upućivao i sve stabilniji rast industrijske proizvodnje uz solidan rast u uslužnom sektoru. Naj snažniji pozitivan doprinos povećanju BDP-a ostvaren je neto inozemnom potražnjom (1,1 p.b.) i to uslijed snažnijeg realnog rasta izvoza od uvoza roba i usluga (10,2% naspram 6,9% godišnje). Osim gospodarskog oporavka na tržištima najznačajnijih vanjskotrgovinskih partnera, činjenica je da privatni sektor postaje više izvozno orijentiran, pozitivno doprinoseći rastu obujma ukupne gospodarske aktivnosti. Također, snažan doprinos rastu BDP-a došao je od strane domaće potražnje i to od komponente osobne potrošnje, koja je drugo tromjesečje zaredom zabilježila oporavak s nešto višom stopom realnog rasta od 0,6%, potpomognuta rastom raspoloživog dohotka, niskom inflacijom te dobrim ostvarenjima u turističkoj predsezoni. I dok je rast osobne potrošnje bio i očekivan (na što su upućivali podaci o prometu u trgovini na malo te rastući pokazatelji iz anketi o pouzdanju i očekivanjima potrošača), donekle je iznenadio ponovni rast državne potrošnje (0,4% godišnje) s obzirom na to da je u suprotnosti s potrebom snažnije fiskalne konsolidacije.

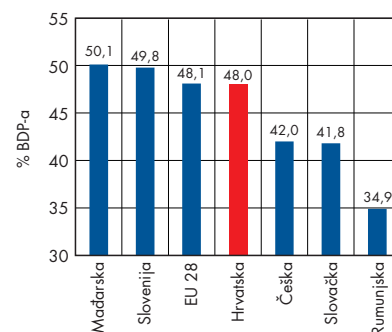
Posljednji visokofrekventni makroekonomski pokazatelji upućuju na nastavak pozitivnih trendova u robnoj razmjeni (ubrzanje rasta izvoza uz sporiji godišnji rast uvoza), što bi uz vrlo dobre rezultate iz glavne turističke sezone moglo rezultirati i blago većim rastom BDP-a u ovoj godini od prvotno predviđenog. S druge strane, usprkos izvjesnim poboljšanjima na tržištu rada (velikim dijelom uvjetovanih sezonskim zapošljavanjem), snažniji rast osobne potrošnje i dalje će ograničavati niska stopa zaposlenosti te razmjerno visoka nezaposlenost uz manjak kreacije radnih mjesta (što potvrđuju podaci o visokoj nezaposlenosti mladih u dobi do 29 godina, koji čine više od petine ukupno nezaposlenih). Strukturne probleme na tržištu rada donekle će ublažavati učinci poreznih izmjena u sustavu oporezivanja osobnog dohotka koji će rezultirati višim neto plaćama na godišnjoj razini. Veći raspoloživi dohodak potencijalno znači i veću osobnu potrošnju, no snažniji gospodarski zamah i dalje će biti ograničen još uvijek niskom konkurentnošću hrvatskog izvoznog sektora čiju tržišnu prilagodbu pritom onemogućava visok udio državne intervencije. Potonje potvrđuje i najnovije izvješće Svjetskog ekonomskog foruma o globalnoj konkurentnosti prema kojem je Hrvatska zabilježila pogoršanje relativne pozicije na ljestvici konkurentnosti u odnosu na skupinu zemalja obuhvaćenih istraživanjem. Ključ snažnijeg rasta BDP-a upravo se krije u otklanjanju najproblematičnijih čimbenika poslovanja u Hrvatskoj, od kojih izdvajamo: neučinkovitost javne uprave, nestabilnost politika, kompleksnost poreznog zakonodavstva, neadekvatno obrazovanu radnu snagu te korupciju.

Fiskus pod pritiskom populističkih mjera

- **Strukturne reforme (ni) na marginama političkih programa**
- **Manjak transparentnosti fiskalne politike**
- **Veći javni dug – najizgledniji oblik financiranja javne potrošnje**

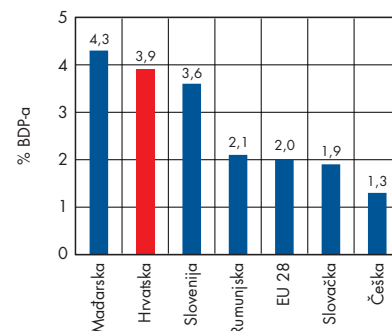
Pred nama su još jedni parlamentarni izbori, a hrvatski fiskus je "iscrpljen" negativnim učincima koji proizlaze iz učestalih izbornih ciklusa. U međusobnom nadmetanju glavnih političkih oponentata, iz predloženih "gospodarskih" programa najšire ciljane interesne skupine mogu iščitavati o tome kako će se u budućnosti država pobrinuti za unapređenje životnog standarda. Pritom je javnost ostala uskraćena za osnovne kalkulacije i temeljne parametre predloženih političkih scenarija. Drugim riječima, nije razvidna cijena pojedinih predloženih mjera i/ili intervencija na porezni i cjelokupni proračunski sustav koje će u konačnici doći na teret poreznih obveznika. Stoga bi prosječni birač trebao samostalno spoznati da će sve predložene mjere jamačno povećati potencijalne rizike na odveć visok fiskalni deficit, a time i javni dug. Međutim fiskalna transparentnost je ionako jedno od ključnih problematičnih područja na čije se hitno rješavanje osvrnula i Europska komisija u svojim posljednjim preporukama za Hrvatsku u sklopu tzv. europskog semestra. Konkretno, EK je zatražila da se do 2016. godine osigura održivo smanjenje prekomjernog deficita i to kroz objavu i provođenje nalaza utvrđenih revizijom državnih rashoda; kroz kontrolu rashoda na središnjoj i državnoj razini; kroz uvođenje poreza na nekretnine te kroz jačanje upravljanja javnim dugom RH. Suprotno preporukama, samo od početka ove fiskalne godine izdvajanjem HZZO-a iz jedinstvenog sustava državne riznice dodatno je narušena transparentnost u fiskalnoj statistici, uz izvještavanje o izvršenju državnog proračuna koje je na mjesečnoj razini i dalje dostupno u formatima koji ne zadovoljavaju kriterije europske metodologije po obračunskom načelu. Osvrćući se stoga na posljednje dostupne podatke (prema nacionalnoj metodologiji utemeljenoj na novčanom načelu), u prvih osam mjeseci prihodi od PDV-a pokazuju razmjerno solidan godišnji rast od 8%, dok su s druge strane rashodi za kamate u istom promatranom razdoblju dosegili 7,8 mlrd. kuna zabilježivši snažan rast po dvoznamenkastoj stopi od preko 12% godišnje. U trenutku pisanja analize, posljednji podaci o deficitu na razini konsolidirane središnje države dostupni u skladu s metodologijom GFS 2010 (novčano načelo) upućuju na deficit od preko 7,6 mlrd. kuna u razdoblju od prvih sedam mjeseci. Međutim, možemo potvrditi da isti ima tek orijentacijsku vrijednost iz koje proizlazi da na razini godine javna potrošnja itekako raste, što uostalom potvrđuju i podaci DZS-a u sklopu izvještavanja o BDP-u prema rashodnoj metodi. Dodajmo da je neposredno prije službenog raspuštanja Hrvatskog sabora usvojen plan privremenog financiranja koji će biti na snazi tijekom prvog tromjesečja 2016. godine. Premda institut privremenog financiranja ima svoju političku opravdanost, činjenica je da ujedno predstavlja i svojevrsan diskontinuitet u planiranju i financiranju strateških projekata do formiranja nove vlade. Ukupni planirani deficit državnog proračuna u iznosu od 4,9 mlrd. kuna u prvom tromjesečju 2016. financirat će se dakako novim zaduženjima (od čega se na obveznice odnosi više od 3 mlrd. kuna) te prijenosom dijela depozita iz 2015. godine (u iznosu od oko 2 mlrd. kuna). Bez jasne proračunske strategije (na prihodnoj i rashodnoj strani te na računu financiranja) Hrvatska će se do daljnjega suočavati s rastućim javnim rashodima koji posljedično dovode do neodrživosti državnog duga, no to je zasad očito izvan fokusa kreatora ekonomskih politika.

Ukupni rashodi opće države u BDP-u (2014.)



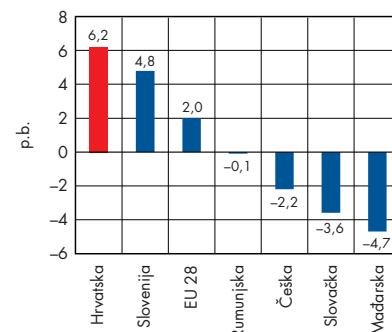
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Rashodi za kamate, 1. tr. 2015.



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Promjena duga opće države u BDP-u*

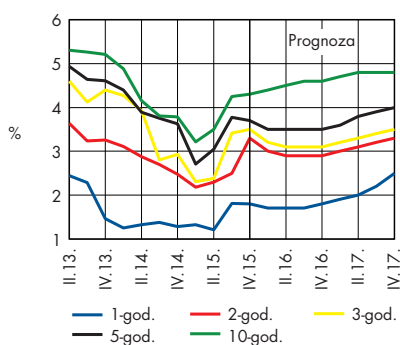


* 1. tr. u odnosu na isto tromjesečje 2014.
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Bez novih zaduživanja do kraja godine?

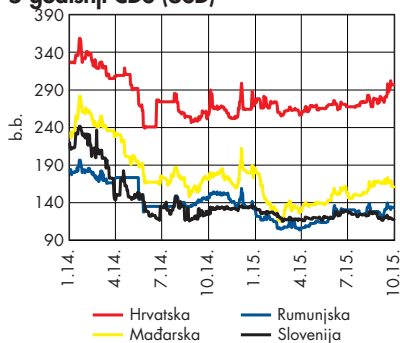
- Rast prinosa
- Osigurano (re)financiranje obveza 2015.?
- Negativni izgledi povećavaju mogućnost smanjenja rejtinga

Prinosi na HRK državne obveznice



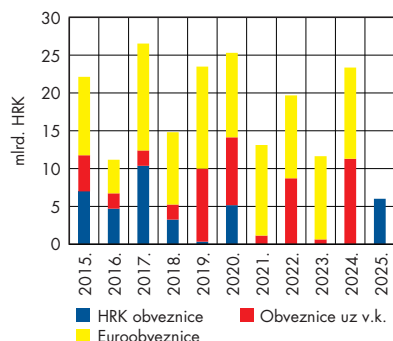
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

5-godišnji CDS (USD)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



* Preračunato po srednjem tečaju HNB-a na dan 12. listopada 2015.

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Nakon srpanjskog izdavanja kunske desetogodišnje obveznice uslijedilo je mirno ljetno razdoblje na domaćem tržištu obveznica. Uzbudjenje je donijela tek rujnaska prisilna konverzija kredita u švicarskim francima. Utjecaj su osobito osjetila kunska izdanja, koja su u uvjetima smanjene likvidnosti i poraslih kamatnih stopa na tržištu novca zabilježila pad cijena i porast prinosa. Razmjeno povoljna likvidnosna pozicija države, odnosno činjenica da je prema podacima HNB-a na depozitu kod središnje banke krajem kolovoza bilo preko 16 mlrd. kuna, osigurava središnjoj državi komotnu situaciju u smislu prihvaćanja atraktivnih ponuda na aukcijama trezorskih zapisa, a nisu izgledna ni nova izdanja obveznica u posljednjem tromjesečju ove godine. Dakle, država je već osigurala potrebna sredstva za dospijee kunske obveznice u prosincu u vrijednosti 5,5 mlrd. kuna, dok je sljedeće dospijee po izdanim dugoročnim dužničkim vrijednosnicama na rasporedu tek u srpnju 2016. Ipak, ostaje otvoreno pitanje financiranja obveza u prvom tromjesečju 2016., a nema poboljšanja u razini transparentnosti fiskalne politike kao ni naznaka da bi Ministarstvo financija moglo investitorima ponuditi vjerodostojan i detaljan plan zaduživanja za iduću godinu i/ili srednjoročno razdoblje. U osnovnom scenariju predviđamo da bi prinosi kod lokalnih izdanja nakon rasta krajem trećeg i u četvrtom tromjesečju mogli zabilježiti blagu korekciju, nakon čega bi trebao uslijediti njihov blag, ali stabilan rast. Pritisak na hrvatske obveznice pritom temeljimo na razmjeno nepovoljnim fiskalnim pokazateljima, vrlo krhkom oporavku, ali i tržišnim uvjetima te visokoj percepciji rizičnosti Hrvatske. S druge strane, plitko tržište, održavanje visoke likvidnosti i možebitna jača fiskalna konsolidacija uvelike bi dali podršku hrvatskim obveznicama. U suprotnome, rizik od snažnijeg rasta prinosa u usporedbi s osnovnom projekcijom ostaje i dalje prisutan. Navedena očekivanja potvrđuje i srpanjska korekcija izgleda sa *stabilnih* na *negativne* od strane kreditnih agencija Fitch i S&P, pri čemu uvijek otvoreno ostaje pitanje slabih izgleda rasta gospodarstva, ali prije svega nedostatna fiskalna konsolidacija, visok proračunski deficit i javni dug. Stoga i ne iznenađuje visoka osjetljivost tržišta na percepciju rizičnosti Hrvatske. Zasad u prilog euroobvezničkim izdanjima ide okruženje niskih kamatnih stopa i primjena nekonvencionalnih mjera ESB-a koji osiguravaju potražnju za vrijednosnicama višeg povrata. U slučaju obnovljenih nestabilnosti na financijskim tržištima ili s početkom normalizacije monetarne politike ESB-a, spreadovi i prinosi na hrvatska izdanja svakako će porasti. Politika ESB-a će i u idućim tromjesečjima pružati veliku podršku njemačkim državnim obveznicama. Prinos na referentno desetogodišnje izdanje trebao bi se kretati između 0,5% i 1%. S druge strane ograničavajući čimbenik rasta njemačkih prinosa ostaju očekivanja o rastu prinosa duž američke krivulje. Osim nastavka ESB-ovog programa kupnji obveznica, *spreadovi* europske periferije trebali bi se sužavati pod utjecajem pozitivnih ekonomskih kretanja. Euroobveznice regije SIE mogle bi zabilježiti dobitke uslijed pozitivnog tržišnog raspoloženja dijelom i pod utjecajem činjenice da većina tržišnih sudionika još uvijek ne očekuje početak podizanja referentnih kamatnih stopa u SAD-u. Navedene projekcije ipak ne uključuju moguće (povremene) nestabilnosti na financijskim tržištima poput pada kineskih dioničkih tržišta ili bitnog usporavanja globalnog oporavka.

U fokusu mjere središnje banke, bez naznaka rasta cijena

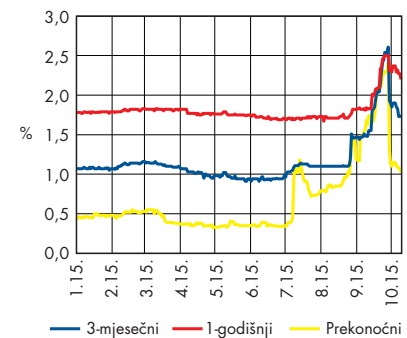
- Pojačana neizvjesnost uz rast kamatnih stopa
- Mjere središnje banke usmjerene na osiguranje likvidnosti
- Pad potrošačkih cijena u trećem tromjesečju uz slabe izgleda inflatornih pritisaka

Dugogodišnje razdoblje izdašne kunske likvidnosti i povijesno niskih kamatnih stopa na tržištu novca nakratko je prekinuto na samom kraju ljetne turističke sezone. Uobičajeno smanjenje kunske likvidnosti u jeku turističke sezone dodatno je bilo popraćeno odljevom kunske likvidnosti uslijed izdanja državne obveznice, ali i nešto snažnije potražnje za kunama od strane inozemnih banaka. Međutim, popriličnu neizvjesnost na tržište donijela je vijest o prisilnoj konverziji kredita u CHF budući da je to značilo pojačanu potražnju za kunskom likvidnošću od strane kreditnih institucija. S ciljem da mjerama ekspanzivne politike osigura dostatnu likvidnost, HNB je prvi put nakon šest godina ponovno održala obratnu repo aukciju. Osim toga, središnja banka donijela je Odluku o prestanku važenja Odluke o upisu obveznih blagajničkih zapisa Hrvatske narodne banke na temelju koje je dodatno oslobođeno preko 3 mlrd. kuna u sustavu. Razmjerno snažan rast kamatnih stopa zabilježen tijekom rujna, kao izravna posljedica nepovoljnih očekivanja i neizvjesnosti oko tehničke provedbe konverzije kredita u CHF, već na samom početku listopada zaustavljen je mjerama središnje banke. Štoviše, kamatne stope korigirane su na razine koje smo viđali početkom srpnja ili krajem kolovoza. Prosječni dnevni višak likvidnosti smanjen je s 8 mlrd. u drugom na 4,9 mlrd. kuna u trećem tromjesečju, što je utjecalo i na rast kamatnih stopa na tržištu novca.

Očekujemo da će monetarna politika do kraja godine, uz neupitnu dosljednost očuvanja stabilnosti tečaja EUR/HRK, biti usmjerena i na osiguranje visoke likvidnosti financijskog sustava. Time će se zadržati stabilnost tržišta i stvoriti dodatni pritisak na pad kamatnih stopa. U slučaju povećane potrebe za devizama ne isključujemo mogućnost da središnja banka posegne za dodatnim stabilizacijskim mjerama poput smanjenja izdavanja kuskog, a povećanja deviznog dijela obvezne pričuve. Time bi se zamjetno umanjio pritisak na smanjenje međunarodnih pričuva. Ekspanzivni karakter monetarne politike pritom nije nimalo ugrožen kretanjem cijena koje su uvelike određene uvoznim deflacijskim pritiscima i slabom domaćom potražnjom. Naime, pad cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima, sniženje cijena električne energije te sezonska sniženja odjeće i obuće već u srpnju za posljedicu su imali povratak negativnim godišnjim stopama inflacije potrošačkih cijena. Deflacijski pritisci nastavili su se i do kraja trećeg tromjesečja sugerirajući da bi nakon prosječenog pada cijena od 0,3% u prvih devet mjeseci mogli i 2015. godinu zaključiti s blagim padom cijena.

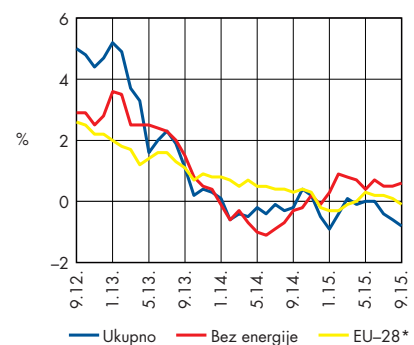
Naime, uvezeni deflacijski pritisci kroz niže cijene sirove nafte i neprerađenih prehrambenih sirovina nastavit će se prelijevati na domaće cijene. Poticaj rastu neće doći ni od domaće potražnje koja je, unatoč rastu raspoloživog dohotka i prometa u trgovini na malo, nedovoljna da bi se zaustavio pad potrošačkih cijena. Rast cijena moguće je očekivati tek s oporavkom cijena sirove nafte te rastom hrvatskoga gospodarstva. S obzirom na to da ništa od spomenutog neće ostvariti bitnije stope rasta u idućim tromjesečjima, snažnije stope inflacije (oko 1%) podržane i učinkom baznog razdoblja moguće je očekivati tek u drugoj polovici 2016. godine.

Kretanje ZIBOR-a



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

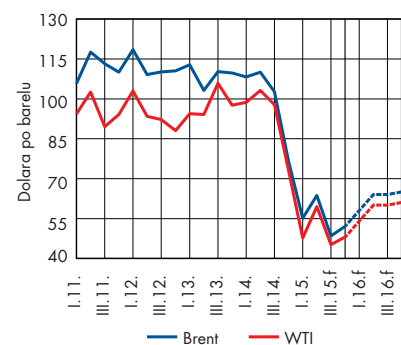
Indeks potrošačkih cijena



* prema HICP-u

Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kretanje cijena sirove nafte

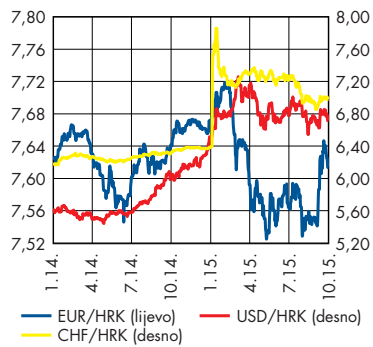


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Stabilnost tečaja EUR/HRK iznad svega

- HNB dosljedan u politici provedbe stabilnog tečaja kune u odnosu na euro
- Rast tečaja EUR/HRK prema kraju godine podržan i nužnim usklađivanjem bankovnih bilančnih pozicija

Srednji tečaj HNB-a



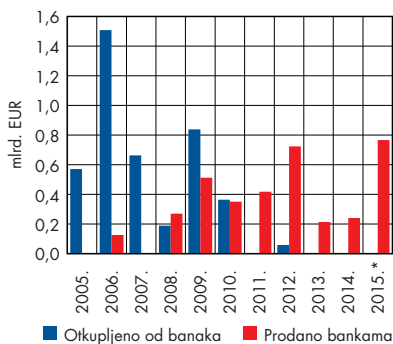
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj 30.9.15.	Promjena u odnosu na: 30.9.2014.		
		Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,6321	7,6263	↑	0,08
USD	6,7931	6,0154	↑	12,93
CHF	6,9808	6,3168	↑	10,51
GBP	10,3178	9,7610	↑	5,70

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Devizne intervencije HNB-a



*do 12.10.2015.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prognoza tečaja

	2015.e	2016.f
EUR/HRK, pr	7,63	7,66
EUR/HRK, kr	7,70	7,70
USD/HRK, pr	6,87	7,44
USD/HRK, kr	7,33	7,48
CHF/HRK, pr	7,13	6,90
CHF/HRK, kr	7,13	7,00

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Središnja turistička sezona nije donijela zamjetno jačanje kune u odnosu na euro. Uz vrlo nisku volatilnost tijekom srpnja i kolovoza tečaj EUR/HRK ostao je stabilan zadržavajući se iznad 7,54 kune za euro. Blaga aprecijacija domaće valute rezultat je pojačanog sezonskog priljeva deviza u središnjim turističkim mjesecima. Time je izvozni sektor podržao stabilnu kunu u uvjetima skromnoga gospodarskog oporavka i smanjenog priljeva inozemnoga kapitala. U suprotnom smjeru djeluju rizici vezani uz državne financije, nastavak procesa razduživanja te rezervacije banaka. Izraženo rujansko slabljenje kune vežemo uz donošenje propisa o prisilnoj konverziji kredita vezanih uz švicarski franak u kredite vezane uz euro. Procijenjeni trošak bankovnog sustava od 8 mlrd. kuna zahtijeva i usklađivanje valutnih pozicija u bilancama banaka implicirajući u istoj protuvrijednosti kupnju eura. U uvjetima porasta potražnje za eurima nužnim za smanjivanje deviznih obveza banaka nakon konverzije ojačala su deprecijacijska očekivanja te su prouzročila za hrvatsko tržište razmjeno jak pomak tečaja sa 7,64 na 7,675 kuna za euro. Treći put ove godine intervenirala je središnja banka prodavši bankama 268,3 mil. eura po prosječnom tečaju 7,638161 kuna za euro. Nakon intervencije tečaj kune u odnosu na euro stabilizirao se na razinama ispod 7,65 kuna za euro. Dosljedna u politici očuvanja stabilnosti tečaja, ponovno je aktivirala operacije na otvorenom tržištu kroz jednotjedne obratne repo aukcije. Posljednje tromjesečje trebalo bi donijeti polagani uzlazni trend kretanja kune u odnosu na euro. Očekujemo da bi se glavina trgovanja trebala odvijati oko 7,65 kuna za euro s tendencijom da kraj godine zaključimo prema razini od 7,7 kuna za euro. Time bi prosječni tečaj kune u odnosu na euro tijekom 2015. ostao na približno istim razinama kao i 2014. Unatoč skromnom oporavku gospodarstva i rastu viška na tekućem računu bilance plaćanja prisutni su značajni rizici koji podržavaju nastavak laganog slabljenja domaće valute. Uz već spomenuti utjecaj prisilne konverzije kredita u švicarskim francima i sezonski jaču potražnju za devizama prema kraju godine, upitno je kakve će posredne utjecaje imati posljednje odluke Vlade i Sabora prije parlamentarnih izbora u studenome. Nastavak rasta javnog duga povećava mogućnost za snižavanje rejtinga države tijekom prvog tromjesečja. Padajući rejting upozorava na povećanu ranjivost u slučaju poremećaja na vanjskim financijskim tržištima. U stresnim uvjetima upitan je priljev inozemnog kapitala nužnog za refinanciranje dospjeća vanjskog duga, javnog i privatnog sektora kao i ostvarivanje započetih i/ili novih investicija. Upitna je održivost započetog oporavka gospodarstva pa bi se tečaj kune u odnosu na euro mogao vratiti tendenciji laganog slabljenja. Volatilnost tečaja ne očekujemo ni u sljedećim tromjesečjima s obzirom na to da će središnja banka ostati dosljedna u politici stabilnosti tečaja. Za navedeno ima i dovoljno sredstava. Početkom listopada ukupne bruto međunarodne pričuve iznosile su 14,5 mlrd. kuna pokrivajući tako više od 8,5 mjeseci uvoza roba i usluga. Ipak, s obzirom na potrebu jačanja međunarodnih pričuva i poboljšanja mjere adekvatnosti pričuva ne isključujemo mogućnost da središnja banka posegne za dodatnim stabilizacijskim mjerama u slučaju snažnijih pritisaka na EUR/HRK. Promjena regulatornih zahtjeva (poput smanjenja izdavanja kuskog, a povećanja deviznog dijela obvezne pričuve) čini nam se najizglednijom.

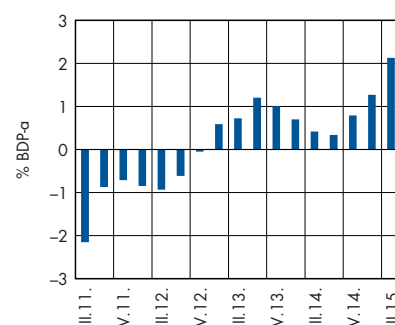
Suficit na tekućem računu platne bilance

- Suficitarni saldo na tekućem računu platne bilance u drugom tromjesečju
- Snažan pozitivan doprinos inozemne potražnje i dobre turističke predsezona
- Nastavak godišnjeg rasta ukupnog bruto inozemnog duga

Nakon uobičajenog deficita u prvom tromjesečju, pozitivno je iznenadio suficitarni saldo tekućeg računa platne bilance u drugom ovogodišnjem tromjesečju u iznosu od 3 mil. eura. Promatrano kumulativno tijekom posljednja četiri tromjesečja saldo tekućeg računa u bilanci plaćanja zabilježio je suficit u iznosu od 2,1% BDP-a, što je njegova najviša povijesna vrijednost. Sve komponente na računu tekućih transakcija (kako dohodovne tako i one na podračunu dobara i usluga) pozitivno su doprinijele značajnom poboljšanju u drugom tromjesečju. Tako su prihodi od prodaje roba u promatranom razdoblju zabilježili relativni godišnji rast po dvoznamenkastoj stopi od 14,2%, dok su rashodi, tj. odljev na temelju uvoza roba porasli za 5,2% godišnje. Značajan pozitivan doprinos došao je i s podračuna sekundarnog dohotka, ponajprije uslijed bolje apsorpcije sredstava iz EU fondova. Istovremeno, odlični pokazatelji iz turističke predsezona tijekom drugog tromjesečja posljedično su rezultirali poboljšanjima na podračunu usluga. Prihodi od putovanja (turizma) u drugom tromjesečju ove godine dosegli su 1,9 mlrd. eura, što je na godišnjoj razini porast od 117 mil. eura, odnosno 6,4%. Naposljetku, povećani prihodi od naknada zaposlenima dali su također pozitivan doprinos od strane podračuna primarnog dohotka čiji se deficit smanjio za 6% godišnje. S obzirom na ostvareni suficit na tekućem računu tijekom drugog tromjesečja te uz očekivani uobičajeni suficit u trećem tromjesečju (koji će biti snažno potpomognut odličnim ostvarenjima u glavnoj turističkoj sezoni, ali i rastućom inozemnom potražnjom), na razini cijele 2015. godine očekujemo pozitivan saldo na tekućem računu bilance plaćanja i treću godinu zaredom.

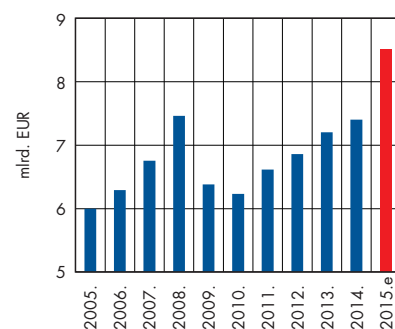
Tijekom drugog ovogodišnjeg tromjesečja bruto inozemni dug RH nastavio je s pozitivnim stopama godišnjeg rasta (koje datiraju još od kraja 2013. godine) te je krajem lipnja iznosio 48,9 mlrd. eura, odnosno 113% BDP-a. Tako se na godišnjoj razini vanjski dug povećao za preko 2,5 mlrd. eura ili 5,4% te je od kraja prošle godine zabilježio rast za gotovo 2,3 mlrd. eura, odnosno 4,8%. Pritom su obveze prema inozemnim vjerovnicima najviše porasle u sektoru opće države, čiji je vanjski dug krajem lipnja (16,3 mlrd. eura) porastao za više od 2 mlrd. eura zabilježivši dvoznamenkastu stopu godišnjeg rasta od 14,1%. U širem obuhvatu inozemna zaduženost javnog sektora čini preko 40% ukupnog bruto inozemnog duga RH. Istovremeno, dug privatnog sektora (krajem lipnja na razini od 29,3 mlrd. eura) pokazuje nastavak trenda razduživanja, što je dominantno posljedica razduživanja financijskog sektora. S druge strane, visoka likvidnost i povoljniji tržišni uvjeti zaduživanja pozitivno doprinose zamijećenoj tendenciji laganog rasta inozemne zaduženosti kod privatnih nefinancijskih poduzeća. U odnosu na prvo tromjesečje ukupni bruto inozemni dug koncem drugog ovogodišnjeg tromjesečja niži je za oko 0,3 mlrd. eura, a više od polovice tog iznosa odnosi se na povoljan utjecaj međ valutnih promjena i ostalih prilagodbi. Do kraja godine predviđamo nastavak trenda razduživanja financijskog sektora u inozemstvu te blagi porast bruto inozemnog duga privatnih trgovačkih društava koja ciljaju na povoljnije uvjete zaduživanja, dok će udio sektora države i dalje činiti preko jedne trećine ukupnog bruto inozemnog duga RH.

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio državnog sektora u ukupnom bruto inozemnom dugu

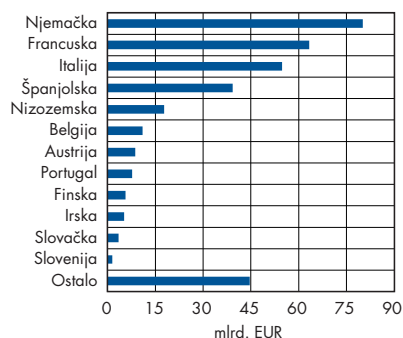


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Tržišta pod značajnim utjecajem monetarnih politika Fed-a i ESB-a

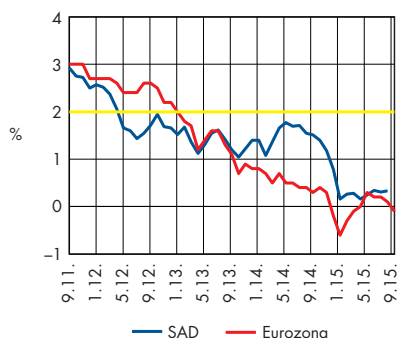
- Fed: prosinac donosi prvo podizanje kamatne stope nakon deset godina?
- Ovisno o tržišnim uvjetima ESB razmatra podešavanje veličine, trajanja i sastava programa kupnje obveznica

Program kupnji državnih obveznica ESB-a*



* do 30. rujna 2015.
Izvori: ESB, Raiffeisen istraživanja

Kretanje potrošačkih cijena*



* HICP za eurozonu; PCE deflator za SAD
Izvori: Fed St. Louis, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja na financijskim tržištima

	Q415	Q116	Q216	Q316
EUR/USD	1,05	1,05	1,03	1,01
Fed referentna kamatna stopa	0,50	0,75	1,00	1,50
3-mj. LIBOR (USD)	0,7	1,0	1,2	1,7
SAD 10-god. prinos	2,4	2,6	2,8	3,1
ESB referentna kamatna stopa	0,05	0,05	0,05	0,05
3-mj. EURIBOR	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
Njemačka 10-god. prinos	0,70	0,90	1,10	1,30

Na dan 12.10.2015.
Izvor: Raiffeisen istraživanja

Razilaženje monetarnih politika vodećih središnjih banaka ostalo je i tijekom trećeg tromjesečja jedna od ključnih odrednica kretanja na svjetskim financijskim tržištima. ESB nastavlja provoditi ekspanzivnu i nekonvencionalnu monetarnu politiku putem programa kupnje vrijednosnih papira uz zadržavanje referentne kamatne stope na povijesno niskim razinama. S druge strane oporavak američkoga gospodarstva, osobito tržišta rada, kao i napuštanje politike "upravljanja očekivanjima" sugeriraju postupnu normalizaciju monetarne politike kroz početak ciklusa podizanja referentnih kamatnih stopa. Zasad ostaje otvorena putanja povratka stope inflacije prema razini od 2%. Potrošačke cijene uvelike su potisnute niskim cijenama na robnim tržištima, osobito cijenama sirove nafte.

Iako je većina čelnika Fed-a sklona podizanju kamatne stope do kraja ove godine, bojazan od usporavanja rasta globalne ekonomije uz rast neizvjesnosti na svjetskim financijskim tržištima te nedostatak snažnijih inflatornih pritisaka glavni su čimbenici koji su utjecali na zadržavanje referentnih kamatnih stopa na povijesno niskim razinama u rujnu ove godine. Prema našim očekivanjima postupna normalizacija monetarne politike Fed-a mogla bi nastupiti na redovitom sastanku u prosincu ove godine, kad bi trebalo doći do podizanja referentne kamatne stope za 0,25 p.b., uz postupni nastavak u 2016. Razlog za takvo promišljanje vidimo u nastavku oporavka tržišta rada, koje je ključni indikator iskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu. Štoviše, u idućem razdoblju očekujemo ubrzanje zaposlenosti uz približavanje stope nezaposlenosti tzv. prirodnoj stopi nezaposlenosti (NAIRU)¹, koja se prema članovima FOMC-a nalazi oko razine od 5% (te povijesno varira u rasponu od 4,7% do 5,8%). Prema najnovijoj projekciji Fed-a, ciljana inflacija od 2% očekuje se tek 2018. godine, dok bi se stopa nezaposlenosti sa sadašnjih 5,1% mogla spustiti na razinu od 4,8% do kraja 2016. S naše strane Atlantika, izvješće s posljednjeg sastanka ESB-a, održanog početkom rujna, pokazuje zabrinutost oko usporavanja globalnoga gospodarstva i gospodarstva tržišta u nastajanju, osobito Kine. Gotovo sedam mjeseci nakon što je

ESB započeo program kvantitativnog popuštanja, stopa inflacije u eurozoni ne pokazuje znakove ubrzanja, ponajprije zbog pada cijena energije i sirovina na svjetskom tržištu. Navedeno implicira nastavak primjene nekonvencionalnih mjera monetarne politike, visoku likvidnost i održavanje niskih kamatnih stopa na europskim tržištima. Očekujemo kako će ESB u potpunosti provoditi svoj program otkupa 60 mlrd. eura obveznica minimalno do rujna 2016., nakon čega bi trebala početi polako smanjivati mjesečni obujam kupljenih obveznica. Ipak, već sad je izvjesna spremnost Europske središnje banke da ovisno o tržišnim uvjeti-

ma prilagodi mjere nekonvencionalne politike u smislu trajanja, sastava i visine samih programa. Navedeno znači da bi u slučaju slabog oporavka, niskih stopa inflacije (prijetnji deflacije) i/ili uslijed povremenih financijskih šokova paket nekonvencionalnih mjera koji uključuje i program kupnji državnih vrijednosnica mogao biti produljen.

¹ NAIRU Stopa nezaposlenosti koja ne ubrzava inflaciju (eng. Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)

Novi šok: gubitak od prisilne konverzije CHF kredita

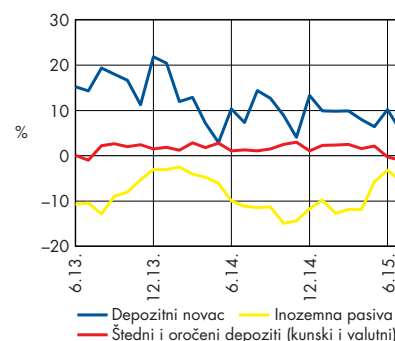
- Višak likvidnosti u sustavu rezultira smanjenjem inozemne pasive banaka
- Povećava se pokrivenje neprihodujućih kredita ispravcima vrijednosti
- Predviđamo jednokratni gubitak bankarskog sektora u 2015.

Sektor države povećava zaduženja zbog potrebe financiranja tekućeg proračunskog deficita. Rast javnog duga ostvaruje se i na vanjskim i na domaćem tržištu. Najveći dio rasta domaćeg dijela javnog duga preuzimaju mirovinski fondovi, dok banke ostvaruju blagi rast kredita državi kao i povećanje plasmana u kratkoročne i dugoročne instrumente državnog duga. U sektoru poduzeća rast zaduženja ostvaruje se samo na vanjskim tržištima, dok se na domaćem tržištu odvija proces razduživanja poduzeća. Zahvaljujući mjerama ekspanzivne monetarne politike Europske središnje banke uvjeti financiranja na europskim financijskim tržištima znatno su povoljniji nego prethodnih godina. To koriste velika poduzeća sa značajnim dijelom poslovanja koji nije ovisan o rizicima domaćeg tržišta. Stoga se u ovoj godini povećava inozemni dug sektora poduzeća, posebice u dijelu prekograničnog financiranja unutar povezanih grupa. Posljedično, smanjila se potražnja za kreditima u domaćim bankama. Na pad kredita poduzećima održava se i povećanje ispravaka vrijednosti neprihodujućih kredita, čiji udjel u ukupnim kreditima u segmentu poduzeća dostiže 31% uz pokrivenje neprihodujućih kredita ispravcima vrijednosti iznad 50%. Udjel neprihodujućih kredita u segmentu stanovništva stabilizirao se na 12%, dok u ukupnim kreditima iznosi 17,3%. U segmentu stanovništva prevladava averzija prema zaduživanju koja se razvila u razdoblju produžene recesije gospodarstva. U ovoj godini ostvareni su pozitivni pomaci u realnim primicima stanovništva zbog poreznog rasterećenja dohodaka od rada i blagog oporavka gospodarstva, no razdoblje oporavka je prekratko da bi se povećao optimizam potrošača. Stoga se još nije povećala potražnja stanovništva za kreditima.

Blagi rast domaćih depozita u uvjetima stagnacije ukupnih kredita rezultira razduživanjem banaka prema inozemstvu. Od početka procesa razduživanja u prvom polugodištu 2012. inozemna pasiva banaka smanjila se za 36%. Pad je ostvaren na zaduženjima kod vlasnički povezanih sustava, a održala se razina financiranja banaka iz multinacionalnih razvojnih banaka, i to kroz posebne programe za poticanje rasta određenih segmenata gospodarstva. Postupna promjena struktura izvora financiranja banaka u smjeru povećanja učešća domaćih depozita rezultira uravnoteženjem ponude i potražnje za depozitima. Time je omogućen proces smanjivanja kamatnih stopa na depozite. U segmentu štednje stanovništva primjetna je tendencija oročavanja depozita na duži rok jer je ponuda kamatnih stopa na duže rokove oročenja atraktivnija, a u uvjetima snižavanja kamatnih stopa štediše nastoje maksimalizirati povrat. Zbog toga se u bankama poboljšava ročna usklađenost imovine i izvora financiranja, što omogućuje ponudu kredita s nižim kamatnim stopama.

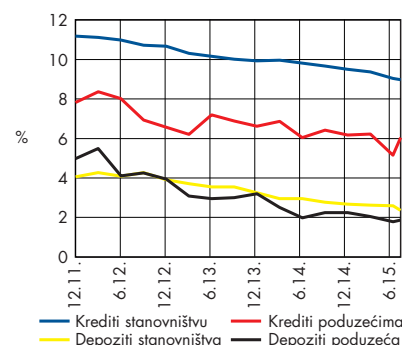
Do kraja godine provest će se prisilna konverzija kredita vezanih valutnom klauzulom iz CHF u EUR uz prevaljivanje cjelokupnog troška konverzije na banke. Gubitak značajnog dijela potraživanja po CHF kreditima povećat će pokrivenje kredita kolateralima. Posljedično smanjenje ispravaka vrijednosti po neprihodujućim kreditima nakon umanjenja osnovnog duga smanjit će iznos neprihodujućih kredita kao i pokrivenje ispravcima vrijednosti.

Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita kreditnih institucija



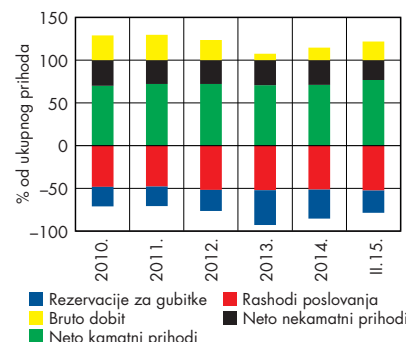
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope banaka na nove kredite i oročene depozite u kunama*



* Depoziti oročeni na rok od 6 do 12 mjeseci, krediti s ugovorenim dospeljećem od 1 do 5 godina
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka, u % od ukupnog prihoda

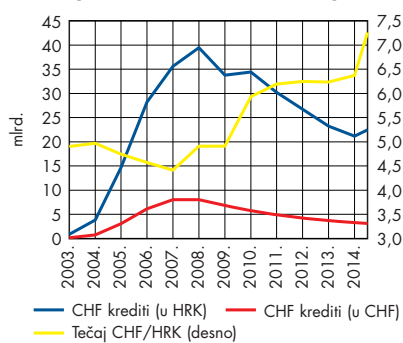


Legenda:
- formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
- raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
- učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prisilna konverzija kredita iz franka u euro

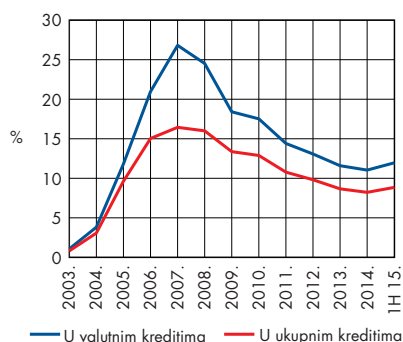
- Konverzijom kredita u eure izjednačava se položaj dužnika u francima s dužnicima u eurima
- Upitna pravna osnovanost prisilne konverzije
- Procijenjeni gubici dostižu visinu trogodišnje dobiti bankarskog sektora

Portfelj CHF kredita u Hrvatskoj



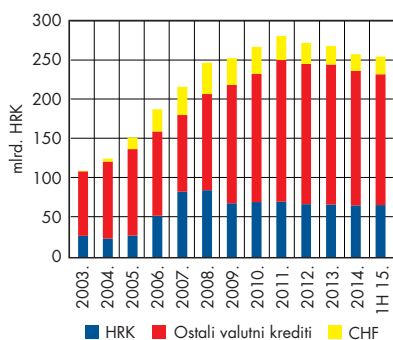
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjeli CHF kredita



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Valutni sastav kredita



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Sabor je 11. rujna na prijedlog Vlade RH jednoglasno odobrio izmjene Zakona o potrošačkom kreditiranju (ZPK) i Zakona o kreditnim institucijama (ZOKI). Istovjetan tekst izmjena u oba zakona bankama kreditorima nalaže konverziju neotplaćenih dugovanja u švicarskim francima (ili vezanih valutnom klauzulom uz CHF) u kredite indeksirane u eurima. Izmjenama ZPK-a omogućena je konverzija kredita svim fizičkim osobama potrošačima, a izmjene ZOKI-ja pružaju ista prava i fizičkim osobama poduzetnicima u djelatnostima slobodnih zanimanja, obrta, trgovaca pojedinca i obiteljskih poljoprivrednih gospodarstva. Obveza konverzije odnosi se na sve vrste kredita koji na dan konverzije nisu potpuno otplaćeni. Time su uz kredite u redovnoj otplati obuhvaćeni i svi krediti koje je banka otkazala, prodala ili prenijela drugom vjerovniku kao i krediti po kojima su pokrenuti procesi prisilne naplate iz kolaterala. Jedino potpuno otplaćeni krediti i krediti konvertirani u drugu valutu prije dana konverzije nisu obuhvaćeni tim propisima. Za dan konverzije određen je 30. rujna 2015.

Osam banaka, sve u stranom vlasništvu, u razdoblju od 2004. do 2008. godine odobravale su kredite u CHF. Financijsko tržište u RH visoko je euroizirano, oročeni depoziti klijenata u bankama u pravilu su devizni kao i inozemni izvori financiranja. Zbog toga su dugoročni krediti koje su banke odobravale također bili devizni, a osnovna ponuda dugoročnih kredita uvijek je bila u eurima. Budući da je kamatna stopa na kredite u CHF bila preko 1,5% niža od kamatne stope na dominantne kredite u eurima, kredit u CHF je u odnosu na kredit u EUR klijentima omogućavao ostvarivanje pozitivnog kamatnog diferencijala. Povijesni tečaj CHF/HRK u razdoblju od početka 2004. do 4. tromjesečja 2008. godine lagano je pao od 5,0 prema 4,4, što je dužnicima u CHF dobitke od kamatnog diferencijala uvećavalo za dobitke od tečajnog diferencijala. Većina kredita u CHF odobrena je 2005., 2006. i 2007. Na kraju 2007. dosegnut je maksimalan iznos kredita od 8,1 milijardu švicarskih franaka. U sljedećoj godini povećale su se nestabilnosti na međunarodnim financijskim tržištima, što je kredite u francima izložilo povećanom tečajnom riziku. Stoga su sve banke obustavile ponudu kredita u CHF. Ujedno su dužnicima aktivno nudile konverziju u EUR ili HRK po tada još relativno povoljnom tečaju CHF/HRK od oko 5,0. Odaziv dužnika bio je nizak zbog zadržavanja pozitivnog kamatnog diferencijala na kreditima u francima. Sredinom 2010. tečaj CHF/HRK naglo se povećao preko 5,5 i nakon toga nastavio rasti sve dok se nije stabilizirao na 6,1 krajem 2012. (nakon što je Švicarska središnja banka odlučila braniti frank od aprecijacije prema euru na 1,2). Novi rast tečaja CHF/HRK u siječnju ove godine dovodi do povećanja tržišnog tečaja za više od 50% u odnosu na tečaj iz razdoblja odobravanja kredita u CHF. Nezadovoljstvo dužnika se povećalo, što je u doba pred parlamentarne izbore motiviralo Vladu RH na izradu propisa kojim se trajno rješava problem dužnika u francima.

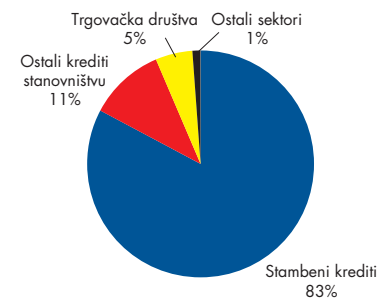
Oko 55 tisuća dužnika s kreditom u CHF predstavlja manje od 4% hrvatskih kućanstava, a krediti u CHF sudjeluju s manje od 9% u strukturi ukupnih kredita bankarskog sektora. Nakon što je 2008. obustavljena ponuda kredita u francima otplatom su ukupni krediti u CHF smanjeni s najviših 8,1 na 3,1 milijardu

švicarskih franaka krajem 1. polugodišta 2015. Otplaćeni su krediti s ugovorenim rokovima otplate do 10 godina, a neotplaćeni su stambeni krediti. Udjel kredita u CHF u stambenim kreditima iznosi visokih 38,5%. Zbog dugoročne otplate stambenih kredita izloženost tečajnom riziku može značajno umanjiti životni standard dužnika. Bez vrednovanja odgovornosti dužnika za stanje u kojem se nalaze, Vlada RH se odlučila za rješenje koje isključivo tereti kreditora. Cilj propisane konverzije jest izjednačavanje položaja dužnika u francima s dužnicima u eurima koji otplaćuju istovrsne kredite. Zbog toga je propisan tehnički kompliciran način provedbe konverzije kroz dva koraka. Prvi korak je poništenje cjelokupnog otplatnog plana u CHF od prve otplatne rate i zamjena s novim otplatnim planom u EUR. Time se kredit u CHF konvertira u EUR po tečaju važećem na dan isplate kredita. Nakon zamjene otplatnog plana, potraživanja vjerovnika po preostalom dugu na dan konverzije bit će u pravilu manja u odnosu na saldo potraživanja po originalnom kreditu u francima. Ta razlika za vjerovnika predstavlja negativnu tečajnu razliku koju procjenjujemo na 30% stanja kredita u CHF na dan konverzije. Na razini bankarskog sektora ukupni krediti u CHF na dan konverzije procijenjeni su na 3,2 milijarde eura, od čega se na dužnike kojima je omogućena konverzija odnosi oko 95%, odnosno 3,0 milijarde eura. Znači da bi banke trebale ostvariti oko 950 milijuna eura negativnih tečajnih razlika. Tečajne razlike terete isključivo banke kreditore.

U drugom koraku se otplate kredita u CHF, od prve uplate do dana konverzije, umjesto za otplatu duga po ugovorenom otplatnom planu u CHF moraju koristiti za oplatu duga po novom otplatnom planu u EUR, i to po tečaju važećem na dan svake uplate. Otplatne rate duga u francima nisu jednake otplatnim ratama duga u eurima, pa ni izvršene uplate dužnika nisu jednake zaduženjima po novom otplatnom planu u eurima. Razlike između uplata i zaduženja u eurima ostvarene do dana konverzije formiraju saldo koji se na dan konverzije iskazuje u kunama. U slučaju preplate saldo će biti korišten za otplatu budućih rata kredita nakon konverzije (do 50% otplatne rate), a u slučaju manjka predstavlja dospjelo potraživanje prema dužniku. Procjenjujemo da će neto preplate na razini bankarskog sustava iznositi oko 150 milijuna eura. Znači da će ukupan gubitak banaka s osnova konverzije u 2015. godini iznositi 1,1 milijardu eura. Porez na dobit obračunava se po stopi od 20%, pa će u sljedećim godinama banke moći koristiti ostvareni porezni gubitak za umanjene obveze poreza na dobit. Time se jedna petina ostvarenih gubitaka može prenijeti na proračun središnje države ako sve banke ostvare dobit dovoljnu za iskorištavanje cjelokupnog poreznog gubitka.

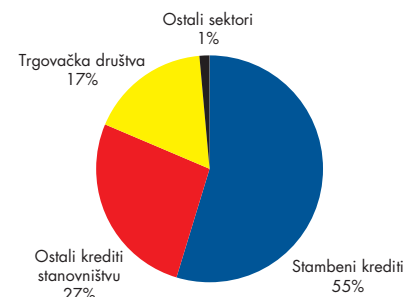
Konverzija duga iz CHF u EUR obvezna je za kreditore, koji u roku od 45 dana od dana konverzije moraju dužnicima dostaviti ponudu za konverziju koja obuhvaća: povijesni pregled zamjenskih otplatnih planova u eurima sa stanjem neotplaćenog duga na dan konverzije (izračun otpisa duga), saldo izvršenih uplata s novim otplatnim planom (izračun preplate ili manjka) te novi otplatni plan u eurima nakon konverzije. Za dužnika je konverzija dobrovoljna te u roku od 30 dana od primitka ponude može, ali ne mora, prihvatiti konverziju duga.

Struktura CHF kredita, lipanj 2015.



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Neprihodujući CHF krediti, lipanj 2015.



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

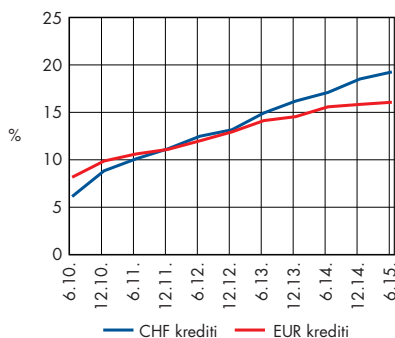
Udio neprihodujućih kredita u ukupnim CHF kreditima (%)

Stambeni krediti	13,78
Ostali krediti stanovništvu	51,56
Trgovačka društva	67,91
Ostali sektori	25,81

* na dan 30.6.2015.

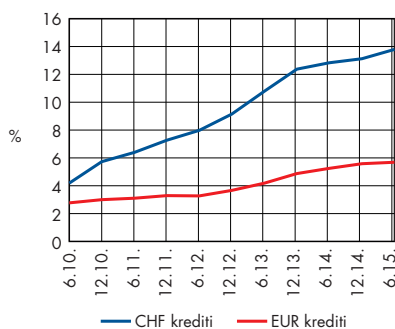
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u stambenim kreditima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Visina mjesečnog anuiteta za devizni kredit isplaćen 2005.



Stambeni kredit s rokom otplate od 25 godina, iznos 100 tis. CHF
Isplata kredita 01/2005.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Ako dužnik ne prihvati konverziju nastavit će s otplatom kredita u CHF u skladu s ugovorom.

Propis o konverziji treća je intervencija države u ugovorne odnose između banaka i dužnika u CHF. Prva intervencija provedena je na početku 2014. godine. Tada je kamatna stopa na stambene kredite u CHF smanjena za 30% u odnosu na prosječnu tržišnu kamatnu stopu na istovrsne kredite i fiksirana na 3,23% sve dok se tržišni tečaj CHF/HRK ne vrati na razinu koja je za manje od 20% viša u odnosu na tečaj ostvaren na dan isplate kredita. Dužnici koji odbiju konverziju uživati će pogodnosti snižene fiksne kamatne stope sve do ispunjenja uvjeta za prestanak važenja propisa. Druga intervencija provedena je početkom 2015. godine nakon nagle aprecijacije franka izazvanog odlukom Švicarske središnje banke da napusti obranu tečaja CHF/EUR na razini od 1,2. Tada je propisom uveden administrativni tečaj CHF/HRK od 6,39 (jednak tečaju na zadnji dan prije siječanjske aprecijacije) koji se primjenjuje za obračun otplatnih rata kredita u francima u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci. Dužnicima koji ne prihvate konverziju od veljače 2016. otplatne rate u CHF obračunavat će se prema tržišnom tečaju. Prognozirani tečaj u 2016. trebao bi biti za 10% viši od administrativnog tečaja. Zbog toga predviđamo da će treća intervencija s obveznom ponudom konverzije na dan 30.09.2015. biti prihvaćena od svih dužnika kojima će biti ponuđena. Time bi se ispunio cilj trajnog rješavanja kredita u CHF.

Propisom o konverziji valutna klauzula u CHF proglašena je nevažećom, dok su promjene kamatnih stopa koje su do 2014. godine banke provodile jednostranim odlukama u potpunosti priznate. Naime, zamjenski otplatni plan u eurima uključuje i sve promjene kamatnih stopa koje su banke provodile kod kredita u eurima. Takvo rješenje u suprotnosti je s odlukom Vrhovnog suda RH iz svibnja ove godine u slučaju kolektivne tužbe koju su dužnici u CHF podigli protiv banaka kreditora prije tri godine. Zahtjev dužnika bio je da se ugovaranje valutne klauzule u CHF i jednostrana promjena kamatnih stopa od strane banaka proglaše nelegalnim. Odlukom Vrhovnog suda valutna klauzula u švicarskim francima proglašena je legalnom, dok je osporen način ugovaranja promjenjive kamatne stope jednostranom odlukom banaka. Presudom nije utvrđena šteta za dužnike s osnove promjena kamatnih stopa, pa u pojedinačnim sudskim parnicama moraju dokazati počinjenu štetu kako bi ishodili namirenje od strane banke. Banke su povećavale kamatne stope u razdoblju od 2007. do 2009. zbog porasta troškova financiranja. Međutim prosječni rast kamatnih stopa na kredite bio je manji od povećanja troškova financiranja banaka. Znači da su banke smanjivanjem marže ublažavale negativan utjecaj povećavanja troškova financiranja na opterećenje dužnika, pa je izgledno da će dužnici izgubiti pojedinačne parnice protiv banaka kao što su izgubili i kolektivnu.

Osim što ne poštuje odluku Vrhovnog suda, propisana konverzija kredita u suprotnosti je i s odredbama Ustava RH o trodiobi vlasti. Retroaktivna promjena odredbi ugovora među privatnim osobama područje je djelovanja sudbene vlasti, a ne izvršne i zakonodavne. Povrijeđene su i ustavne odredbe o jednakosti

svih pred zakonom te o zaštiti privatnih ulaganja. Na zaštitu ulaganja odnose se i međunarodni ugovori koje je RH sklopila sa zemljama iz kojih je u domaće banke uloženi kapital. Gubitak banaka zbog retroaktivne primjene propisa mogao bi dovesti do tužbi oštećenih ulagača protiv RH na međunarodnom arbitražnom sudu. Stoga bi nakon završetka arbitražnog postupka šteta nanosena bankama mogla uvećati javni dug RH.

Moguće uvećanje javnog duga predviđamo u srednjem roku, dok bi u kratkom roku posljedice ovog propisa mogle umanjiti devizne pričuve RH. Naime, gubitak devizne imovine banaka zbog negativnih tečajnih razlika u procesu konverzije rezultirat će potrebom smanjenja deviznih obveza. To će povećati potražnju banaka za devizama nužnim za otplatu deviznih obveza. Značajno povećanje potražnje za devizama na relativno malom tržištu jača pritisak na tečaj kune. No HNB raspolaže dostatnim instrumentima i pričuvama za uskladbu ponude s potražnjom za devizama. Nakon jačanja pritiska na tečaj EUR/HRK i rasta kamatnih stopa na tržištu novca, HNB je 30. rujna intervenirao prodajom 268,3 mil. eura iz deviznih pričuva, a prethodno je pomoću obrnute repo aukcije bankama plasirao 1,2 mlrd. kuna. Ne sumnjamo da će HNB ostati dosljedan u očuvanju financijske stabilnosti ako se pojave dodatni negativni utjecaji konverzije.

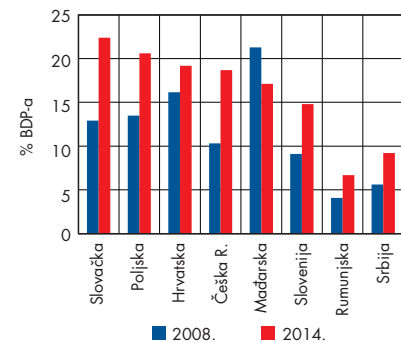
Propis o konverziji donesen je bez konzultacija s Europskom središnjom bankom, koja naglašava da bi donošenje mjera za olakšavanje položaja dužnika trebalo počivati na prethodnoj socijalnoj diferencijaciji dužnika. Time bi se smanjio ukupan trošak mjera, a oskudna sredstva usmjerila bi se na najviše pogodenu skupinu dužnika. Uz dobrovoljni pristup obiju ugovornih strana trošak mjera bi se trebao raspodijeliti na sve dionike. No odabran je neselektivan pristup kojim se sav trošak prebacuje na banke kreditore. Negativan učinak konverzije na kapital banaka mogao bi se odraziti na pogoršanje uvjeta kreditiranja u idućem razdoblju. Povećava se pravna nesigurnost i gubitak povjerenja investitora. Nakon provedbe jednostrano iniciranih postupaka predstečajne nagodbe u kojima su u razdoblju od 2012. godine trajno obezvrijeđena potraživanja raznih skupina vjerovnika u iznosu većem od 10% BDP-a, nastavak procesa umanjivanja vrijednosti imovine vjerovnika nastavlja se propisom o prisilnoj konverziji kredita u CHF. Gubitak imovine banaka bit će veći od 2,5% BDP-a. U idućem razdoblju moguće su dodatne intervencije države u ugovorne odnose. Već je izražena namjera administrativnog određivanja kamatne stope na stambene kredite kao i otežavanje postupaka namirenja vjerovnika iz kolaterala. Time se značajno povećava rizik od povratka negativnih stopa rasta BDP-a.

Visina mjesečnog anuiteta za devizni kredit isplaćen 2007.



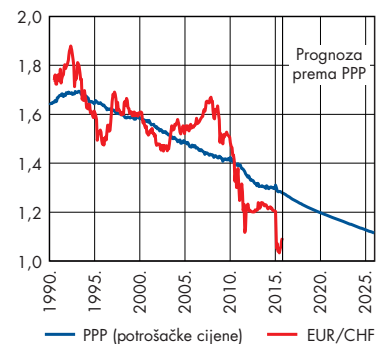
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio stambenih kredita u BDP-u



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Precijenjenost CHF-a prema PPP*



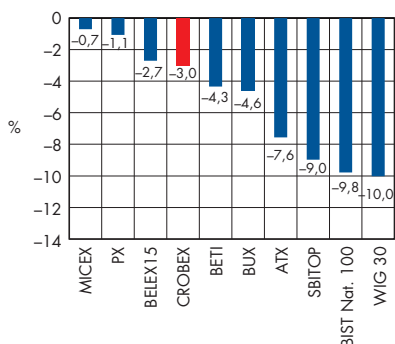
* Paritet kupovne moći

Izvori: RBI, Raiffeisen istraživanja

Dionice turističkog sektora nastavile rasti

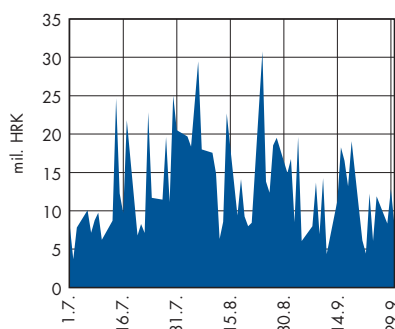
- Svi vodeći regionalni dionički indeksi u trećem tromjesečju ostvarili su pad
- Vrijednost svih dionica na Zagrebačkoj burzi pala za 3% u 3. tr.
- Osim indeksa CROBEXturist, u plusu i industrijski indeks (+3,5% od početka godine)

Regionalni indeksi – prinosi u 3. tr. 2015.



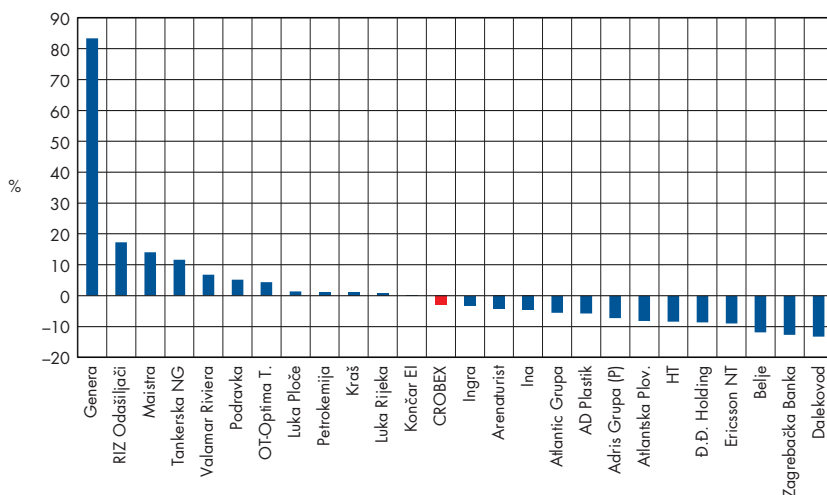
Napomena: U lokalnoj valuti na datum 30.9.2015.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Redovni promet



Izvor: Zagrebačka burza

Povrati sastavnica CROBEX-a u 3. tr. 2015. (dividende nisu uključene)



Napomena: Povrati izračunati na datum 30.9.2015. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni povrati. Pad svih vodećih dioničkih indeksa u široj regiji obilježio je treće tromjesečje, pri čemu je glavni uzrok bila neizvjesnost oko usporavanja gospodarskog rasta u Kini. Unatoč rastućem poljskom gospodarstvu s očekivanim rastom BDP-a od 3,6% u 2016., WIG30 je zabilježio najveći pad među regionalnim indeksima i to prije svega zbog političke neizvjesnosti oko konverzije CHF i izbora krajem listopada. Turski indeks BIST Nat. 100 također je pao za gotovo 10% u tromjesečju iza nas ponajprije zbog povlačenja kapitala s tržišta u nastajanju uoči očekivanog podizanja kamatne stope od strane američkog Fed-a. Najmanji pad tijekom trećeg tromjesečja ostvario je ruski MICEX i to zbog slabljenja rublje, čime je rusko gospodarstvo postalo cjenovno konkurentnije na svjetskom tržištu te su prihodi od izvoza koji se u najvećoj mjeri ostvaruju u američkim dolarima pridonijeli snažnom rastu dobiti ruskih kompanija. Mali pad imao je češki PX uslijed snažnoga gospodarskog rasta u drugom tromjesečju (4,4%) i rasta cijene dionice češkog teleoperatera O2 Czech. Iako i mađarsko gospodarstvo ima solidne fundamente (očekivani rast BDP-a za 2016. od 2,5%), indeks BUX je pao povučen kretanjima na međunarodnim tržištima. Unatoč tomu, taj indeks je u prva tri tromjesečja ostvario kumulativni rast od preko 25%. Na kretanja rumunjskog indeksa BET utjecaj su imale prije svega dionice iz energetskog sektora čiji je pad uzrokovala niska cijena nafte na svjetskim tržištima.

Trgovanje dionicama na Zagrebačkoj burzi. Pad indeksa CROBEX i CROBEX10 u trećem tromjesečju iznosio je 3% i približno isto toliko od početka godine. Uključujući isplate dividendi, ukupni povrat CROBEX-a od početka godine iznosio je -0,2%. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju rujna iznosila je 128,3 mlrd. kuna i također je pala za 3% tijekom promatranog tromjesečja, ali je porasla za 1,6% u odnosu na prosinac 2014. unatoč manjem broju dionica (-6) koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Gledano prema sektorskim indeksima, rast su u promatranom tromjesečju imale dionice industrijskog (+8,9%) i transportnog (+1,7%) sektora ponajprije zbog niske baze i rasta pokazatelja industrijske proizvodnje. Dionice turističkog sektora rasle su i u prethodnom tromjesečju (+1,5%) te su od početka godine porasle za ukupno 12,2%. Međutim, interes za dionice iz tog sektora malo je oslabio, pa šest dionica nije zadovoljilo uvjete za ostanak u indeksu CROBEX. Redovni promet dionica nastavio se smanjivati te je ostvaren pad od 16,5% na kvartalnoj, odnosno 26,4% na godišnjoj razini. Najveći promet opet je ostvaren dionicama Adris grupe, koja je zaključila transakciju prodaje duhanskog i maloprodajnog poslovanja BAT-u i isplatila izvanrednu dividendu od 40 kuna po dionici.

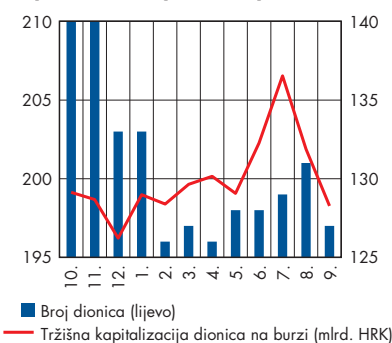
Očekujemo nešto veću atraktivnost vrednovanja indeksa CROBEX10

- Uz fokus na dobre fundamente ekonomija u regiji i rast zarada sastavnica, dionički indeksi mogli bi se oporaviti u zadnjem tromjesečju 2015.
- Za sastavnice indeksa CROBEX10 očekujemo rast zarade od 8,4% u 2015. i 17,3% u 2016.

Vrednovanje tržišta i očekivanja. U četvrtom tromjesečju ne očekujemo nastavak pada dioničkih indeksa u regiji, nego stabilizaciju tržišta uz nastavak visoke likvidnosti i fokus na pozitivna gospodarska kretanja. U tom razdoblju parlamentarni izbori se održavaju u Poljskoj, Turskoj i Hrvatskoj, što će dati smjernice kretanju dioničkih tržišta u tim zemljama. Unatoč tomu, atraktivno vrednovanje uz očekivani P/E od 10x za turski indeks i 5,7x za ruski MICEX u 2015. mogli bi doprinijeti rastu tih indeksa. Nastavak oporavka europskoga gospodarstva mogao bi pozitivno utjecati na češki PX, zbog izvozno orijentiranoga češkoga gospodarstva. Najveći prinos od dividende među regionalnim indeksima za 2015.e ima indeks PX, koji iznosi 6%. Očekujemo i rast mađarskog indeksa BUX jer se ne očekuju dodatne fiskalne mjere mađarske vlade u četvrtom tromjesečju. Očekivanja rasta rumunjskog indeksa BET temeljimo na procjeni rasta BDP-a od 3,5% i u 2015. i u 2016. Za austrijski ATX očekujemo blagi rast do kraja godine unatoč neizvjesnosti oko gospodarskog rasta kineskog tržišta na kojem određeni broj austrijskih kompanija ostvaruje značajne prihode. Za iduće 12-mjesečno razdoblje očekujemo rast dioničkih indeksa u rasponu od 2,4% do 12,6%, a rast agregiranih zarada sastavnica regionalnih indeksa u rasponu od 6% za indeks BET (bez Fondul Proprietatea) do čak 99% za WIG30 i 77% za indeks ATX.

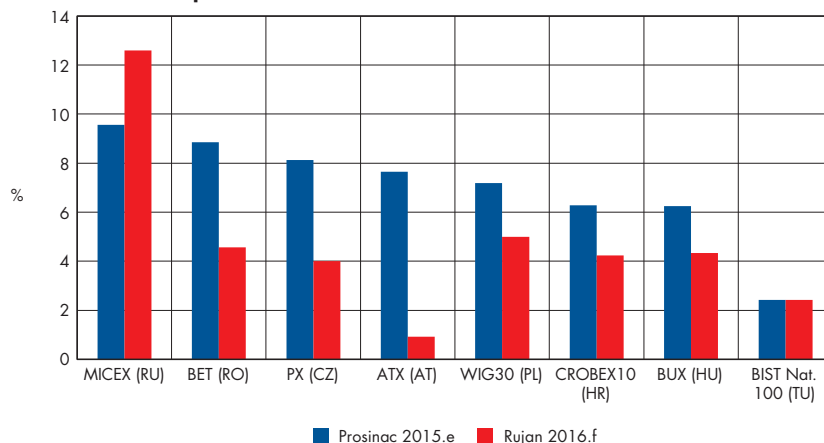
Iako će na dioničke indekse Zagrebačke burze utjecaj imati i ishod parlamentarnih izbora i objave ekonomskih indikatora, objave financijskih izvještaja za treće tromjesečje bit će od najveće važnosti kao i očekivana stabilizacija na međunarodnim tržištima. U skladu s tim, očekivani rast indeksa CROBEX10 u četvrtom tromjesečju od 6,3% temeljimo na očekivanom rastu agregiranih zarada sastavnica tog indeksa od 8,4% u 2015.e i 17,3% u 2016.f. Takav rast agregiranih zarada mogao bi dovesti vrednovanje indeksa CROBEX10 na atraktivnije razine nego u prethodnim razdobljima. Međutim, slaba likvidnost dionica na Zagrebačkoj burzi ostaje i dalje glavna kočnica za ocjenu atraktivnosti tržišta. Ostaje za vidjeti kako će se spajanje Zagrebačke i Ljubljanske burze odraziti na volumene trgovanja dionicama izlistanima na tim burzama.

Broj i tržišna kapitalizacija dionica



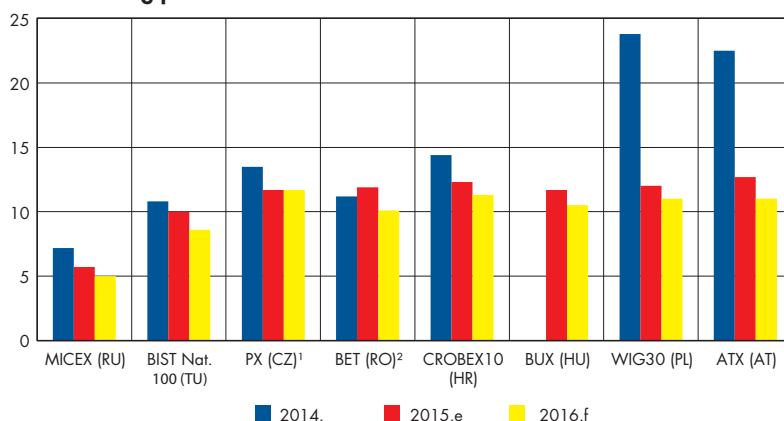
Napomena: u lokalnoj valuti na zadnji dan razdoblja
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Očekivano kretanje dioničkih indeksa



Napomena: u lokalnoj valuti na zadnji dan razdoblja
Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen istraživanja

P/E indeksa u regiji



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

Raiffeisen istraživanja

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

mr. sc. Anton Starčević, savjetnik predsjednika Uprave; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: anton.starcevic@rba.hr

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-adresa: tomislava.ujevic@rba.hr
Mate Rosan, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 388, e-adresa: mate.rosan@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
Damjan Sutlić, financijski analitičar; tel.: 01/55 75 733, e-adresa: damjan.sutlic@rba.hr

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

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

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje	god. – godina		
BDP – bruto domaći proizvod	HICP – <i>The Harmonised Index of Consumer Prices</i>	pr	– prosjek razdoblja
b. b. – bazni bod	HNB – Hrvatska narodna banka	QE	– <i>Quantitative easing</i>
CDS – <i>Credit Default Swap</i>	HRK – kuna	RBA	– Raiffeisen Bank
CHF – švicarski franak	HZZO – Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje	SAD	– Sjedinjene Američke Države
CIS – Zajednica neovisnih država	IBES – <i>Institutional Brokers' Estimate System</i>	SE	– Srednja Europa
DZS – Državni zavod za statistiku	ILO – <i>International Labour Organisation</i>	SIE	– zemlje Srednje i Istočne Europe
e – procjena (<i>estimate</i>)	JIE – zemlje Južne i Istočne Europe	tr.	– tromjesečje
ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa	kr – kraj razdoblja	USD	– američki dolar
ESB – Europska središnja banka	k.s. – kamatna stopa	v.k.	– valutna klauzula
EU – Europska unija	m – mjesec	WEF	– <i>The World Economic Forum</i>
EUR – euro	MF – Ministarstvo financija	wiiw	– <i>Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche</i>
Eurostat – Statistički ured Europske unije	ml. – milijun	WTI	– <i>West Texas Intermediate</i>
f – prognoza (<i>forecast</i>)	mlrd. – milijarda	ZOKI	– Zakon o kreditnim institucijama
Fed – <i>Federal Reserve System</i>	n. v. – nema vrijednosti	ZPK	– Zakon o potrošačkom kreditiranju
FOMC – <i>The Federal Open Market Committee</i>	p.b. – postotni bod		
GBP – britanska funta	PDV – porez na dodanu vrijednost		
	PPS – Power Purchasing Standard (paritet		

Nakladnik

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

Publikacija je dovršena 12. listopada 2015.

ISSN 1332-9391

OPĆE NAPOMENE

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d.d. Petrinjska 59, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama. Ekonomska istraživanja su organizacijska jedinica RBA. Nadzorna tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb. Ova publikacija izrađena je isključivo u informativne svrhe i ne smije se reproducirati, prevoditi ili činiti dostupnom trećim osobama osim namjeravanog korisnika, u cijelosti ili djelomice, bez prethodne pisane suglasnosti RBA u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet ili preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje financijskih instrumenata, niti ponudu ili poziv na davanje ponude, te ne zamjenjuje niti dopunjuje bilo 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 ovoj publikaciji predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Zadržavamo pravo u bilo kojem trenutku promijeniti stajališta iznesena u ovoj publikaciji, bez prethodne ili naknadne obavijesti. Osim toga, zadržavamo pravo ne ažurirati iznesene informacije ili ih potpuno ukinuti, bez prethodne ili naknadne 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 ovoj publikaciji mogu biti neprikladne za neke investitore, ovisno o njihovim konkretnim investicijskim ciljevima i investicijskom horizontu, te uzimajući u obzir njihov ukupan financijski položaj. Investicije koje su predmet ove publikacije 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 impliciraju rezultate u budućnosti. Rizici povezani s ulaganjem u financijske, novčane ili investicijske instrumente koji su predmet ove publikacije nisu objašnjeni u potpunosti. Informacije su iznesene bez jamstva, u zatečenom stanju, te se ne smiju smatrati zamjenom za investicijski savjet ili preporuku. 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 ova publikacija ne predstavlja preporuku za ulaganje i izravnu preporuku za ulaganje, ona, niti bilo koji njezin dio, ne predstavlja osnovu za sklapanje bilo kakvog ugovora ili preuzimanje bilo kakve obveze, niti se u nju smije pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se ona smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagачima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnicima za pojedinačna objašnjenja i savjete. RBA, 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 prouzročene na bilo koji način zbog korištenja ove publikacije ili njezinog sadržaja, odnosno na drugi način prouzročene s njom u vezi. Ova se publikacija distribuira 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 ovu publikaciju, te se, bez prethodnog odobrenja RBA, ne smije distribuirati, umazati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično ni u koju svrhu. RBA objavljuje analize i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane Raiffeisen Centralbank, Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("RZB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Objava interesa i sukoba interesa: RBA i/ili s njom povezano društvo i/ili zaposlenik RBA koji je sudjelovao na izradi publikacije i/ili zaposlenik RBA koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije mogu imati ili imaju ili su imali značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su predmet publikacije. RBA i/ili s njom povezano društvo i/ili zaposlenik RBA koji je sudjelovao na izradi publikacije i/ili zaposlenik RBA koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije mogu biti ili jesu u sukobu interesa u vezi s izdavateljem koji je predmetom publikacije. Postoji mogućnost da RBA ili s njom povezano društvo: – trenutno obavlja ili je u prošlosti obavljala poslove glavnog voditelja ili suvoditelja postupka ponude financijskih instrumenata izdavatelja spomenutih u ovoj publikaciji; i/ili – trenutno obavlja ili je u prošlosti obavljala poslove poslove održavatelja tržišta ili drugog održavatelja likvidnosti za financijske instrumente izdavatelja spomenute u ovoj publikaciji, i/ili – ima sklopljen sporazum s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva; i/ili – ima sklopljen sporazum s izdavateljem koji se odnosi na poslove izrade preporuka. Napominjemo da RBA, s njom povezano društvo 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 sprječavanja 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 npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta 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 autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji. RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga 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.

