

RBAAnalize

broj 60
siječanj 2016.

Stari izazovi nove Vlade

- Oporavak se nastavlja
- Proračun 2016. – prva ocjena nove Vlade
- Nove mjere monetarne politike uz neupitnu stabilnost tečaja
- Najavljena prodaja ne-strateške imovine/udjela

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Barat Roland

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Stari izazovi nove Vlade	5
--------------------------------	---

Politika i realni sektor

Optimistično, ali ne i nemoguće	6
---------------------------------------	---

Fiskalna politika

Proračun za 2016. – ogledalo smjera nove Vlade	8
--	---

Tržište duga

Još jedna prilika	9
-------------------------	---

Tečaj i monetarna politika

Novе mjere monetarne politike uz neupitnu stabilnost kune	11
---	----

Bilanca plaćanja i vanjski dug

Pod utjecajem CHF konverzije i dobre turističke sezone	12
--	----

Politike središnjih banaka

Razilaženje monetarnih politika – ključan čimbenik u 2016.	13
---	----

Financijski sustav

Visoka kapitaliziranost banaka unatoč ostvarenom gubitku	14
--	----

Tema broja: Inflacija

Robna tržišta – glavni čimbenici kretanja potrošačkih cijena	15
--	----

Tržište dionica

Snažna korekcija na početku godine	18
Plan privatizacije i smanjenja državnih udjela u fokusu	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	1,5	1,0	1,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.093	45.022	44.737	43.959	43.516	43.045	43.550	44.274	45.553	47.502
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.480	10.495	10.452	10.301	10.220	10.157	10.293	10.501	10.843	11.307
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	2,6	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	-0,6	1,5	1,8	2,5
%, prosjek	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	1,1	1,5	2,2
Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja	1,6	5,7	5,8	6,9	-2,6	-3,4	-4,4	2,2	2,5	2,3
%, prosjek	-0,4	4,3	6,4	7,0	0,5	-2,7	-3,9	0,5	2,2	2,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,9	17,4	18,0	19,1	20,3	19,7	17,7	17,4	17,0	16,5
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	16,2	16,0	15,8	15,5
Prosječna neto plaća, u HRK	5.311	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.742	5.908	6.026	6.110
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,9	-6,0	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,0	-4,5	-4,1	-3,6
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	158,9	186,9	211,9	228,8	266,1	279,6	298,4	315,4	331,1	345,6
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	48,0	57,0	63,7	69,2	80,8	85,1	89,9	93,1	94,9	95,1
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	15.577	17.007	18.109	18.314	18.756	20.025	22.348	23.800	25.038	26.064
% promjena	-15,9	9,2	6,5	1,1	2,4	6,8	11,6	6,5	5,2	4,1
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.236	17.156	18.294	18.092	18.547	19.141	20.232	20.900	21.548	22.129
% promjena	-22,9	-0,5	6,6	-1,1	2,5	3,2	5,7	3,3	3,1	2,7
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	-5,1	-1,1	-0,7	-0,1	1,0	0,8	4,7	1,5	1,5	1,0
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.000	13.100	12.900	13.550
Međunarodne pričuve, u mjeseci- ma uvoza roba i usluga, kr	7,2	7,5	7,3	7,5	8,4	8,0	7,7	7,5	7,2	7,3
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	2.278	1.064	1.015	1.133	703	2.893	1.450	1.700	1.900	1.800
Noćenja turista, % promjena	-1,3	2,6	7,0	4,0	3,3	2,7	7,5	3,8	3,0	2,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	45,6	46,9	46,4	45,3	46,0	46,7	47,5	48,5	50,0	51,1
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	101,1	104,2	103,7	103,0	105,6	108,4	109,1	109,5	109,8	107,6
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	292,7	275,8	256,2	247,3	245,0	233,0	212,6	203,8	199,7	196,1
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,09	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	6,99	7,60	6,65	5,88
pr, USD/HRK	5,28	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,86	7,50	6,96	6,24
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,31	7,39	7,53	7,55	7,62	7,66	7,64	7,68	7,65	7,65
pr, EUR/HRK	7,34	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,61	7,65	7,66	7,65
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	47,2	48,0	51,5	51,9	57,9	63,4	69,5	73,0	75,9	79,1
% promjena	-14,6	1,7	7,3	0,9	11,5	9,6	9,6	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	287,2	293,0	299,7	307,5
% promjena	-1,0	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	2,0	2,3	2,6
Plasmani, mlrd. HRK, kr	234,5	245,6	257,4	242,1	240,8	237,0	232,3	229,9	233,7	237,7
% promjena	-0,6	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-2,0	-1,0	1,6	1,7
ZIBOR 3m, %, pr	8,9	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,2	1,3	2,0	3,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	7,5	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,5	1,6	2,1	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	3,3	3,5	3,6	3,4
Mađarska	3,7	2,8	2,2	2,9
Češka	2,0	4,3	2,4	2,4
Slovačka	2,5	3,5	3,5	3,5
Slovenija	3,0	2,7	2,2	2,1
SE	3,0	3,5	3,1	3,1
Hrvatska	-0,4	1,5	1,0	1,5
Bugarska	1,7	2,7	2,1	3,0
Rumunjska	2,8	3,7	4,0	3,6
Srbija	-1,8	0,5	2,5	3,0
BiH	1,0	2,0	3,0	3,5
Albanija	2,0	2,7	3,5	4,0
JIE	1,5	2,8	3,0	3,2
Rusija	0,6	-4,0	0,0	1,5
Ukrajina	-6,8	-10,0	1,5	3,0
Bjelorusija	1,6	-4,0	0,0	1,5
CIS	0,2	-4,4	0,1	1,6
SIE	1,2	-1,2	1,3	2,2
Italija	-0,4	0,7	1,7	1,5
Austrija	0,4	0,9	1,8	1,5
Njemačka	1,6	1,5	2,2	1,8
Eurozona	0,9	1,4	1,9	1,7
SAD	2,4	2,5	2,5	2,2

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Tekući račun (% BDP-a)

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

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Inozemni dug (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	71,1	70,3	71,2	71,2
Mađarska	113,9	104,6	96,9	89,8
Češka	66,6	65,6	63,6	63,4
Slovačka	89,7	95,8	96,3	81,5
Slovenija	124,1	116,0	111,5	106,2
SE	80,2	78,5	77,3	74,4
Hrvatska	108,5	108,9	109,5	109,8
Bugarska	94,7	92,3	90,9	85,0
Rumunjska	63,2	59,3	57,8	56,1
Srbija	78,6	81,6	80,6	79,4
BiH	63,1	62,7	62,7	59,1
Albanija	67,7	68,9	68,2	65,4
JIE	75,5	73,3	72,0	69,6
Rusija	32,2	41,1	37,1	32,3
Ukrajina	96,4	128,7	133,3	134,0
Bjelorusija	57,8	61,5	67,5	63,3
CIS	37,2	47,7	44,5	39,7
SIE	54,3	61,7	58,9	55,5
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	119,1	122,8	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	-0,9	1,3	2,0
Mađarska	-0,2	0,0	1,9	2,7
Češka	0,4	0,4	1,3	2,0
Slovačka	-0,1	-0,2	0,7	2,5
Slovenija	0,2	-0,1	0,2	0,9
SE	0,1	-0,4	1,3	2,1
Hrvatska	-0,2	-0,5	1,1	1,5
Bugarska	-1,4	0,1	2,2	3,0
Rumunjska	1,1	-0,6	-0,3	2,7
Srbija	2,9	1,4	4,0	4,5
BiH	-0,9	-0,5	1,0	2,0
Albanija	1,6	1,8	2,5	3,0
JIE	0,7	-0,2	0,9	2,7
Rusija	7,8	15,6	8,8	8,4
Ukrajina	12,1	48,5	16,0	10,0
Bjelorusija	18,1	17,0	16,0	16,0
CIS	8,5	17,7	9,5	8,8
SIE	5,1	10,3	6,1	6,1
Italija	0,2	0,1	1,1	1,5
Austrija	1,5	0,8	1,6	2,0
Njemačka	0,8	0,3	1,9	2,7
Eurozona	0,4	0,0	1,4	1,6
SAD	1,6	0,1	2,0	2,7

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsol. opće države (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	-3,2	-3,1	-3,2	-3,2
Mađarska	-2,6	-2,3	-2,2	-2,4
Češka	-2,0	-1,5	-1,5	-1,7
Slovačka	-2,9	-2,5	-1,9	-0,9
Slovenija	-4,9	-3,1	-2,9	-2,5
SE	-2,9	-2,6	-2,6	-2,5
Hrvatska	-5,7	-5,0	-4,5	-4,1
Bugarska	-3,8	-3,3	-2,5	-2,0
Rumunjska	-1,4	-1,2	-3,0	-3,2
Srbija	-6,6	-3,7	-3,7	-3,0
BiH	-2,1	-2,5	-2,0	-1,0
Albanija	-5,1	-4,0	-2,5	-1,5
JIE	-3,1	-2,5	-3,2	-3,0
Rusija	-1,2	-3,5	-3,5	-2,0
Ukrajina	-4,6	-4,0	-3,5	-2,5
Bjelorusija	1,0	-1,0	0,0	0,0
CIS	-1,3	-3,4	-3,4	-2,0
SIE	-2,0	-3,1	-3,1	-2,2
Italija	-3,0	-2,6	-2,3	-1,6
Austrija	-2,7	-1,7	-1,9	-1,6
Njemačka	0,3	0,5	0,5	0,5
Eurozona	-2,6	-2,0	-1,8	-1,5
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	4,18	4,22	4,13
Mađarska	308,7	309,9	314,7	324,4
Češka	27,5	27,3	27,0	26,1
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
SE	7,63	7,61	7,65	7,66
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,44	4,45	4,43	4,35
Srbija	117	121	123	125
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	140	140	140	140
JIE	51,0	68,0	67,0	71,2
Rusija	15,9	24,3	26,0	31,2
Ukrajina	13597	17706	22008	27060
Bjelorusija				
CIS	1,33	1,11	1,02	1,10
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	1,02	1,10

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Stopa nezaposlenosti (% god. prom.)

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

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Javni dug (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	50,4	51,9	52,9	52,9
Mađarska	76,2	75,8	75,0	71,5
Češka	42,6	40,7	40,1	40,2
Slovačka	53,6	53,4	52,8	51,9
Slovenija	80,8	82,0	81,9	81,2
SE	54,0	54,4	54,7	54,1
Hrvatska	85,1	89,9	93,1	94,9
Bugarska	27,1	28,5	29,5	30,0
Rumunjska	39,9	38,9	39,7	40,4
Srbija	68,8	74,0	78,5	81,3
BiH	42,2	44,6	45,0	43,0
Albanija	71,6	73,7	72,5	71,0
JIE	48,5	49,7	51,2	52,0
Rusija	11,5	12,7	13,5	14,0
Ukrajina	70,5	87,0	94,0	93,0
Bjelorusija	34,1	36,0	37,0	37,0
CIS	16,1	18,3	19,5	19,9
SIE	31,0	32,6	33,5	33,7
Italija	132,3	133,0	132,2	130,0
Austrija	84,2	86,2	85,3	84,2
Njemačka	74,9	71,4	68,5	65,6
Eurozona	92,1	91,8	90,8	89,2
SAD	103,2	101,9	102,5	101,3

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Rejting

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	BBB+	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	B-	Caa3	CCC
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

Stari izazovi nove Vlade

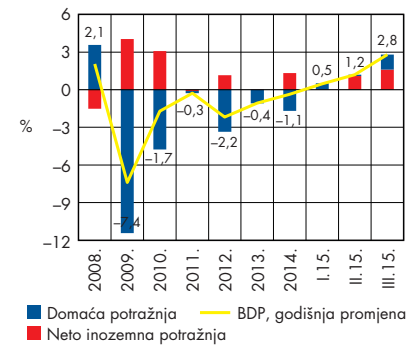
Prvi put nakon 2008. godine Hrvatska će u 2015. zabilježiti pozitivnu godišnju stopu rasta BDP-a. Osnovni doprinos rasta dolazi od povećanja pozitivnog salda u razmjeni s inozemstvom, ostvarenog u poboljšanim uvjetima razmjene i rasta inozemne potražnje. Konačni podaci trebali bi potvrditi i pozitivan doprinos domaćih čimbenika, osobito osobne potrošnje. Deflatorski pritisci na strani uvozne ponude povećali su realni raspoloživi dohodak, a dodatni poticaj potrošnji prelio se od prihoda ostvarenih tijekom izvrsne turističke sezone. Problemi na konkurentskim destinacijama popraćeni su poboljšanjem kvalitete turističke ponude i produljenjem sezone uz evidentno prisutan sinergijski i multiplikativni učinak na ostatak gospodarstva. Pozitivan trend u uslužnom sektoru potvrđen je i pojačanim investicijama, a pokazatelji u drugoj polovici prošle godine daju naslutiti da se duboka i produljena recesija u građevinarstvu ipak primakla svojem kraju. Naposljetku pripadnost europskom jedinstvenom tržištu uz jačanje inozemne potražnje i tržišno restrukturiranje, osobito u segmentu malih i srednjih poduzeća, za posljedicu je imalo nastavak razmjerno snažnog rasta izvoza roba.

Ipak, ostvareni oporavak nije dovoljan za stvaranje novih radnih mjesta. Tržište rada opterećeno je preniskim udjelom aktivnog stanovništva i niskom zaposlenošću, što se odražava kroz visoku dugotrajnu nezaposlenost i nezaposlenost među mladima. Problem održivosti rasta strukturne je prirode i kao takav rješiv je mjerama strukturne naravi, i to ponajprije u domeni fiskalne politike, gdje rastući javni dug povećava troškove financiranja države i otežava fiskalnu prilagodbu. Prevelik, trom i neučinkovit javni sektor opterećuje gospodarstvo, a uz visoki porezni teret poslovno okruženje nije poticajno za značajnije investicije privatnog sektora. Stoga pred novu Vladu dolaze stari izazovi, ali i kraće vrijeme za provedbu učinkovitih mjera za otklanjanje strukturnih slabosti. Ogdoda ili sporost u provedbi već identificiranih mjera za poticanje održivog rasta bila bi pogubna za privatni sektor i mlađe naraštaje, a time i za srednjoročnu do dugoročnu perspektivu cijelog društva. S druge strane početak podizanja referentne kamatne stope Fed-a upozorava da će se razdoblje niskih kamatnih stopa i primjena nekonvencionalnih mjera monetarne politike Europske središnje banke jednom pramaći kraju. Za sada izostanak inflacije i nejednak oporavak članica eurozone podržava očekivanja da je nastavak ekspanzivne monetarne politike ESB-a izgledan barem do polovice 2017.

Pozitivna retorika nove Vlade i povoljni uvjeti na tržištima u okružju pružili su Vladi mogućnost da u razmjerno kratkom razdoblju provede reformske mjere i preokrene tendenciju prema povratku Hrvatske u investicijski rejting. Time bi se stekao ključan uvjet za smanjenje premije rizika države, olakšanje financiranja javnog duga, ubrzanje fiskalne prilagodbe i posljedično smanjenje troškova financiranja svih sektora. Središnja banka pružit će podršku prilagodbi fiskalne politike i konkurentnosti gospodarstvu najavljenim dugoročnim repo operacijama, kojima će odgovoriti na pojačanu potražnju za kreditima u domaćoj valuti. Stabilnost kune u odnosu na euro pritom ostaje neupitna s obzirom na visoku euroiziranost gospodarstva te negativne posljedice koje bi uzrokovala nagla i snažnija deprecijacija domaće valute.

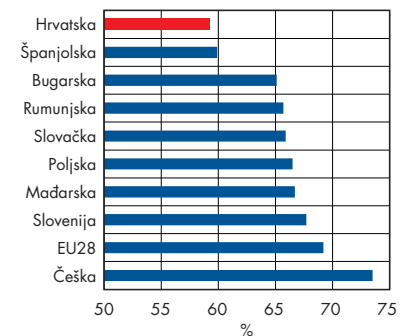
Naposljetku, vjerodostojnost svake ekonomske politike stječe se kroz određeno vrijeme i samo uz stabilnost u provedbi nužnih mjera, a za povratak u investicijski rejting potrebni su i rezultati provedenih reformi. Prijedlog proračuna za 2016. očekujemo do kraja prvog tromjesečja. On će pokazati ima li Vlada odlučnost za provedbu mjera prilagodbe kroz smanjenje i strukturnu preraspodjelu na rashodnoj strani. U slučaju zadržavanja *statusa quo* rejting države izložit će se daljnjem padu.

Doprinosi rastu BDP-a



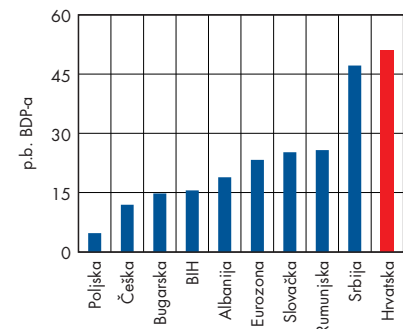
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Stopa zaposlenosti (%), 2014.*



* u dobnoj skupini 20-64 godine
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prirast javnog duga 2008./2015.e

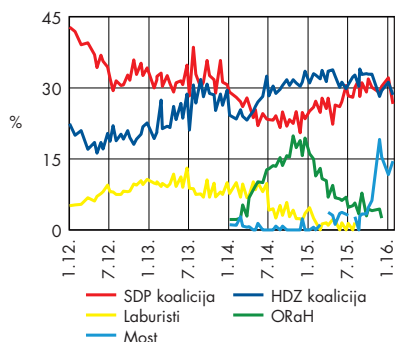


Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Optimistično, ali ne i nemoguće

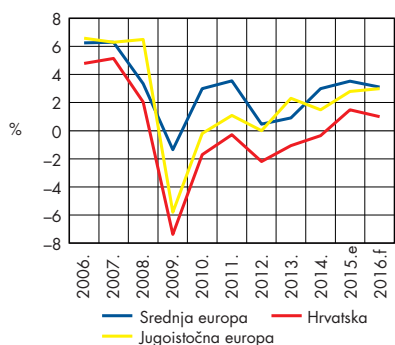
- Nova Vlada, nova nada
- Blagi rast gospodarstva se nastavlja

Ispitivanje javnog mnijenja



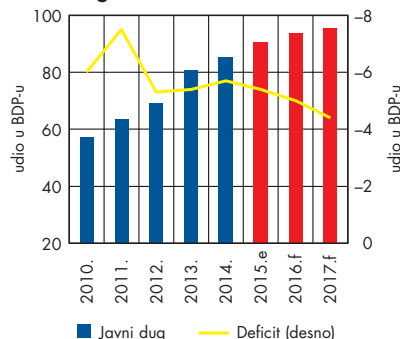
*15-dnevni prosjek ispitivanja javnog mnijenja, od siječnja 2012. do 22. siječnja 2016.
Izvori: Promocija plus, IPSOS PULS, Raiffeisen istraživanja

BDP, godišnje tromjesečne promjene



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Javni dug i deficit



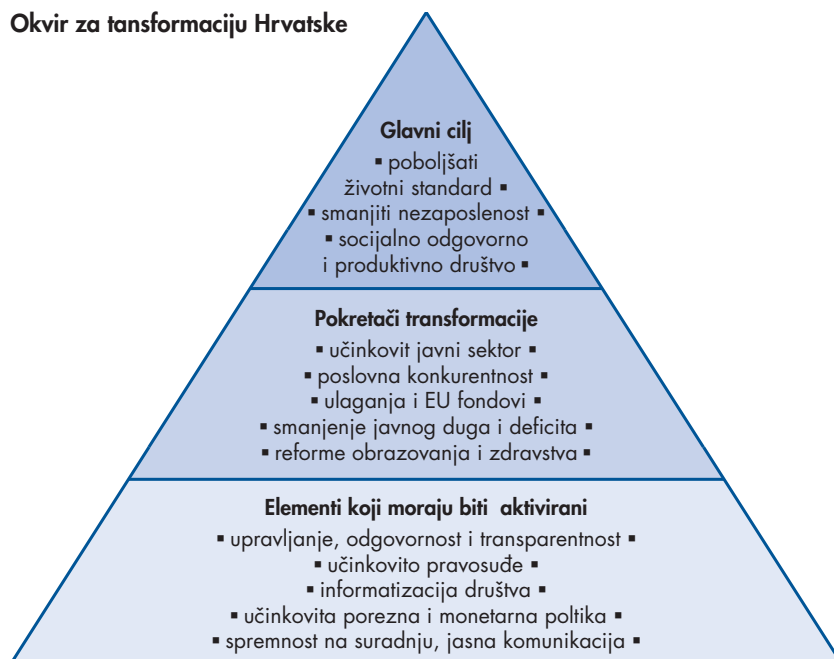
Izvori: HNB, Ministarstvo financija, Raiffeisen istraživanja

Dva i pol mjeseca nakon najneizvjesnijih rezultata parlamentarnih izbora i dugotrajnih pregovora između MOST-a te Domoljubne koalicije i Koalicije Hrvatska raste, 22. siječnja potvrđena je nova hrvatska Vlada. Krhkom većinom, s 83 glasa podrške od ukupno 151, Hrvatska je dobila prvog nestranačkog premijera kojeg je predložila Domoljubna koalicija (predvođena HDZ-om), a kojeg je podržao MOST. Kratkoročno politička neizvjesnost time je okončana, ali ostaje činjenica da Hrvatska nema iskustva s nestranačkim premijerom te da se reforme u pravilu teže provode u višestranačkim (koalicijskim) vladama s krhkom većinom. Navedeno može značiti vrlo teško okruženje za provođenje reformi, veću neizvjesnost i nestabilnost. S druge strane, upravo nestranački premijer bez političke prošlosti te retorika usmjerena na promjene i reforme u hrvatskom gospodarstvu ulijevaju povjerenje i nadu da će do potrebnog zaokreta doći.

U svojem prvom predstavljanju pred Hrvatskim saborom premijer je jezgrovito predstavio strategiju "transformacije Hrvatske". Prema viziji nove Vlade, do 2020. godine Hrvatska bi trebala proći kroz transformaciju u tri ključna područja: gospodarski rast, konkurentnost i kvaliteta života. Definiran je i vremenski okvir transformacije, podijeljen na brze rezultate u 2016., srednjoročne rezultate koji se očekuju do 2017. te dugoročnu viziju u razdoblju iza 2018. godine. Prikazane osnovne makroekonomske projekcije doimaju se ambicioznima (prosječan rast BDP-a od 3%; rast izvoza za 30%; fiskalni deficit ispod 3% BDP-a do 2017.; smanjenje javnog duga ispod 80% BDP-a do 2020.; značajan priljev od inozemnih izravnih ulaganja i EU fondova), ali ne i nedostižnima pod uvjetom da se provedu strukturne reforme u navedenim područjima.

Visokofrekventni pokazatelji za posljednje tromjesečje potvrđuju da se trend oporavka gospodarstva nastavio i u razdoblju od listopada do prosinca 2015.

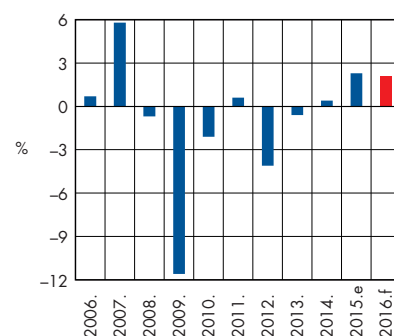
Okvir za transformaciju Hrvatske



Izvori: Uvodna prezentacija premijera u Saboru, 22. siječnja 2016., Raiffeisen istraživanja

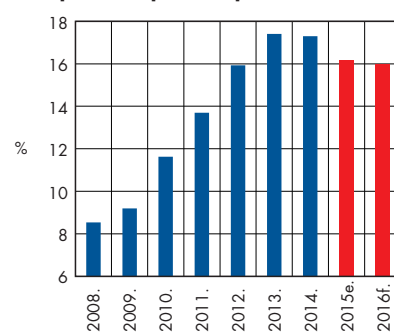
Rast indeksa raspoloženja i pouzdanja potrošača potvrđen je podacima o trgovini na malo, koja je i u posljednjem tromjesečju nastavila rasti upućujući na to da bi osobna potrošnja kao najveća sastavnica BDP-a mogla i četvrto tromjesečje zaredom pozitivno doprinijeti oporavku. Osim rasterećenja osobnog dohotka ostvarenog poreznim izmjenama i izostanka inflatornih pritisaka, to je zasigurno i posljedica produljenja turističke sezone, usporavanja negativnih trenova na tržištu rada te poraslih očekivanja. Blage stope rasta trebale bi se nastaviti i u prvom ovogodišnjem tromjesečju, pri čemu bi dodatni zamašnjak trebao doći i od ranijeg zapošljavanja sezonskih radnika pred početak turističke sezone. Značajnije stope rasta oporavka osobne potrošnje moguće je očekivati tek s početkom ciklusa rasta zaposlenosti i završetka procesa razduživanja stanovništva. I dok se taj posljednji čimbenik vjerojatno primaknuo svojem kraju, rast zaposlenosti uvelike je ovisan o oporavku privatnog sektora, koji u budućnosti može biti jedini generator održivog rasta i zaposlenosti. Privatni sektor i dalje čeka stvaranje povoljnog investicijskog okruženja i strukturnu prilagodbu javnog sektora. Pod pretpostavkom da se prilagodba ne zadrži na jednokratnim rezovima, već bude popraćena strukturnim izmjenama velikih javnih sustava i državne administracije, uz povećanje učinkovitosti i funkcioniranje pravne države moguće je stvoriti preduvjete koji bi privatnom sektoru dali poticaj, a gospodarski rast učinili održivim. Time bi se eventualni jednokratni negativan učinak očekivane fiskalne konsolidacije uvelike nadoknadio, omogućavajući nastavak rasta i u 2016. Predvodnici rasta trebali bi biti izvoz roba i usluga te investicije. Projicirani rast u državama najvažnijim trgovinskim partnerima Hrvatske, nastavak nestabilnosti na konkurentskim turističkim destinacijama, ali i bitno poboljšanje kvalitete Hrvatske kao turističke destinacije ohrabruju pozitivna očekivanja. Investicijska aktivnost prve znakove oporavka započela je bilježiti od trećeg tromjesečja 2015. Pritom kod investicija još uvijek izostaje pozitivan doprinos djelatnosti građevinarstva, koja je dotaknula svoje dno. Ipak, iako je broj građevinskih dozvola još uvijek u padu, izvršeni radovi, ali i nove narudžbe bilježe zamjetan rast vrijednosti, što implicira da bi u 2016. mogli i kod građevinarstva zabilježiti blag, ali ipak pozitivan rast. On bi mogao biti potpomognut i projektima financiranim iz fondova Europske unije, koji predstavljaju potencijalno izdašan izvor financiranja, ali i jačanja konkurentnosti realnog i uslužnog sektora. Projicirani nastavak oporavka gospodarstva i u kratkoročnom i u srednjoročnom razdoblju izložen je i vanjskim i unutarnjim rizicima. Usporavanje oporavka EU-a odnosno glavnih trgovinskih partnera nepovoljno bi se odrazilo na izvoz. Nadalje, zabrinjava i visoka ovisnost o turizmu, čiji se udio u gospodarstvu prema prihodima približio razinu od 19% BDP-a. U uvjetima razmjerno visokih negativnih geopolitičkih čimbenika preveliko oslanjanje na turizam može imati poprilično negativan utjecaj. S druge strane, odgoda konsolidacije javnih financija i zadržavanje nepovoljnog poslovnog okruženja zasigurno bi negativno utjecali na kreditni rejting države i investicije, a posredno i na troškove zaduživanja, možebitni povratak u recesiju i ponovni pad zaposlenosti. Stoga, ma koliko krhu podršku imala nova hrvatska Vlada, mora se konačno suočiti sa starim i već duboko ukorijenjenim problemima.

Trgovina na malo, godišnja promjena



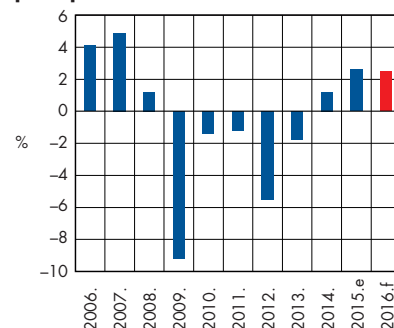
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prosječna stopa nezaposlenosti (ILO)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Industrijska proizvodnja, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Proračun za 2016. – ogledalo smjera nove Vlade

- Izdašnost prihoda od PDV-a uslijed dobre turističke sezone
- Narušena fiskalna transparentnost
- Rastući javni dug – odraz izostanka fiskalne konsolidacije

Provedbe reformi – ključni nalazi EK (prosinac, 2015.)*

1. "On track"

- Stečajni okvir
- Mjere za zapošljavanje mladih
- Smanjenje administrativnog tereta na poslovanje
- Smanjenje porezne regulative

2. "Wait and see"

- Proračunsko planiranje
- Revizija fiskalnih pravila
- Učinkovitost u zdravstvu
- Sustav plaća
- Smanjenje broja ranije umirovljenih
- Smanjenje parafiskalnih nameta
- Poboljšanja u transparentnosti i odgovornosti u sektoru javnih poduzeća
- Poboljšanje učinkovitosti i kvalitete pravosuđa
- Jačanje upravljanja u HBOR-u

3. "Action wanted"

- Fiskalna konsolidacija u cilju smanjenja javnog duga
- Jačanje upravljanja javnim dugom
- Reforma javne uprave
- Uvođenje redovnog poreza na imovinu
- Poboljšanja zakonodavnog planiranja
- Izlistavanje manjinskih udjela državnih poduzeća i privatizacija
- Racionalizacija socijalnih naknada

"On track" – mjere koje su zakonski ili provedbeno završene i od kojih se očekuje da će biti učinkovite;

"Wait and see" – mjere za koje je zakonodavni proces u tijeku, ali je u relativno ranoj fazi; ili za koje još uvijek postoji neizvjesnost provedbe i učinkovitosti;

"Action wanted" – mjere za koje nije poduzeta ili je poduzeta ograničena aktivnost, ili one koje su tek najavljene (ali ne mogu još biti ocijenjene).

** Izvješće EK o napretku Hrvatske u ispravljanju makroekonomskih neravnoteža (MIP)
Izvor: EK, Raiffeisen istraživanja*

Dinamična fiskalna aktivnost odvijala se tijekom prosinca prošle godine, premda je ostala u sjeni burnih događanja na hrvatskoj političkoj sceni u razdoblju nakon parlamentarnih izbora. Do kraja 2015. godine tehnička Vlada donijela je niz odluka o zaduživanju i izdavanju državnih jamstava, a u novu fiskalnu godinu zakoračili smo s matricom privremenog financiranja koje će potrajati do kraja ožujka ove godine. U međuvremenu se očekuje najvažnije konsolidirano proračunsko izvješće (na razini opće države), koje će pokazati što se u protekloj godini zbilo s hrvatskim javnim financijama. Odgovor na takvo pitanje tek djelomično je moguće pronaći u nedavnom Izvješću o radu Vlade u mandatnom razdoblju 2011. – 2015. Istovremeno, javno dostupni fiskalni podaci obiluju već poznatim manjkavostima koje su značajno narušile fiskalnu transparentnost (a ponajprije se odnose na izdvajanje HZZO-a iz jedinstvenog sustava državne riznice). Stoga, iako nije moguće precizno kvantificirati udaljenost od postavljenih fiskalnih ciljeva u posljednjem Programu konvergencije (koji se naslanja na zahtjeve iz EDP-a), na temelju dostupnih podataka moguće je izvesti nekoliko važnijih zaključaka.

Naime, bolje prikupljeni prihodi od PDV-a odražavaju, osim pozitivnog učinka fiskalizacije, i odličnu turističku sezonu koja je rezultirala multiplikativnim učincima na sveukupnu gospodarsku aktivnost u prošloj godini. Također, gotovo sve sastavnice prihoda od trošarina upućuju na godišnji rast, a pozitivan doprinos došao je i od povećanja trošarina na energente i električnu energiju te od provedbe postupnog dostizanja minimalne trošarine na cigarete koju zahtijevaju relevantni propisi EU-a. S druge strane, prihodi od doprinosa zorno odražavaju glavnu boljku hrvatskog fiskusa: zabilježivši pad na godišnjoj razini, upozoravaju na sve veću nedostatnost namjenski prikupljenog državnog novca (ponajprije u segmentu mirovinskog i zdravstvenog sustava). To potkrepljuje i činjenica da je u prošloj godini u prosjeku bilo potrebno više od 3 milijarde kuna na mjesečnoj razini samo za isplatu mirovina, dok su istovremeno prihodi po osnovi mirovinskih doprinosa bili gotovo upola manji. Stoga je u studenome prošle godine država posegnula za prijenosom sredstava iz drugog mirovinskog stupa u iznosu od 1,3 mlrd. kuna (nakon 3,1 mlrd. kuna povučene godinu prije). No važno je istaknuti da se takva vrsta jednokratnog transfera prema metodologiji ESA 2010 ne tretira kao proračunski prihod.

Istodobno, postojana rigidna struktura nabujalih javnih rashoda rezultira kumuliranim deficitima koji vode u novi prirast javnog duga, koji se primaknuo visini od 90% BDP-a. Rashodi za kamate (na razini od 11 mlrd. kuna) upozoravaju na moguću "snowball" učinak stoga pred novom hrvatskom Vladom stoji prijeko potrebna intervencija nad rashodima koji bi se konačno trebali naći u žarištu procesa fiskalne konsolidacije. Proračun za 2016., kojeg očekujemo tijekom ožujka, bit će prvi pokazatelj ozbiljnosti takvih namjera, a do tada zadržavamo sve makroekonomske i fiskalne projekcije na trenutačnim razinama.

Još jedna prilika

- Rejting zadržan
- Pad prinosa na krilima povjerenja u reforme

U jeku procesa formiranja nove Vlade s nestranačkim premijerom i retorikom usmjerenom na reforme, agencija za procjenu kreditnog rejtinga S&P zadržala je dugoročni rejting Hrvatske na dvije razine ispod investicijske s negativnim izgledima. Izvješće S&P pritom jasno naglašava da unatoč početku oporavka ključne mjere za obuzdavanje rasta javnog duga nisu postignute. Stječemo dojam da je tim potezom kreditna agencija dala priliku novoj Vladi da adresira ključne probleme, predloži mjere i započne s njihovom provedbom. Negativni rizici (usko povezani s implementacijom mjera) još uvijek su prijetnja i održivosti duga i stabilnom oporavku. Ostaje sasvim sigurno da za povratak stabilnih izgleda treba učiniti mnogo više napora.

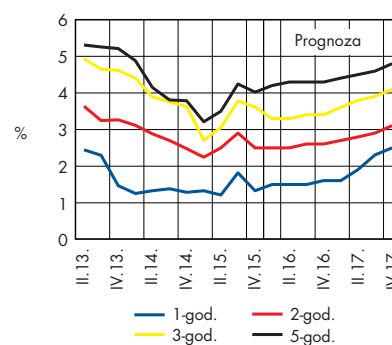
Navedeno potvrđuje i posljednje Izvješće Europske komisije o napretku Hrvatske u ispravljanju makroekonomskih neravnoteža, prema kojem je "rastući javni dug izvor zabrinutosti". Naime, unatoč smanjenju fiskalnog deficita on je i dalje među najvišima u EU-u te posljedično vodi do daljnjeg povećanja javnog duga, koji se sasvim približio razini od 90% BDP-a. Osim toga i izvješće EK potvrđuje da do sada nisu poduzete potrebne mjere za jačanje upravljanja javnim dugom.

U međuvremenu postizborna neizvjesnost i širenje *spreadova* započeto još sredinom trećeg tromjesečja 2015. konačno je zaustavljeno pred sam kraj godine. Blaga korekcija i *spreadova* i prinosa, koja je zabilježena u prvoj polovici siječnja, vjerojatno je posljedica očekivanja da će Vlada ipak 2016. godinu iskoristiti za uklanjanje duboko ukorijenjenih strukturnih problema i poboljšanje investicijske klime. Ipak, premija rizika Hrvatske ostat će i dalje znatno viša od usporedivih država regije jasno odražavajući da je za stjecanja povjerenja ulagača potrebno materijalizirati ambiciozne planove.

Plasmanom kunske državne obveznice na domaćem tržištu kapitala u vrijednosti od 6 mlrd. kuna (kupon 4,25% te prosječan prinos pri izdanju od 4,40%) Ministarstvo financija produljilo je kunsku krivulju do 2026. godine istovremeno osiguravajući dio financijskih sredstava za prvo tromjesečje 2016. Uz činjenicu da je na depozitnom računu kod središnje banke krajem studenoga država imala na raspolaganju 9,7 mlrd. kuna sasvim je sigurno da se predviđeno zaduživanje u prvom tromjesečju prema privremenom planu financiranja neće realizirati. Naime, iz navedenih podataka razvidno je da je dio sredstava iz 2015. (oko 7 mlrd. kuna) prenesen u iduću fiskalnu godinu (unatoč prosinacskom dospelju kunske desetogodišnje obveznice u vrijednosti 5,5 mlrd. kuna).

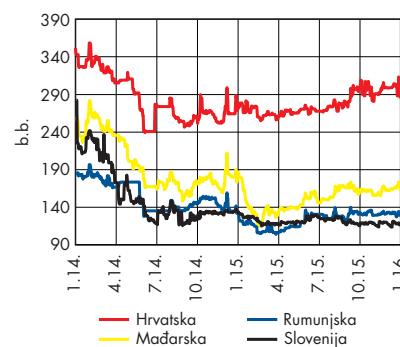
Tijekom 2016. nema dospeljeća izdanih međunarodnih obveznica, dok prvo domaće izdanje dospeljeva u srpnju. Ukupno dospeljeće obveza po izdanim vrijednosnicama i kreditima opće države prema našoj procjeni premašuje 7,1 mlrd. eura. Uz procijenjeni manjak općeg proračuna na razini od 4,5% BDP-a ukupne obveze refinanciranja dosežu 21% BDP-a. U navedene obveze uključene su i obveze po izdanim kratkoročnim vrijednosnicama, čiji se dug po dospelju uobičajeno zanavlja. Tijekom 2015. godine središnja je država gotovo u cijelosti svoje kratkoročne instrumente usmjerila u kunsko zaduživanje bitno umanjujući

Prinosi na HRK državne obveznice



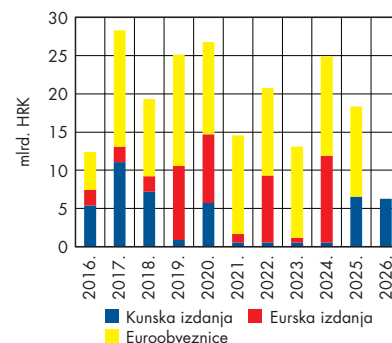
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

5-godišnji CDS (USD)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

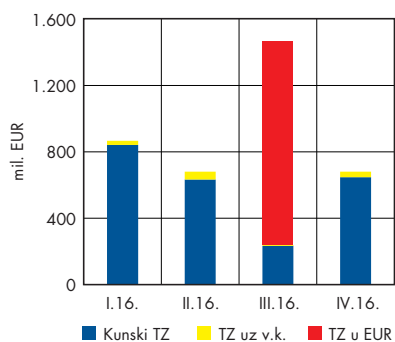
Dospeljeća državnog duga po izdanim obveznicama*



* Preračunato po srednjem tečaju HNB-a na dan 22. siječnja 2016.

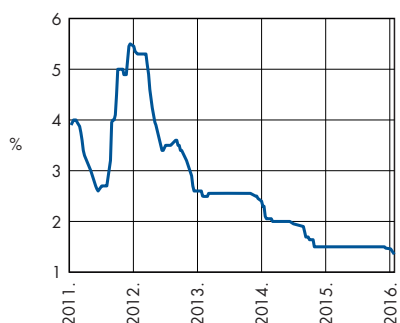
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Preostala dospijeca trezorskih zapisa



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prinos na 1-god. trezorski zapis (kune)



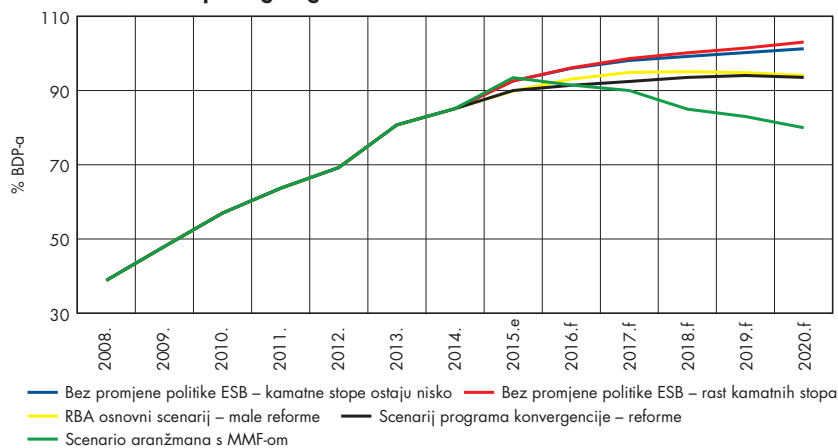
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

valutni rizik. Ipak dio obveza trezorskih zapisa u vrijednosti 1,225 mlrd. eura odnosi se na eurski trezorski zapis izdan u veljači 2015., koji zbog 18-mjesečnog dospijeca na naplatu stiže u kolovozu ove godine.

Nakon što se prinos na trezorske zapise zadržavao veći dio godine na 1,5%, posljednje aukcije zabilježile su daljnji pad prinosa. S obzirom na to da će monetarna politika i tijekom 2016. nastaviti s podržavanjem visoke likvidnosti, prinosi kratkoročnih vrijednosnica zasigurno će se zadržati barem na trenutačnim razinama. Uz projicirani oporavak gospodarstva te očekivanu konsolidaciju javnih financija, potpomognuta ekspanzivnim karakterom monetarnih politika (i HNB-a i ESB-a) premija rizika Hrvatske trebala bi bilježiti blagu tendenciju pada. U takvim uvjetima, a uz zadržavanje iznimno visoke likvidnosti i na domaćem i na inozemnom tržištu, hrvatski dug postaje atraktivan s obzirom na povrate koje nudi. Ipak slaba fiskalna metrika i dosadašnje ponašanje kreatora ekonomske politike izazivaju osobit oprez tržišnih sudionika. Stoga, svaki odmak od očekivane konsolidacije javnih financija vrlo brzo se može odraziti kroz rast prinosa i premije. Na navedeno će zasigurno upozoravati i rejting agencije, gdje će prvi pokazatelj ponašanja buduće Vlade biti proračun za 2016. Iako ove godine nema inozemnih dospijeca predmnijevamo da će se Vlada ipak odlučiti dio financijskih potreba podmiriti i plasmanom euroobveznice na europskom tržištu. Američko tržište nije izgledna opcija s obzirom na činjenicu da je Fed krajem 2015. započeo s normalizacijom kamatne stope, a nastavak ciklusa podizanja referentne kamatne stope očekuje se i tijekom 2016. te 2017.

Domaće tržište i dalje će obilježavati postojana potražnja osobito od strane velikih institucionalnih investitora, mirovinskih fondova. Glavnina aktivnosti trebala bi se odvijati na kraćem kraju krivulje, dok se pozitivan utjecaj na duljem segmentu očekuje ako središnja banka započne dosljedno i kontinuirano provoditi dugoročne repo operacije, čime bi se olakšala i fiskalna konsolidacija.

Analiza održivosti javnog duga



Izvori: MMF, EK, Raiffeisen istraživanja

Nove mjere monetarne politike uz neupitnu stabilnost kune

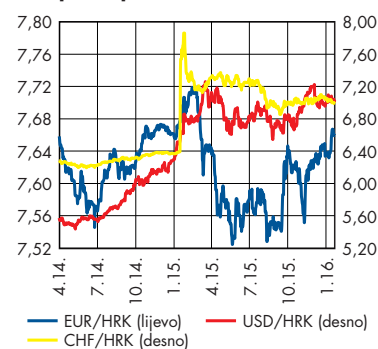
- Izostanak snažnijih deprecijacijskih pritisaka na kunu
- Osiguranje visoke kunske likvidnosti uz dosljednost tečajne politike

Stabilnost tečaja kune u odnosu na euro nije narušena ni u posljednjem tromjesečju 2015. Štoviše, snažniji deprecijacijski pritisci su izostali pa je kraj godine donio tek vrlo blago klizanje tečaja kune u odnosu na euro prema višim razinama. Kuna je pritom podršku pronašla i u nešto izraženijoj predblagdanskotražnji za domaćom valutom te povoljnijim kretanjima u razmjeni roba i usluga s inozemstvom. Naposljetku, kraj godine dočekali smo uz 0,34% niži tečaj u odnosu na kraj 2014., a zaustavljeno je i polagano klizanje prosječnog tečaja na razini cijele godine koje je bilo prisutno od 2010. Prosječni srednji tečaj EUR/HRK na tečajnici HNB-a na razini cijele 2015. iznosio je 7,61 kunu za euro, što je za 0,3% niže od prosjeka u 2014. Razloge valja potražiti u prvim naznakama oporavka gospodarstva, priljevima kapitala iz inozemstva te bitno poboljšanom višku na tekućem računu.

Mirno trgovanje nastavilo se i na početku 2016. godine uz malu volatilnost tečaja kune u odnosu na euro. Očekujemo ubičajeno lagano klizanje tečaja EUR/HRK prema višim razinama koje bi trebalo biti podržano i usklađivanjem bilančnih pozicija banaka tijekom konverzije kredita vezanih uz švicarski frank u eurske. Slabljenje kune donekle je bilo podržano i prisutnom neizvjesnošću povezanom s formiranjem i budućim radom Vlade te fiskalnim rizicima. Stabilna Vlada i vjerodostojni plan, a kasnije i provedba reformi uz poboljšanje investicijske klime zasigurno bi pružila podršku domaćoj valuti kroz snažniji priljev investicija i stabilniji oporavak. U suprotnome ne isključujemo lagani rast tečaja EUR/HRK prema višim razinama. S približavanjem proljetnih mjeseci, dijelom zbog predblagdanske potrošnje (Uskrs), a dijelom zbog početka turističke predsezona, očekujemo blago jačanje domaće valute u odnosu na euro, koje bi se trebalo pojačavati s odmakom prema prvoj polovici godine. Uzimajući u obzir činjenicu da će i tijekom 2016. Europska središnja banka svojim nekonvencionalnim mjerama omogućavati povoljne uvjete zaduživanja, ne isključujemo mogućnost nastavka usmjerenosti korporativnog sektora na inozemna tržišta kapitala i priljev deviza na toj osnovi.

Očekujemo da će monetarna politika i dalje ostati dosljedna politici očuvanja stabilnosti tečaja EUR/HRK, ali i usmjerena i na osiguranje visoke likvidnosti financijskog sustava. Najavljeno uvođenje strukturnih dugoročnih operacija (repo aukcija s dospjećem duljim od jedne godine) ne predstavlja promjenu instrumentata monetarne politike (s tečajne na politiku kamatnih stopa), već je namjera novih operacija bankama omogućiti dugoročnije izvore kunske likvidnosti. Osiguranje visoke kunske likvidnosti na domaćem financijskom tržištu omogućava zadržavanje niskih kamatnih stopa na kraćem kraju kunske krivulje, ali potencijalno stvara pritisak na dulji kraj krivulje, što otvara dodatan prostor za provođenje nužnih mjera fiskalne konsolidacije koje bi u srednjem roku zasigurno pružile podršku domaćoj valuti. U slučaju volatilnosti tečaja i pretjeranih pritisaka na kunu središnja banka će zasigurno svojim mjerama ostati dosljedna u obrani tečaja čak i po cijenu rasta kamatnih stopa.

Srednji tečaj HNB-a



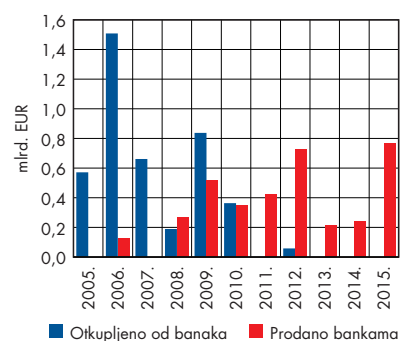
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj 31.12.15.	Promjena u odnosu na: 31.12.2014.		
		Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,6350	7,6615	↓	-0,34
USD	6,9918	6,3021	↑	10,94
CHF	7,0597	6,3681	↑	10,86
GBP	10,3610	9,7848	↑	5,89

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Devizne intervencije HNB-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prognoza tečaja

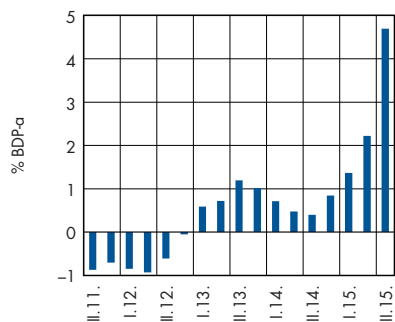
	2016.e	2017.f
EUR/HRK, pr	7,65	7,66
EUR/HRK, kr	7,68	7,65
USD/HRK, pr	7,50	6,96
USD/HRK, kr	7,60	6,65
CHF/HRK, pr	6,95	6,96
CHF/HRK, kr	6,98	6,95

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Pod utjecajem CHF konverzije i dobre turističke sezone

- Nastavak rasta suficita na tekućem računu platne bilance
- Snažan učinak CHF konverzije na novčane tokove s inozemstvom
- Nastavak godišnjeg rasta ukupnog bruto inozemnog duga

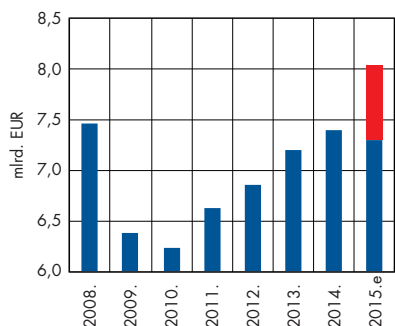
Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Višak od 3,9 mlrd. eura zabilježen u trećem prošlogodišnjem tromjesečju na tekućem računu platne bilance rezultirao je i pozitivnim saldom u kumulativnom razdoblju (tijekom četiri uzastopna tromjesečja) na razini od 4,7% BDP-a. Osim priljeva deviza na osnovi dobre turističke sezone, jednim dijelom je i posljedica knjiženja gubitaka banaka uzrokovanih prisilnom CHF konverzijom. Naime, uobičajeni manjak na računu primarnog dohotka je izostao, tj. zabilježeni pozitivan saldo izravna je posljedica evidentiranih gubitaka banaka uzrokovanih spomenutom konverzijom (389 mil. eura). Istovremeno, očekivani pozitivan doprinos kretanjima u bilanci tekućih transakcija došao je sa suficitarnog računa usluga, što je posljedica odličnih ostvarenja u turizmu. Naime, prihodi od putovanja u trećem prošlogodišnjem tromjesečju dosegli su povijesno najvišu nominalnu vrijednost (5 mlrd. eura), zabilježivši značajan rast na godišnjoj razini od 7,5%. S druge strane, uobičajeni negativan doprinos došao je s podračuna roba (uslijed produbljenja vanjskotrgovinskog deficita).

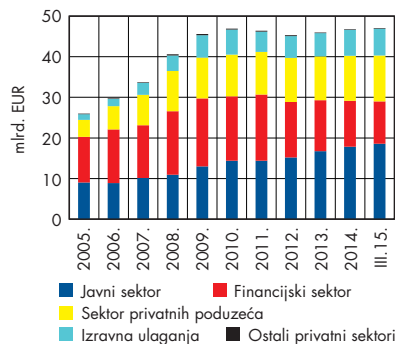
Prihodi od turizma



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Na kapitalnom računu platne bilance negativan učinak CHF konverzije odrazio se u podacima o izravnim stranim ulaganjima (FDI), koji su u prva tri tromjesečja 2015. zabilježili pad od gotovo 50% na godišnjoj razini. Tako je značajan pozitivan doprinos FDI-ju koji je došao od prodaje TDR-a britanskom BAT-u dobrim dijelom neutraliziran spomenutim gubicima banaka. Na razini cijele 2015. očekujemo zadržavanje suficita na tekućem računu bilance plaćanja na razini od 4,7% BDP-a (od čega se 2 p. b. odnosi na jednokratne gubitke banaka zbog CHF konverzije), a značajan pozitivan doprinos proizici će od prihoda od turizma koji bi (s obzirom na solidne fizičke pokazatelje iz postsezone) mogli premašiti 8 mlrd. eura.

Struktura bruto inozemnog duga



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Posljednji podaci o bruto inozemnom dugu na kraju trećeg tromjesečja 2015. potvrdili su nastavak trenda godišnjeg rasta, dominantno uzrokovanog visokim obvezama države prema inozemnim vjerovnicima. Tako je krajem rujna ukupni bruto inozemni dug iznosio 47 mlrd. eura, odnosno 107,6% BDP-a, zabilježivši rast na godišnjoj razini za 480 mil. eura (1%). Gotovo 40% ukupnog bruto inozemnog duga RH odnosi se na zaduženost javnog sektora, koja je krajem promatranog mjeseca dosegla 18,6 mlrd. eura (uz godišnji rast od 4,9%). Ipak, važno je spomenuti da su tečajne razlike, tj. aprecijacija dolara u odnosu na euro daleko negativan doprinos dugu iskazanom u eurima. To se posebice odnosi na sektor opće države s obzirom na to da se u statistici vanjskog duga ne prikazuje ugrađena zaštita od tečajnog rizika (kod dolarskih izdanja državnih obveznica), uslijed čega je nominalni iskaz duga veći od stvarnog stanja. S druge strane, bruto inozemni dug privatnog sektora spustio se na 28,4 mlrd. eura, dominantno uzrokovan razduživanjem financijskog sektora koje datira od svibnja 2012. Međutim, privatna nefinancijska poduzeća zabilježila su nastavak godišnjeg rasta inozemne zaduženosti, što i ne iznenađuje s obzirom na atraktivnije uvjete financiranja na stranim tržištima. Posljednje monetarne mjere ESB-a dodatno ohrabruju očekivanja o nastavku trenda zaduživanja privatnih poduzeća na inozemnim financijskim tržištima do kraja 2015., uz zadržavanje razmjerno visokog udjela državnog sektora u ukupnom bruto inozemnom dugu.

Razilaženje monetarnih politika – ključan čimbenik u 2016.

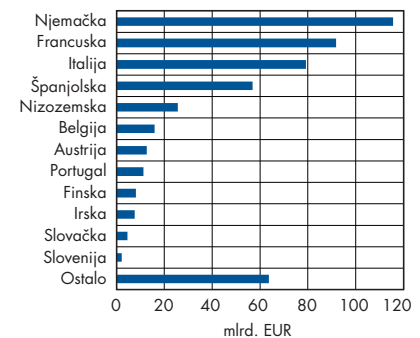
- Fed u prosincu započeo proces podizanja ključne kamatne stope
- Početkom prosinca ESB nastavio proces labavljenja monetarne politike

Krajem prošle godine fokus svjetskih tržišta bio je na početku snažnijeg razilaženja u monetarnim politikama dviju najvećih svjetskih središnjih banaka. Na sastanku 16. prosinca 2015. Fed se odlučio za zaoštavanje politike niskih kamatnih stopa. Tako je prvi put nakon lipnja 2006. odlučio podići raspon za određivanje referentne kamatne stope za 25 b. b. na 0,25% – 0,50%. Tim potezom je okončano sedmogodišnje razdoblje nultih kamatnih stopa uz predviđenu tek postupnu normalizaciju monetarne politike. Većina članova FOMC-a očekuje podizanje kamatne stope za 100bb u 2016. ta za 100 bb u 2017. što temelje na nastavku pozitivnih trendova na tržištu rada, rastu BDP-a iznad potencijalnog te porastu inflacije do razine od 1,6% u 2016. Usprkos tomu, guvernerka Fed-a J. Yellen u svojem obraćanju naglašava kako do daljnje normalizacije kamatnih stopa neće doći "mehanički" (u istom iznosu i/ili u redovitim intervalima), već će se odvijati umjerenim tempom ovisno o nadolazećim gospodarskim podacima. Ako se ostvari predviđena dinamika podizanja od strane Fed-a, proces putanje do "neutralne" razine (3,5%) mogao bi se produžiti u 2018. godinu. Uslijed očekivanih poboljšanja na tržištu rada (i rasta BDP-a iznad potencijalnog) te uz snažnije inflatorne pritiske od očekivanih proces bi mogao ubrzati te završiti krajem 2017. Sljedeće podizanje očekujemo najranije na sastanku sredinom ožujka.

S naše strane Atlantika, na sastanku početkom prosinca prošle godine ESB je donijela odluku o daljnjem labavljenju monetarne politike, proširenjem seta mjera nekonvencionalne monetarne politike. Snižena je kamatna stopa na prekonoćne depozite kod ESB-a na -0,30% uz istovremeno produljenje programa kvantitativnog popuštanja do kraja ožujka 2017. U program su uključene i utržive dužničke vrijednosnice regionalnih i lokalnih jedinica država eurozone. Donesena je i odluka o reinvestiranju otplaćene glavnice vrijednosnih papira kupljenih u sklopu QE programa. Pritom treba naglasiti spremnost ESB-a na produljenje ekstremno ekspanzivne monetarne politike ovisno o stopi inflacije i dinamici oporavka.

Očekujemo kako će ESB politiku "promatranja" (engl. *wait-and-see*) tržišta nastaviti tijekom cijele 2016. U sljedećim tromjesečjima usprkos novom padu cijena sirove nafte očekujemo postupno iščezavanje njezina utjecaja te osnaživanje inflacijskih pritisaka uz nastavak umjerenog oporavka gospodarstva eurozone predvođeno uglavnom domaćom potražnjom. Prema našim predviđanjima daljnji pritisci na labavljenje monetarne politike od strane ESB-a mogli bi biti nešto blaži u ovoj godini. Naime, smatramo kako je za razliku od promjena u programu kvantitativnog popuštanja izglednije daljnje smanjenje kamatne stope na prekonoćne depozite (između -0,4% do -0,5%). Monetarna politika ESB-a trebala bi i u 2016. nastaviti utjecati na obvezničko tržište. Relativno stabilan uzlazni trend tromjesečnog rasta prinosa na srednjoročne i dugoročne njemačke obveznice mogao bi se nastaviti i u drugoj polovici 2016. Prinos na dvogodišnju njemačku obveznicu trebao bi se kretati oko kamatne stope na prekonoćne depozite (trenutno -0,30%).

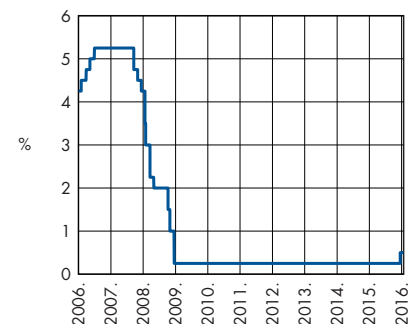
Program kupnji državnih obveznica ESB-a*



* do 31. prosinca 2015.

Izvor: ESB, Raiffeisen istraživanja

Referentna kamatna stopa Fed-a*



na 22 siječnja 2016.

* od 16. prosinca 2008. godine, FOMC definira raspon

Izvori: Fed St. Louis, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja na financijskim tržištima

	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16
EUR/USD	1,05	1,03	1,01	1,01
Fed referentna kamatna stopa	0,75	0,75	1,00	1,50
3-mj. LIBOR (USD)	0,80	0,75	1,05	1,55
SAD 10-god. prinos	2,20	2,40	2,70	3,10
ESB referentna kamatna stopa	0,05	0,05	0,05	0,05
3-mj. EURIBOR	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Prinos na njemačku 10-god. obveznicu	0,50	0,50	0,80	1,00

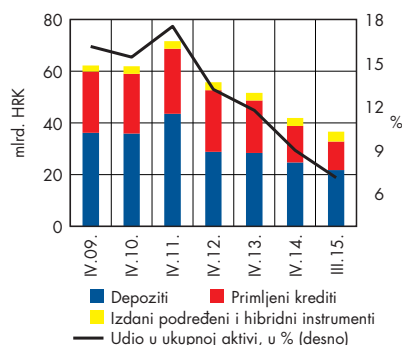
Na dan 22.1.2016.

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Visoka kapitaliziranost banaka unatoč ostvarenom gubitku

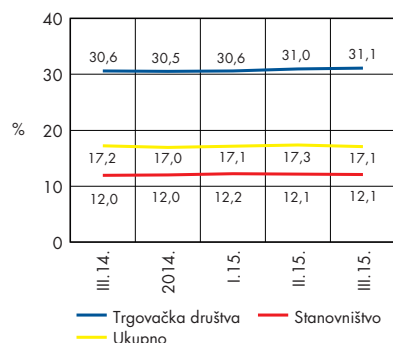
- Višak devizne likvidnosti pojačava razduživanje banaka u inozemstvu
- Stabiliziran udio neprihodujućih u ukupnim kreditima
- Jačanje potražnje za kreditima u lokalnoj valuti

Dužnička ulaganja stranih banaka- vlasnika u hrvatske banke



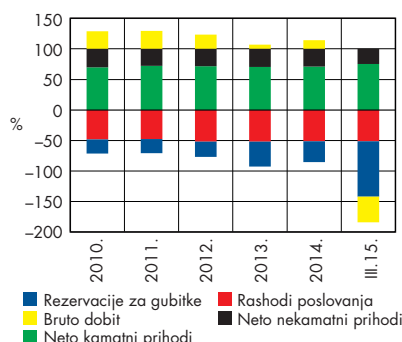
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim, kr



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka, % ukupnog prihoda*



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

Jednokratni gubitak zbog prisilne konverzije kredita iz franka u euro na razini dvogodišnje bruto dobiti banaka ostvarene u prethodnoj godini rezultirao je smanjenjem kapitalne adekvatnosti banaka na 20%. To je i dalje visoka stopa kapitalizacije pa ostvareni gubitak nema nepovoljnih utjecaja na ponudu kredita. S druge strane, oporavak gospodarstva rezultirao je zaustavljanjem dugogodišnje tendencije rasta neprihodujućih kredita u bankama. U posljednja četiri tromjesečja razina neprihodujućih kredita stagnira na 17% ukupnih kredita, a pokrivenje neprihodujućih kredita ispravicima vrijednosti poraslo je na 55%. Izgledno je da će nastavak povoljnog trenda rezultirati smanjivanjem troškova za pokrivenje kreditnih rizika, a usporedno smanjenje cijene izvora financiranja omogućavat će bankama ponudu kredita po nižim kamatnim stopama.

Kraj 2015. i početak 2016. obilježio je proces prisilne konverzije kredita. U razdoblju provedbe konverzije smanjena je potražnja za kreditima jer su banke i klijenti usredotočeni na ishod procesa. S druge strane, produženo razdoblje političke neizvjesnosti nakon parlamentarnih izbora dodatno je umanjilo sklonost zaduživanju i investiranju. U razdoblju političkih pregovora oko formiranja parlamentarne većine političke stranke najavljujale su mogućnost promjene monetarne politike s ciljem smanjenja cijene kapitala. Stoga potencijalni zajmoprimci očekuju povoljnije uvjete kreditiranja u skoroj budućnosti pa odgađaju odluke o zaduživanju.

U uvjetima smanjenja ukupne potražnje za kreditima uočavamo promjene u valutnoj strukturi potražnje. Povećali su se zahtjevi za kreditima u domaćoj valuti, kako kod građana tako i kod poduzeća. Iako su korisnici kredita u franku na kraju amnestirani od negativnih tečajnih razlika koje proizlaze iz ugovornih odnosa s kreditorima, nepovoljni učinci tečajnih promjena u razdoblju prije donošenja propisa o prisilnoj konverziji povećali su svijest potencijalnih zajmoprimaca o valutnim rizicima. Posljedični rast averzije prema rizicima usmjerava potencijalne klijente na zaduživanje u domaćoj valuti. No osviještenost o valutnim rizicima nema jednak učinak i na strukturu depozita. Prevladava štednja u eurima, što dovodi do jačanja pritiska na usklađenost valutne strukture bilance banaka. Povećava se kreditiranje u domaćoj valuti, a primarni izvori financiranja pretežno su u stranim valutama. Posljedično se povećava višak devizne likvidnosti bankarskog sektora koji se koristi za smanjenje inozemnih, sekundarnih izvora financiranja.

Proces razduživanja banaka prema inozemstvu započeo je 2012., a mogao bi se ubrzati ako se zadrži sklonost klijenata za zaduživanje u domaćoj valuti. Ujedno bi se trebao povećavati nedostatak dugoročnih izvora financiranja u domaćoj valuti. Zbog toga monetarna vlast najavljuje uvođenje strukturnih operacija usmjerenih na ponudu dugoročnog refinanciranja banaka u domaćoj valuti na osnovi zaloga prihvatljivoga kolaterala. No ako se nastavi proces razduživanja banaka projiciranim tempom, bit će dovršen sljedeće godine. Ako se u međuvremenu ne poveća potražnja za kreditima u stranim valutama, banke će morati preuzimati sve veći valutni rizik ili usmjeravati višak devizne štednje na plasmane u inozemstvo.

Robna tržišta – glavni čimbenici kretanja potrošačkih cijena

- Nastavak pada potrošačkih cijena
- Cijene u eurozoni i Hrvatskoj pod utjecajem pada cijena nafte
- Jačanje inflacijskih pritisaka u nastavku godine?

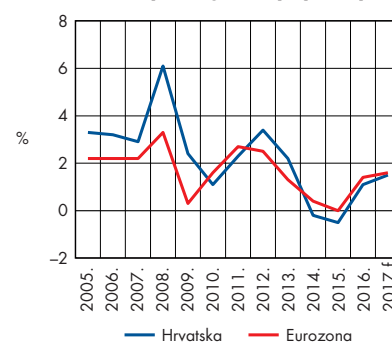
Negativne stope inflacije već drugu godinu zaredom karakteriziraju hrvatsko gospodarstvo. U godini iza nas prosječna godišnja stopa inflacije zabilježila je pad od 0,5%, što je ujedno najniža stopa inflacije od provođenja Stabilizacijskog programa iz listopada 1993.

Razlog pada potrošačkih cijena u 2015. godini u najvećoj je mjeri posljedica uvezenih deflatornih pritisaka kao rezultat izravnih i neizravnih učinaka pada cijena sirove nafte na svjetskim tržištima. Pad cijena nafte prelio se i na cijene ostalih sastavnica indeksa potrošačkih cijena, poput cijena prometa i usluga prijevoza (troškovna inflacija – engl. *cost-push inflation*). Dominantno pod utjecajem kretanja cijena na svjetskim naftnim tržištima prosječne cijene u kategoriji prijevoza tijekom 2015. bile su prosječno niže za 6,7%, dok su u kategoriji goriva i maziva zabilježile i snažniji pad (10,6%). Pad je zabilježen i u većini ostalih kategorija potrošnje. Pritisak na pad opće razine cijena ublažen je porastom prosječnih cijena u kategorijama rekreacije i kulture, alkoholnih pića i duhana, zdravstva, restorana i hotela, komunikacija te u najvećoj kategoriji prehrane i bezalkoholnih pića. S druge strane izostao je snažniji poticaj od strane agregatne domaće potražnje, što i ne iznenađuje s obzirom na skroman oporavak i slabo tržište rada.

Promatrajući zemlje u okruženju, posebice eurozoni s kojom Hrvatska ostvaruje najveći dio vanjskotrgovinske razmjene, vidljiva je prisutnost sličnih trendova. Naime, najveći doprinos usporavanju rasta potrošačkih cijena dalo je ubrzanje godišnjeg pada cijena energije potaknuto smanjenjem cijena sirove nafte na svjetskim tržištima. Međutim, podrška rastu cijena na tržištu eurozone došla je od rasta potražnje (plaća) i marži kompanija. U protekloj godini stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (engl. HICP – *Harmonised Index of Consumer Prices*) kretala se na razinama blago iznad nule, sa sporadičnim deflacijskim mjesecima, te je prema preliminarnim podacima 2015. završila uz stagnaciju na godišnjoj razini. Za razliku od eurozone, gdje je zabilježena stagnacija, u Hrvatskoj je pad inflacije bio pod snažnijim utjecajem cijena energije jer su cijene naftnih derivata na domaćem tržištu relativno više smanjene nego na razini eurozone (25,4% vs 22,7% prema HICP-u). Osim toga, u Hrvatskoj se u istom razdoblju usporio i rast cijena usluga, što nije bio slučaj u ostalim zemljama eurozone. Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i prehrane) na razini eurozone kretala se u prosjeku na razinama ispod 1%, što je i dalje ispod povijesnog prosjeka (1,46%), upućujući na nastavak prisutnosti negativnog jaza BDP-a, čije zatvaranje traje od posljednje krize. Iako niske cijene energije i ostalih roba doprinose niskim inflatornim pritiscima, rast plaća (a posljedično i potražnje na razini eurozone) utječe na porast inflatornih pritisaka s potražnje strane (engl. *demand pull inflation*), što u Hrvatskoj nije slučaj.

Promatramo li strukturu potrošačke košarice na razini eurozone i Hrvatske, primjećujemo i različit sastav košarice, što svakako utječe na kretanje opće prosječne razine cijena. U hrvatskoj potrošačkoj košarici dominiraju prehrana i bezalkoholna pića s udjelom od gotovo 30% te troškovi stanovanja (18,4%),

Potrošačke cijene, godišnja promjena



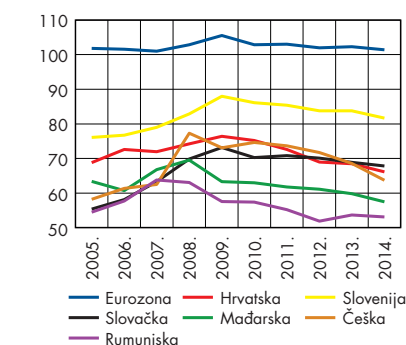
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura potrošačke košarice, prosinac 2015.



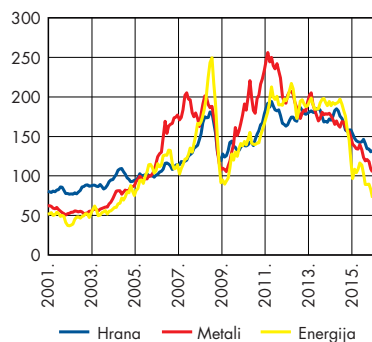
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kretanje potrošačkih cijena prema PPP (EU28 = 100)



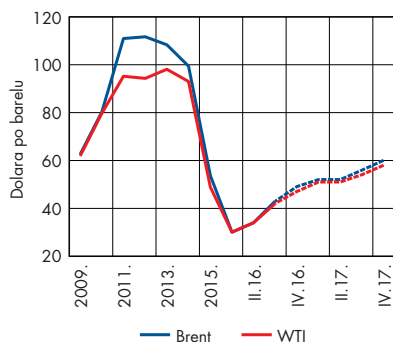
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Indeks robnih cijena (2005 = 100)



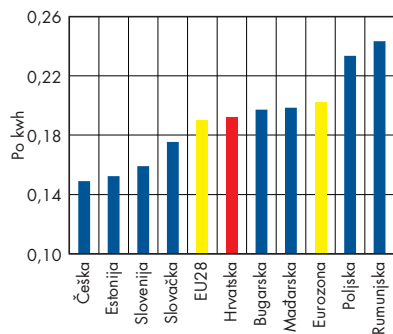
Izvori: MMF, Raiffeisen istraživanja

Kretanje cijena nafte



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Cijene električne energije za domaćinstva*



* prema paritetu kupovne moći, lipanj 2015.
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

dok u potrošačkoj košarici na razini eurozone iste kategorije sudjeluju s 15,6% odnosno 16,5%. Nadalje, na razini eurozone veći udio od Hrvatske u košarici dobara tako imaju odjeća i obuća te kategorije pokućstvo, oprema za kućanstvo, zdravstvo, prijevoz, rekreacija i kultura, obrazovanje te restorani i hoteli.

S početkom 2000-ih i snažnijom potražnjom tržišta u nastajanju sve važniji, a možda i ključni čimbenik kretanja potrošačkih cijena (ali i njihovih očekivanja) na globalnoj razini postaju kretanja na robnim tržištima. Promjena dinamike kretanja cijena roba u posljednjem desetljeću je vidljiva u svim kategorijama, pri čemu je donekle izraženija kod cijena energije i metala (u usporedbi s kretanjem cijena hrane). Općenito viša volatilnost te pojačana međuovisnost cijena na robnim tržištima iz godine u godinu uzrokuju velika kolebanja potrošačkih cijena i rast neizvjesnosti glede budućih kretanja. Te promjene mogu imati značajan utjecaj na inflaciju u uvozno ovisnim gospodarstvima poput Hrvatske.

Primjerice, nakon razdoblja relativno stabilnih kretanja (do ranih 2000-ih), od 2003. cijene na robnim tržištima započinju slijediti uzlazni trend, potaknute neočekivano snažnim rastom potražnje s tržišta u nastajanju poput Kine i Indije. Novi poticaj rastu dolazi u idućim godinama kada su nepovoljni klimatski utjecaji zajedno s preusmjeravanjem na obnovljive izvore energije potaknuli rast cijena hrane. Posljedično, zbog visoke uvozne ovisnosti, u Hrvatskoj je godišnja stopa inflacije u 2008. godini dosegla visokih 6,1%. Nakon financijske krize 2008. pad aktivnosti i potražnje za robama doveo je do snažnog pada cijena metala i nafte, koje su se ubrzo opet stabilizirale na razinama iz pretkriznih godina.

U posljednje dvije godine, najveći utjecaj dolazi s naftnog tržišta, koje je u razmjerno kratkom razdoblju zabilježilo snažan dvoznamenkasti pad cijena. S razina od preko 100 dolara po barelu iz trećeg tromjesečja 2013. cijena sirove nafte (s isporukom za tri mjeseca) spustila se na najniže razine u posljednjih 12 godina (ispod 30 dolara po barelu). Razlog pada cijena snažna je proizvodnja zemalja članica OPEC-a, SAD-a i Rusije, koji se ni po cijenu nerentabilne proizvodnje ne žele odreći tržišnog udjela. Dodatni pritisak došao je i od strane Irana, kojem su početkom 2016. ukinute međunarodne sankcije. Istodobno potražnja nije dovoljno jaka da apsorbira povećanu ponudu. Slab gospodarski rast na tržištima u nastajanju, osobito u kineskom proizvođačkom sektoru te u Brazilu (gdje je kontrakcija BDP-a u trećem tromjesečju bila viša nego što se očekivalo) utječu na usporavanje svjetske potražnje za sirovom naftom. No usprkos tomu, prema našim očekivanjima cijena nafte bi se trebala postupno oporaviti prema kraju godine. Glavni razlog za takvo predviđanje vidimo u padu proizvodnje nafte iz škriljevca (SAD) te porast globalne potražnje za naftom u trećem i četvrtom tromjesečju 2016., za 1,5 mil. barela dnevno u usporedbi s prvom polovicom 2016. Time bi i utjecaj cijene nafte na kretanje razine cijena trebao slabjeti prema kraju godine. Projekcija blagog oporavka cijena nafte izložena je i negativnim rizicima osobito u slučaju značajnog usporavanja gospodarskog rasta u Kini, zadržavanja visoke proizvodnje ponude u državama nečlanicama OPEC-a itd.

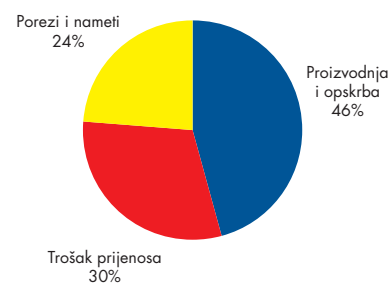
U Hrvatskoj zasad pad cijena nije postao strukturni problem. Štoviše, izostanak inflacije imao je pozitivan utjecaj na povećanje realnog dohotka i potrošnju. Međutim, pad cijena doprinosi slabijim prihodima proračuna te smanjuje nominalni BDP, čime se pogoršavaju relativne vrijednosti (kao postotak BDP-a) proračunskog manjka, javnog i inozemnog duga. Naizgled privlačan kratkotrajan pad cijena (tzv. deflacija) u sebi krije čitav niz negativnih posljedica. Deflacija je ustvari nepoželjan fenomen jer za sobom ubičajeno povlači produblјivanje recesije, odgodu investicija, rast nezaposlenosti i opći pad blagostanja pojedinog društva. Osim toga kreatorima ekonomske politike mnogo je lakše upravljati inflacijom nego zaustaviti deflaciju i njezine negativne posljedice. Oporavak u uvjetima deflacije mnogo je teži i dugotrajniji. Za primjer se nerijetko uzima Japan, koji je upao u sličnu deflacijsku spiralu te se cijele devedesete godine proteklog stoljeća borio s bijegom od deflacije koja je onemogućila veće stope rasta BDP-a. S druge strane, blage stope inflacije (od 2 do 4%) u ekonomskoj se teoriji, ali i praksi smatraju poželјnim ekonomskim fenomenom, koji potiče ekonomski rast.

U godini pred nama očekujemo blago intenziviranje rasta potrošačkih cijena pa bi godišnja stopa inflacije u prosjeku mogla iznositi oko 1%. Blagi inflatorni pritisci trebali bi i dalje biti posljedica razmjerno niskih cijena na robnim tržištima (ponajprije sirove nafte), ali i izostanka značajnih poticaja sa strane agregatne potražnje uz snažniji pritisak na konsolidaciju javnih financija u sklopu procedure uklanjanja prekomjernog deficita. Pritom bi doprinos energije inflaciji trebao biti pozitivan tek od trećeg tromjesečja 2016. Uvozni inflacijski pritisci mogli bi se povećati i zbog očekivanog rasta inflacije u eurozoni. Doprinos nešto snažnijem rastu od prognoziranog mogao bi doći od rasta administrativno reguliranih cijena (iako za sada nema naznaka za navedeno), potencijalnih nepovolјnih vremenskih prilika koje bi pridonijele izraženijem rastu cijena polјoprivrednih proizvoda kao i mogućeg snažnijeg rasta cijena sirove nafte zbog geopolitičkih napetosti te izraženijeg slabljenja tečaja eura prema američkom dolaru od očekivanog.

S druge strane, projicirana stopa inflacije izložena je i negativnim rizicima koji dominantno proizlaze iz kretanja na robnim tržištima. To potvrđuju i siječanjska kretanja cijena sirove nafte, koje su pale na najnižu razinu od 2003. godine.

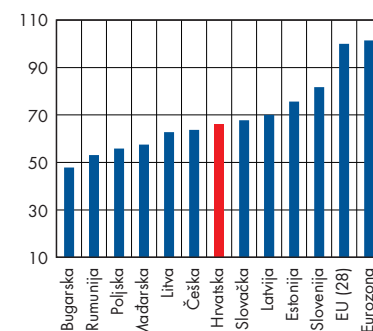
Uz zaustavlјanje pada cijena nafte i roba, inflaciju će sljedećih godina u većoj mjeri generirati porast cijena na robnim tržištima te strukturni problemi Hrvatske. Općenito uvozna ovisnost, visoki trgovinski deficit, monopoli, brži rast plaća od produktivnosti rada, državne subvencije nekonkurentnim društvima i sektorima te prekomjerne i neučinkovite javne investicije trajni su izvori inflacije troškova. Troškovna se inflacija u pravilu sporije očituje, ali je dugoročnija i teže upravljiva od inflacije potražnje.

Cijene električne energije za kućanstva, komponente



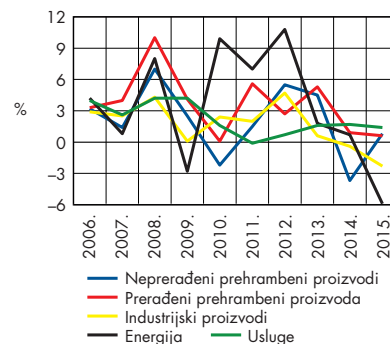
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene prema paritetu kupovne moći (EU28 = 100)*



* odnos između PPP i tržišnog tečaja
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Komponente HICP indeksa, godišnja promjena (2005 = 100) – Hrvatska

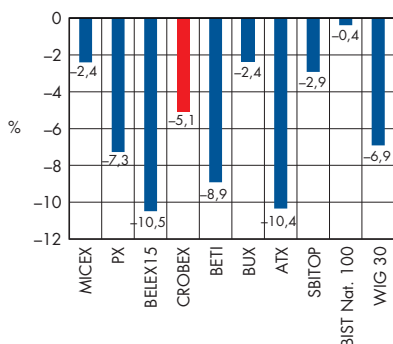


Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Snažna korekcija na početku godine

- Nakon pesimističnog starta u 2016. vodeći dionički indeksi u regiji ipak su se stabilizirali
- Indeksi Zagrebačke burze pod utjecajem raspoloženja na svjetskim burzama
- Od početka godine statistika prometa i dalje u padu na Zagrebačkoj burzi

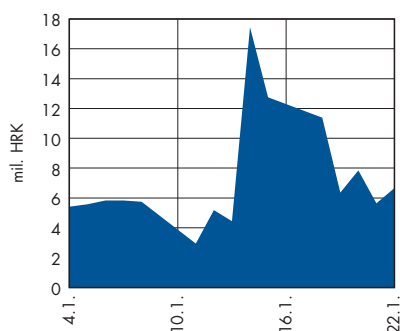
Regionalni indeksi – prinosi u prva tri tjedna 2016.*



* U lokalnoj valuti na datum 22.1.2016.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Na dioničkim tržištima diljem svijeta godina je započela snažnom korekcijom cijena dionica ponajprije zbog usporavanja gospodarskog rasta Kine i pada cijene nafte ispod 30 dolara po barelu. Negativni sentiment se prelio i na regionalne indekse te su svi regionalni indeksi bez iznimke zabilježili pad, neki čak i preko 10% u prva dva tjedna. Ipak, očekivanja dodatnih mjera monetarnog popuštanja od strane Europske središnje banke zaustavila su negativan trend vodećih europskih dioničkih indeksa. U godini iza nas regionalni indeksi su imali raznolika kretanja, gdje su ipak prevladale lokalne geopolitičke i ekonomske prilike. Tako je mađarski indeks BUX u prošloj godini ostvario najveći rast među regionalnim indeksima, od čak 42%, vjerojatno zbog najave umanjenja nameta prema bankama te izostanka iznenađenja u mjerama fiskalne politike, a solidan rast zabilježio je i ruski MICEX. Najveći pad vrijednosti u 2015. imali su poljski indeks WIG30 te turski indeks BISTNat.100, vjerojatno uslijed rasta političke nesigurnosti.

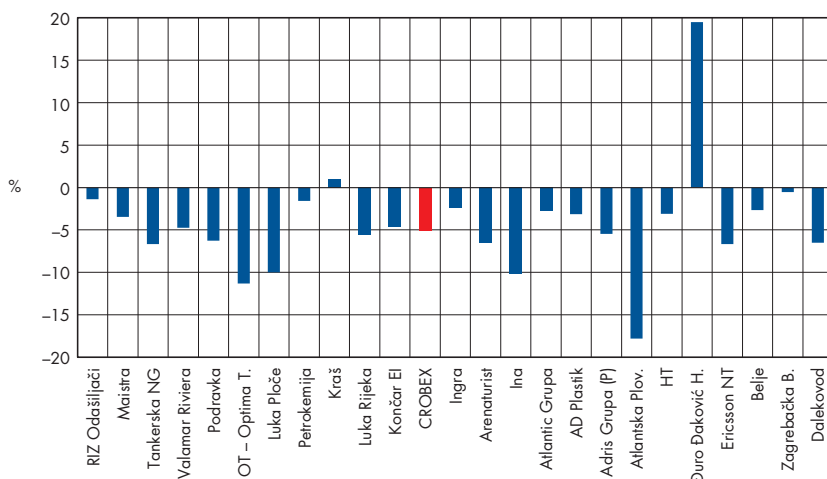
Redovni promet



Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

I na kretanje dioničkih indeksa Zagrebačke burze prelio se raspoloženje iz svijeta i regije te su CROBEX i CROBEX10 u prva dva tjedna pali za više od 6%, a potom se oporavili na -5,1% odnosno -5,5%, gledano od početka godine. Gledano po sektorima najveći pad vrijednosti imao je CROBEXtransport pod utjecajem usporavanja gospodarskog rasta Kine, a najmanji pad zabilježile su industrijske i turističke dionice. Slično je bilo i u prošloj godini, kada su dionice iz sektora transporta pale za gotovo 30%, a indeks CROBEXturist je nakon rekordne turističke sezone u prošloj godini porastao za 23,7%. U 2015. CROBEX i CROBEX10 su pali za 3,2% odnosno 1,8%, dok je povrat indeksa CROBEXtr koji uključuje dividende iznosio 0%. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju prosinca iznosila je 128,1 mlrd. kuna, što je rast od 1,5% u odnosu na godinu prije uz sedam manje uvrštenih dionica. Statistika trgovanja dionicama na Zagrebačkoj burzi nastavila se pogoršavati te je od početka godine redovni dnevni promet iznosio 7,4 mil. kuna, što je smanjenje u odnosu na 9,6 mil. kuna koliko iznosi prosjek za 2015., dok je prosjek za 2014. bio 10,8 mil. kuna.

Povrati CROBEX sastavnica u prva tri tjedna 2016. (dividende nisu uključene)*



* Povrati izračunati na datum 22.1.2016. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Prošle godine najviše se trgovalo dionicama Adris grupe s udjelom u ukupnom redovnom prometu od 17,5%. Redovne dionice Adrisa u 2015. porasle su za 49% na krilima uspješne prodaje duhanskog i maloprodajnog biznisa, isplate izvanredne dividende, najave politike progresivnog rasta dividende u sljedećim godinama, ali i interesa češkog fonda J&T za preuzimanje kontrolnog paketa redovnih dionica.

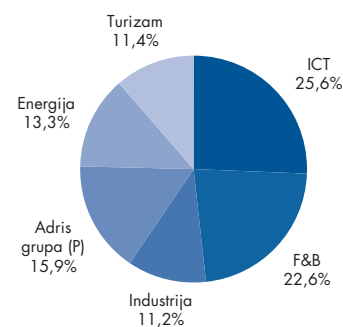
Plan privatizacije i smanjenja državnih udjela u fokusu

- Indeksi u regiji atraktivno vrednovani po P/E omjeru 2016.e
- Najavljena prodaja nestrategičke imovine/udjela radi smanjenja zaduženosti
- Očekujemo nastavak oporavka fundamenta domaćih kompanija

I u idućem razdoblju pitanje rasta kineskoga gospodarstva, potezi američke i europske središnje banke u kreiranju likvidnosti, cijena nafte na svjetskom tržištu te oporavak ekonomija mogli bi imati utjecaj na kretanje dioničkih indeksa u regiji. Tako bi se daljnje labavljenje monetarne politike ESB-a, pretočeno u povećanu likvidnost financijskog sustava, moglo pozitivno odraziti na dioničke indekse i u široj regiji. Gledano po fundamentima, u odnosu na procijenjenu zaradu u 2016. regionalni indeksi su atraktivno vrednovani prema P/E omjeru u usporedbi s vodećim europskim dioničkim indeksima. Najveći rast dobiti sastavnica u 2016. među regionalnim indeksima očekujemo za mađarski BUX (+25%) te za turski indeks BISTNat.100 (+19%), čije kompanije bi mogle povećati profitabilnost nakon otvaranja iranskog tržišta kao i zbog niže cijene nafte, pod uvjetom da se odnosi između Turske i Rusije ne pogoršaju.

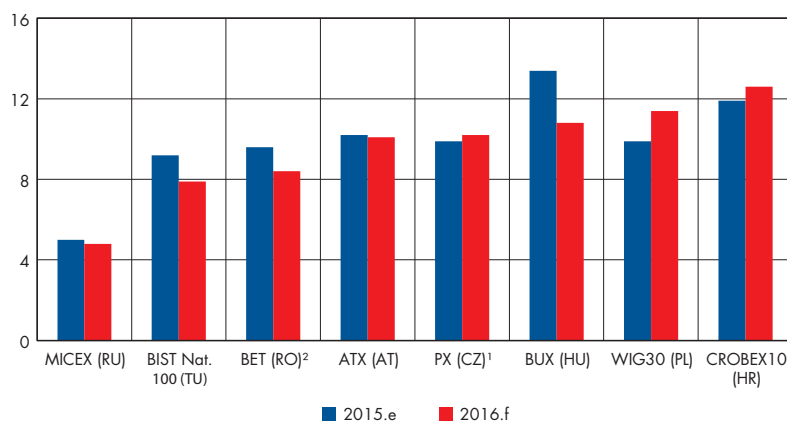
I dok očekujemo da će globalni sentiment biti i dalje glavni pokretač domaćeg dioničkog tržišta, nakon donošenja proračuna i predstavljanja detaljnijeg plana nove vlade za upravljanje državnom imovinom, u drugom tromjesečju možemo očekivati i utjecaj lokalnih kretanja. S obzirom na to da je zasad poručeno samo da će fokus biti usmjeren na strateške investicije (energetski sektor i infrastrukturu) te smanjenje zaduženosti, može se očekivati prodaja državnih udjela u nestrategičkim sektorima. Ipak, ostaje za vidjeti detaljan plan nove vlade. Fokusiranost na poboljšanje rejtinga države moglo bi se odraziti i na smanjenje premije rizika te povećanje likvidnosti na Zagrebačkoj burzi, dok za fundamentalne pokazatelje očekujemo nastavak pozitivnog trenda. U devet mjeseci prošle godine osam od deset sastavnica indeksa CROBEX10 imalo je rast neto dobiti zbog poboljšanja operativnog, ali i financijskog rezultata uslijed smanjenja neto duga i/ili nižeg troška zaduživanja. U ovoj godini očekujemo rast dobiti sastavnica CROBEX10 od preko 12% na krilima oporavka ekonomskih indikatora u regiji te očekivanja još jedne uspješne turističke sezone.

Sektorski sastav CROBEX10



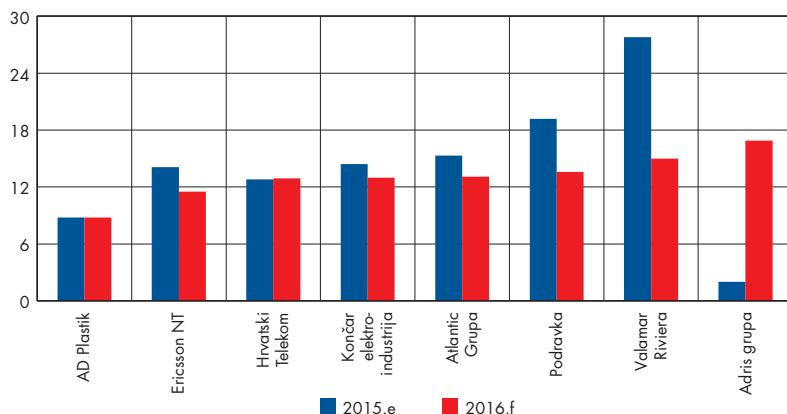
Izvori: ZSE, RBI/Raiffeisen istraživanja

P/E indeksa u regiji



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

P/E omjeri CROBEX10 sastavnica*



* bez INA i Kraš
Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska 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.: 01/61 74 606, e-adresa: tomislava.ujevic@rba.hr
Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr
Mate Rosan, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 388, e-adresa: mate.rosan@rba.hr

Financijsko savjetovanje

mr. sc. Nada Harambašić Nereau, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@rba.hr
Damjan Sulčić, financijski analitičar; tel.: 01/55 75 733, e-adresa: damjan.sulic@rba.hr

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

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Robert Mamić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: robert.mamic@rba.hr

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje
BDP – bruto domaći proizvod
b. b. – bazni bod
CDS – *Credit Default Swap*
CHF – švicarski franak
CIS – Zajednica neovisnih država
DZS – Državni zavod za statistiku
e – procjena (*estimate*)
EDP – *Excessive Deficit Procedure*
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*

FOMC – *The Federal Open Market Committee*
GBP – britanska funta
god. – godina
HICP – *The Harmonised Index of Consumer Prices*
HNB – Hrvatska narodna banka
HRK – kuna
HZZO – Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje
IBES – *Institutional Brokers' Estimate System*
ILO – *International Labour Organisation*
JIE – zemlje Južne i Istočne Europe
kr – kraj razdoblja
k.s. – kamatna stopa
m – mjesec
MF – Ministarstvo financija
MMF – Međunarodni Monetarni Fond
mil. – milijun
mlrd. – milijarda

n. v. – nema vrijednosti
p.b. – postotni bod
PDV – porez na dodanu vrijednost
PPS – *Power Purchasing Standard* (paritet kupovne moći)
pr – prosjek razdoblja
QE – *Quantitative easing*
RBA – Raiffeisen Bank
SAD – Sjedinjene Američke Države
SE – Srednja Europa
SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe
tr. – tromjesečje
USD – američki dolar
v.k. – valutna klauzula
wiiw – *Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche*
WTI – *West Texas Intermediate*

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 22. siječnja 2016.

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. Ekonomski istraživanja su organizacijska jedinica RBA. Nadzorno 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 pouzdanim, 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, 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 zaleženom 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 ili 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 pozdati 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 nepotrebne oslanjanja na ovu publikaciju, te se, bez prethodnog odobrenja RBA, ne smije distribuirati, umnažati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično ni u koju svrhu. RBA objavljuje analize i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("RZB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Ovime korisnik publikacije prima na znanje, priznaje i suglasan je da, u najvećoj mogućoj mjeri dopuštenu zakonom, nitko iz Hrvatske udruge banaka ("HUB") kao koordinatora, niti ZIBOR kontribucijskih banaka ili Thomson Reuters-a kao dobavljača podataka iz kojih se ZIBOR referentne kamatne stope računaju: 1. Ne prihvaća nikakvu odgovornost za učestalost i točnost ZIBOR stopa ili bilo kakvo korištenje ZIBOR stopa od strane korisnika, neovisno proizlazi li ili ne proizlazi iz nemara HUB-a, ZIBOR kontribucijskih banaka ili Thomson Reuters-a; 2. Neće biti odgovoran za bilo kakav gubitak ili dobit u poslovanju, niti bilo kakve izravne, neizravne ili posredne gubitke ili štetu nastale iz takvih nepravilnosti, netočnosti ili korištenja podataka. 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 predmetom 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 povezana društva 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 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 objavljivanje 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.

